

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投资主体信心不足，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：

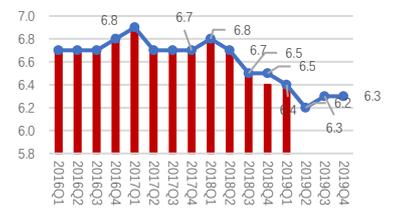
李稻葵、厉克奥博、李冰、陆琳、郭美新、龙少波、冯明、石锦建、徐翔、伏霖、金星晔、吴舒钰、赵泓宇、王绪硕、胡思佳、陈大鹏、李雨纱、张驰、周彭、张鹤、郎昆、陈逸凡

联系方式

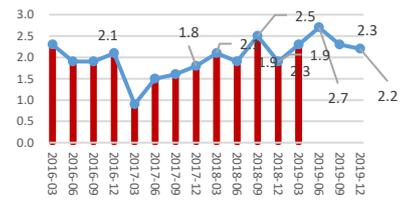
电话：010-62797782

网址：www.ccwe.tsinghua.edu.cn

GDP 增长率季度累计同比



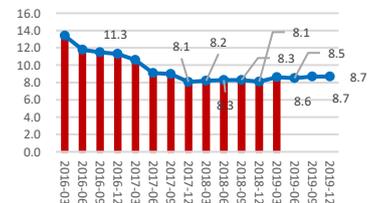
CPI 季度累计同比



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，固定资产投资总体平稳增长，但和GDP增速比较来看，固定资产投资增速仍整体偏低。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，较去年全年下降0.3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，较2018年全年下降6.8个百分点；基建投资同比增长4%，虽较去年同期的9.4%相比仍处低位，但结束了2018年下半年来下滑趋势，已基本企稳；房地产投资同比增长10.9%，较去年同期提升3.2个百分点，较2018年全年提升2.6个百分点，在一定程度上起到了稳投资的作用。因此，从数据上看，2019年以来固定资产投资方面最严重的问题来自制造业投资。

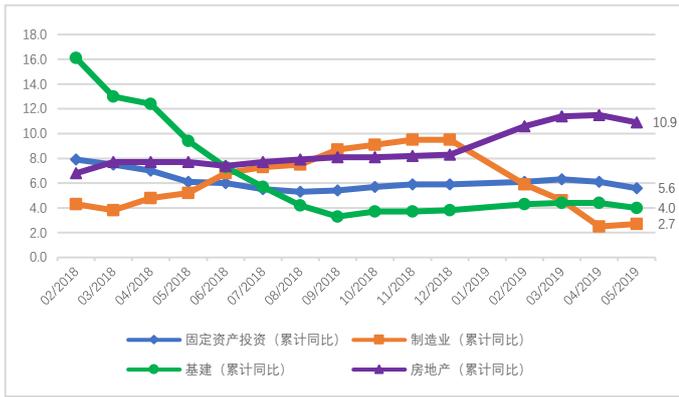
制造业投资是固定资产投资的重要组成部分，从历史数据来看，制造业投资约占固定资产投资的30%。2018年，制造业投资同比增长9.5%，有效对冲了基建投资增速下滑，成为稳投资稳增长的主要力量。进入2019年后，制造业投资增速迅速回落，1-4月增速仅为2.5%，创2004年以来的历史新低。细分行业来看，除个别行业外，大部分制造业行业投资增速均明显下滑，化学纤维制造业、造纸和纸制品业、有色金属冶炼和压延加工业、食品制造业、烟草制造业等13个行业甚至出现了负增长。和固定资产投资中其他行业相比，制造业投资问题凸显，改革势在必行。

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）数量上同比增速逐季下降，2018年第一季度同比增速高达88%，二季度33.2%，三季度15.5%，四季度同比增速为-5.6%，可见2018年后期制造业投资意愿已经减弱，投资动力不足，从而直接影响到2019年的投资额。

民间投资对制造业投资和固定资产投资都有着关键影响，从以往数据来看，制造业投资中民间投资约占87%，固定资产投资中民间投资约占60%。2019年前5月，民间投资整体增速的下滑也尤为明显，民间投资的作用已从拉动投资变为拖累投资。2018年以来，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，4月份时已落后于固定资产投资增速，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。同时，制造业行业也存在相似的趋势，2018年制造业中民间投资部分的增速高于制造业投资整体增速0.8个百分点，而2019年一季度以来，制造业民间投资增速始终低于制造业整体增速，直到5月才基本追平。从对整体投资的贡献看，2019年前5月，固定资产投资的增长中仅有约57%来自民间投资，而去年同期民间投资对固定资产投资增长的贡献约占80%，去年全年约占88%，可见相比于其他类型的投资，民间投资在进入2019年后动力尤为不足，亟待得到提振。

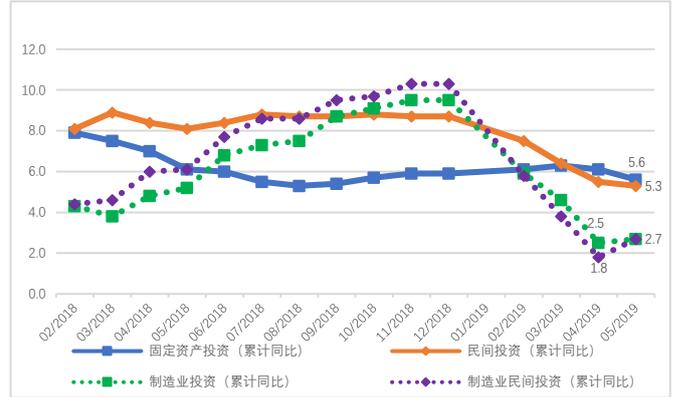
制造业和民间投资增速双双回落的主要原因是企业家对未来经济形势预期悲观，投资信心不足。2018年12月，制造业PMI自2016年8月以来首次跌破枯荣线，直至2019年3月才回升至枯荣线上，却在2019年5月再度跌破至49.4，且低于预期的49.9。上次PMI低于枯荣线时正是民间投资急速下滑时期，2016年7月民间投资增速曾一度跌至2.1%。2018年底PMI的下降再度表明市场悲观情绪已逐渐产生，企业家投资必将更加保守谨慎。不仅如此，2019年5月全球采购经理人指数跌至49.8，美国、欧元区制造业PMI全线下滑，表明全球制造业都出现了放缓，未来更加难以预期。企业家调查数据也直接表明企业家对未来的信心减弱，投资出现犹豫。央行第一季度企业家调查结果显示，企业家宏观经济热度指数为34.1%，比去年同期下降4.7个百分点；企业家信心指数为69.2%，比去年同期下降5.1个百分点。

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

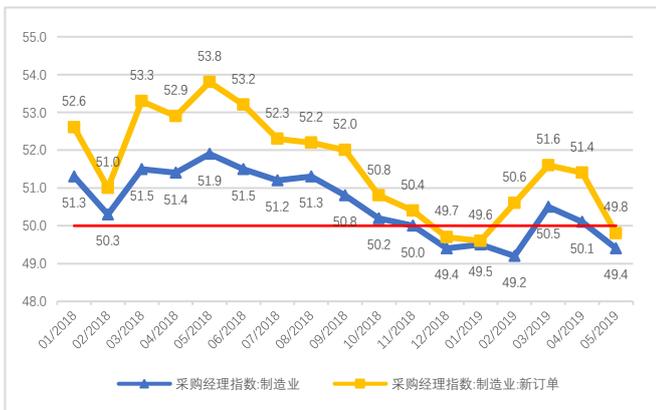
图表 2 民间投资和固定资产投资增速比较



数据来源：国家统计局

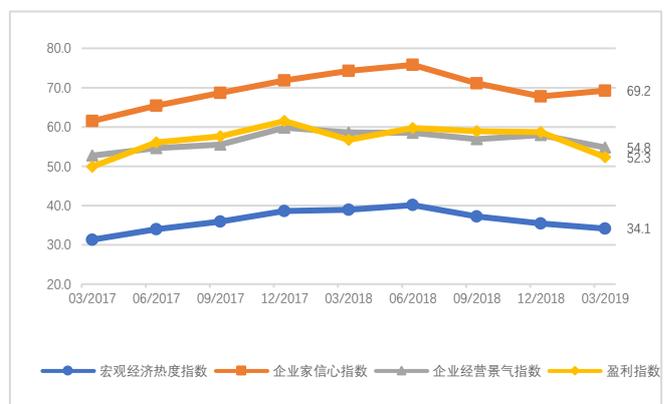
从企业经营情况来看，制造业企业盈利状况恶化，国内外市场需求不足，制造业投资前景不佳。2019 年 1-2 月，工业企业利润总额同比下降 14%，为 2010 年以来的最低值，截至 4 月，工业企业利润总额同比仍下降 3.4%，和去年同期的 15% 正增长形成巨大反差。与之相应的是，2019 年 1-4 月工业企业亏损额同比增长 15.6%，较去年同期高出 9.3 个百分点。在价格方面，2019 年前 5 月 PPI 持续低位波动，企业盈利未见改善。从营业收入利润率上看，国有控股企业（6.29%）>外商及港澳台商投资企业（5.92%）>股份制企业（5.48%）>私营企业（4.62%），可见民营企业盈利能力仍然较低。从市场需求上看，2019 年 1-5 月消费品零售增速 8.1%，较去年同期回落 1.4 个百分点；商品出口增速 0.4%，较去年同期回落 12.9 个百分点，加之基建投资增速走弱，制造业产品的国内外需求总体不足。面对盈利艰难、需求不足的困境，企业家难以建立信心，缺乏投资激励。

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



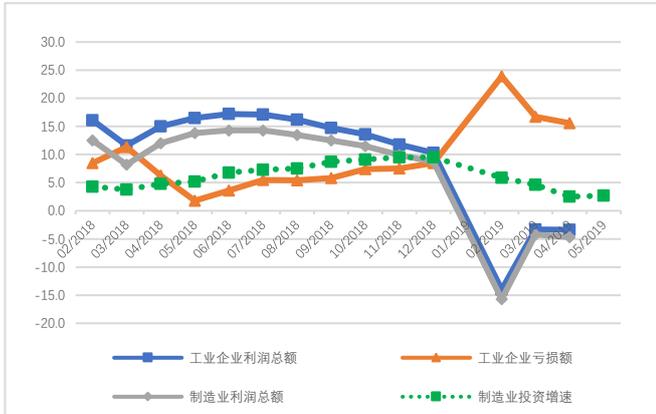
数据来源：中国人民银行

针对目前企业家信心不足的局面，政府如果不发挥作用，任由经济自由发展，那么投资很可能会不断恶化。因此，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。为此，我们提出如下三点政策建议：

第一，我们建议在重点领域开展引导性投资，建设先进产能，推动产业升级。例如，我们建议政府引导钢铁等重化工业进行产能转移，在沿海地区建设高技术、低污染的钢厂。这样既有利于从国外进口高质量铁矿石和焦炭，用清洁生产技术进行冶炼、加工，供应国内外市场；同时也使得中国能够更好地实施一带一路等发展战略，当未来印度等国家经济起飞之时，由于其基础设施建设和工业化能力远远不足，我们这些现代化钢铁厂正好可以把大量的产品销售到这些地区。在这一方面，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

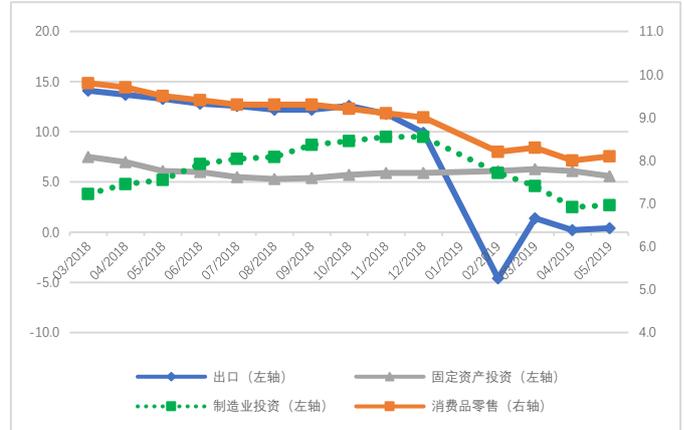
污染。“绿色生产”是厂区的一大特色，京唐公司环保投资 75.96 亿元，占工程总投资的 11.21%。其中：废气处理设施 128 台；废水处理设施 8 套，每年可节约地表水资源约 2400 万吨，煤气，废水基本实现零排放。技术升级不仅没有压缩产能，反而促进了生产，产能从 800 万吨上升到 1000 万吨，一期投资 677 亿元。一期设计年产铁 898 万吨、钢 970 万吨、钢材 913 万吨。而且显著节约了成本，每吨成品平均可节约 100~150 元，按每年 900 万吨的产量算，年节约 9 亿多元。我们认为，对这些先进产能的投资会成为拉动经济增长的绿色新引擎。

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

第二，我们建议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。在上一期的报告中我们指出，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，企业同质化竞争严重，亟需推进兼并重组的调整，从而加强资源整合、发展规模经济，实现减员增效，最终迈向具有较高产业集中度的成熟经济体状态。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。与此同时，要妥善解决兼并重组过程中的债务重组问题，例如破产企业的债务会增加银行坏账，被兼并企业的现存债务也会给收购方带来财务负担，这意味着企业大量的银行贷款也将面临一个重组的过程。为此我们建议借鉴 1999 年成立资产管理公司处理商业银行不良资产的经验，由国家注资设立专项资产管理机构，将涉及兼并重组公司的银行贷款剥离出来专门处置，同时结合市场化债转股等去杠杆措施，逐步化解债务压力，减轻的并购重组的债务包袱。

第三，我们建议创新减税降费机制，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。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。但是，目前政策的影响主要在于减轻企业经营负担，但却没有对投资产生足够的激励。在企业家投资信心不足时，即使经营负担下降，手上资金充裕，也不一定愿意投资。因此，减税降费政策在后续阶段应更多地聚焦于企业投资下滑这一“痛点”，以创新的形式为企业投资提供激励。例如，近年来制造业企业投资风险较高，为鼓励投资，可以借鉴会计计税上对高风险的研发费用所实行的加计扣除制度，在计税时也对投资费用实行超出实际发生额的加计扣除，有针对性地对投资活动提供税收优惠。同时也可以对制造业固定资产折旧周期的前几年加快折旧速度，让制造业企业投资在短期内更多地抵减税收支出。

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，拖累整体固定资产投资的增速。可见基建投资尚未从前期影子银行规模收缩、去年地方债发行规模收紧以及部分基建项目重新论证等因素的消极影响中完全走出。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 2019 年 1~5 月基建投资能与一季度 GDP 增速保持同步增长（即增速为 6.4%），则可多

拉动 GDP 增速 0.17%。

此外，尽管 2019 年 1~5 月基建投资整体增速依然疲软，个别领域仍有亮点可寻，如生态保护和环境治理业投资增长 41.5%，铁路运输业投资增长 15.1%，信息传输业投资增长 14.9%。

图表 7 基建投资资金来源

		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

根据近年基建投资的资金来源分布，财政预算资金占基建整体投资资金的比维持在 15%左右，预计 2019 年将趋势性小幅上升到 16%，国内贷款资金预计维持在 15%左右不变，外资占比预计仍保持在 0.5%以下，自筹资金占比预计稳定在 60%左右。

具体来看，来自财政预算的基建投资预计将保持稳定。财政支出中用于基础设施投资的支出占比增幅稳定，财政支出用于基建投资的比例自 2013 年的 9.09%逐步增加到 2017 年的 11.9%。此处我们假设今年财政支出预算的 12.5%用于基建投资，则预计基建投资来自于预算内的金额为 2.94 万亿元。同样，我们认为来自于国内贷款的基建投资资金也将保持稳定。其中来自国开行的贷款预计小幅增加到 6500 亿左右，其他商业银行和金融机构预计增幅维持不变。外资的资金对于基建投资影响很小，此处忽略不计。

自筹资金是基建投资资金来源的大头，包括政府性基金支出（包含土地使用权出让收入安排支出）、地方政府专项债、城投债、铁道债、信托与委托资金、政府和社会资本合作（PPP 项目）等内容。

2019 年《政府工作报告》提出今年地方政府专项债预计发行 2.15 万亿元，相比于去年 1.35 万亿元额度增加近 60%。截至 2019 年 5 月，我国今年累计发行地方专项债 0.97 万亿元，占 2019 年额度的 45.1%。考虑到 2018 年实际发行的地方政府专项债为 1.95 万亿元，2019 年的专项债发行仍有空间，预计下半年发行将有所提速。2018 年城投债总发行额 24555 亿元，减去待偿还金额后的净融资额为 6428 亿元，相比 2017 年增加 14%，预计 2019 年该增速将得到维持。截至 2019 年 4 月，财政部政府和社会资本合作中心管理库落地项目净增 946 个、投资额 1.4 万亿元，相当于累计落地投资额的 16.3%。PPP 项目累计落地率 63.2%，环比上升 0.5%。PPP 项目落地速度的加快与金额的增加将支持基建投资增速后续的回暖。

政府性基金支出对于基建的资金支持预计将大幅下降。由于开发商购地积极性不高，土地成交市场趋冷，2019 年 1~5 月政府性基金预算中的国有土地使用权出让收入累计同比增速为-6%，相比去年出现断崖式下跌。由于土地出让金收入中投入基建领域的比例约占其一半左右，基建投资也将受到一定的影响。

总而言之，考虑到地方政府专项债的大幅增加，PPP 项目落地提速，城投债、铁道债以及银行贷款的增速稳定，因而尽管土地使用权出让收入下跌迅速、去杠杆对信托委托资金的影响余威犹存，但我们认为在政策精准发力的情况下，基建投资仍有望在年内小幅回升，预计全年增速为 5.8%左右。

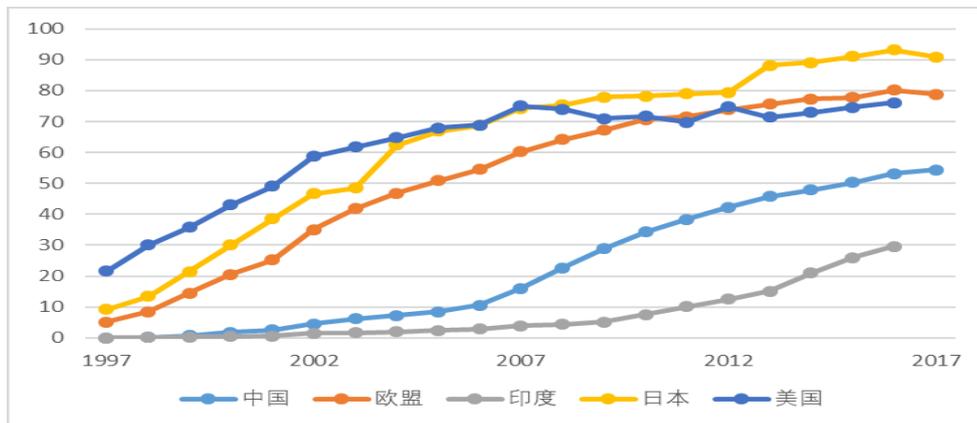
下文我们从交通基础设施、能源基础设施与电信基础设施三个方面考察基建长远发展的空间，以及与发达国家相比，我国的基础设施建设水平究竟如何。

