



中国经济 观察

2018年二季度

2018年5月

kpmg.com/cn



目录

行政摘要	2
1 经济走势	3
□ 宏观经济增长平稳，产业结构优化	4
□ 房地产投资回暖支撑投资增速小幅回弹	7
□ 消费增速略有放慢，线上消费增长继续加速	10
□ 金融监管持续加强，社会融资增速回落	11
□ 贸易顺差缩小，人民币汇率走高	13
2 政策分析	15
□ 两会确定今年经济发展目标	16
□ 党和国家机构改革推进政府职能转变	19
□ 环境保护税法正式实施	20
□ “一带一路”债券发行	21
□ 国务院发布文件加强基础科学研究	23
□ 中美贸易摩擦加剧	24
3 专题研究：中国生命科学发展趋势展望	26
□ 中国生命科学市场前景广阔	27
□ 中国生命科学行业特征和发展趋势	28
□ 资本市场新举措将进一步促进生命科学发展	34
附表：主要经济指标	38

注：除非另有说明，本文使用数据来自中国国家统计局、中国人民银行、商务部、海关总署等政府网站。

行政摘要

一季度中国经济实现良好开局，GDP同比增长6.8%，增速与2017年三、四季度持平，高于政府设定的6.5%的工作目标。值得注意的是，今年政府工作报告公布的2018年经济增长目标虽然与去年持平，但去掉了“在实际工作中争取更好结果”的表述，意味着经济增速的重要性进一步降低，中国经济将继续深化从“高速度”到“高质量”发展的转变。

一季度，中国经济发展的主要特征如下：

- 服务业的快速发展成为GDP稳定增长的主要支撑；
- 高技术产业部门增势良好，工业产出结构进一步优化，产能利用率提升；
- 投资增长动能不及去年同期，但民间投资活动改善；其中，基建投资和制造业投资增速趋缓，房地产投资增速回弹；
- 消费增速降至两位数以下，但仍保持较快增长；线上消费增势强劲，在整体消费中的占比再创新高；
- 进出口贸易继续保持增长，但贸易顺差缩小；中美贸易摩擦升级加大了出口复苏的不确定性；
- 金融监管持续加强，融资从表外向表内回归，全社会融资增速回落；
- 央行两年来首次普遍调低金融机构的存款准备金率，加强对小微企业的金融支持和增加银行体系资金的稳定性，稳健中性的货币政策导向并没有改变。

展望今年经济走势，我们预计中国经济增速将进一步趋缓，但总体仍将保持平稳增长：

- 经济结构的改善增强了中国经济的增长韧性；
- 企业盈利能力提高将助推制造业投资活动的恢复；
- 减税和对中小企业融资活动的定向支持有利于经济活力的释放；
- 消费重要性进一步提升，成为经济增长的稳定剂

同时，企业也需要关注可能影响经济增长的下行因素，特别是：

- 规范地方政府融资和财政支出力度收紧影响基建投资增长
- 中美贸易摩擦加剧和人民币升值对出口复苏带来压力
- 金融去杠杆加大部分企业融资成本和难度。

专题研究：生命科学

人口老龄化、慢性疾病发病率的提高、生活习惯的改变、以及中产阶级群体的不断壮大正在对中国生命科学行业提出越来越高的要求，生命科学市场具有广阔的发展前景。

中国生命科学行业目前正处于转型升级的关键阶段，具有以下特征和发展趋势：

- 随着对创新药研发的加大投入和政策支持，中国创新药发展提速；
- 发展创新药的同时，中国也将加强对仿制药质量的要求和一致性管理；
- 在全球数字经济发展和行业需求的推动下，中国生命科学行业也接受着数字化的改造和冲击，迎接数字化浪潮；
- 中国生命科学行业进一步与国际接轨，加强全球布局；
- 中国医药研发服务外包（CRO）企业有望获得迅速发展。

海内外资本市场也相继采取措施，向发展迅速的生物医药、生物技术等企业伸出橄榄枝，为这些企业上市融资创造更便利的条件。美国、香港、内地的资本市场均已向生物科技创新企业敞开了便利之门。例如，今年3月30日，经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，该《意见》鼓励创新企业在境内发行股票或通过发行存托凭证（简称CDR）方式在境内进行融资；4月24日，香港联交所发表新兴及创新产业公司上市制度咨询总结，为以生物科技为代表的新经济公司提供便利的融资平台。资本市场的支持将满足药品研发长期大量的资金需求，进一步减轻药企因巨额研发投入所产生的资金压力，从而提升药品质量和创新性，而医药创新驱动又为经济的发展注入新的活力。

1

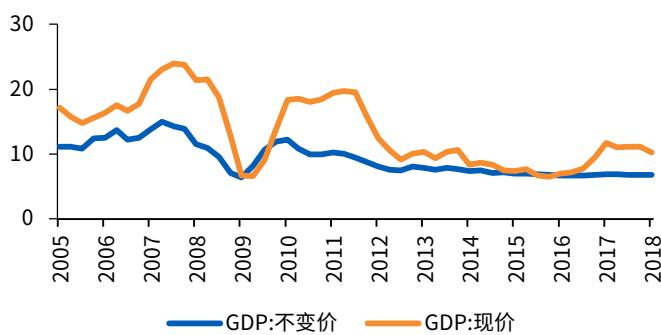
经济走势



宏观经济增长平稳，产业结构优化

一季度国民经济实现良好开局，GDP（不变价）同比增长6.8%，增速与去年三、四季度持平。名义GDP同比增长10.2%，增速较去年四季度回落0.9个百分点，但继续保持两位数的高位增长，表明企业盈利状况依然向好，但盈利增速或有趋弱。

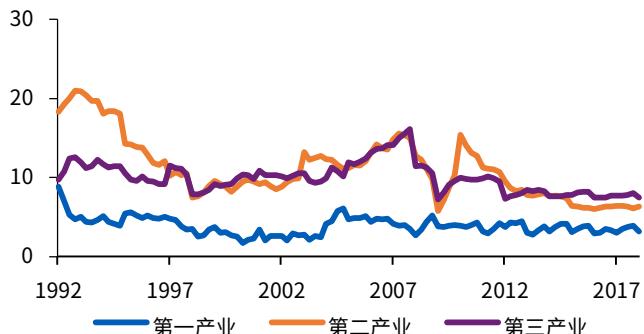
图1 GDP当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从产出来看，服务业增速继续保持相对高位，同比增长7.5%，但增速低于2017年全年（8%）；第二产业增速较2017年全年（6.1%）小幅回弹，同比增长6.3%；第一产业同比增长3.2%。从对GDP的增长贡献来看，一季度，服务业拉动经济增长4.2个百分点，较2017年全年略有提升；第二产业拉动经济增长2.5个百分点，贡献与2017年全年和上年同期持平。

图2 三次产业累计同比增速，%

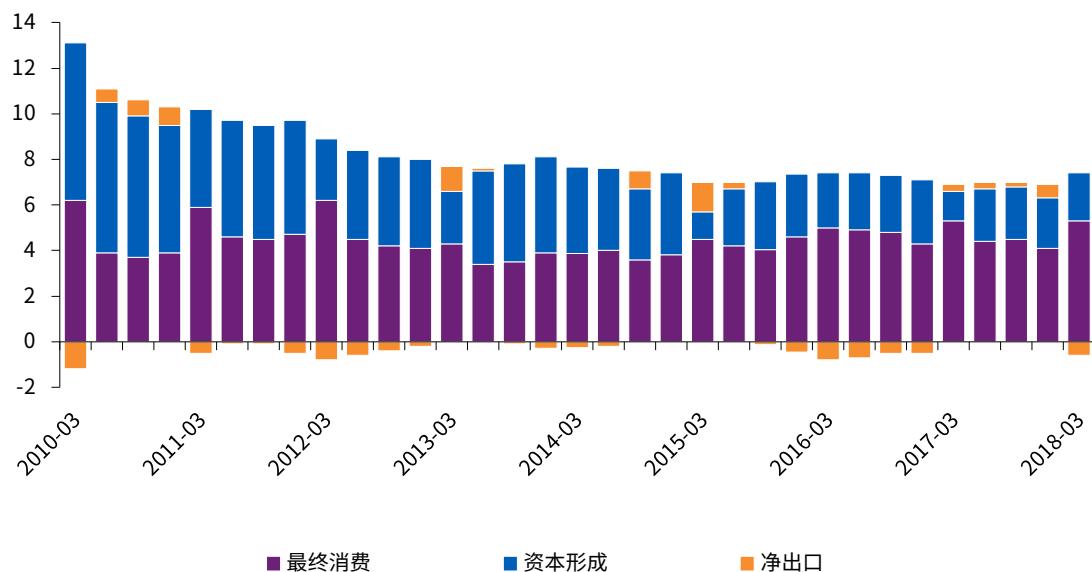


数据来源：Wind，毕马威分析



从需求来看，一季度，外需对GDP增长的贡献转为负向（降低经济增长0.6个百分点），内需的增长贡献率明显提升。其中，资本形成拉动GDP增长2.1个百分点，与2017年大致相同，高于上年同期的1.3个百分点¹；消费对GDP增长的支撑依然强劲²，拉动GDP增长5.3个百分点。

图3 GDP累计同比贡献率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

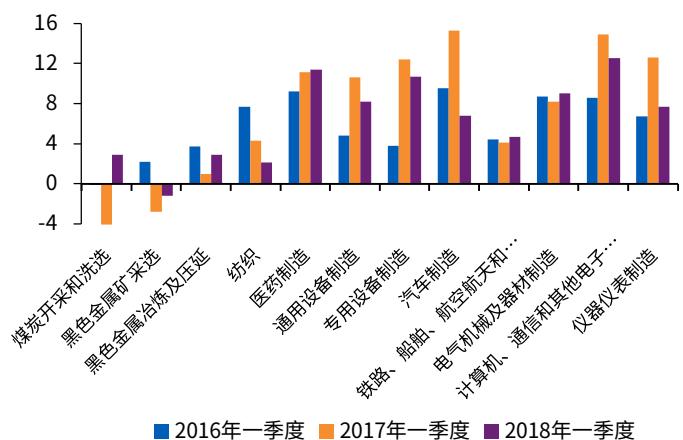
一季度，规模以上工业增加值同比增长6.8%，增速与上年同期持平，较2017年全年小幅回弹了0.2个百分点。新动能增长强劲，产出结构持续优化。高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长11.9%和8.8%，分别快于全部规模以上工业5.1和2.0个百分点。其中，计算机、通信和其他电子设备制造、医药制造和专用设备制造增速均保持在两位数以上；相比之下，煤炭、黑色金属和纺织等传统产业则保持相对较低的增速或负增长。

图4 规模以上工业增加值，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图5 规模以上工业增加值：分行业，累计同比增速，%



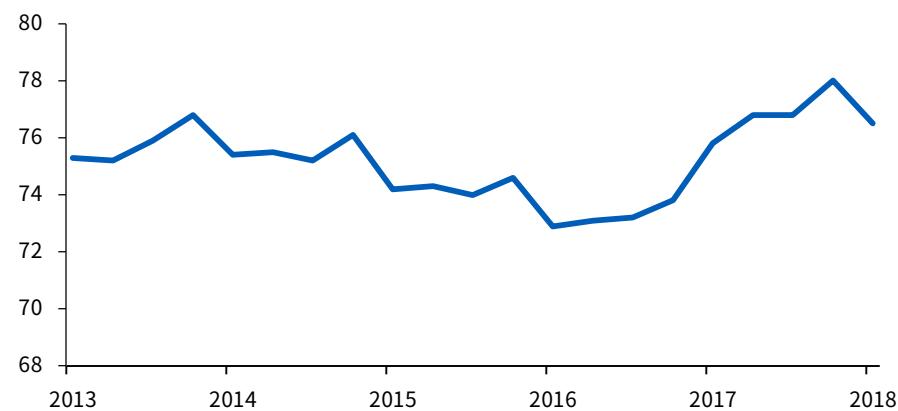
数据来源：Wind，毕马威分析

¹从投资数据来看，一季度FAI增速相比去年同期放缓了1.7个百分点，统计局的解释是“流通环节因存货增多，使资本形成总额的贡献率明显上升”，详见：http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201804/t20180419_1594909.html。注：资本形成总额指常住单位在一定时期内获得减去处置的固定资产和存货的净额，包括固定资本形成总额和存货增加。

²自2013年四季度以来其对GDP的增长贡献率始终保持在50%以上。

去产能政策取得明显成效，近两年产能利用率持续提升。一季度，工业产能利用率为76.5%，分别较2016年和2017年同期（72.9%，75.8%）回升了3.6和0.7个百分点。其中，煤炭开采和洗选业产能利用率由2017年一季度的65.4%提升至今年一季度的71.2%；黑色金属冶炼及压延加工业产能利用率由2017年一季度的73.7%提升至今年一季度的76.9%。