从交通基础设施来看，中国的铁路总里程数以 13.1 万公里列居世界第二位，仅为国土面积类似的美国的一半。¹尽管我国的高速铁路建设发展快速，截至 2018 年，中国高速铁路运营里程已达 2.9 万公里，约占世界高速铁路运营里程的三分之二。截至 2018 年底，我国公路总里程为 484.7 万公里，少于美国的 658.7 万公里。我国内陆地区民用航空颁证机场共 235 个，其中旅客吞吐量达到 1000 万人次以上的有 37 个，与之相比，美国民用航空颁证机场数量达 526 个。²再从交通基础设施质量的国际比较来看，根据世界经济论坛（World Economic Forum）发布的《2018 年全球竞争力报告》（The Global Competitiveness Report 2018），中国的交通基础设施整体水平（包含数量与质量指标）在 144 个经济体中排名为 29 位，四年间上升了 10 位。其中，公路为第 28 位，铁路为第 48 位，航空为第 20 位，水运为第 8 位。³整体来看，我国交通基础设施建设已经取得了明显的进展，但仍有一定的发展空间，尤其是交通基础设施的建设质量及维护可以进一步改进。

从能源基础设施来看，近十年以来，我国的发电设备容量从 2008 年的 7927.3 亿瓦时提高到 2018 年的 18996.7 亿瓦时，增长了 139.6%，且火力发电设备容量的占比从 2008 年的 76.0% 下降到了 2018 年的 60.2%，水利发电设备的容量占比虽然也从 21.8% 下降到 18.6%，但水利基础设施本身的作用宽广，不仅限于工业生产，还对农业生产生活都有着基础性的保障作用，农田有效灌溉面积从 1950 年的 2.4 亿亩扩大到 2016 年底的超 10 亿亩。城市的供水、供气等市政能源基础设施建设也有了明显的进步。城市燃气管道长度从 1990 年的 2.4 万公里增长到 2017 年的 64.1 万公里，城市供水管道和排水管道长度分别从 1990 年的 9.7 万公里和 5.8 万公里增长到 2017 年的 79.7 万公里和 63.0 万公里。⁴输配电的整体损耗水平也有所下降，输配电损耗占电力总产量的比例下降从 1970 年的 7.0% 到 2014 年的 5.5%，低于同期美国 5.9% 的损耗率，但高于德国 3.9% 的水平。⁵

从电信基础设施来看，中国的信息基础设施的铺设也取得了明显的进步。根据工业与信息化部的统计数据，中国电信光缆总长度自 2000 年的 121.2 万公里增长到 2010 年的 996.2 万公里，十年时间增长了 7 倍，随后增长到 2018 年的 4358.3 万公里。固定和移动电话数量则从 2000 年的 2.56 亿户增加到 2018 年的 17.48 亿户，增长了 5.8 倍，其中固定电话占比由 2000 年的 56.6% 下降到 2018 年的 10.4%。但是，根据国际电信联盟（International Telecommunication Union）所发布的《2017 年衡量信息社会（Measuring the Information Society Report 2017）》报告，中国的信息通信技术发展指数（ICT Development Index）排名仅为世界第 80 位，尤其是包含人均国际出口带宽等指标的 ICT 接入指数得分较低，与发达国家相比有明显差距，以互联网普及率来看也是如此。

图表 8 互联网普及率比较



¹ 数据来源于国际铁路协会（International Union of Railways）。

² 数据来源于中国民用航空局和美国交通部网站，此前大多数研究所引用的美国机场数量数据为美国包含私人机场的数量数据，因而机场数量可多达上万个，但参考价值不大。

³ 数据来源：世界经济论坛网站 <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/competitiveness-rankings>

⁴ 数据来源于 CEIC 数据库。

⁵ 数据来源于世界银行 WDI 数据库。

数据来源：ACCEPT 根据 OECD 科技数据库整理。

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，将地方的隐性债务从银行体系中切割出去，减少地方政府融资行为对银行信贷资源的挤占。具体而言，我们建议成立全国性的基础设施投资公司，借鉴世界银行等国际多边开发银行的运作模式，对地方基建项目进行统一的规划、融资、建设与监督，对基建项目进行详细的成本收益分析，在中央政府的担保下，以市场化的方式发行债券或利用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。

在当前体制下，各地方基建项目因政府背书，客观上挤占了大量信贷资源，且项目规划过程中成本收益分析专业性不足，存在监管难、追责难等问题。全面改革地方政府基础设施建设投融资体制，将地方政府基建融资从银行信贷体系中剥离，有助于规制地方政府行为，缓解企业尤其是中小企业的融资压力，推动民间投资与基建投资长期稳定增长，从而逐步形成健康有效的资本市场。

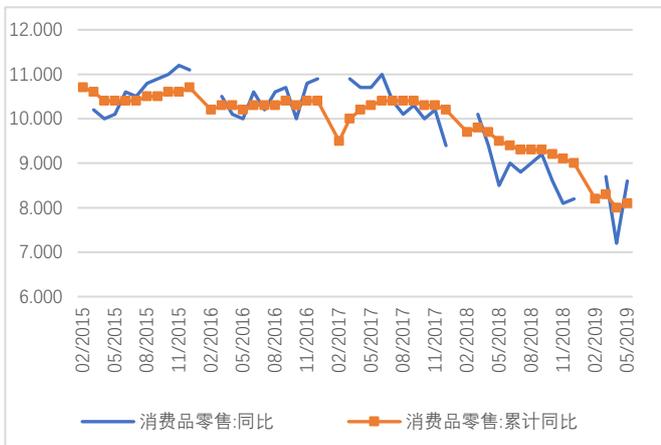
（二）消费、就业与价格

1. 消费：消费增速持续回落，汽车销售下降明显

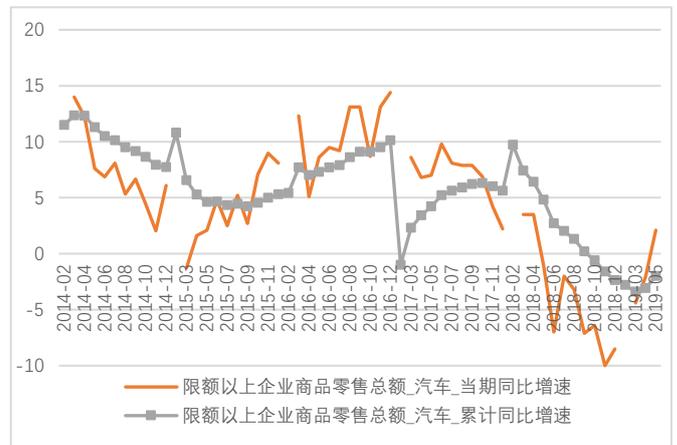
短期来看，消费增速稳中略降，不及预期。2019 年 5 月社会消费品零售总额为 32956 亿元，同比增长 8.6%，相对于 2018 年 5 月 8.5% 的同比增速略有下降。扣除价格因素，社消实际增长 6.4%，低于去年同期的 6.8%。其中，2019 年 5 月限额以上单位消费品零售额 11694 亿元，同比增速为 5.1%，与去年同期 5.6% 的增速相比亦有下滑。刨去五一错期的因素，2019 年 5 月的社会消费品总额同比增速相对于去年同期增速有所下滑。

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%。其中，2019 年 1-5 月限额以上单位消费品零售额增速为 3.9%，低于去年同期的 7.8%。2019 年 1-5 月份，全国网上零售额 38641 亿元，同比增长 17.8%，相较于 2018 年 1-5 月份的同比增速 30.7% 下降了近 13 个百分点。

图表 9 消费品零售总额当期同比和累计同比增速



图表 10 汽车销售当期同比和累计同比增速



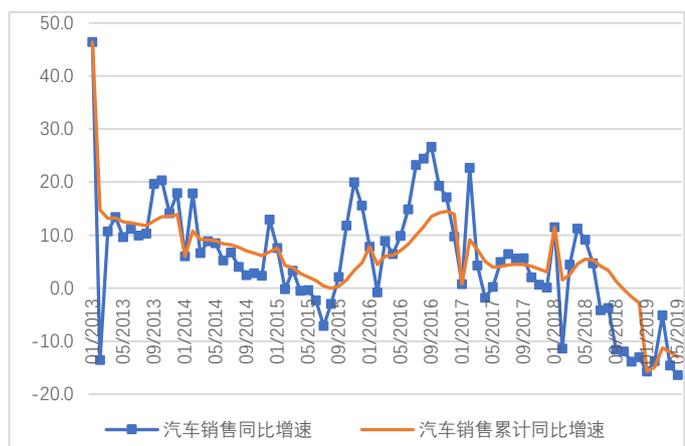
资料来源：中经网统计数据库

汽车消费增速下降对总体消费形成拖累。从统计局的数据来看，2019 年 5 月限额以上企业汽车类销售总额同比增速 2.1%，扭转了连续 12 个月负增长，但这可能与假期错月有关。但从累计同比增速来看，汽车消费下降的态势依然没有改变。2019 年 1-5 月汽车销售累计同比增速为 -2%，相比较于 2018 年 1-5 月的 4.8%，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。

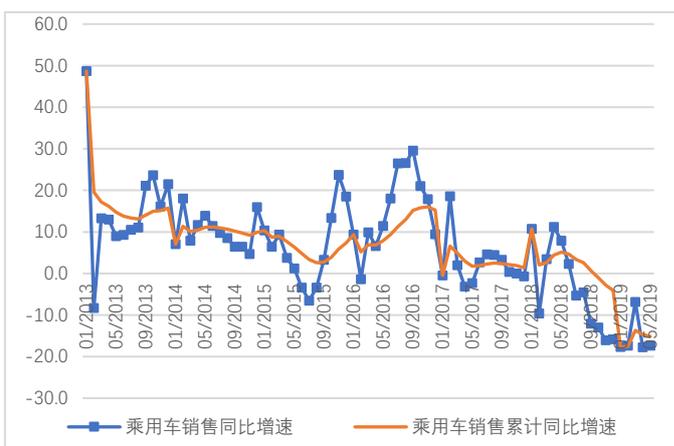
根据中国汽车工业协会的统计数据，2019 年 5 月份汽车销售量下降则更为明显。5 月汽车销售 191.26 万辆，同比下降了 16.40%，环比下降 3.43%。其中，乘用车销售 156.12 万辆，同比下降 17.37%，环比下降 0.87%。商用车销售 35.14 万辆，同比下降 11.79%，环比下降 13.37%。从累计销售来看，2019 年 1-5 月，汽车销售 1026.59 万辆，同比增速为 -12.95%，而 2018 年 1-5 月累计同比增速为 5.5%，相对回落了近 18.5 个百分点。其中，乘用车销售 839.87

万辆，同比增速为-15.17%，相对于去年同期的 5.1%，回落了近 20.3 个百分点；同比下降 15.17%；商用车销售 186.72 万辆，销量下降 1.30%。⁶

图表 11 汽车销售同比和累计增速



图表 12 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

其他类型的消费品零售增速也不及去年同期，石油及制品类、服装鞋帽、针纺织品类带动消费增速下降的作用明显。在 15 大类限额以上单位商品中，除了粮油食品类、饮料类，日用品类和中西药品类四种商品，其他 11 大类的商品的累计同比增速均不及去年同期。其中，与汽车消费相关的石油及制品类产品的零售累计增速在 2019 年 1-5 月仅为 3.1%，相比去年同期的 11% 大幅下降了 7.9 个百分点，带动消费增速回落约 0.4 个百分点。即使除原油价格下降因素的影响外，其下跌幅度也不可小觑，这也与汽车消费增速的下降有一定的关系。2019 年 1-5 月，服装鞋帽、针纺织品类商品销售同比增速为 2.6%，相对于去年同期的 9.1% 下降了 6.5 个百分点，带动社会消费品零售总额增速下降 0.23 个百分点。

图表 13 2019 年 1-5 月限额以上单位商品零售对消费

	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	-3.8	0.6%	-0.02

⁶ 中汽协会行业信息部. 2019 年 5 月汽车工业产销情况简析. http://www.caam.org.cn/chn/4/cate_31/con_5224052.html. 2019 年 6 月 12 日。

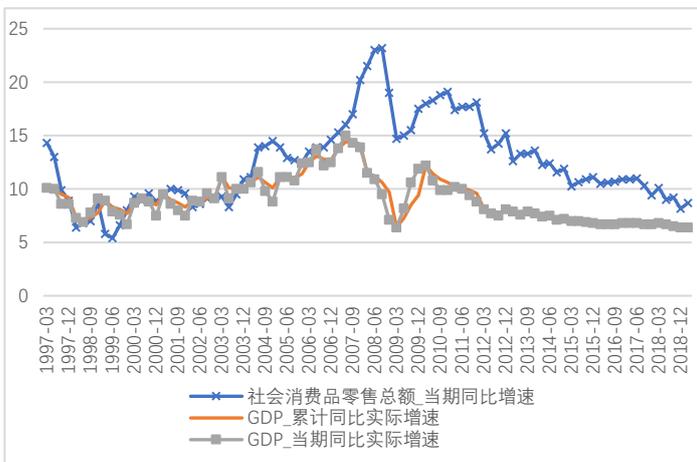
通讯器材类	7.8	9.1	1.3	1.1%	-0.01
石油及制品类	3.1	11.0	7.9	5%	-0.40
汽车类	-2.0	4.8	6.8	10%	-0.68
建筑及装潢材料类	4.2	8.3	4.1	0.65%	-0.03

资料来源：国家统计局、ACCEPT 计算。

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。2011 年以来，我国的消费一直呈现出趋势性下滑的态势，并与 GDP 增速和居民可支配收入增速的下滑趋势保持同步。在 2010 年末，社会消费品零售总额同比增速为 19%，2015 年 3 月同比增速降到 10.2%。而 2017 年年底以来，我国社会消费品零售总额同比增速突破 10% 的下限，并继续持续下跌，2019 年 5 月该值为 8.6%。

边际消费倾向呈现下滑的趋势。2014 年以来，我国人均可支配收入增速处于下滑通道中，人均消费支出也处于同比下行通道之中，符合经济学基本规律。但是，2017 年以来，人均消费支出增速与人均可支配收入增速之间的差距扩大，意味着边际消费倾向的降低，不利于扩大消费。

图表 14 社消同比增速与 GDP 同比增速 (%)

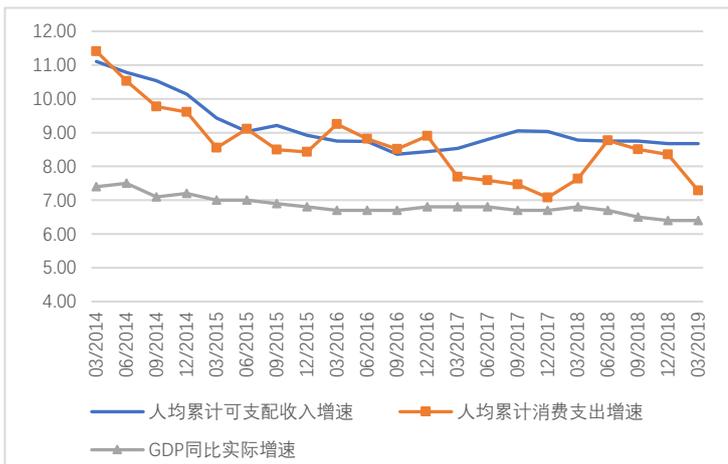


图表 15 社消增速、GDP 增速与城镇居民可支配收入增速

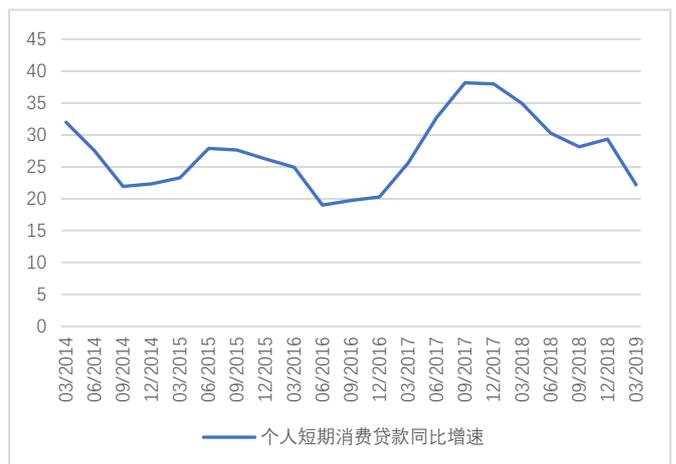


(%)

图表 16 人均可支配收入、支出与 GDP 实际增速 (%)



图表 17 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。根据统计局的数据，2019 年 1-5 月汽车消费的下滑可解释总消费下降的 0.7 个百分点，而 2019 年 1-5 月消费增速相对于去年同期下降了 1.4 个百分点，汽车消费下降

可以解释总体消费下降的一半。与汽车消费相关的石油及制品类产品的零售增速下降则能够解释总体消费下降 0.4 个百分点。而来自中汽协的数据表明，汽车销售量累计同比增速的下降幅度则更为明显。因此，汽车和相关产品消费的下降是我国居民消费增速下降的主要原因。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。尽管个税减免对个人可支配收入的增速起到了一定的稳定作用，但经济增速下行使得个人税前收入下降，对减税效果起了一定的抵消作用，从而使得居民可支配收入增速提升并不明显，个人消费支出增速出现下滑现象。而经济增速下降和外部因素的不确定性，对消费者的信心也有一定的影响。

另一方面，消费贷资金获得减少，对消费形成信贷约束。在去杠杆的过程中，个人消费贷监管趋严，个人消费贷违规成监管重点，使得居民消费信贷约束收紧而降低消费。2019 年以来居民短期消费贷款下滑明显，制约居民消费能力⁷。2018 年 5 月居民短期消费贷款存量同比增速为 19.91%，相对于 2018 年 5 月的 32.96%下降了 13 个百分点，相当于少增加短期消费贷款 9700 亿（2018 年 5 月居民短期消费贷款存量 7.48 万亿）。而 2019 年 1-5 月社会消费品零售总额累计增速为 8.1%，相对于去年同期 9.5%增速下降了 1.4 个百分点，使得消费少增加 2100 亿（2018 年 1-5 月社会消费品零售总额为 149176 亿元）。可见，短期消费信贷资金收紧对近期消费增速影响较大⁸。而前期不断攀升的居民杠杆率和累计债务也制约居民用于消费的再贷款能力，对消费产生挤出效应⁹。

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。我国的人均汽车保有量相对于美国和日本等发达国家还有很大的距离，截止到 2018 年年底，美国、德国和日本的人均汽车保有量分别约为 0.7 辆、0.5 辆和 0.5 辆，而中国的人均汽车保有量约为 0.2 辆，因此，在其他约束得以解除的条件下，我国的汽车消费还有加大的增长空间。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：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。出台的政策可以要求新出厂的汽车必须符合国六标准，但允许库存的国五车辆能够上牌，并在未来可以上路让其自然报废，未来还可出台奖励政策鼓励国五车辆提前折旧报废，提振汽车消费。其二，积极盘活现有车牌存量，放宽车牌获得的增量。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。存量车牌的释放可以增加新用户对新车的有效需求，提高用车刚需群体对汽车的消费需求。进一步积极推进地方政府制定政策放宽汽车摇号和竞拍指标，激发有效需求。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。建议将汽车购置税的征收权由中央政府转向地方政府，使得地方政府获得税收方面的激励去发展地方汽车消费。

第二，采取更加积极的宏观调控政策，通过积极的财政政策与稳健的货币政策配合，以应对外部不确定性和提升微观主体信心，保持合理的经济增速以稳定和提升可支配收入，从而提升消费增速。

ACCEPT 估计，假设有关汽车消费的政策得以实施和落实，并在下半年起到一定效果，使得全年汽车消费增速与去年持平的情况下，则能使得 2019 年社会消费品零售总额同比增速维持在 8.6%的增速。

2. 就业：新增就业超额完成任务，失业率控制在目标区间内

⁷ 住户贷款主要包括消费贷款和经营贷款，而消费贷款又包括短期消费贷款和中长期消费贷款。其中，短期消费贷款是期限在一年以内、主要用于消费的贷款，而中长期消费贷款则是期限在一年以上，用于房贷和其它用途的贷款。

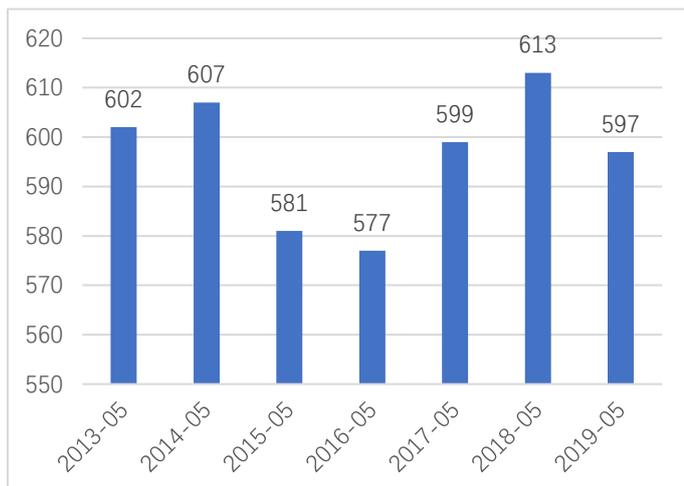
⁸ 短期消费贷款可能并不完全用于零售消费，部分资金可能流入房地产市场或服务消费等领域。

⁹ 居民部门的杠杆率=（消费贷款+经营贷款）/GDP，居民部门杠杆率从 2018 年第四季度的 53.2%上升到 54.3%，上升了 1.1 个百分点。

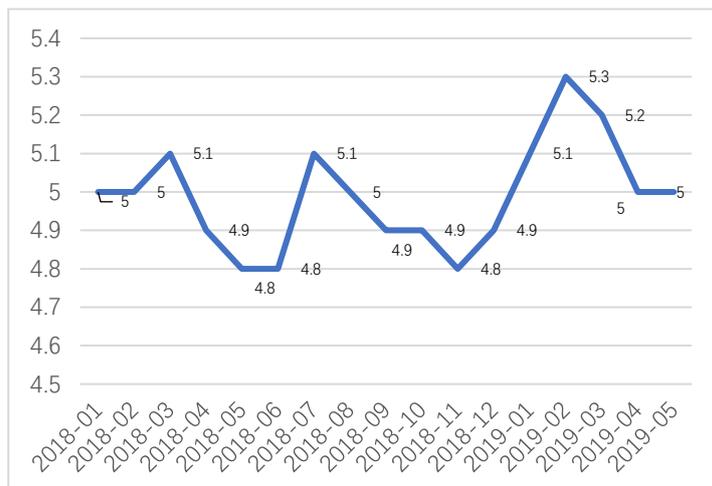
2019 年 1-5 月，我国就业形势总体稳定，失业率始终保持目标区间内。从新增就业来看，2019 年 1-4 月全国城镇新增就业 597 万人，完成全年新增就业人数目标（1100 万人）的一半多，达到 54%，按时间进度计算，超额完成目标任务。与前四年的城镇新增就业人数的比较来看，2018 年 1-5 月为 613 万，2017 年 4 月为 599 万，2016 年 1-4 月为 577 万。可见，2019 年以来我国的新增就业情况比较稳定，经济延续了之前纪念良好吸纳就业的态势。在中国经济增速不断走低的态势下，新增就业的持续良好表现，说明我国产业结构的升级和服务业对劳动力就业吸纳能力增强。

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，城镇登记失业率也低于 4.5% 目标控制值。

图表 18 近年 1-5 月城镇新增就业季度累计值（万人）



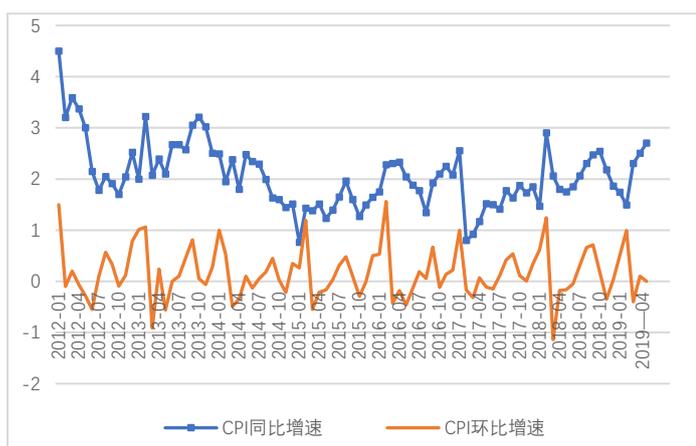
图表 19 全国城镇调查失业率（%）



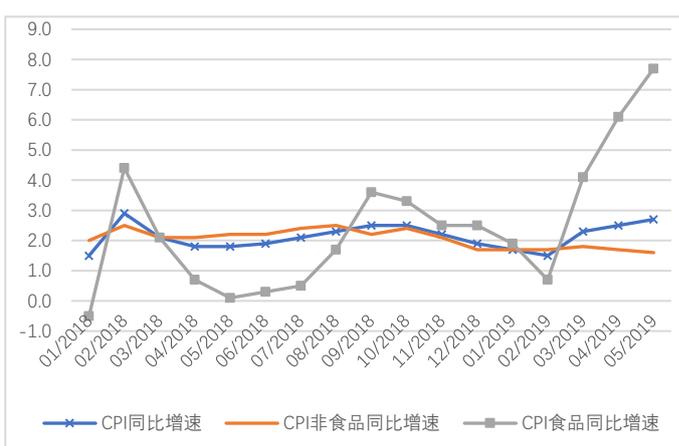
3. 价格：CPI 继续温和上涨，PPI 涨幅有所回落

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。其中，食品价格上涨 7.7%，推升 CPI 上涨约 1.7 个百分点，CPI 非食品价格上涨 1.6 个百分点，带动 CPI 上涨约 1 个百分点。

图表 20 CPI 同比和 CPI 环比增速



图表 21 CPI、CPI 食品与 CPI 非食品同比增速



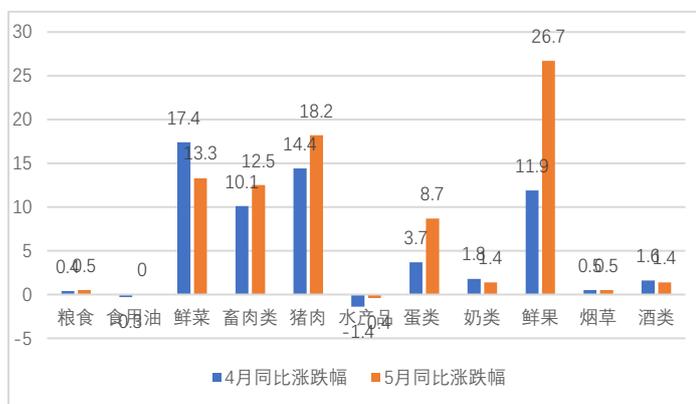
资料来源：国家统计局网站

在 CPI 食品的各子项中，除了水产品价格同比增速略有回落外，其他种类的食品价格均成上涨态势。其中，水果、鲜菜和猪肉的价格同比上升态势最为明显，对 CPI 上涨形成较大的推力。2019 年 5 月的鲜果价格同比上涨了 26.7%，相较于上月的 11.9% 大幅攀升，推动 CPI 同比上涨约 0.48 个百分点；鲜菜价格上涨 13.3%，影响 CPI 上涨

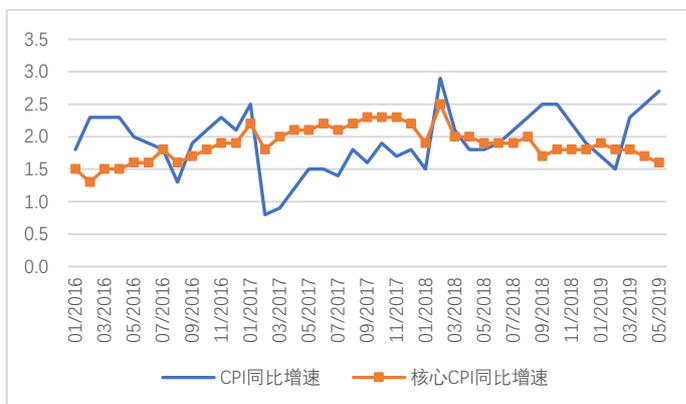
约 0.31 个百分点；畜肉类价格同比上涨 12.5%，影响 CPI 上涨约 0.51 个百分点。受到猪周期以及非洲猪瘟的影响，畜肉大类中的猪肉价格更是同比上涨了 18.2%。

在 CPI 八大类中，只有交通和通信项呈现负增长的趋势，其增速为-0.9%，而其他六类指数都呈现出同比上涨的趋势。2019 年 5 月份，不包括食品和能源的 CPI（核心 CPI）同比上涨 1.6%，延续 2019 年 1 月以来的下滑趋势，说明消费和投资需求增速的下降，对核心 CPI 形成一定的向下压力。

图表 22 CPI 食品与烟酒分项价格的同比涨跌幅



图表 23 CPI 与核心 CPI 同比增速



从环比看，消费者价格水平与上期持平。2019 年 5 月 CPI 环比增速为 0，比 4 月 0.1% 的环比增速下降了 0.1 个百分点。其中，CPI 食品价格上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；CPI 非食品价格与上期持平，说明工业品和服务价格总体上没有形成上涨的动能。根据国家统计局数据，在 CPI 食品中，鲜果价格环比上涨 10.1%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点，去年水果库存下降导致市场供应减少，导致水果价格的上涨。而随着鲜菜的大量上市和供给增加，鲜菜价格下降，鲜菜价格环比下降 7.9%，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点。在 CPI 非食品价格中，汽油和柴油价格上涨合计影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。

综上所述，5 月 CPI 同比增速扩大至 2.7%，主要是由食品价格上涨所导致的，核心 CPI 同比增速甚至呈现出下滑的态势，体现出了 CPI 内部的分化态势。随着夏季新鲜蔬菜的供应的增加，以及下半年的苹果等当季水果的上市，CPI 食品价格上涨幅度有限；而且，随着生猪的补栏，未来猪肉供应会有增加，且 5 月猪肉价格已经开始出现回落，猪肉价格对 CPI 的进一步推升作用有限。另一方面，在外部不确定尚未完全解除，以及内需还未企稳回升的情况下，CPI 非食品也无过多的上涨空间。据此，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；而 PPI 生活资料价格同比增速为 0.9%，涨幅与 4 月持平，继续保持低速温和增长。PPI 生活资料主要包括工业生产下游的食品、衣着、一般日用品、耐用消费品等工业品，消费零售端的需求低迷使得 PPI 生活资料的价格涨幅有限。而 PPI 生产资料主要包括工业生产上游重工业品，包括石油开采、石油加工、煤炭采选、黑色采选、黑色冶炼、有色采选、有色冶炼以及化工化纤等重化工行业的产品。这些产品是工业生产和投资建设的主要原材料，受到基建、房地产以及制造业等投资需求的影响很大，而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。

图 24 PPI、PPI 生产资料和 PPI 生活资料同比增速

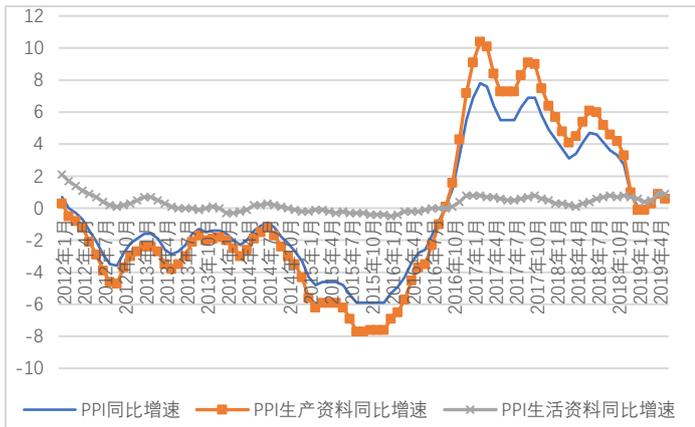
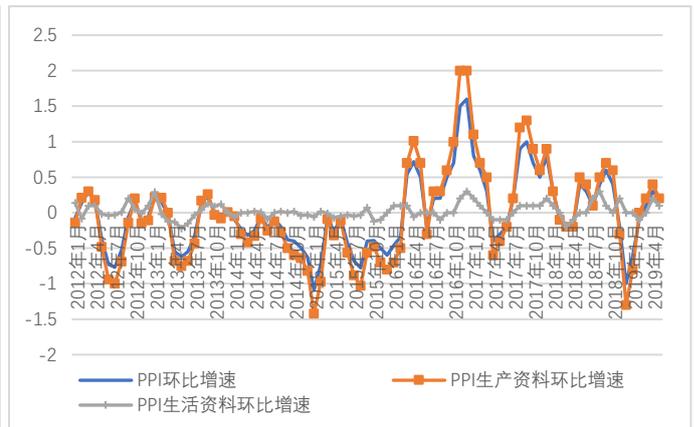


图 25 PPI、PPI 生产资料和 PPI 生活资料环比增

速



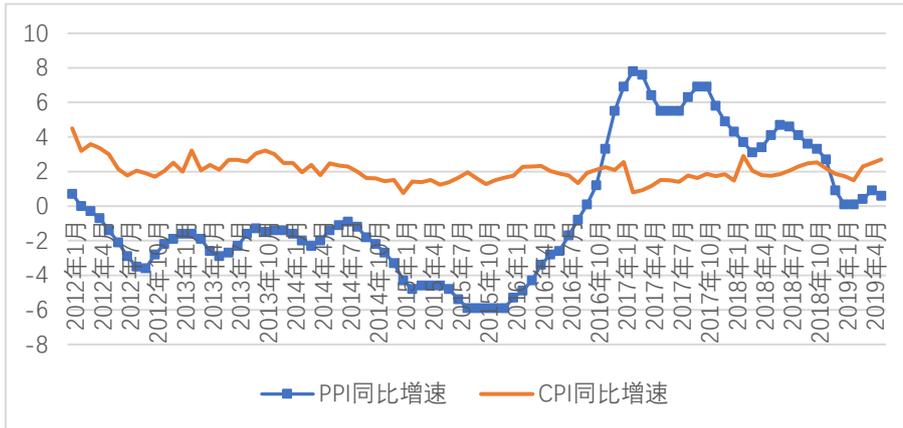
资料来源：国家统计局和 ACCEPT

在 PPI 生产资料的主要行业中，5 月同比涨幅回落较大的正是石油开采与加工、金属和非金属冶炼和加工等行业。具体而言，石油和天然气开采业价格同比上涨 6.7%，与上月相比回落 3.4 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格同比上涨 2.3%，相比上月回落 1.9 个百分点；非金属矿物制品业价格同比上涨 3.1%，相比上月回落 0.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 1.0%，相比 4 月多下降 0.6 个百分点；有化学原料和化学制品制造业价格同比下降 2.5%，相比上月多下降 0.6 个百分点；汽车制造业，下降 0.7%，相比上月多下降 0.2 个百分点。据测算，在 5 月份 PPI 的 0.6% 的同比涨幅中，去年基数较低的翘尾因素影响为 0.6 个百分点，而新涨价因素的贡献为 0。

从环比看，5 月份 PPI 环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，说明 PPI 上涨动能进一步减弱。其中，PPI 生产资料价格上涨 0.2%，增速比 4 月回落 0.2 个百分点；而 PPI 生活资料价格上涨 0.1%，相比上月增速回落了 0.1 个百分点。根据国家统计局的数据，从具体行业看，环比涨幅回落加大的行业包括：黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.8%，相对上月回落了 1.3 个百分点；仪器仪表制造业价格环比上涨 0.1%，相对上月回落 0.2 个百分点。环比增速由正转负的行业有：化学纤维制造业价格环比下降 1.3%；化学原料和化学制品制造业环比下降了 0.2%。而煤炭开采和洗选业价格的环比增速由负转正，上涨 0.7 个百分点。石油和天然气开采业行业上涨 4.2%，扩大 0.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 1.8%，扩大 0.5 个百分点。

值得注意的是，我们需要采取一定的措施，防止 CPI 和 PPI 缺口的继续扩大和形成结构性通缩。2019 年 1 月至 2 月 PPI 同比增速仅为 0.1%，3 月 4 月增速略有回升，但 5 月增速又放缓至 0.6%，处于负增长的边缘，生产领域有通缩的风险。如果 PPI 持续低迷和 CPI 保持目前的 2.5-2.7 的同比增速，则会恶化工业企业的利润，降低其投资积极性并加剧 PPI 通缩的风险。因此，下半年需适当加大稳投资的政策力度，增加对重点行业的投资需求。与此同时，需要进一步推进供给侧结构性改革，防止低效过剩产能对价格的压制。考虑到基建投资增速下滑趋势对需求影响，以及原油等国际大宗商品价格下降对成本传导影响，2019 年下半年 PPI 同比增速为 -0.2%，PPI 全年增速为 0.2%。

图表 26 CPI 与 PPI 之间的缺口变化



(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

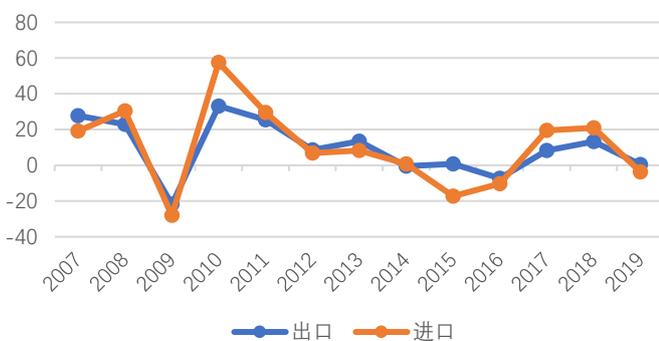
2019 年以来，随着中美贸易摩擦的加剧升级，中国、美国及其他国家的对外贸易都受到不同程度的影响。中国的进出口虽然都受到一定程度的冲击，但负面影响整体可控，贸易顺差增速平稳。与 2009 年相比，当前的进出口增速下滑是较为温和的；外国来华直接投资增速仍保持正增长，且剔除香港来华投资的影响后外国直接投资增速更高；尽管 2018 年经常账户顺差较小，但 2019 年 1-4 月货物贸易顺差同比增加、服务贸易逆差同比减小，国际收支压力改善。尽管当前冲击较为温和，但仍需警惕外资波动风险。一方面，近期部分外资企业表示将考虑进行产业转移，未来应继续注重吸引外资，通过产业配套、服务改进等改善外资经营环境；另一方面，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。

1. 进出口贸易的总体情况

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。

中国的进出口贸易增速在 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%。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%。除了中美贸易摩擦的冲击，2018 年较高的基数也是造成货物贸易增速放缓的原因。