图6 工业产能利用率变化情况，%



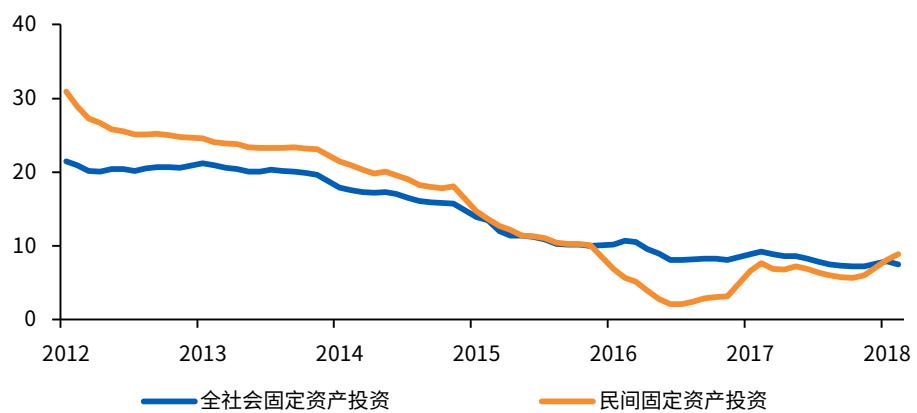
数据来源：Wind，毕马威分析



房地产投资回暖支撑投资 增速小幅反弹

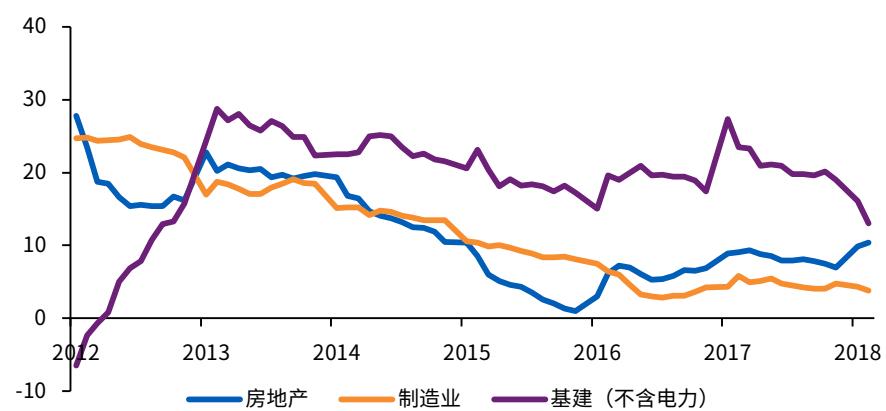
一季度，全社会固定资产投资同比增长7.5%，较2017年加快0.3个百分点。民间固定资产投资活动反弹，同比增长8.9%，较2017年全年反弹2.9个百分点。

图7 固定资产投资：累计同比，%



数据来源：Wind, 毕马威分析

图8 固定资产投资分部门：累计同比，%



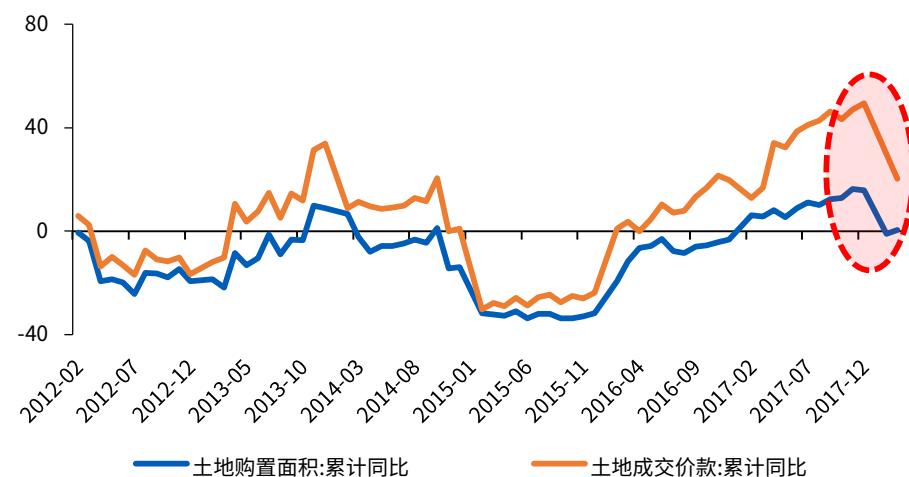
数据来源：Wind, 毕马威分析

具体来看，一季度制造业投资同比增长3.8%，增速较2017年全年放缓1个百分点。从历史经验看，工业利润增速是制造业投资增速的较好先行指标，一般领先制造业投资增速1年左右，2017年工业企业利润同比增长21%，我们预计2018年制造业投资增速将逐渐好转。

基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长13.0%，增速较2017年全年回落6个百分点，这与近期规范地方政府融资行为及财政支持力度减弱有关³，预计年内基建投资将持续承压。

房地产开发投资同比增长10.4%，累计增速创2015年2月以来的最高值，本轮房地产投资回弹部分是受去年下半年以来房地产库存下降，土地购置大幅提升的推动。但是，在房地产新开工增速持续降温，商品房销售面积累计增速连续8个月回落，3月增速创2015年6月以来新低，我们预计本轮房地产开发投资的扩张将有所放慢。

图9 房地产开发土地购置，累计同比，%



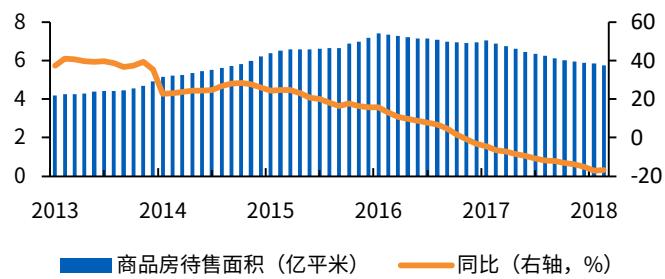
数据来源：Wind, 毕马威分析

³根据2018年政府工作报告的要求，今年赤字率拟按2.6%安排，比去年预算低0.4个百分点。



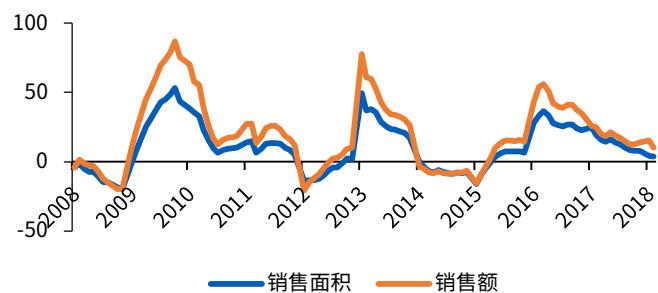


图10 商品房待售面积



数据来源: Wind, 毕马威分析

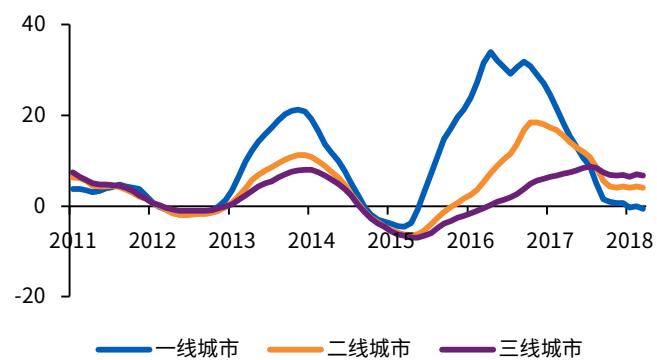
图11 商品房销售情况, 累计同比, %



数据来源: Wind, 毕马威分析

整体房价增速稳中趋降, 一线城市新建商品住宅价格指数连续三个月负增长, 3月同比回落0.6%。二、三线城市新建商品住宅价格指数分别同比增长4.1%和6.7%, 增速均较去年12月下降0.2个百分点。

图12 新建商品住宅价格指数, 同比增速, %

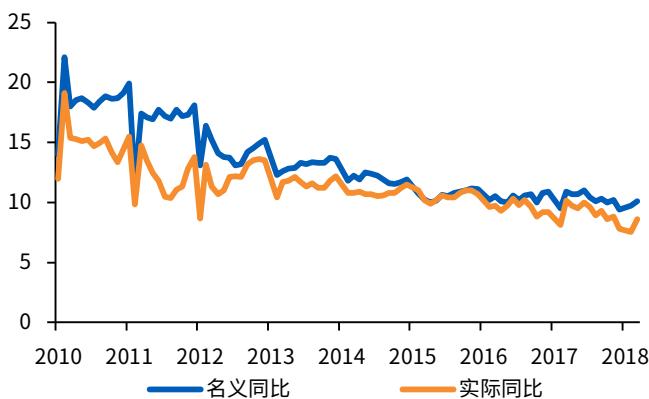


数据来源: Wind, 毕马威分析

消费增速略有放慢，线上消费增长继续加速

一季度，社会消费品零售总额名义同比增长9.8%，增速比2017年全年回落0.4个百分点。剔除价格因素的社会消费品零售总额实际同比增长8.1%，增速较2017年下滑约1个百分点。从单月来看，3月社会消费品零售总额同比增长10.1%，增速有所回暖。

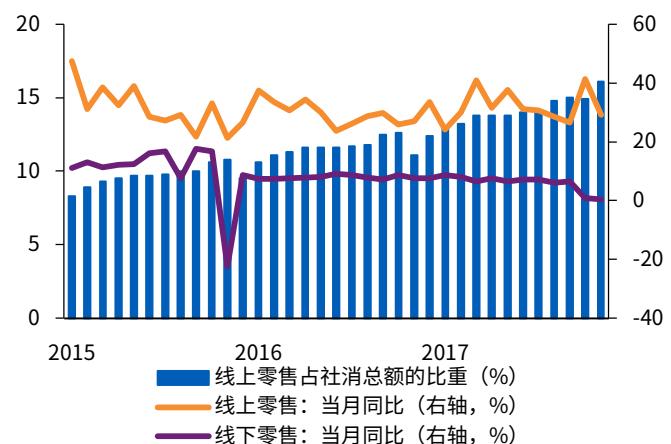
图13 社会消费品零售总额，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

线上消费继续保持高速增长。一季度，实物商品网上零售额同比增长34.4%，增速比2017年加快6.4个百分点；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重进一步攀升至16.1%，较2017年底时提升了1.1个百分点。从单月来看，3月实物商品线上零售额同比增长29.1%，相比之下，实物商品线下零售额仅同比增长0.4%。

图14 实物商品线上vs线下消费



数据来源：Wind，毕马威分析

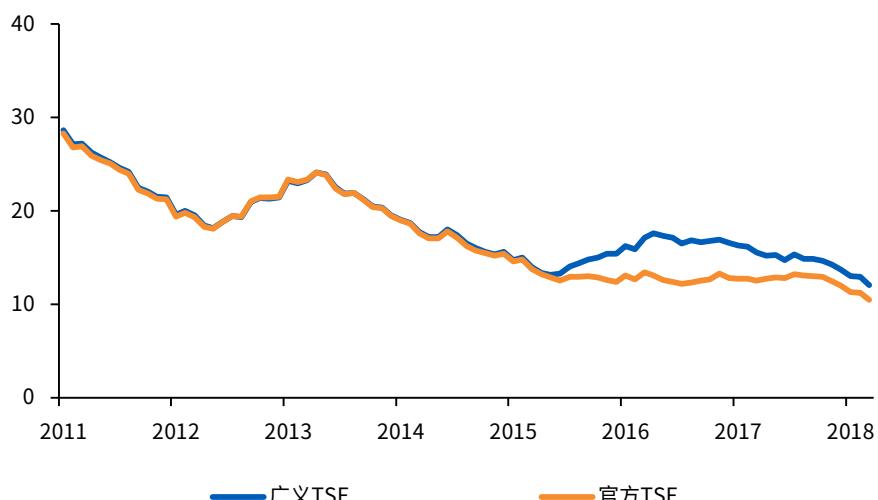


金融监管持续加强，社会融资增速回落

一季度，新增社会融资总额（TSF）5.58万亿元，较上年同期减少1.35万亿元。3月，TSF存量增速降至10.5%，较上年同期回落了2个百分点；按地方债调整后的广义TSF存量增速降至12.1%，较上年同期回落了3.48个百分点。

在金融监管持续收紧的背景下，大量融资从表外转移至表内。一季度，新增人民币贷款4.85万亿元，占新增社融的比重达到86.9%，明显高于上年和前年同期的65.0%和70.8%。表外非标融资规模明显收缩，成为社融增速放缓的主要拖累，一季度委托贷款、信托贷款和未贴现票据合计减少1335亿元。非标融资下降有利于防控系统性风险，但短期内也将加大部分企业的融资难度。

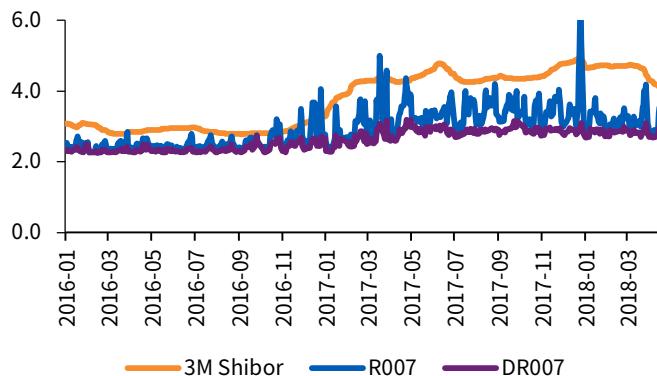
图15 社会融资规模存量：同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

虽然TSF数据显示实体经济的融资环境整体趋紧，但随着2月以来央行“临时准备金动用安排”的启用，及其在公开市场操作投放力度方面的加强，银行间货币市场流动性有所改善，银行间同业拆借利率和银行间质押式回购加权利率下行。截至4月2日，3个月上海银行间同业拆借利率（3M Shibor）录得4.41%，较年初时下降了近0.4个百分点；7天银行间质押式回购加权利率（R007）录得3.03%，较年初时回落0.09个百分点。

图16 银行间市场利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

4月17日，央行宣布“从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照‘先借先还’的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）”。其主要目的是：释放增量资金⁴，加大对小微企业的支持力度；增加银行体系的长期资金供应，降低融资成本⁵。央行上一次普遍调低金融机构的存款准备金率是在2016年2月29日（自2016年3月1日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点），此外，2017年9月30日，央行还有一次针对普惠金融业务的定向降准，并已于今年1月开始正式实施。