图表 27 1-5 月份进出口累计同比增速



数据来源：CEIC 数据库

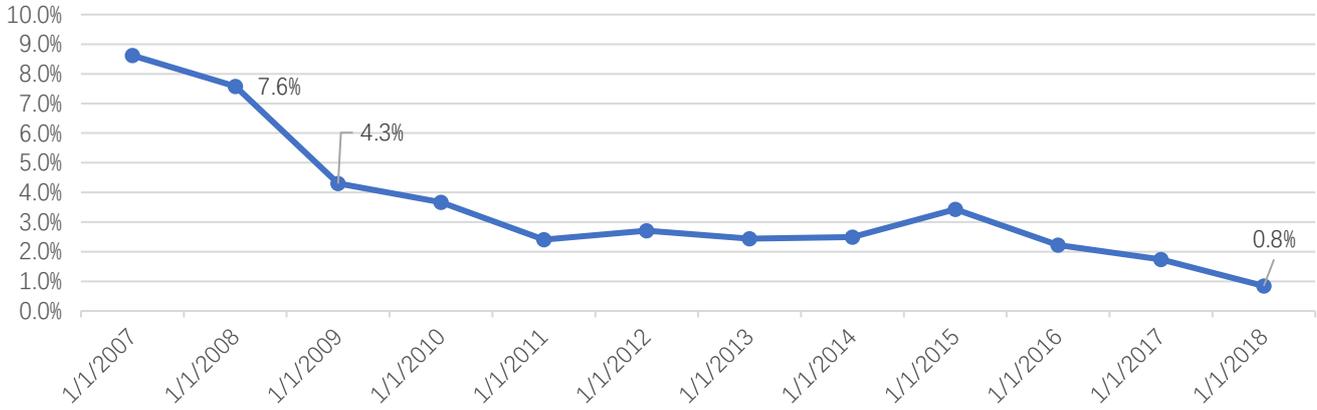
图表 28 中国的货物进出口额



数据来源：CEIC 数据库

尽管贸易增速有所放缓，但与全球金融危机期间相比，最近一段时间以来中国对外贸易放缓的趋势比较平稳可控。由图***可见，2008 年金融危机前夕，中国的进出口增速都在 18% 以上，而 2009 年 1 月货物进出口剧烈收缩 43% 左右，在其后的两年也均保持较为低迷的进出口。这样的对外贸易状况严重拖累了经济的增长。在 2009 至 2011 年的三年内，中国的对外货物和服务贸易都是拖累经济增长要素，其中 2009 年贸易对 GDP 的拖累高达 4 个百分点。与金融危机期间低迷的进出口相对比，2018 年中国的进出口增速分别为 15.8% 和 9.9%，即便是在中美贸易摩擦加剧的 2019 年上半年，中国的出口贸易也保持了正增长。

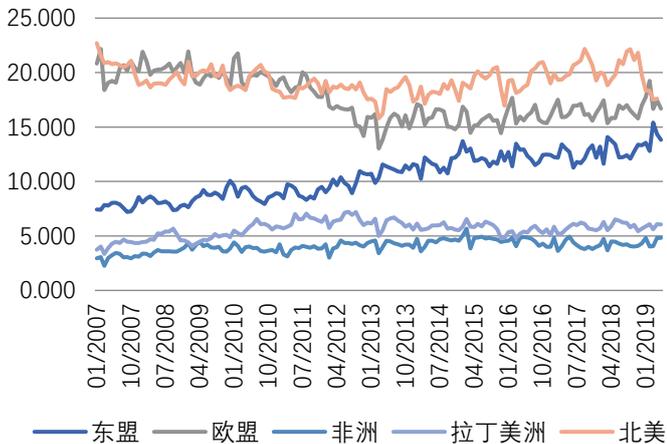
图表 29 贸易顺差占 GDP 的比例 (%)



数据来源：CEIC 数据库

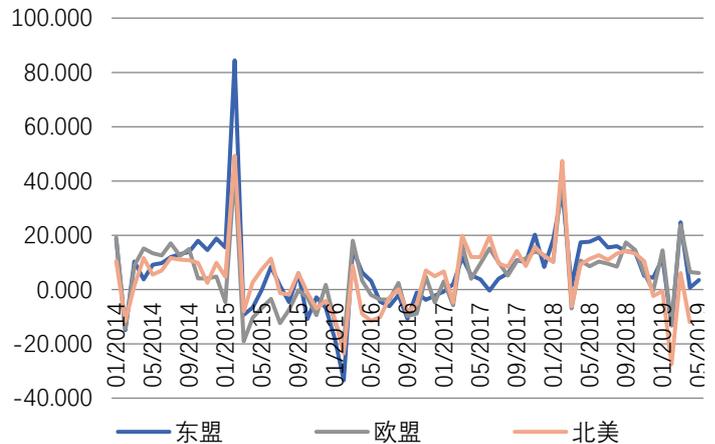
将中国的对外贸易按地区分解，我们发现在主要出口地区中，中国对东盟、非洲等地的出口份额有所上升，而对北美的出口份额显著下降。从 2018 年 1 月至 2019 年 4 月，中国对北美地区的出口份额从 20% 下降至 17.6%，这归因于对北美地区大幅度的出口下滑。与 2018 年同期相比，2019 年前 4 个月中国对北美地区的出口共计下滑 8.4%，而对东盟、欧盟等地区则分别实现了 6.8%、7.7% 的出口增长。

图表 30 中国对各地区出口占比 (%)



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

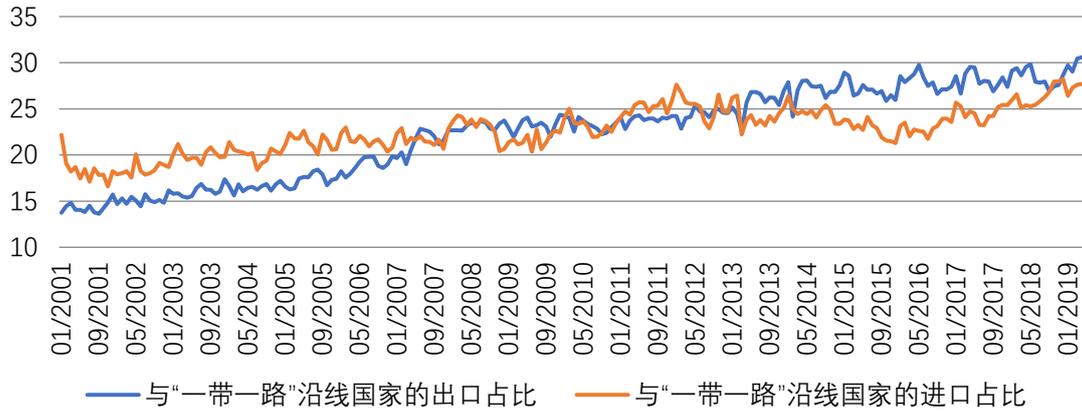
图表 31 中国对各地区出口增速 (%)



数据来源：CEIC 数据库

值得关注的是，最近十多年以来，中国与“一带一路”沿线国家之间的贸易往来日渐频繁，“一带一路”国家正成为中国最重要的贸易伙伴。如图***所示，中国对 64 个“一带一路”沿线国家之间的出口占中国总出口的比重已从 2001 年 1 月的 13.8% 上升至 2019 年 4 月的 30.6%， “一带一路”沿线国家已超越美国，成为中国最主要的出口目的地。尽管对“一带一路”国家的进口额受石油等国际大宗商品价格的影响，但中国的进口份额总体仍成显著上升的趋势。

图表 32 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 (%)

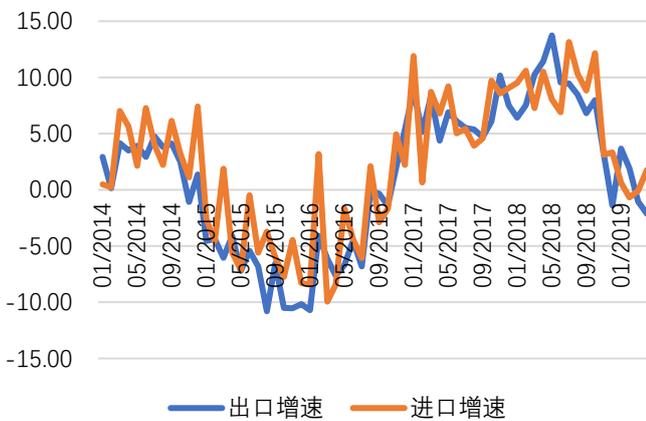


数据来源：CEIC 数据库

2. 中美贸易摩擦对全球贸易的影响

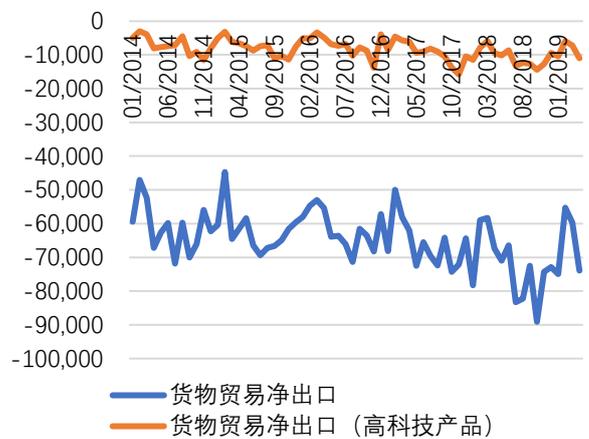
在中美贸易摩擦中，美国固守零和博弈的思维，对中国的近半数商品加征 20% 的关税，然而这并未能帮助美国改善贸易条件和缩小贸易失衡。如图***所示，2018 年下半年以来，美国的月度进出口增速均显著下滑，2019 年 4 月，其出口贸易甚至同比缩减 2.12%。2018 年美国的贸易赤字高达 1282 亿美元，相较 2017 年上调 15%。中美之间互征关税在一定程度上改变了两国贸易条件，造成了贸易行为的扭曲，而美国对中国的贸易依赖使得美国并不能在短期内找到比中国更为适合的贸易伙伴。图***和***反映了与中国的进出口贸易占美国总进出口的比重。由图可见，自 2018 年全面加征关税以来，美国对中国的进口占美国总进口的比重仅由 2017 年的 21.6% 微幅下调至 2018 年的 21.2%，而对中国的出口占比则由 8.4% 下降至 7.2%，其中，美国对中国出口的大豆等原材料和原油等矿物燃料受贸易冲击的影响最大。

图表 33 美国的商品货物进出口增速 (%)



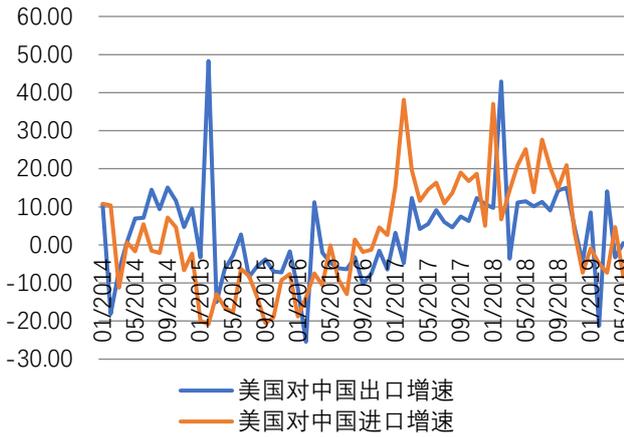
数据来源：CEIC 数据库

图表 34 美国的商品货物净出口 (百万美元)



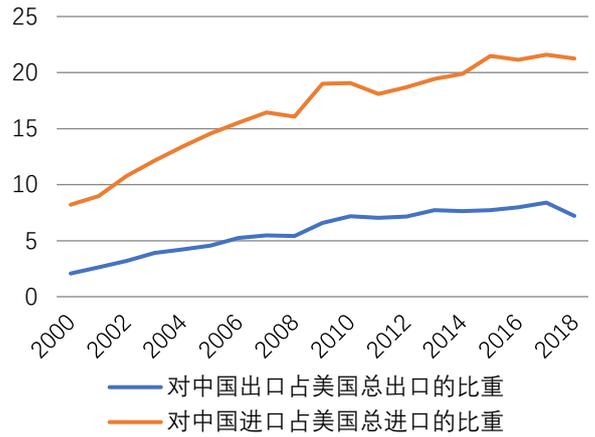
数据来源：CEIC 数据库

图表 35 美国对中国的进出口增速 (%)



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

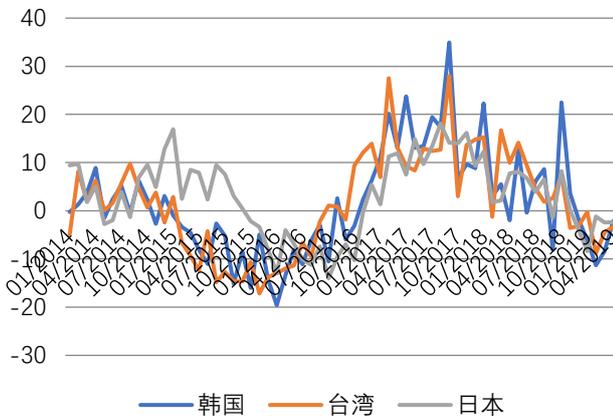
图表 36 美国与中国之间的贸易依赖 (%)



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

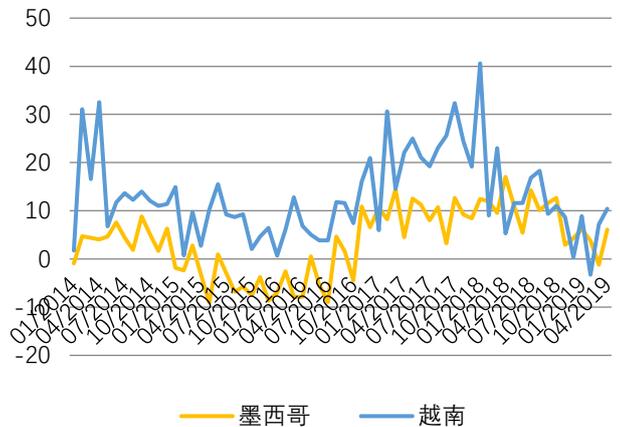
在全球贸易分工更加细密的大背景下，中美贸易纷争的波及面已经远不止中美两国。以苹果手机的加工为例，在一台苹果手机的制造装配中，中国所贡献的物料成本和装配占总生产成本的比重仅在 25% 左右，但在加征关税时，却无法将中国贡献的增加值割裂开来分开征税，这导致中美两国的关税由分布在全球供应链中的各个环节、各个国家买单，更不用说由加征关税所导致的价值链核心环节的断裂以及全球消费需求的缩减。由图***可见，中美贸易摩擦使得韩国、台湾、日本等东亚国家和地区的出口均陷入收缩的区间，即便是出口产品结构与中国相似、与中国形成一定竞争关系因而被认为将从中美贸易摩擦中获得获益的国家，如墨西哥和越南，在 2018 年下半年至 2019 年初也经历了出口增速的迅速下滑。

图表 37 东亚国家和地区的出口增速 (%)



数据来源：CEIC 数据库

图表 38 中美贸易摩擦潜在获益国的出口增速 (%)



数据来源：CEIC 数据库

3. 直接投资：实际使用外资稳定增长，外资撤离苗头应引起重视

贸易摩擦以来，从实际使用外资金额的数据来看，中国维持了去年以来的稳定增长态势。今年 1-5 月我国实际使用外资 546.1 亿美元，同比增长 3.7%（未含银行、证券、保险领域数据），在全球外国直接投资持续下降的背景下逆势增长。从商务部公布到 1-4 月份来华直接投资前十位的国家/地区数据来看，香港、韩国、新加坡、日本、美国、英国、德国对华投资分别增长 1.4%、108.4%、-19.4%、-2.1%、21.8%、0.0%和 93.2%。

图表 39 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 40 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

在中美贸易摩擦的背景下，我国外商直接投资保持稳定增长，表现出对外资较强的吸引力。这一方面归因于我国一直以来广阔的消费市场、不断完备的基础设施和配套产业体系；同时也归因于近年来我国不断优化的营商环境，特别是今年3月全国人大审议通过了《中华人民共和国外商投资法》，这也是我国第一部外商投资领域统一的基础性法律。不久之后新版《外商投资准入负面清单》和《鼓励外商投资产业目录》也即将发布，显示了中国鉴定进一步扩大开放的决心。

从具体案例来看，在我国部分行业外资撤出的苗头已经开始显现，值得引起足够重视。例如，3月德国最大零售批发商麦德龙（Metro）启动出售其旗下中国业务；5月全球第二大软件公司 Oracle（甲骨文）宣布关闭中国研发中心，涉及约1600人；广达、纬创、仁宝、英业达、和硕等电子代工厂，已经开始布局或计划在中国以外的东南亚地区设厂；根据中国美国商会5月对250名商会成员的调查，在中国有厂房的美国公司中，3/4的企业表示美国和中国互相加征关税对其生意造成负面影响，1/3的企业表示正在推迟和取消投资决定，超过40%的企业表示正在考

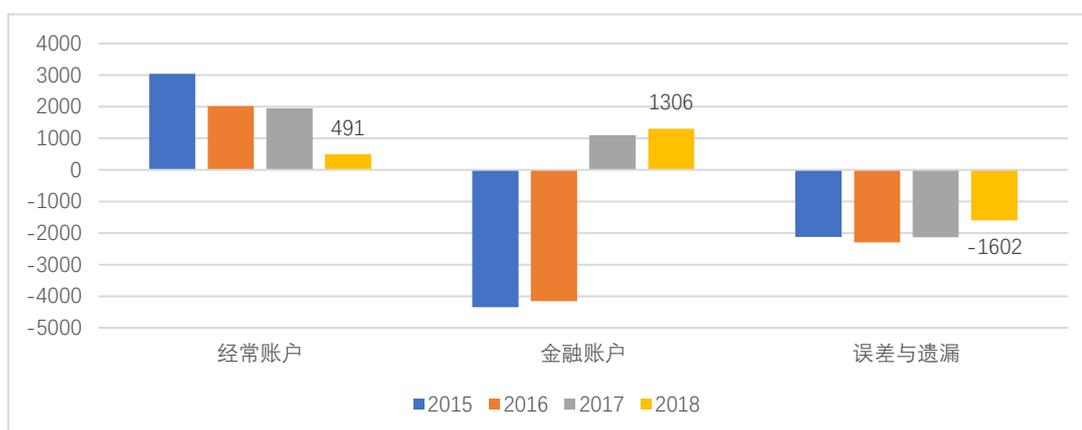
考虑或已经将生产线移出中国¹⁰……这些公司计划离开中国并非只是由于贸易摩擦，事实上近年来随着国内劳动力成本的持续上升，更多的公司把目光转向了劳动力成本较低的东南亚国家，把部分产业链外迁也是国内产业转型升级的必由之路。但 2018 年以来中美贸易摩擦导致的关税上升，加剧了这种产业链外迁的紧迫性，值得引起足够重视。

尽管如此，我们依然认为中美贸易摩擦不会导致整个供应链的全部外迁。事实上，中国仍具有东南亚国家不可替代的自身优势：我们有熟练的工人、完备的基础设施、完整的零部件配套、广阔的国内市场和巨大的制造能力，这就优势使得将供应链不可能完全转移至东南亚国家。正如美国生产智能家居设备的初创公司 Brilliant 的联合创始人阿伦·埃迈（Aaron Emigh）说描述的，“（Brilliant 的设备有 700 多个组件，其中大部分来自中国）整个供应链都以中国为基地，所以如果我们搬迁，我们仍然需要在中国采购零部件，然后将其出口到其他地方”。同时台湾电子产品制造商英业达公司的发言人艾达·张（Ada Chang）称，尽管公司已制定应急计划，将在中国生产的产品转移到台湾、捷克共和国、墨西哥和休斯敦，但将整个供应链从中国转移出来将过于复杂，英业达可以在其他地方组装最终产品，因此“原产国”证书上不会写中国。¹¹

4. 国际收支：经常账户压力趋缓，警惕股汇联动风险

自 2008 年金融危机以来中国的国际收支逐步改善，经常账户顺差占 GDP 的比例逐步缩小。然而，随着近年来服务贸易逆差的扩大与货物贸易顺差的缩小，中国的经常账户顺差逐步缩小。

图表 41 中国的国际收支：2015-2018



数据来源：CEIC 数据库

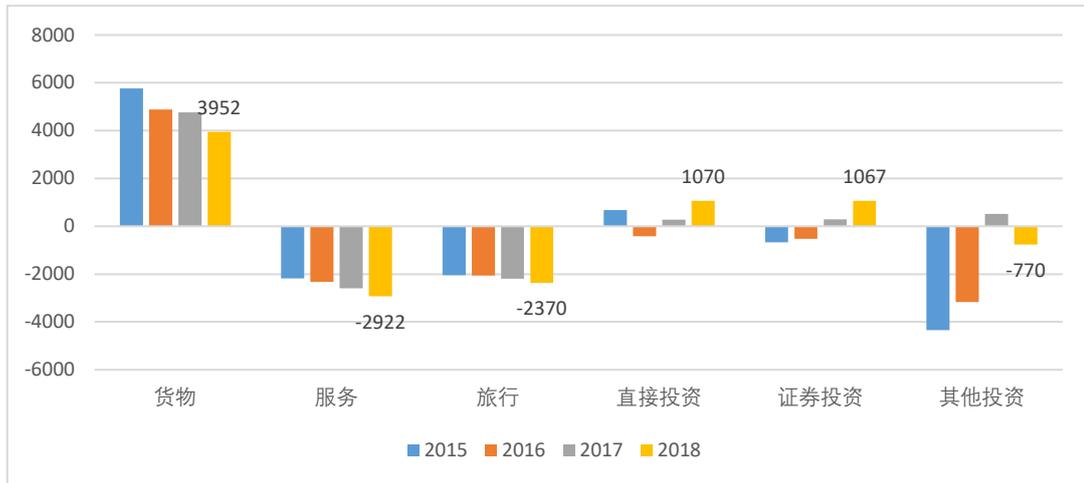
2018 年全年，中国的货物贸易逆差 3952 亿美元，服务贸易逆差 2922 亿美元，经常账户顺差仅 491 亿美元，仅为 2015 年顺差的 16.14%。从趋势上看，中国很可能经常账户、金融账户双顺差的格局过渡至经常账户逆差、金融账户顺差的格局。然而，这一国际收支格局的变化有可能带来较大的国际收支风险，因为经常账户顺差往往是一国基础性的、稳定的外汇收入来源，是国际投资者衡量一国外债偿付能力的重要指标。若一国的经常账户发生变化，特别是从顺差变为逆差，则既有可能因无法国际投资者的但又甚至恐慌，带来汇率、资本流动的波动。

¹⁰ 中国国际贸易促进委员会：《中国美国商会：在华美企遭非关税壁垒报复》

http://www.ccpit.org/Contents/Channel_3588/2019/0523/1169567/content_1169567.htm

¹¹ 纽约时报中文网：《贸易战加剧在华外企压力，但离开中国并不容易》<https://cn.nytimes.com/business/20180927/china-tariffs-manufacturing-cambodia/>

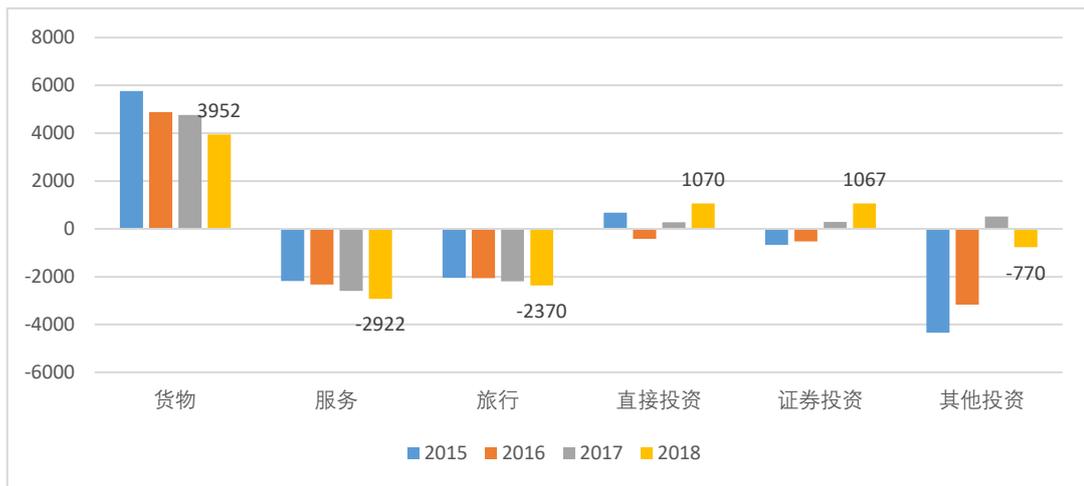
图表 42 中国的国际收支分项：2015-2018



数据来源：CEIC 数据库

从中国国际收支的各个分项看，2015 年至今，中国的货物贸易顺差不断收窄，2018 年中国的货物贸易顺差仅为 2015 年的 68%；与此同时，中国的服务贸易逆差则不断扩大，2018 年逆差规模相较 2015 年扩大 33%。旅行是服务贸易中最主要的逆差项目。2018 年，中国旅行项目逆差达 2370 亿美元，占当年服务贸易逆差的 81%。从分项数据看，若 2019 年服务贸易逆差按趋势扩大而货物贸易顺差按趋势缩小，则很有可能出现全年经常账户逆差。

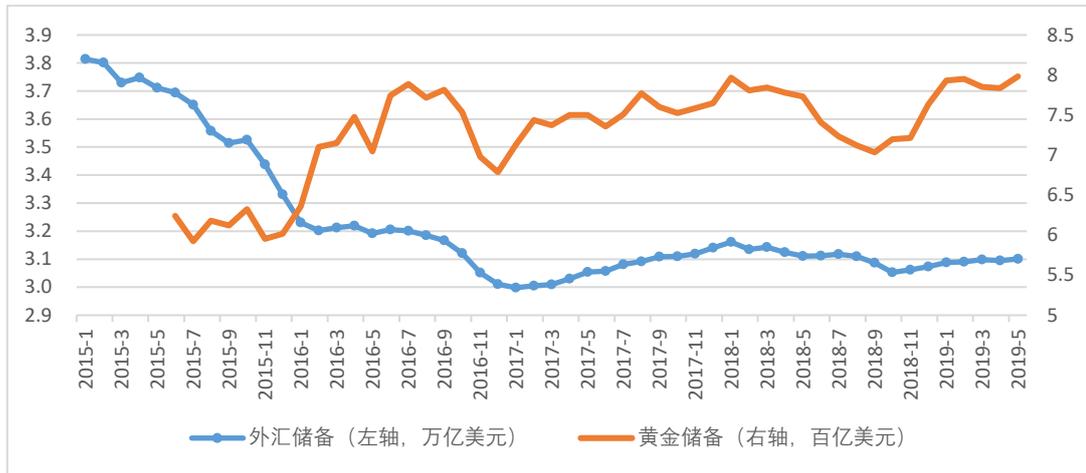
图表 43 1-4 月的货物贸易与服务贸易顺差：2015-2018



数据来源：CEIC 数据库

2019 年年初，中国经常账户的国际收支压力有所缓解。2019 年 1-4 月，中国货物贸易顺差为 1152 亿美元，较 2018 年同期增长 40%，是 2016 年以来第一次增长，基本恢复至 2017 年的货物贸易顺差水平。2019 年 1-4 月，中国服务贸易逆差为 879 亿美元，较 2018 年同期收窄 10%，这是 2015 年以来中国前四月服务贸易顺差的首次收窄；旅行逆差为 758 亿美元，也较 2018 年同期有所收窄。由此推断，2019 年年初中国经常账户国际收支压力有所改善。

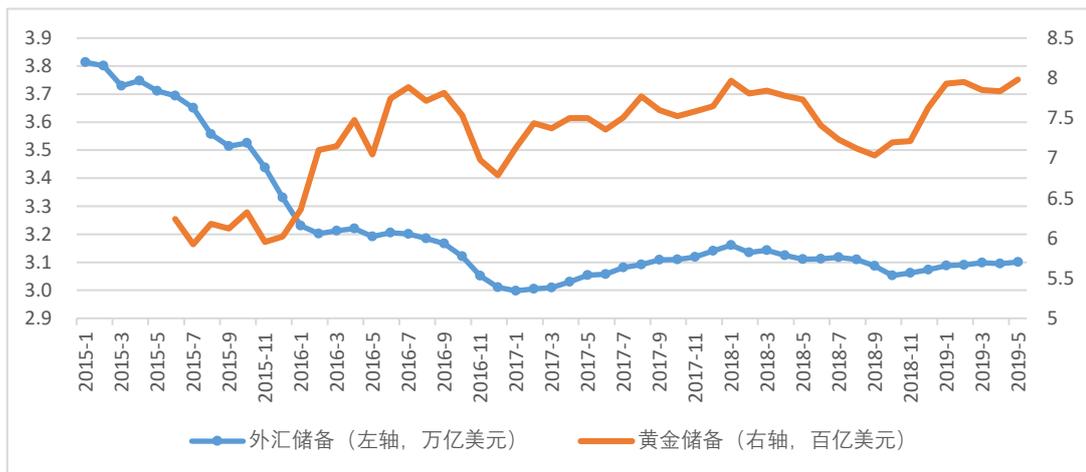
图表 44 中国的外汇储备与黄金储备：2015-2019



数据来源：CEIC 数据库

中国近期外汇储备的变化同样印证了国际收支压力的缓解。2018 年四季度以来，中国的外汇储备逐步恢复，2019 年 5 月末，中国的外汇储备恢复至 3.10 万亿，是 2018 年 9 月以来的最高值。同期，中国的黄金储备也快速增长，2019 年 5 月末为 798 亿美元，较 2018 年 9 月增长近百亿美元。2015 年至今，中国的外汇储备发生较大变动，其中 2019 年初至 2017 年初外汇储备快速下滑，此后至 2018 年 1 月有所回升，但至 2018 年三季度再次下滑。因此，2018 年末至近的外汇储备恢复是来之不易的。

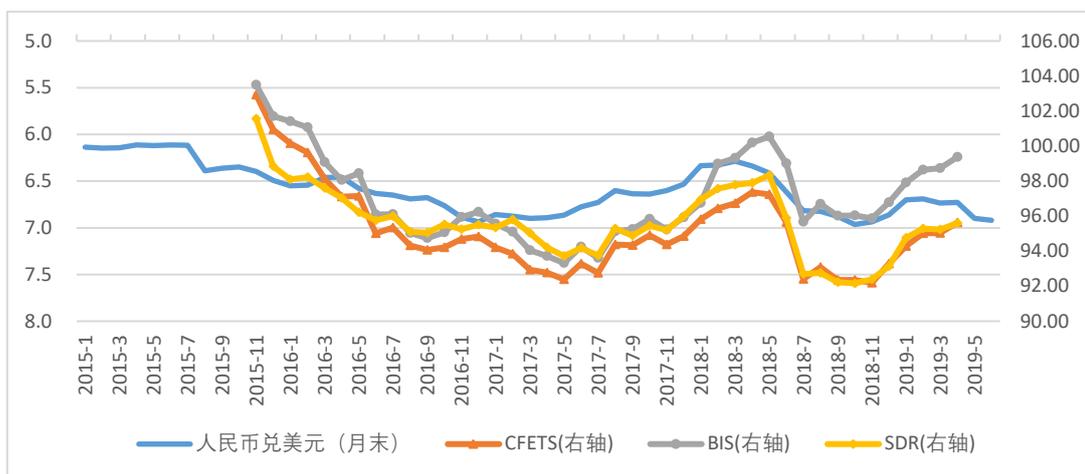
图表 45 中国的银行代客涉外收付款：2015-2019



数据来源：CEIC 数据库

银行代客涉外收付款是衡量中国国际收支的重要高频数据。从代客涉外收支数据看，2019 年初银行代客涉外收付款由逆差转为顺差，收支状况得到改善。分项看，经常项目顺差在 2019 年 1 月达到 182 亿美元，随后逐步下降。与 2018 及 2017 年年初数据进行对比，可以发现经常账户的波动具有一定的季节性。2019 年 1 月，金融账户顺差同样达到高位，此后有所下滑，总体保持稳定。与 2015 年三季度进行对比，可以发现当前中国的国际收支总体平稳，没有显著的资本外流迹象。

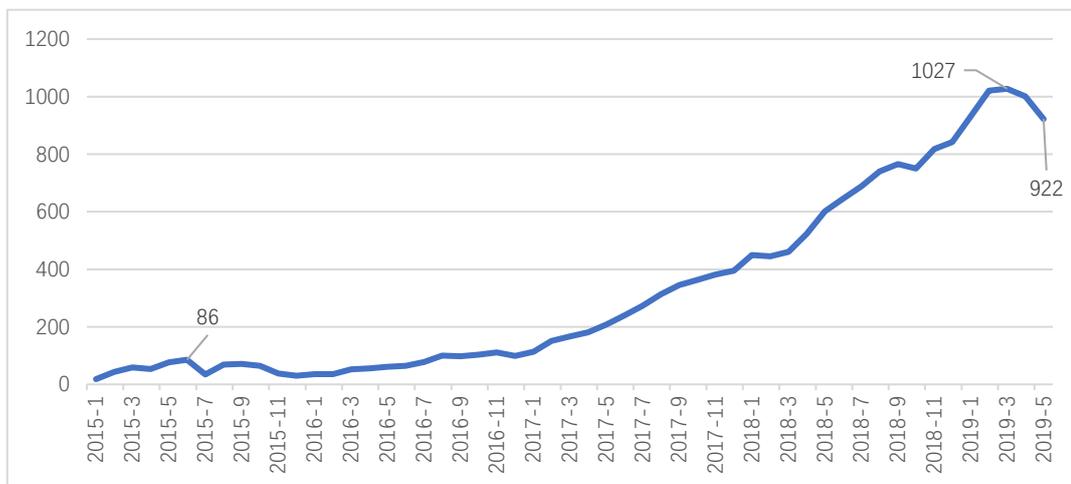
图表 46 人民币汇率及汇率指数：2015-2018



数据来源：CEIC 数据库

2018 年三季度至 2019 年 4 月，人民币兑美元双边汇率稳中有升至稳定在 1 美元兑 6.7 人民币左右。同期，亿外汇交易中心篮子、国际清算银行（BIS）、国际货币基金组织特别提款权篮子衡量的多变汇率在同期也稳步升值，外汇市场基本平稳。然而，进入 5 月份，随着中美贸易摩擦冲突加剧，人民币汇率再次承压，至 2019 年 6 月中旬跌至 6.90 以上。若汇市波动进一步加剧，则很可能引发资本流动的波动，带来资本外流压力。以 2015 年三季度为鉴，应警惕国际金融市场的外流压力，严格执行经常账户真实性审核，关注人民币对外直接投资通道下的资本外流，并通过提升通关便利性等措施将境外旅行购物引导会经常账户贸易进口项下。

图表 47 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

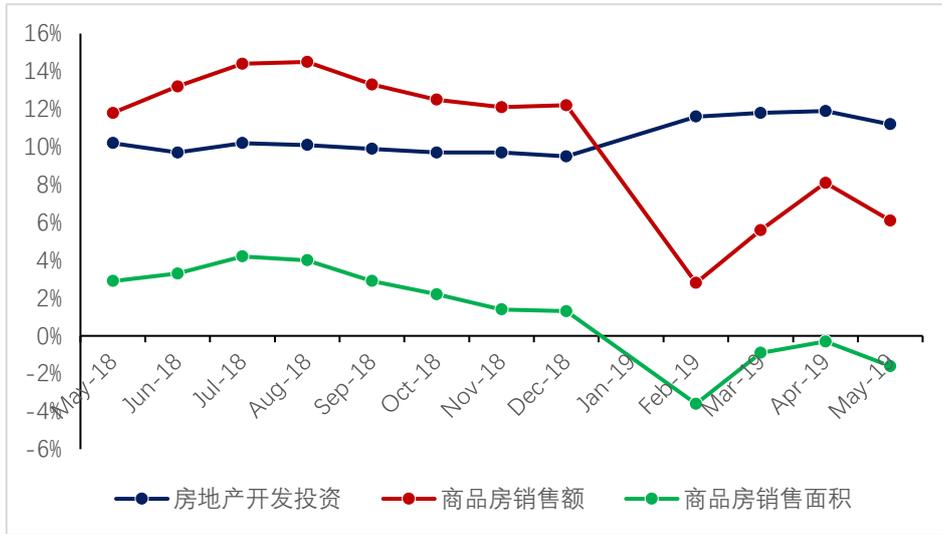
与 2015 年三季度相比，当前应尤其警惕股票市场与汇市联动带来的国际收支风险。上图计算了外国投资者通过沪股通、深股通持有的中国股票市场的证券数量（将每日的买入量减去卖出量，并进行累加）。计算可知，2019 年初，外国投资者通过沪股通、深股通买入的中国股票市场证券超过 1000 亿美元，与当前外管局批准的境外合格机构投资者（QFII）额度相当，接近 2018 年全年经由证券投资通道流入中国的资本总额。尽管近期 A 股市场波动使得境外持仓数量有所下滑，但仍高达 900 亿美元。这一数额是 2015 年的十倍。由于沪股通、深股通在卖出方向的交易限制较少，因而一旦股票市场出现大幅波动，相关资金有可能在短期内集中撤离，形成国际收支压力。

（四）房地产：投资整体趋缓 市场分化凸显

2019 年 1—5 月份，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%；商品房销售面积 55518 万平方米，同

比下降 1.6%，商品房销售额 51773 亿元，增长 6.1%；5 月份，房地产开发景气指数为 100.85。2019 年上半年以来，房地产开发投资同比增速较 2018 年下半年有所回升，但是商品房销售情况出现大幅滑落，其中商品房销售面积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

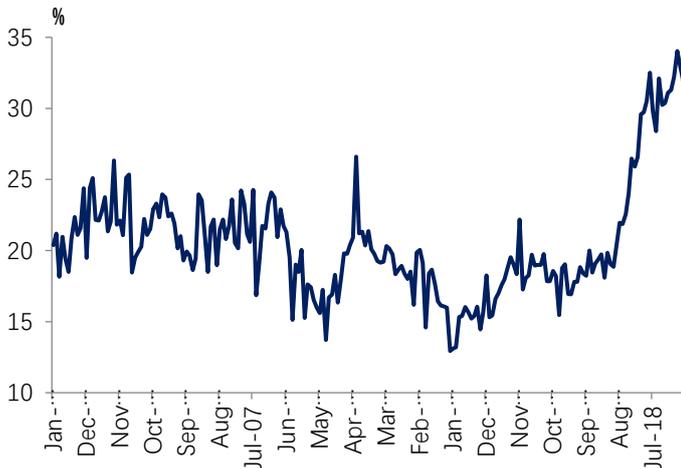
图表 48 房地产投资和销售累计同比增速



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。如下图所示，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，2019 年上半年实际的土地成交量已经大幅下行。如图所示，2019 年上半年土地购置费用同比增幅在 40% 左右，而土地成交价款同比呈负增长，相较于 2018 年大幅下降。