关于本次降准，央行相关负责人表示，中国人民银行将继续实施稳健中性的货币政策。此次降准所释放的资金大部分将用于偿还中期借贷便利，属于两种流动性调节工具的替代，而余下的小部分资金则与4月中下旬的税期形成对冲，因此，在优化流动性结构的同时，银行体系流动性的总量基本没有变化。此外，人民银行将要求相关金融机构把新增资金主要用于小微企业贷款投放，并适当降低小微企业融资成本，改善对小微企业的金融服务，上述要求将纳入宏观审慎评估（MPA）考核。

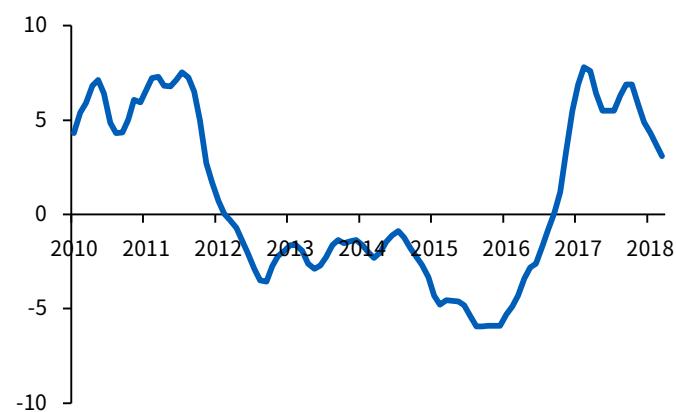
通胀方面，一季度居民消费价格指数（CPI）增长2.1%，高于2017年1.6%的增速。消费品价格上涨主要是由于食品价格上涨，一季度食品价格上涨2%，相比2017年全年下降1.4%有较大反弹。整体来看，经济基本面和货币条件都难以支撑更高的通胀，预计全年CPI增速将保持平稳。

图17 CPI，当月同比，%



生产者价格指数（PPI）延续了去年10月以来回落的态势，3月同比增长3.1%，增速较2月回落0.6个百分点，较去年12月回落1.8个百分点。展望二季度，随着年初的高基数效应将趋于减弱，我们预计PPI可能转向平稳。

图18 PPI，当月同比，%



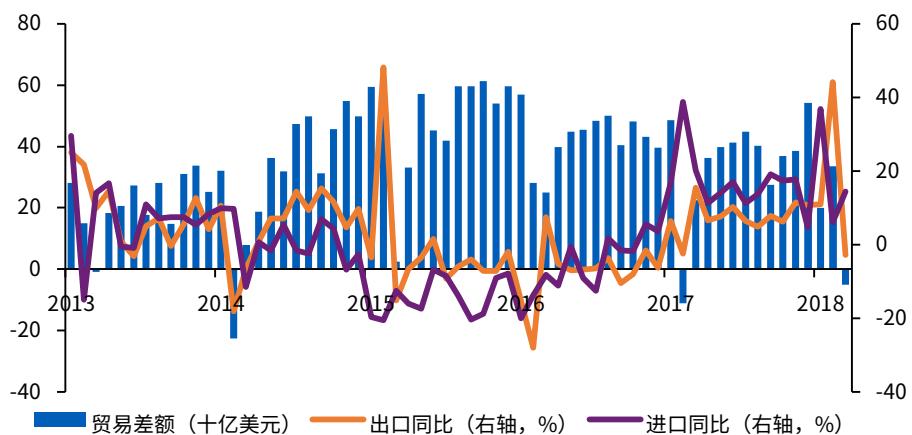
数据来源：Wind，毕马威分析

⁴据估算，本次降准将释放1.3万亿的流动性，偿还MLF约9000亿元，释放增量资金约4000亿元。
⁵目前央行1年期MLF的利率为3.3%，而存款准备金利率只有1.62%，准备金率下调以置换中MIF将使商业银行的付息成本有所减少，进而降低企业融资成本。

贸易顺差缩小，人民币汇率走高

一季度，出口增长14.1%，进口增长18.9%，实现贸易顺差493.4亿美元，同比下滑18.2%，3月份出现了49.8亿美元的逆差。

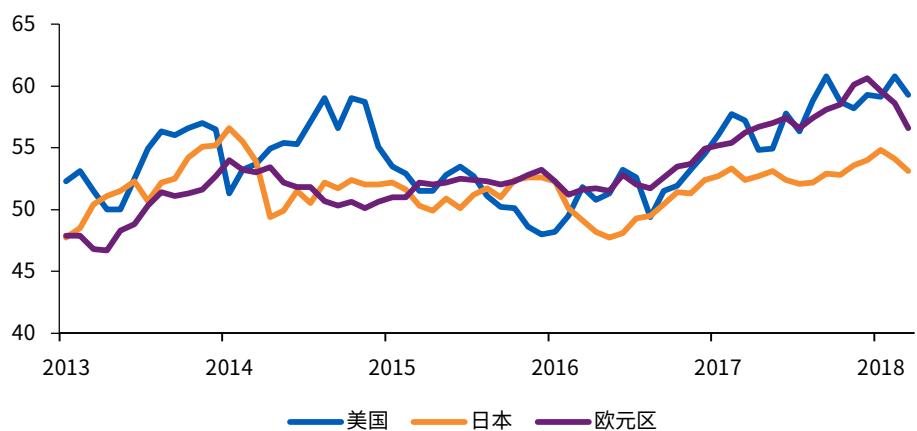
图19 进出口活动



数据来源：Wind，毕马威分析

国际货币基金组织（IMF）4月的《世界经济展望》报告显示，其对2018年的全球经济增速的预测依然维持在3.9%的预期。但一季度欧元区和日本的制造业采购经理人指数（PMI）均较2017年底出现了不同程度的回落；美国制造业PMI指数虽与去年持平，但较2月份小幅回落，这意味着全球经济增长的动能或在转弱。