图表 49 土地购置费用占房地产投资比例



数据来源：Wind 数据库，Accept 测算

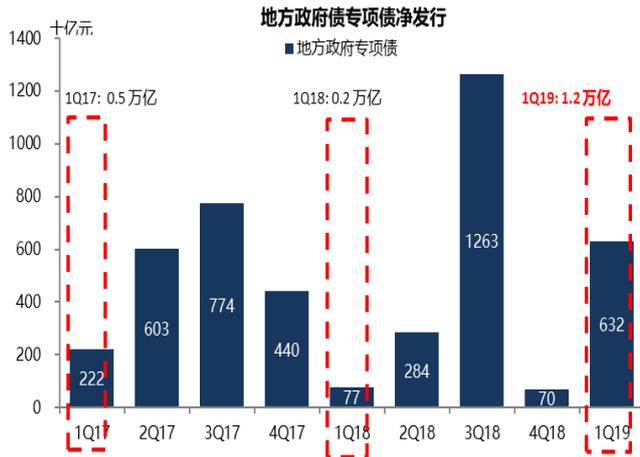
图表 50 土地购置费和土地成交价款同比



数据来源：Wind 数据库，Accept 测算

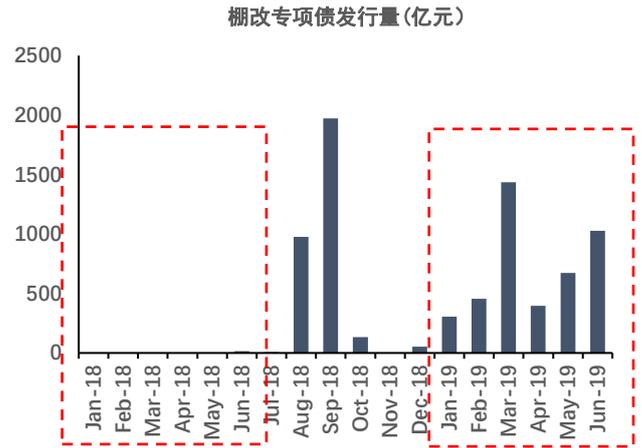
此外，2019 年上半年，地方政府债相较于往年提早发行，且棚改专项债发行量较大，带动了“棚改”等政府性投资的住房开工集中在上半年进行。因此，我们认为今年上半年房地产开发投资增速的回升主要来自于 2018 年土地交易的延期付款，以及地方政府提前发行专项债所带动的“棚改”等政府性投资开发。进入下半年后，由于两者均不具有可持续性，再加上商品房销售表现低迷，我们认为房地产开发投资增速将放缓，且面临下行压力。根据 Accept 测算，我们预计房地产开发投资全年增速将下降至 8.6%。

图表 51 地方政府债专项债净发行



数据来源：Wind 数据库，Accept 测算

图表 52 棚改专项债发行量



数据来源：Wind 数据库，Accept 测算

1. 市场分化凸显，政策调控应因地制宜，一城一策

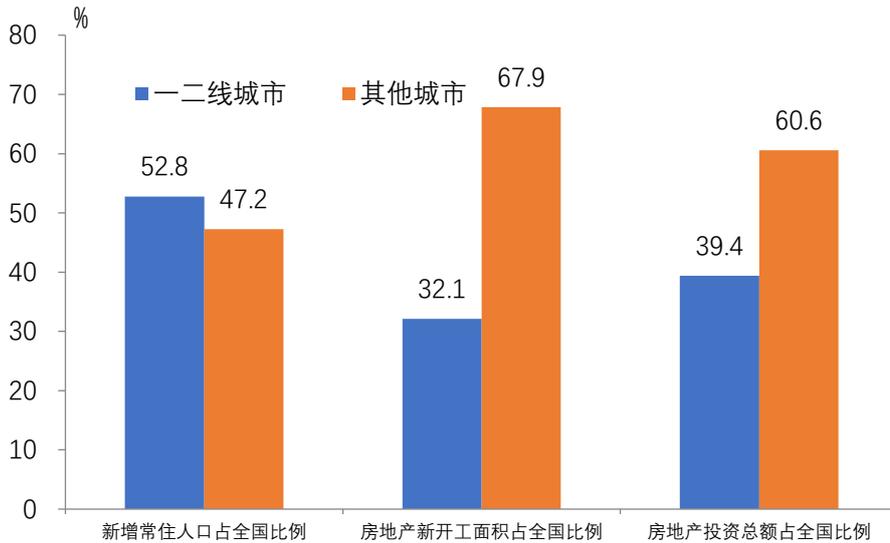
我们认为，进入 2019 年以来土地交易量大幅下滑的主要原因来自房地产开发商拿地意愿下降，主要原因来自两方面，且一二线城市和三四线城市房地产市场的分化进一步凸显。一方面，三四线城市经过“棚改”的推行，已经释放出大量住房需求，当前商品房市场业已趋于饱和，短期内缺乏新一轮需求爆发的潜力，因此开发商缺乏拿地动力；而一二线城市住房需求仍然旺盛，但是由于地方政府居住用地的供应不足，再加上限价限购等政策的限制，开发商拿地难度较高。

2019 年上半年，住宅地产在一二线城市表现仍然强劲，是本轮房地产投资回升的主要推动力，而三四线城市房市仍然处于平稳回落期间。在过去 5 年里，一二线¹²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%。

¹² 一线城市:北京、上海、广州、深圳。

二线城市:天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。

图表 53 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

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。进入 2019 年以来，不同城市的住房政策也依照各市的供需状况出现分化，如南京市和珠海市均取消部分区域限购政策，而苏州市由于住宅市场需求旺盛，房价短期内出现较大涨幅，则进一步加强了限购要求。此外，由于一二线城市有大量新增常住人口，住宅市场仍然有很强的刚需，因此房价短期内没有显著下行压力。

（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，抗压能力低

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，股市是其中一个极其重要的战场。一年多以来，凡遇与贸易战有关的重大新闻或时点，都会迅速在中美两国的股市上反应出来。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。一是中国经济有韧性、但股市波动性大。2018 年全年及今年一季度，中国经济增速分别为 6.6% 和 6.4%，去年全年及今年 1-5 月，我国出口增速分别为 7.1%、6.1%，投资增速分别为 5.9%、5.6%，社会消费品零售总额增速分别为 9%、8.1%，主要指标增速虽有小幅回落但总体而言保持了平稳运行的态势，6.5% 左右的经济增速水平在全球主要经济体仍处于绝对领先地位。但在股市这一“战场”，中国股市波动性大、抗压能力差。2018 年全年，上证综指和深成指分别下跌 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%。二是中国股市受负面冲击波动性更大。如受特朗普宣布对中国商品加征关税影响，5 月 6 日上证综指和深证成指分别下跌 5.6%、7.6%；受中方出台反制措施影响，5 月 13 日美国道琼斯、纳斯达克、标普 500 三大股指分别下跌 2.38%、3.41%、2.41%。尽管今年以来，中国股市总体有所回升，但目前股指仍然偏低。

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、对违法违规行为的打击不力、长期资金和机构投资者不足等问题将加剧股市波动性。股市不仅是经济的晴雨表，更是信心的晴雨表。中美贸易冲突具有长期性和艰巨性，稳定股市的信心极其重要，具有“四两拨千斤”的效果。只有稳定股市信心，才能稳住金融市场和中国经济的信心，需要政府和监管部门采取积极措施予以应对。

2. 中长期看，中国股市具备良好投资价值

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 股目前的估值水平无论是与自身历史平均水平相比，还是与全球主要市场估值水平相比，均处于较低水平。当前上证综指、深成指数、沪深 300 的市盈率分别为 14 倍、23 倍、12 倍，同期美国道琼斯、纳斯达克、标普 500 指数市盈率分别为 19 倍、31 倍、22 倍，中国的沪深大盘市盈率已经较美国股指更低、更有投资价值；以中国四大银行为例，工商银行、建设银行、中国银行、农业银行市盈率已低至 6.9 倍、7.2 倍、6.1 倍、6.2 倍。相比于中国股市历史平均市盈率，当前的估值水平也处于低位。考虑到中国经济中高速增长水平和居民财富积累速度，中国股市的长期投资价值已经凸显，尤其是大型蓝筹股的估值水平已经很低，具备良好的价值投资前景。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，这是中国资本市场最大的源头活水。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，提高直接融资比较尤其是股权融资比重，不仅是金融供给侧改革的必然取向，也是中国经济高质量发展的必然要求。资本市场改革与发展已经被提高到极其重要的地位，在整个中国金融体系中发挥着牵一发而动全身的关键作用。

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。在经济下行或市场低迷时期，上市公司回购本公司股票有助于向外界传递股价被低估的信号、刺激股价回升，进而稳定市场信心和预期。2008 年全球金融危机以来，美股走出了十年牛市，除了复苏有力的宏观基本面之外，逐年攀升的股票回购规模也是重要推动力量之一。当前，A 股市场估值处于低位，上市公司现金流总体宽裕，货币流动性环境相对放松，正是开展股票回购的有利时机，监管机构应鼓励和支持有条件的上市公司开展股票回购业务，这比国家基金出手救市效果更好。不仅有助于稳定公司股价、增加公司价值、改善资本结构，也减少了未来被恶意兼并收购的风险，助力上市公司长期健康发展。更重要的意义在于，上市公司的股票回购行为将有助于稳定股市信心和社会预期，对冲中美贸易冲突升级可能引发的股市持续下行甚至系统性金融风险。

第二，启动研究海外上市的高质量公司回 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。过去十多年一大批发展前景好、盈利能力强、创新动力足的高质量中国企业因为种种原因选择远赴海外尤其是美国上市，让中国资本市场痛失了一批最能反映中国经济新动能、最具活力的优质企业。经过多年发展，中国股市基础性制度建设已取得一定成绩股市的包容性有所提高，而当前在海外尤其是美国上市的中资企业在两国贸易冲突背景下面临很大风险，因此建议尽快研究海外上市的高质量公司回 A 股战略，以最大智慧和诚意吸引高质量企业回归 A 股。高质量企业回归 A 股，不仅可以从整体上提高 A 股市场的上市公司质量，让股市的发展跟上中国经济发展的步伐；也可以让国内投资者更好地分享中国经济改革发展的红利，“肥水回流自家田”。更重要的是，高质量企业回归 A 股有助于确保我国的科技安全 and 经济安全。中美贸易冲突已经蔓延至科技领域，中兴、华为被美国制裁与打压就是证据。在美上市的中国高科技公司是美国长臂监管的潜在对象，美方随时可能以任何理由发起对中国科技公司的调查或制裁，这将严重影响我国的科技安全 and 经济安全。因此，高质量企业回归 A 股是确保我国科技 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。总体上讲，我国股市发展水平还落后于经济发展水平，股市资产的质量尚不能反映中国经济的质量。A 股市场中还存在相当数量的低质量、低效率企业，这些企业已经不具备成长价值和行业引领作用，却长期盘踞 A 股市场，不仅占用了资金和上市指标等资源，更扭曲了资本市场的估值和定价体系，影响了中国股市的活力和韧性。有活力、有韧性的 A 股市场应该是有进有出、新陈代谢的，处于 A 股市场中的上市公司应该始终是引领行业发展、质量效益可观的优质企业，这样的 A 股市场才是“源头活水”，而不是“一潭死水”。建议 A 股市场加快“腾笼换鸟”的节奏，一方面要完善制度、创造条件，将正在迅速成长的优质“苗子”企业“截流”在 A 股市场；同时，大胆创新，锐意改革，以最大诚意吸引海外上市的优质企业回归 A 股。另一方面，严格淘汰低效、无效上市公司，完善并坚决执行退市制度。在低质量企业退出的过程中，鼓励盘活壳资源、增加壳供给，支持高质量企业以买壳、并购等多种方式从低质量企业手中获得上市资源。经过这样一轮“腾笼换鸟”般的改革，倒逼存量上市公司的忧患意识，有压力提高公司治理和盈利水平；加上新进入 A 股市场的高质量企业的带动和辐射，上市公司整体的质量自然就会提高，有活力、有韧性的资本市场也将逐步形成。

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。经过近三十年的发展，中国的股票市场法制建设已经取得一定成效，但仍有较大提升空间。夯实法制基础是当前中国股票市场健康发展的关键。2018 年 8 月上海金融法院正式揭牌成立，迈出了金融司法专业化的重要一步。但仅有金融法院还不够，还应该建立证券检察院并与公安机关经侦部门密切配合，专业化地侦查、处置资本市场违法违规行为。同时，应加大执法力度，增加处罚的威慑力。与银监系统相比，证券市场处罚力度明显偏弱。比如，非法集资罪最高可判处死刑，但股票市场操纵、内幕交易等违法犯罪行为却罕见长期徒刑。股票市场作为专业化程度高、运行极其复杂的市场，客观上对执法人员的素质和执法队伍的规模要求也很高。与银保监会相比，证监系统监管力量明显偏弱。建议进一步扩大资本市场监管力量、提高监管队伍的专业素质，更好地服务中国资本市场长期健康发展。

4. 包商银行事件：中小银行总体风险完全可控

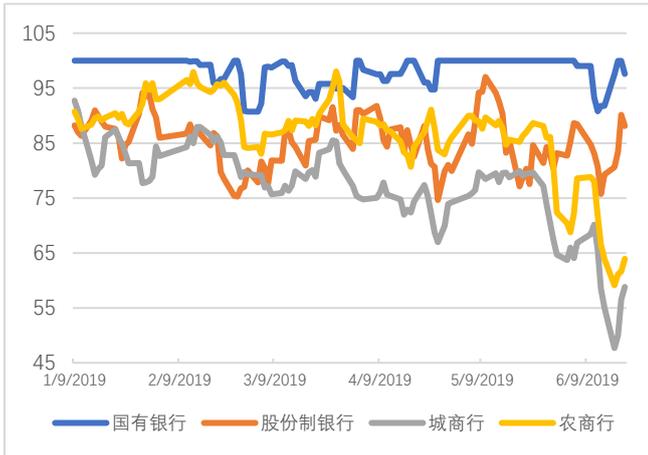
2019 年 5 月，央行银保监会联合宣布包商银行出现严重信用风险，为保护存款人和其他客户合法权益，决定对包商银行实行接管。包商银行是继 1998 年海发行倒闭 20 年来，第一家被接管的商业银行。该事件打破了同业刚兑预期，暴露出中小银行发展中存在的问题，引发了市场对于金融体系流动性风险蔓延的担忧。**但我们认为，包商事件属于风险主动暴露，中小银行总体风险完全可控，不会引发系统性金融危机。**

包商事件反映出中小银行发展中存在的两方面问题。一是治理结构混乱。近年来中小银行发展迅速，密集上市，随之而来的问题是，要防范持股比例较高的股东或新股东不当干预银行经营或损害其他股东利益。包商银行大股东明天集团，通过各种手段，合计持有包商银行 89% 的股权，远超银保监会规定的 20% 的持股比例上限¹³。包商银行的大量资金被大股东违法违规占用，形成逾期，长期难以归还，导致包商银行出现严重的信用危机。包商银行反映的治理结构问题，在全国中小银行中并非孤例，目前其他银行尚未发展到需要被接管的程度。在金融严监管背景下，中小银行治理结构问题及相关风险应是未来监管的重点关注领域。

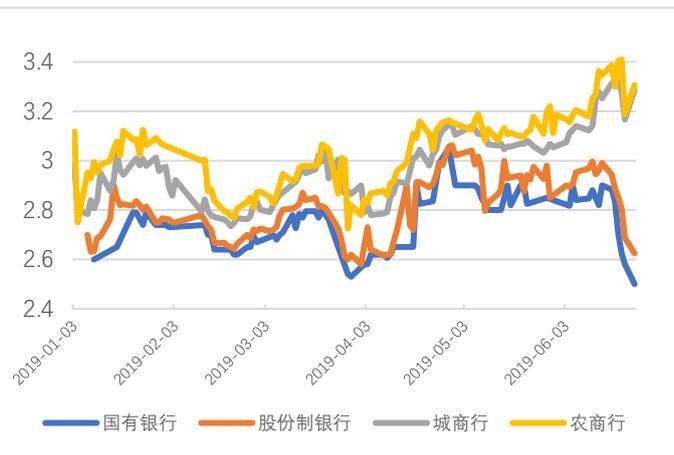
二是部分中小银行长期以来偏离主业，过于依赖同业业务。近年来中小银行为实现资产规模弯道超车，对同业业务形成了较强的依赖，与中小银行服务本土支持小微的市场定位背道而驰。负债端中小银行同业负债占比持续维持在三分之一的水平，资产端城商行同业、投资类资产占比在一半左右。2017 年 9 月底，包商银行同业负债占比甚至一度高达 53%。接管前，包商银行已经出现严重信用危机，同业客户中 400 多家中小金融机构的风险极易形成连锁反应。接管后，包商银行对公和同业负债无法全额兑付，打破了同业刚兑预期，市场对中小银行同业存单的风险偏好迅速下降，中小银行同业存单发行愈发困难。在金融去杠杆背景下，中小银行将越来越难依靠同业业务快速发展，此次包商事件将促使中小银行从规模驱动的发展模式回归主业，专注于区域性信贷为主的金融服务，业务重心向实体经济回归。

¹³ 根据《中国银监会办公厅关于加强中小商业银行主要股东资格审核的通知（银监办发〔2010〕115 号）》，中小银行“主要股东包括战略投资者持股比例一般不超过 20%。对于部分高风险城市商业银行，可以适当放宽比例。”

图表 54 分类型银行 NCD 发行成功率走势分化(%)



图表 55 分类型银行 3 个月 NCD 发行利率走势分化(%)



数据来源：??