图20 欧、美、日制造业PMI

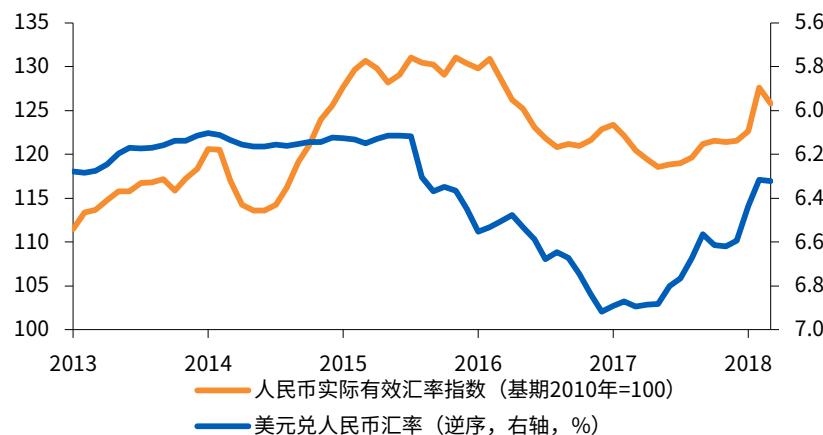


数据来源：Wind，毕马威分析

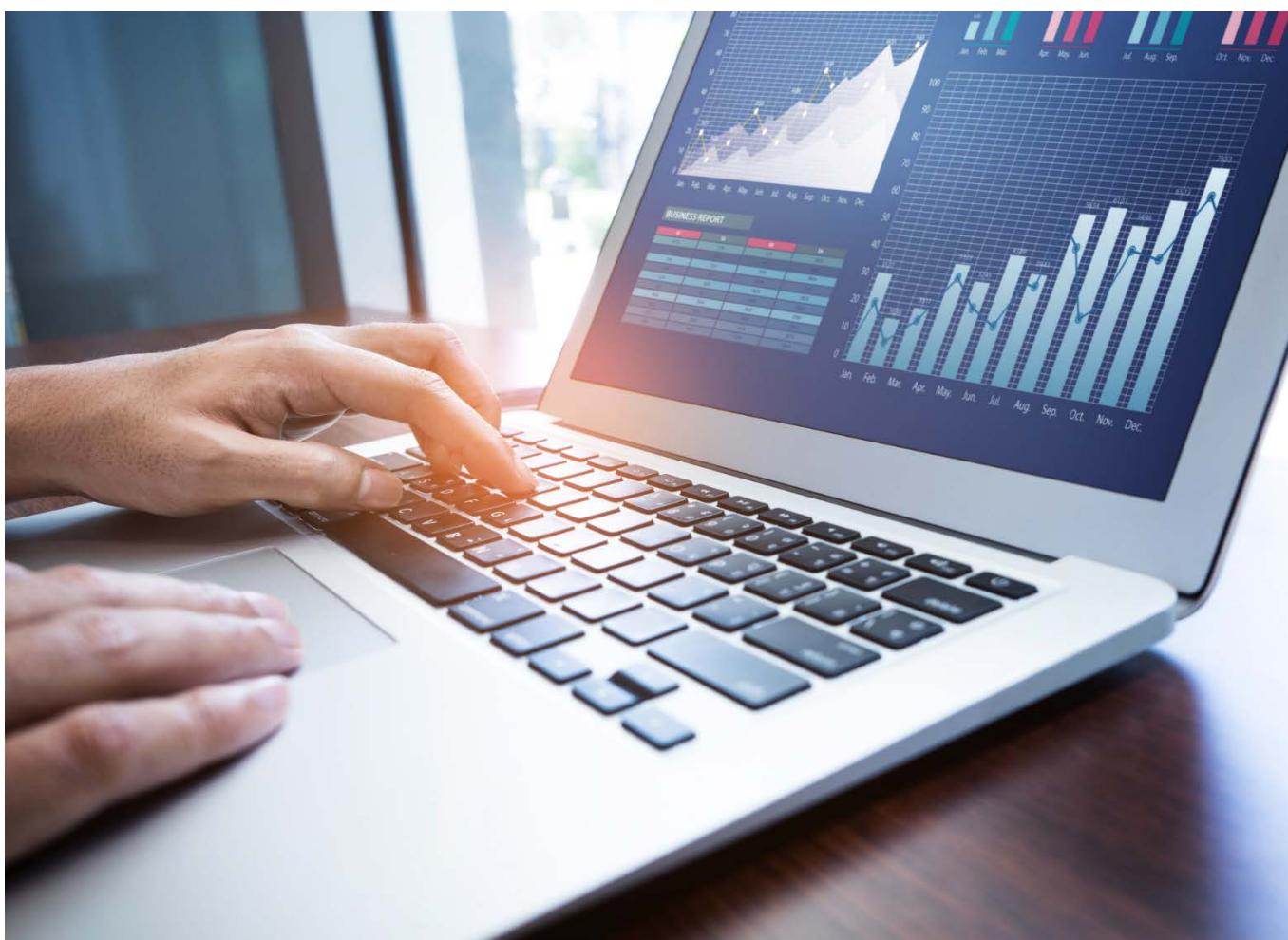
2018年3月以来中美贸易摩擦日渐升级，对我国的出口复苏增加了不确定性（请参见“政策分析”部分）。

2018年第一季度，人民币兑美元汇率升值3.56%，美元兑人民币即期汇率由年初的6.4967降至3月末的6.2733。从更广义的人民币实际有效汇率来看，3月，人民币实际有效汇率指数录得125.76，较2017年末升值了约3.4%。

图21 人民币汇率



数据来源：Wind，毕马威分析



2

政策分析



两会确定今年经济发展目标

十三届全国人大一次会议和中国人民政治协商会议第十三届全国委员会第一次会议（“两会”）于2018年3月在京召开。会议通过了宪法修正案和监察法，把“科学发展观”和“习近平新时代中国特色社会主义思想”写入宪法，并删去原宪法关于国家主席、副主席“连续任职不得超过两届”的限制。此外，组建国家监察委员会，选举产生了国家监察委员会领导人员。

2018年3月5日，国务院总理李克强作政府工作报告。报告中提到“为促进外商投资稳定增长，将全面放开一般制造业，扩大电信、医疗、教育、养老、新能源汽车等领域开放。”国家发展和改革委员会副主任宁吉喆在回答中外记者提问时表示，2018年，国家发改委将同国务院有关部门进一步修订外商投资负面清单，把自贸区试行的外商投资负面清单逐步扩大到全国⁶。这是继2017年首次提出在全国范围内实施外商投资准入负面清单之后，再次开启修订工作。过去五年，我国两次修改了外商投资产业指导目录，对外资的限制性措施削减了65%，实行了以备案为主的外资管理体制改革，目前96%以上的外资实行属地备案⁷。统计数据显示，2017年全国实际使用外资达1363亿美元，同比增长2%，创历史新高，位居全球第二⁸。2018年正值改革开放40周年，进一步全面深化改革无疑是今年政府工作的重要内容。2018年1月，国务院副总理刘鹤在达沃斯世界经济论坛上特别提及2018年中国新的改革开放措施将“超出国际社会预期”。

表1 2018年主要政府工作目标

指标	2017目标	2017实际结果	2018 目标
国内生产总值增长	6.5%，争取更好	6.9%	6.5%左右
CPI	3%左右	1.6%	3%左右
广义货币增速（M2）	12%	8.2%	未制定
社会融资规模	12%	12%	未制定
城镇新增就业（万人）	1100以上	1351	1100以上
棚户区住房改造（万套）	600	609	580
去钢铁产能（万吨）	5000左右	5000以上	3000
去煤炭产能（亿吨）	1.5以上	2.5	1.5左右
去煤电产能（万千瓦）	5000以上	6500	淘汰关停不达标的30万千瓦以下煤电机组
市场主体减税费（亿元）	5500左右 税：3500 费：2000	10234 税：超过3800亿元 费：预计6434亿元	11000以上 税负：8000多 非税负：3000多
财政赤字率	3%	3%	2.6%
基础设施投资（亿元）	铁路投资：8000 公路水运投资：18000	铁路投资：8010.4 公路水运投资：22707	铁路投资：7320 公路水运投资：18000