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。如果包商银行风险被动爆发，国家处置风险使用公共资金的成本和代价将会更大，对金融和社会稳定的冲击也将更大。境内外市场对于我国中小银行风险蔓延的担忧，是没有必要的，中小银行总体风险完全可控，原因如下：

一是中小银行不良资产规模可控。根据媒体报道的 2017 年审计报告，包商银行贷款规模约为 2200 亿元，不良贷款率 1.72%，关注类贷款比例 4.08%，按照极端假设 10% 贷款违约，则包商银行问题资产的规模最多在 200 亿元，相较于包商银行近 500 亿元的法准金规模，风险完全可控。从行业看，根据 CCWE 的估算，中小银行贷款规模约为 50 万亿元¹⁴，若按不良率 10% 的极限假设计算，行业的问题资产规模为 5 万亿元，而中国银行体系有约 20 万亿的法准金，中小银行法准金规模也近 6.5 万亿元，足以覆盖问题资产的规模。

二是中小银行同业业务风险可控。我国同业存单余额近 10 万亿，其中 AAA 评级占比 80%，AA+ 评级占比 14%，AA 及以下评级占比 6%。AA+ 评级（包商评级）及以下的同业存单余额为 2 万亿，如果按照违约率 10% 的极端假设计算，违约规模最多为 2000 亿的水平。而央行 6 月 14 日增加的再贴现和常备借贷便利额度即高达 3000 亿元，直接向银行体系注入基础货币，能够直接、迅速地缓解当前可能的流动性紧张和信用被动收缩问题。此外，5 月底以来央行还持续开展流动性投放操作¹⁵，以保持金融市场流动性合理充裕。

三是此次受包商事件影响的债权人数量有限。根据央行公布的信息，包商被接管后，对全部个人储蓄存款、5000 万元以下对公存款和同业负债本息全额保障，分别对应了 520 万储户、2.5 万户企业和同业机构。理财业务的原有合同继续执行，20 万客户基本不受影响。400 多户债权金额在 5000 万元以上的大额对公债权人也获得了全额保障，对公客户债权人获得全额保障的比例达到了 99.98%。少数未获全额保障的大额对公和同业债权人，其先期保障程度也平均达到了 90% 左右。

¹⁴ 数据来源于万得，截止 2018 年末，中小银行对其他存款性公司债权约 10 万亿，对其他金融机构债权约 10 万亿，对非金融机构债权约 20 万亿，对居民部门债权约 10 万亿。

中小银行主要指城商行、农商行，对应银行分类的“中资小型银行”，指本外币资产总量小于 3000 亿的中资银行，包括恒丰银行、浙商银行、渤海银行、小型城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行。“中资中型银行”明显不属于上述中小银行范畴，指的是本外币资产总量小于 2 万亿元且大于 3000 亿元的中资银行，包括招商银行、中国农业发展银行、上海浦东发展银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、中国进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行。

¹⁵ 6 月以来央行共进行 3 次 14 天逆回购、3 次 28 天逆回购和 2 次 MLF 投放操作，释放数千亿流动性。

四是存款保险基金公司市场化运行。截至 2018 年 12 月 31 日，存款保险基金专户余额为 821.2 亿元。5 月 24 日，存款保险基金管理公司正式成立，通过实施收购承接等，尽可能保障包商银行各类债权人的合法权益。即使中小银行出现风险，我们也可以**通过市场化的手段进行救助和托管**。相反，如果按照《存款保险条例》和国际上的一些做法，对包商银行直接采取破产清偿措施，各类存款人最高只能获得 50 万元赔付。

根据以上分析，包商事件所引发的对于我国中小银行风险的担忧是没有必要的，中小银行总体风险完全可控。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。

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发展的引擎。改革开放以来，中国已经享受到产业升级带来的巨大红利，在中长期的发展过程中，产业升级仍将扮演重要角色将来经济的持续增长。一方面，中国现有产业升级空间巨大，产业升级将拉动投资；同时产业升级也将提供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，在工艺集约化以及生产智能化上有较大的升级空间。宝钢湛江钢铁有限公司（以下简称“湛江钢铁”）依托已有的产业能力，在 2018 年前三季度总体铁水产量达 629 万吨，钢材产量 592 万吨，实现工业总产值 287.21 亿元，工业增加值 97 亿元，利润总额达到 46.24 亿元，年人均产钢 1800 吨，人均利润 1399 千元/年，据报道湛江钢铁项目累计投资额 696.8 亿元，粗钢年产量 1000 万吨¹⁶。**据中国冶金报社的报道中国 2017 年平均人均吨钢产量为 663 吨/年，年人均利润为 194.5 千元/年，远低于湛江钢铁现在的人均产量与人均利润。**2018 年全国粗钢产量为 92826 万吨，同比增长 6.6%，假设对于全国 10%的钢铁落后产能进行投资升级，**将带动投资额约 6468 亿，约提高 GDP 0.35 个百分点**¹⁷。

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。“绿色生产”是厂区的一大特色，京唐公司环保投资 75.96 亿元，占工程总投资的 11.21%。产业升级后大幅度降低了环境污染，从 SO₂ 排放的角度来看，曹妃甸首钢的排污是小钢厂的 9%，是重点钢厂平均水平的 26.2%；技术升级不仅没有压缩产能，反而促进了生产，产能从 800 万吨上升到 1000 万吨，一期投资 677 亿元。一期设计年产铁 898 万吨、钢 970 万吨、钢材 913 万吨。而且显著节约了成本，每吨成品平均可节约 100~150 元，按每年 900 万吨的产量算，年节约 9 亿多元。

在其他产业领域同样存在大量产业升级机遇。青岛港率先实现全自动化集装箱码头，一年的运行过程中多次刷新全自动化集装箱码头作业世界纪录，现在平均单机效率已达到 33.1 自然箱 / 小时，国外同类码头约为 20 自然箱 / 每小时，人工码头为 25-28 自然箱 / 每小时，相较于全球同类码头提高 50%，已全面超过人工码头。作业箱量突破 79 万标准箱，单月吞吐量突破 10 万标准箱，船舶准班率始终保持在 100%，单机平均作业效率提高了 55%，单箱成本降低了 48%，单箱能耗降低了 24%，国内其他码头具有自动化升级的投资需求与产业升级机遇。同样的，产业升级的红利也在有色金属、汽车、新一代信息技术、生物医药、智能制造等诸多领域中贯穿。**对这些先进产能的投资**

¹⁶<https://baike.baidu.com/item/%E5%AE%9D%E9%92%A2%E6%B9%9B%E6%B1%9F%E9%92%A2%E9%93%81%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8/4647812>

¹⁷ ACCEPT 测算

会成为拉动经济增长的新引擎。

2. 技术创新：正视中美技术差异，立足优势，攻坚克难

中美科技实力的比较不能简单看研发投入，也不能光看技术公司的市值，而是要具体根据技术类型比较。相较于美国，中国在创新链条短、集成为主的行业具有优势，比如互联网、人工智能、高铁技术等等；但在创新链条长，需要长期资本和技术积累的领域不足。我们需要正视中美技术差异，在保持擅长领域优势的同时，重点攻克薄弱的核心技术领域。这离不开政府的重视和资金、技术的支持，同时我们鼓励企业积极地向技术创新能力强的华为学习。

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、互联网等领域显著进步。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。例如在人工智能方面，2017 年中国人工智能论文总量和高被引论文数量世界第一¹⁸；是全球人工智能专利布局最多的国家，数量略微领先于美国和日本，而中美日三国占全球总体专利公开数量的 74%；中国的人工智能人才拥有量达到 18232 人，占世界总量的 8.9%，仅次于美国(13.9%)，位居世界第二。中国的大数据行业更是正在经历爆发性增长，2017 年中国数字经济市场规模达到了 27.2 万亿元¹⁹，占 GDP 的 32.9%；2018 年我国数字经济规模达到 31.3 万亿元，名义增长 20.9%，占 GDP 比重同比提升 1.9 个百分点。预测 2019 年我国数字经济市场规模将达到 35 万亿元，并预测在 2023 年我国数字经济市场规模将增长至 54.5 万亿元，2019-2023 年均复合增长率约为 11.71%。

同时，应注意到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。根据 2016 年《中国教育统计年鉴》的数据，2016 年全国普通高校本专科、研究生毕业生总数 760.57 万人，其中理工大类毕业生 315.78 万人，占比 41.5%，仅工科毕业生人数就达 285 万人，占比 37.5%。相比之下，2016 年美国理工科高校毕业生总人数为 56.4 万人，占全部毕业生比例仅 14.9%，理工科人才培养规模和占比均远低于中国。规模庞大的理工科毕业生将直接贡献中国的科技劳动力积累，为科技创新提供坚实基础，有力支撑着中国的技术进步和产业升级，助力中国在部分科技领域领跑世界。

图表 56：2016 年全国普通高校毕业生分专业人数（万人）

	普通本专科毕业生人数（万人）	研究生毕业生人数（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%

¹⁸ 数据来自中国仪器仪表行业协会报告。

¹⁹ 数据来自前瞻产业研究院。

数据来源：中国教育统计年鉴 2016

图表 57：2016 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”。例如半导体行业。半导体行业主要分为上游的工业软件和下游的制造业。上游的工业软件（EDA）主要被美国的三大公司垄断，中国具有代表性的华大九天市场份额微乎其微。工业软件至关重要，任何芯片和集成电路的设计和制造都离不开 EDA。目前美国三家垄断公司中已两家对中国停止软件供应。中国一直以来缺乏自主核心工业软件，已经严重影响到了半导体行业的发展。而半导体行业的发展，不是一蹴而就的，需要长期的持续的大量资金的投入，在技术方面更需要纯数学等偏理论的技术支持。我国在这两个领域都是短板。美国半导体产业全球领先，是因为其从二战之后就开始了高强度的投入这个领域，至今已持续投入 70 年。美国的芯片公司非常注重科技研发，其最大的芯片公司英特尔在 2017 年仅研发投入就高达 131 亿美元。2017 年全球研发支出最高的十个半导体公司，美国公司有五家，研发支出占十家公司总和的 65.6%。相比之下，我国半导体行业起步比较晚，同时投入资金和精力强度都远远不够。而且在这个领域，我们也缺乏相关的技术人员。纯数学纯物理被认为的高校的相对冷门专业，即使选择了这个专业，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行业和互联网行业。

在这些创新链条长和长期积累领域的不足已经影响到中国部分行业的未来发展，特别在当下中美经贸和技术摩擦不断的情况下，发展核心技术，不足短板已是迫在眉睫。而这些领域创新链条长，发展所需金额巨大，特别是需要持续投入，不是一蹴而就的，单靠企业自身难以坚持，这就离不开政府“有形的手”。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。要做好心里准备，这些技术的创新环环相扣，但创新进步绝不是一蹴而就的，需要政府持之以恒的鼓励和支持。

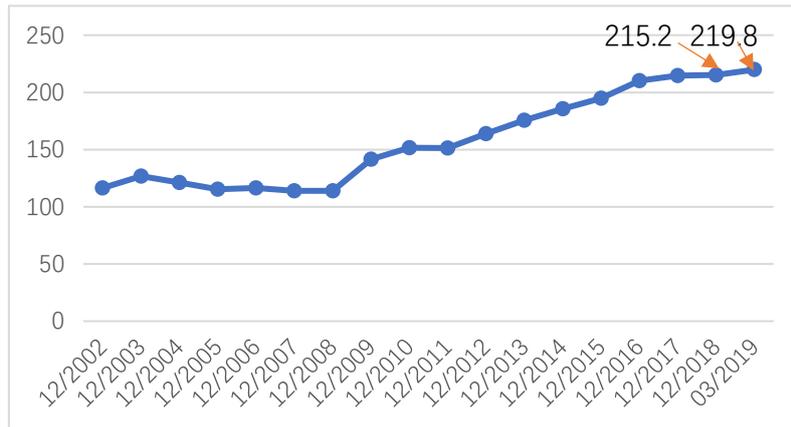
同时应积极鼓励动员民企向华为公司学习其技术创新能力。华为公司注重创新能力，根据其官方宣布，截至 2017 年 12 月 31 日，华为累计专利授权 74307 件；申请中国专利 64091 件，外国专利申请累计 48758 件，其中 90% 以上均为发明型专利。根据 2018 年世界知识产权指标，从全球公司在 2013 年至 2015 年申请专利总数来看，华为排名第七（14605 项），是排名最高的民企。这和其持续的巨大的研发投入是密不可分的，根据其去年年报显示，在 2018 年华为研发费用支出为 1015 亿元，占全年收入的 14.1%。在过去的 10 年，华为均坚持每年将 10% 以上的销售收入投入研发，并保持逐年增长的趋势。同时，在欧盟委员会发布的《2018 年欧盟工业研发投入排名》名单中，华为以 113 亿欧元的研发投入排名中国第一，世界第五。当然不是所有的民企都能承担每年如此高昂的研发费用，但是民企应积极学习华为对于科技研发的持续重视和在自己能力范围内持续投入研发。

（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。此处需说明的是，根据 BIS 数据库，2018 年四季度中国的宏观杠杆率为 254%。由于 BIS 数据仅更新至 2018 年末，为了测算 2019 年一季度的杠杆率，我们根据社融数据对截至 2019 年一季度的中国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。

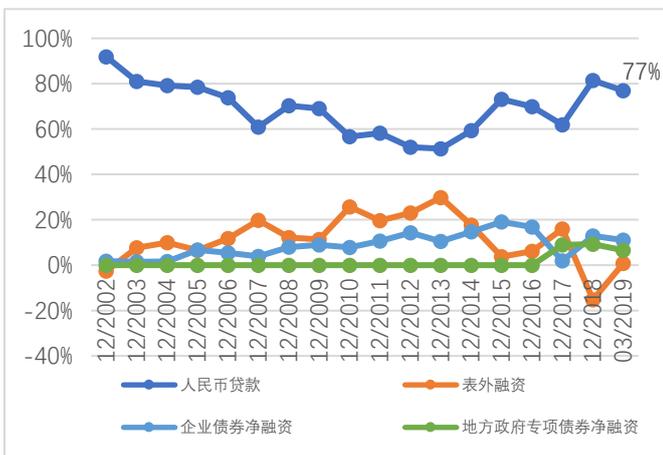
图表 58 中国宏观杠杆率



数据来源：CEIC 数据库，ACCEPT 测算

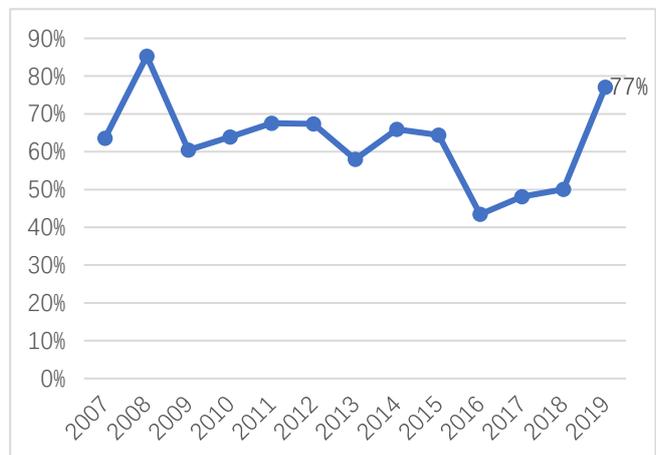
我们认为，近期宏观杠杆率虽有上升迹象，但是仅一个季度的短期上升尚不足以引发过多担忧，风险总体可控。我们注意到，在 2019 年一季度的新增社融中，人民币贷款、企业债、地方政府专项债等通过市场化、正规渠道的融资占绝对优势，其中，人民币贷款占比高达 77%。而包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票在内的影子银行表外融资则延续了 2018 年金融过度收紧以来的萎缩态势，虽有小幅提升，但增加并不显著。另外，我们也注意到，在 2019 年一季度新增的人民币贷款中，非金融企业及其他部门（以非金融企业为主）获得了总贷款量的 77%。可见，今年以来将近六成的新增信贷资源流入了非金融企业部门。由于企业拥有相对透明、完善的财务会计、信息披露制度，融资的供需双方通过正规渠道、以市场化定价的方式完成融资，再加上相应的监管趋于完善，我们认为系统性金融风险在近期爆发的概率较小。

图表 59 新增社会融资规模分解



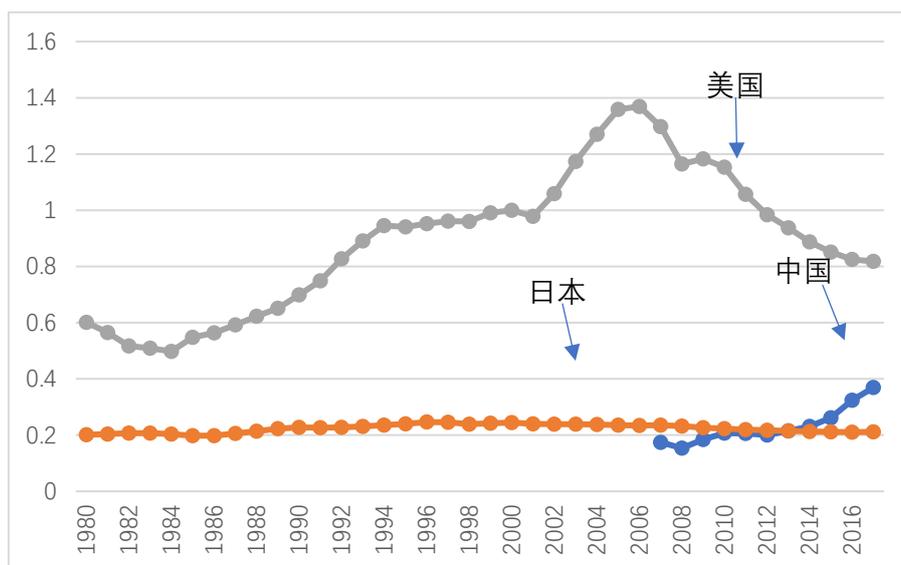
数据来源：CEIC 数据库，中国人民银行，ACCEPT 测算

图表 3 新增人民币贷款占比：非金融企业及其他部门



从居民部门的房贷压力来看，风险也尚可控。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，以住房按揭贷款为代表的中长期消费贷款仍有一定的上升空间。近十年来，中国居民部门的房贷压力的确在持续上涨，截至 2017 年底，该比例已达到 37%，高于日本的 21%，但显著低于美国的 82%。在 2007 年美国爆发历史性的次贷危机之前，该比例曾于 2006 年一度攀升至 137%。因此，中国当前的房贷压力从数字上看并不算高，但持续上升的趋势值得关注。

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

在宏观杠杆率的计算中，由于作为分子的债务融资到形成具体投资、产生 GDP 从而带动分母增长存在一定滞后，且今年一季度很多地方政府债券发行，其滞后效应比一般企业要更强一些，因此杠杆率的短期抬升尚不足为惧，更为值得关注的是新增债务能否在中长期有效带动收入增长。

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。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，我们认为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，不能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；其次，必须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，从而对其基建行为产生有效制约。为此，我们建议应从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，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，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。

（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。税收增速下降既有主动减税政策的作用，同时也受到经济名义增速放缓的影响，特别是以 PPI 为代表的工业品价格低增长以及与之伴随的工业企业盈利能力弱化。

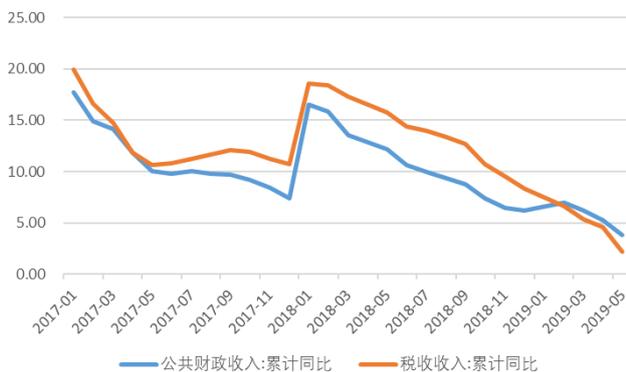
分具体税种来看：个人所得税前 5 月累计增速降至-30.7%。个人所得税减税将对提高居民可支配收入和扩大消费发挥一定的支撑作用。受增值税税率下调的影响，国内增值税收入从 5 月份开始大幅减少，5 月当月增值税收入同比增速降至-20%。政府性基金预算方面，1-5 月国有土地使用权出让收入累计同比增速为-6%，相比去年出现断崖式下跌，主要原因在于开发商购地积极性不高。

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。综上所述，今年前五个月，积极财政政策从“减收”和“增支”两个方向均发挥了积极作用；但是，在减收和增支的双重作用下，财政收支缺口扩大，收支矛盾凸显，预算平衡压力增大。我们的测算显示，如果按照今年“两会”上既定的一般公共预算支出 23.52 万亿元不变执行，考虑到前 5 个月支出进度的前移，今年 6-12 月份的财政支出相比去年同期将仅能达到 2.9% 的增长。事实上，刚公布的 5 月份当月财政支出增速已经在边际上出现了明显放缓，由前 4 月的 15.2% 降至 2.1%。

在以减税和增加支出为主要手段的传统财政政策工具空间有限的情况下，广义的财政政策仍有空间，应当努力在资金使用效率和结构上多下功夫。具体而言：第一，加强财政政策与货币金融政策的协调配合，为地方政府债和城投债发行创造稳定温和的流动性环境，防止基础设施建设融资成本逆周期上升。一是要通过公开市场操作、中期借贷便利等货币政策工具维护金融市场流动性环境，确保地方债平稳发行。特别是要谨防中小银行和非银机构信用收缩误伤地方政府性融资。二是要避免基础利率走高导致地方债和城投债发行成本攀升。同时适当调整质押比率，增加地方债和城投债对投资者的吸引力。三是要落实专项债融资充当重大基建项目资本金的政策，发挥财政资金的杠杆作用。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。简化高校院所等机构的项目申报审批流程和报销手续，提高财务行政效率，从根本上解决科研人员因手续繁琐不愿申报项目、科研经费使用效率低的问题。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



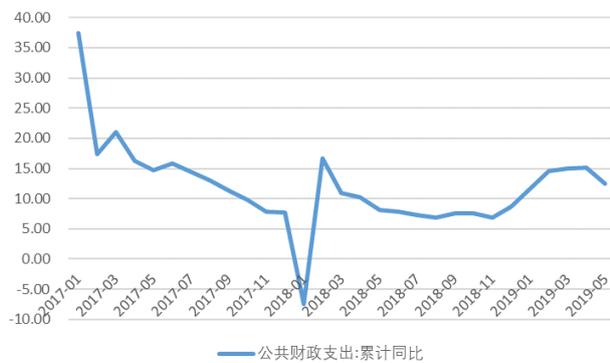
数据来源: Wind 数据库

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

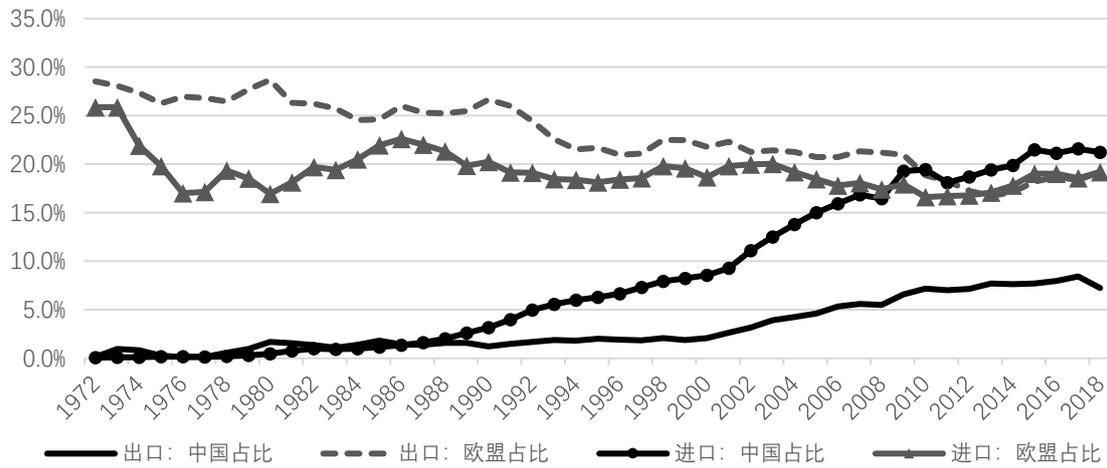
1. 中美经贸关系密切 继续发挥“压舱石”作用

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。按照美方统计数据,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。

从美国的视角,中国从零开始,逐渐壮大,变成其最重要的贸易伙伴之一,如图 X 所示。1972 年中美刚刚建交时,美国对中国出口额仅有 6400 万美元,进口额仅有 3500 万美元,占比均约为 0.1%。近半个世纪以来,中国占比稳定上升,到 2017 年,美国对中国出口额达到 1307 亿美元,占美国总出口额的 8.4%;进口额达到 5056 亿美元,占美国总进口额的 21.6%。值得指出的是,2009 年之后,美国对中国进口的依赖程度超过欧盟。2018 年,因为中美经贸摩擦加剧,中国占比略有下降,但仍维持较高水平。2018 年,对中国出口占到美国总出口的 7.2%,从中国进口占到美国总进口的 21.2%。

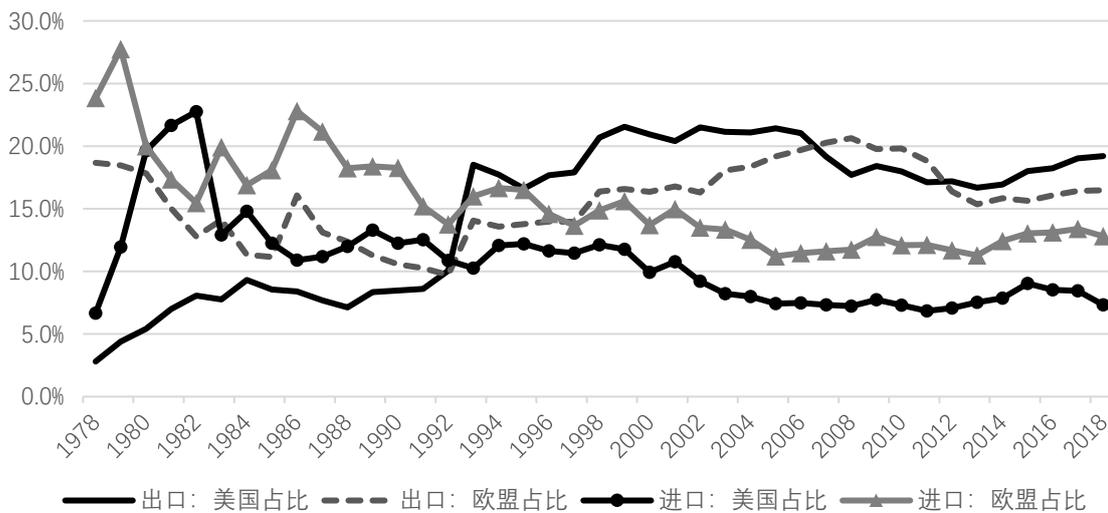
图表 67 中国在美国进出口中的地位：与欧盟比较



数据来源：IMF，ACCEPT 计算

从中国的视角，在中国出口总量中，美国从 1978 年的 2.8% 增长到 2018 年的 19.2%，尤其是 90 年代，美国地位迅速提高，1992-1998 年仅 6 年内美国占比从 10% 增长到 20% 以上。在中国进口总量中，美国经历了 80 年代初期的“高峰”（美国占比曾高达 22.8%）后，地位逐渐下降，2018 年从美国进口约占中国进口总量的 7.3%。

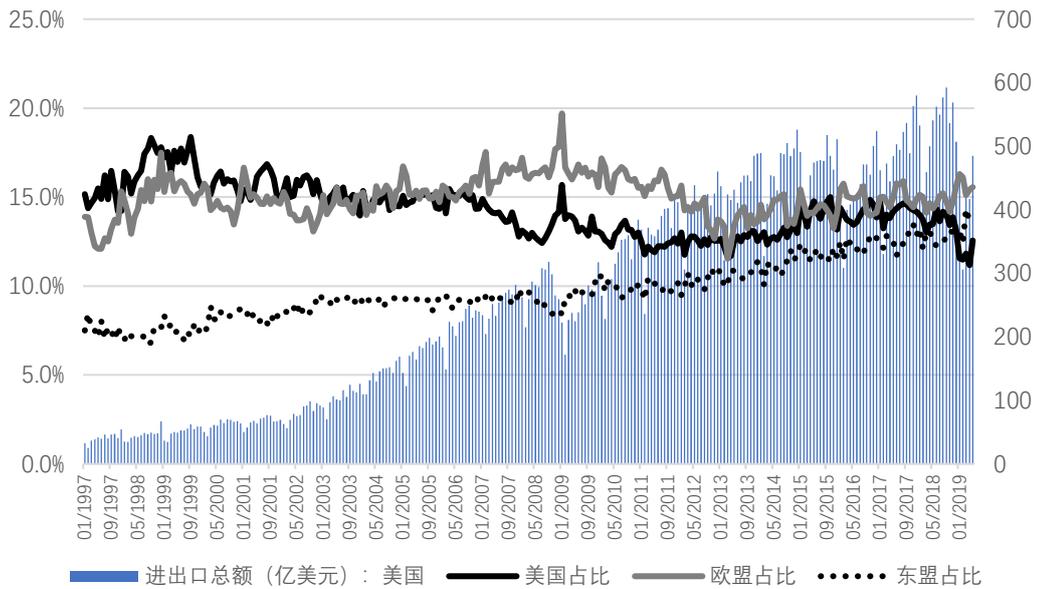
图表 68 美国在中国进出口中的地位：与欧盟比较



数据来源：IMF，ACCEPT 计算

如果看进出口总额，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，在中国进出口总贸易中，美国占 11.7%，欧盟占 15.7%，东盟占 13.5%。

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。例如，根据相关测算，美国从中国进口的“鞋帽及羽毛制品”占到美国总进口的 73.8%，“机电设备及零部件”则占到 39.7%，“塑料橡胶及制品”占到 28.1%。²⁰从中国视角，2018 年，中国从美国进口的“印刷品；手稿、打字稿及设计图纸”占到中国总进口的 29.2%，“蔬菜、水果等或植物其他部分的制品”占到 25.0%，“杂项食品”占到 19.7%，“铝及其制品”占到 18.6%，“车辆及其零附件”占到 15.5%。另外，根据《关于中美经贸关系的研究报告》（中国商务部），2016 年，美国向中国出口大豆占到美国出口总量的 62%，民用飞机占到 25%，汽车占到 17%，集成电路占到 15%，棉花占到 14%。

从产业链来看，中美两国也深度交融。以芯片产业为例，虽然中国企业例如华为依赖美国的芯片，但同时中国是世界最大的稀土材料（芯片制造必需材料）供应国。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。中美双方从 2018 年开始了多轮贸易谈判，今年 5 月以来由于美国政府的出尔反尔和极限施压陷入停滞状态。

已有研究表明，中美贸易争端已经给美国企业和普通消费者造成了显著不良影响。Fajgelbaum 等²¹估计了美国进口和出口弹性，他们发现关税产生的价格提高完全传递到进口品价格，进口价格上升带来的消费者和生产者年度的经济损失为 688 亿（GDP 的 0.37%），总的福利损失为 78 亿美元，其中农业和蓝领工人受到的负面影响更大。

²⁰ 详见：马弘、滕越，数据透视中美贸易摩擦：最新清单的分析[R/OL]. (2018-07-18)[2019-06-20]. <https://www.zhonghongwang.com/show-256-101619-1.html>

²¹ Pablo D. Fajgelbaum, Pinelopi K. Goldberg, Patrick J. Kennedy and Amit K. Khandelwal, 2019. “The Return to Protectionism,” NBER Working Papers 25638.

Amiti, Redding 和 Weinstein²²指出加收关税使得供应链遭受重大影响，进口商品种类减少，显著提高了美国中间产品和最终产品价格，关税产生的价格提高完全传递到进口品的国内价格，而国外出口商承担的价格没有显著变化，关税税收的提高不能弥补消费者的损失，导致美国实际收入每个月降低 14 亿。美国贸易政策制定者认为提高关税的好处之一是降低贸易赤字，但是美国当前的贸易赤字是其深度参与国际生产合作分工，消费需求和投资储蓄多方面相互作用的结果，关税提高当然会降低赤字，损失的是广大消费者的福利。2019 年 6 月 2 日国务院新闻办公室发表《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，指出美国挑起中美经贸摩擦，阻碍双边贸易投资合作，严重干扰全球产业链和供应链，影响了双方乃至全球市场信心和经济平稳运行，不仅没有推动美国经济增长，反而带来了严重伤害。2019 年 6 月 13 日，清华大学中国经济思想与实践研究院主办“中美经贸关系学术研讨会”。与会嘉宾一致认为，美国挑起的贸易争端解决不了美国国内长期存在的经济社会矛盾和问题，长期反复的摩擦和政策不确定性使得全球经济受到负面影响，牺牲了世界各国人民的利益。

在这种情况下，美国部分决策者还要一意孤行，扬言继续推进贸易战，例如美国贸易代表办公室正在讨论进一步对 3000 亿美元从中国进口产品征税的提案，公布高达 3805 种商品清单，商讨最终加征关税清单和具体实施日期。但是，越来越多的美国企业和机构站出来反对。6 月 13 日，超过 600 家美国公司及行业协会联名致信特朗普政府，要求取消对中国加征的关税，并尽快解决经贸争端。而在 6 月 17 日开始为期 7 天美国贸易代表办公室举行的听证会的第一天，50 位发言的美国行业协会和企业代表中 47 位反对其产品所在行业加税，赞成的仅有两位。多数发言者认为关税提高使得所在企业很难在全球其它市场找到供货商或者替代产品，会增加美国企业成本和消费者负担，降低美国产业竞争力，严重的情况会使企业濒临破产，危害美国经济与就业。

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，也严重打击了未来经济的预期。如果美国在错误的道路上越走越远，可能导致更加严重的后果，例如全球价值链断裂，全球范围内爆发大型金融危机，进而导致地缘政治不稳定，对中美本身也会有极为恶劣的影响——这些后果是由美国的决策者一手造成，美国行政当局对此负有不可推卸的责任。反之，如果美国政府能够实事求是、摒弃“遏制中国”的思维，则中美两国可以回归正常发展轨道，实现互利共赢。

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，避免低级陷阱，防止狭隘名族主义影响政策；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，最终目的还是让美国政府意识到中美合则两利且有利世界、斗则两伤且殃及他国，从而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：加有望 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

作为我国经济工作的主线，供给侧结构性改革在 2015 年首次提出以来有效促进我国经济结构调整，矫正要素配置扭曲，扩大有效供给，在经济可持续高速增长的基础上实现经济可持续发展与人民生活水平不断提高。在不断深化供给侧结构性改革的同时，也需要在需求侧不断提升居民收入水平和消费能力，以有效促进供需两侧高度匹配，实现人民群众对美好生活的向往与追求。今年 1 月国家发改委副主任宁吉喆在接受采访时表示，中国有近 14 亿人口，中等收入群体在 2017 年已经超过 4 亿，要持续深化收入分配制度改革，增加低收入群体收入，扩大中等收入群体，增强居民的消费能力。**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促进我国经济新旧动能加快转换。**

中国拥有全球规模最大、最具成长性的中等收入群体，实现这一群体数量倍增将能够极大地释放我国经济地增长潜力。根据已有研究，对于中等收入群体的收入标准一般有两种计算方法。第一种是用一国居民的平均人均收入

22 Mary Amiti, Stephen J. Redding and David Weinstein, 2019. "The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare," NBER Working Papers 25672.

作为下限，第二种是用世界银行定义的中等收入区间作为标准。按照第一种算法，我国中等收入群体的收入下限为年收入 28228 元（2018 年全国居民人均可支配收入）；按照第二种算法，年收入在大约 2.5 万-25 万元之间的群体为中等收入群体。考虑到我国的经济现实，我国统计局目前采用的中等收入人群的口径和上述两种算法均不同，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。在了解这一标准之后，我们可以大致估算中等收入群体人数倍增所需要的时间。

新增 4 亿中等收入群体，需要将目前处于中等偏下收入和中等收入群体中年收入不足 10 万元的家庭的年收入提高到 10 万元以上。假设未来一段时间居民可支配收入每年分别按照 8%、7%和 6%的速度增长（实际收入增长分别为 6%、5%和 4%，物价增长 2%），在假设出生率不变的情况下，实现中等收入群体人数倍增分别需要 11，12.4 和 14.5 年。也就是说，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。

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

根据微观抽样调查，可以大致推算未来十五年里即将进入中等收入群体的人口群体特征。根据 2016 年中国劳动力动态调查（CLDS）和 2013 年中国家庭金融调查（CHFS）的调查数据的调查数据，我们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；从年龄分布来看，45 岁以上占 50.5%，26-35 岁占 17.8%，36-45 岁占 23.8%；从地域分布看，东部地区占 56.5%。京沪深穗四个一线城市的外来务工者中，约有 30.4%的外来务工者在未来十五年内会跨入中等收入全体，这一群体约占全部新增的 4 亿中等收入群体的 16.9%。据此我们推断，未来一段时间中等收入群体倍增的主体应该是尚未城市化的农业人口，其中尤其是已经在一、二线城市工作生活的外来务工人员。

在中国近 14 亿的总人口当中，中等收入群体在 2017 年时已经超过 4 亿，这一人口规模巨大，远超过国际其他主要经济体。具体而言，将中国三口之家的家庭年收入 10 万元-50 万元根据汇率转化为其他经济体三口之家的家庭年收入，并且根据各经济体家庭人口进行调整。在上述收入区间之内，同样上亿人口规模的经济体主要包括欧盟和美国，欧盟约为 2.1 亿，美国约为 1 亿；另外，日本约为 8500 万，韩国约为 2100 万，加拿大约为 1150 万，澳大利亚约为 1050 万，规模虽相对较小，但也达到千万数量水平；此外，新加坡约为 150 万²³。上述各主要经济体在该收入区间的人口规模加总约为 4.4 亿。如果中国能在 15 年内实现中等收入群体倍增，届时我国中等收入群体的规模将是“欧盟+美国+日本”的两倍。

基于以上分析，我们提出以下三条加快实现中等收入群体倍增的政策建议。

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。农业转移人口尤其是其中的青年外来务工人员是新增中等收入群体的重要组成部分，通过一定程度上取消对于他们的落户限制能够提升他们的消费需求和投资意愿，也能保证城市发展所需的劳动力供给，促进城市经济发展。

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。通过减少此类人口的个税和社保支出负担，有效促进其可支配收入水平和消费能力的持续提升。对于青年外来务工人员，增加对于他们的

²³ 数据来源：各国家中等收入群体数据来源如下：欧盟：EU-SILC；美国：Pew Research Center；韩国：Ministry of Strategy and Finance；加拿大：Canadian Income Survey；澳大利亚：OECD, Australian Bureau of Statistics；日本：National Livelihood Survey。各国家人口数据来源：World Development Indicators。具体计算方法如下：首先，将各国家中等收入人群占比与人口相乘，得到该国中等收入人口。其次，假设各国中等收入人口在收入区间内均匀分布，估算得到各国收入位于该区间内的人口数量。

职业技能培训和在职教育，通过提升他们的技能水平和工作能力促进其可支配收入提高。

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。通过京津冀一体化、长三角一体化、粤港澳大湾区等区域性发展规划，以一二线城市为龙头，拉动三四线城市经济发展和产业升级。发挥三四线城市在资源和生活成本等方面的比较优势，分流一二线城市非核心功能，通过新型城市化和城市群产业规划增强三四线城市可持续发展能力，促进三四线城市居民可支配收入持续提高。

有理由相信，我国中等收入群体数量倍增的过程也将会是我国经济发展不断提质增效、改革红利不断释放的过程。通过中等收入群体倍增，将最大程度地释放我国作为全球最大消费市场的发展潜力，解决增长所需的内生动力等问题。

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，由此能够带来高达近 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、日本和英国等，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。