资料来源：政府工作报告，毕马威分析

⁶《发展改革委就创新和完善宏观调控、推动高质量发展答问》，新华网，2018年3月6日

⁷《外商投资有了“定心丸”》，人民网—人民日报海外版，2018年3月20日

⁸《2018年全国外资工作会议在京召开》，商务部新闻办公室，2018年3月30日

2018年政府工作重点





两会期间，各部委也分别召开新闻发布会，从各部门的角度回答了社会关注的问题。表2梳理了各部门两会期间新闻发布会的主题和2018年的工作重点。

表2 部分部委新闻发布会亮点

部委	会议主题	亮点
发改委	创新和完善宏观调控，推动高质量发展	<ul style="list-style-type: none">稳步推进雄安新区的规划建设、改革开放综合性文件和重大项目落地，打造“雄安质量”体系，发挥疏解北京非首都功能。大幅度放宽市场准入、大力度推动投资便利化、大范围吸引外资准入。
财政部	财税改革和财政工作	<ul style="list-style-type: none">继续实施减税降费政策，进一步减轻企业负担。改革完善增值税制度，实施个人所得税改革，加大对中小微企业的支持力度。促进国际税收协调与合作，推动“一带一路”建设。
人民银行	金融改革与发展	<ul style="list-style-type: none">积极稳妥扩大金融业对外开放。推动人民币国际化，推进资本项目平稳可兑换。
科技部	加快建设创新型国家	<ul style="list-style-type: none">人工智能项目指南和细则即将发布，将加快人工智能创新成果的转化应用以及人工智能领域的国际合作。
国资委	国有企业改革发展	<ul style="list-style-type: none">推进集团层面的股权多元化和混合所有制改革；希望各类企业，包括外国企业参与混改。支持鼓励中央企业进一步走出去，加大国际化力度。同时严控海外风险和投资风险。从三方面落实国企高质量发展：加快制造业转型；资源投向战略性新兴产业；进一步推进企业“减肥健体”。
商务部	推动形成全面开放新格局，推动商务事业高质量发展	<ul style="list-style-type: none">进一步推进“一带一路”建设，鼓励企业在沿线开展电子商务，开展大数据、云计算、人工智能等服务。在搭建平台、扩大开放、改善环境三个领域开展工作，其中，将大幅放宽市场准入，下调汽车、部分日用消费品等进口关税，扩大电信、医疗、教育、养老等服务业开放。

资料来源：各部委新闻发布会，毕马威分析

党和国家机构改革推进政府职能转变

3月21日，中共中央发布《深化党和国家机构改革方案》，对各级党政机关机构设置做出重要调整。例如，组建国家监察委员会、中央全面依法治国委员会等。对国务院机构调整着眼于转变政府职能，协调各部门职责，将存在交叉和重叠职能的部门进行调整及合并，很大程度上实现了同一类事务交由同一部门处理的原则。这是国务院1982年以来第8次机构调整，正部级机构减少8个，副部级机构减少7个，除国务院办公厅外，国务院设置组成部门26个。

表3 部分国务院机构改革措施及意义

改革措施	意义
组建自然资源部和环境部，不再保留国土资源部、国家海洋局、国家测绘地理信息局；组建生态环境部，不再保留环境保护部	对各类自然资源进行统一管理、规划、保护及修复，真正实现“多规合一”，从而解决空间规划重叠等问题；明晰自然资源资产产权，健全产权体系，从源头上避免生态环境破坏。
组建退役军人事务部	一个重大的管理机构创新，促进军队内部管理更加细化、量化；有利于整合优质人力资源，实现人尽其才；有助于凝聚军心士气、提升军队的战斗力，对实现强军目标、建设强大国防具有重要作用。
重新组建科学技术部	促进科技与经济的结合，发挥科技创新的倍增效应；有利于优化配置科技资源，节省研究人员的精力和时间；有利于更好地统筹海内外科技人才的需求和供给，推动建设高端科技创新人才队伍。
优化审计署职责，不再保留国有重点大型企业监事会	完善国家监督体系，形成统一高效的审计监督机制；把执行者和监督者相对分开，有利于提升审计署在相关领域的监督效能，解决职能交叉重复问题，提高监督效率，降低监管成本。
组建国家市场监督管理总局，不再保留国家工商行政管理总局、国家质量监督检验检疫总局、国家食品药品监督管理总局	实现统一执法，解决重复执法、机构职能重叠等问题，提高监管效率和权威性，降低监管部门执法成本以及企业合规成本，完善市场监管体系；有利于保障消费者权益，维护市场秩序，营造更为诚实守信、公平竞争的市场环境。
组建中国银行保险监督管理委员会，不再保留中国银行业监督管理委员会、中国保险监督管理委员会	标志着金融监管迈入“一行两会”的新时代，有助于打破监管部门之间的监管壁垒，统筹金融行业整体协调发展，统一跨部门监管标准，解决金融业混业经营所带来的监管职责不清晰、范围交叉及监管空白等问题，提升监管的执行力度。
组建国家国际发展合作署与移民管理局	新建这两个部门是为了适应扩大对外开放，推动形成全面对外开放新格局的要求，有助于更好地服务于国家外交总体布局及共建“一带一路”等工作，有助于引进人才；可以提升中国的国际形象，增加国际事务话语权，更好地参与全球治理，构建人类命运共同体。
改革国税地税征管体制，合并省级和省级以下国税、地税机构	减轻纳税人的负担，避免重复纳税；有效提升税收征管能力及税务机关行政效率，降低税收征管成本，避免税收流失；也可以解决“营改增”后出现的国税与地税部门职能不平衡问题。

资料来源：《深化党和国家机构改革方案》，毕马威分析

环境保护税法正式实施

2018年1月1日，《中华人民共和国环境保护税法》（以下简称《环保税法》）正式实施。环保税是我国首个以环境保护为目标的独立型环境税税种，按照“税负平移”的立法原则，从排污费“平移”到环保税，征收对象等都与之前排污费保持一致，为大气污染物、水污染物、固体废物、噪声。环保税的征收将进一步提升环保执法刚性。

《环保税法》的实施再次体现了中国政府对环境治理的加强。例如，在行政监督体制上，2017年中央深化改革小组通过了《环境保护督察方案（试行）》，提出建立环保督察工作机制。截至2018年1月，已基本完成对全国31个省(区、市)环保督察的全覆盖。3月28日中央全面深化改革委员会第一次会议审议了《关于第一轮中央环境保护督察总结和下一步工作考虑的报告》，新一轮环保督察工作在紧急筹备中。

区域绿色发展方面，2月13日，财政部发布《关于建立健全长江经济带生态补偿与保护长效机制的指导意见》（以下简称《意见》）。《意见》提到中央财政将加强长江流域生态补偿与保护制度设计，完善转移支付办法，加大财政支持力度，建立健全激励引导机制。同时，《意见》鼓励社会资本参与生态保护建设，研究实行绿色信贷、排污权抵押等多元化融资机制。3月10日，政府工作报告再次强调要“以生态优先、绿色发展为引领推进长江经济带发展。”

在立法方面，3月5日，十三届全国人大一次会议审议通过了宪法修正草案，“生态文明”被写进宪法，生态建设上升到了一个前所未有的高度。生态环境部的成立、环保税的正式征收、环保督察的常态化以及各个领域排污许可制度的改革，将倒逼相关产业的转型升级，能源结构的加快调整，催生绿色环保产业链条。



“一带一路”债券发行

2018年3月2日，上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布《关于开展“一带一路”债券试点的通知》（以下简称《通知》），根据《通知》，相关主体可通过以下三种方式发行“一带一路”债券开展融资。

发行主体及方式：

方式一：

“一带一路”沿线国家（地区）政府类机构在沪、深交所发行的政府债券。

方式二：

“一带一路”沿线国家（地区）的企业及金融机构在沪、深交所发行的公司债券。

方式三：

境内外企业在沪、深交所发行的，募集资金用于“一带一路”建设的公司债券。募集资金应当用于投资、建设或运营“一带一路”项目，偿还“一带一路”项目形成的专项有息债务或开展“一带一路”沿线国家（地区）业务。在满足上述前提下，允许使用不超过30%的募集资金补充流动资金、偿还银行借款。

“一带一路”债券和之前已实施的熊猫债有所不同。熊猫债是指符合条件的境外机构依法在中国境内发行的、约定在一定期限内还本付息的、以人民币计价的债券。“一带一路”债券中上述一、二种方式以及方式三中境外企业发行的债券可视为熊猫债的一种，但是“一带一路”债券也覆盖了国内企业发行的用于“一带一路”建设的融资。

我们注意到，已有若干“一带一路”沿线国家的发行主体在《通知》发布之前成功在华发行了熊猫债。例如，2017年3月30日，俄罗斯俄铝公司在上海证券交易所发行人民币债券被认为首单“一带一路熊猫债券”，首期发行10亿元人民币。招商局港口控股有限公司及普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司“一带一路”公司债券在深交所成功发行，成为市场首批公开发行的“一带一路”熊猫公司债券。

表4 2017年至2018年一季度上市的“一带一路”沿线国家和企业的熊猫债情况

发行人中文名称	发行总额 (亿元人民币)	上市日期	上市地点
菲律宾共和国	15	2018-03-26	银行间同业拆借中心
沙迦酋长国政府(由沙迦财政部代表)	20	2018-02-05	银行间同业拆借中心
俄罗斯俄铝公司	5	2017-09-04	上海证券交易所
匈牙利	10	2017-07-28	银行间同业拆借中心
马来西亚马来亚银行有限公司	10	2017-07-25	银行间同业拆借中心
俄罗斯俄铝公司	10	2017-03-30	上海证券交易所

资料来源：Wind，毕马威分析

2018年第一季度，沪、深交易所首单“一带一路”企业建设债券均成功发行。

表5 2018年一季度上市的国内企业“一带一路”建设债券

发行人中文名称	发行总额 (亿元人民币)	上市地点	上市日期	募集资金用途
红狮控股集团有限公司	3	上海证券交易所	2018-01-30	本期债券拟发行金额为3亿元，全部用于购买水泥生产制造装备，并应用于“一带一路”项目——“老挝万象红狮水泥项目”。
恒逸石化股份有限公司	5	证券交易所深圳	2018-03-21	本期公司债券的募集资金全部用于公司“一带一路”重点项目——文莱PMB石油化工项目。

资料来源：Wind，毕马威分析

“一带一路”债券试点是资本市场助力“一带一路”的重要举措，一方面，“一带一路”沿线多为发展中国家，基础设施建设需要大量的资金支持，试点的开展有利于促进“一带一路”资金融通；另一方面，有利于我国债券市场对外开放，增强人民币跨境支付功能，从而提升人民币国际化水平，蕴含巨大发展前景。后续，上海证券交易所将专门设立“一带一路”债券板块，并适时发布“一带一路”债券指数，更加完善“一带一路”投融资机制。

《通知》鼓励以“一带一路”债券为依托，发展“一带一路”绿色债券、可续期债券等债券品种，同时鼓励各类金融机构及其发行的理财产品、社保基金和养老基金以及QFII、RQFII等投资“一带一路”债券⁹。

⁹《上交所：适时推出相关指数和产品 鼓励各类投资者参与》，中国证券报，2018年3月5日

国务院发布文件加强基础科学研究

2018年1月31日，国务院印发《关于全面加强基础科学的研究的若干意见》（以下简称《意见》）。这是自“十九大报告”提出强化基础研究以来，中央印发的首部关于基础科学的研究的文件。《意见》从五方面进行重点部署，确立了我国基础科学研究“三步走”的发展目标，提出到本世纪中叶，把我国建设成为世界主要科学中心和创新高地，涌现出一批重大原创性科学成果和国际顶尖水平的科学大师，为建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国和世界科技强国提供强大的科学支撑¹⁰。

Wind数据显示，中国研究与试验发展(R&D)经费从2006年的3000亿元增至2017的1.75万亿元，增长了近5倍。可是，中国R&D经费虽然投入逐年稳步增长，但是近年来投入强度（R&D经费投入与GDP比值）增长步伐放慢，2013年以来在2%左右徘徊。

在基础科学的研究方面，我国差距尤其明显。我国基础研究经费占全部R&D投入比重长期维持在5%左右。相比之下，美国国家科学基金会（National Science Foundation）发布的《科学与工程2018》中显示，美国2015年基础研究经费占总R&D经费的17%，而法国这一数值更是高达24%。可见，中国在基础科学的研究的投入上具有相当广阔的提升空间¹¹。

针对现阶段我国基础科学的研究的这一短板问题，《意见》中提到“要强化稳定支持，优化投入结构。”由中央财政作为稳定资金来源，加大支持力度，同时构建基础研究多元化投入机制，引导鼓励地方、企业和社会力量增加基础研究投入。

图22 中国R&D经费投入



数据来源：Wind，毕马威分析

图23 中国基础科学R&D投入



数据来源：Wind，毕马威分析

¹⁰ 《新闻办就<国务院关于全面加强基础科学的研究的若干意见>有关情况举行发布会》，中国网，2018年2月11日

¹¹ 《2018 Science & Engineering Indicators》 National Science Foundation,2018

中美贸易摩擦加剧

北京时间3月23日，美国总统特朗普就去年8月对华启动的“301调查”报告签署总统备忘录¹²，授权美贸易代表在15天内列出对中国征收附加关税的产品清单，同时授权美国商务部60天内出台限制中国投资的措施。同日，中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见。4月4日，美贸易代表公布对华301调查征税产品建议清单¹³，清单将涉及中国约500亿美元出口，建议上调税率至25%，涵盖约1300个税号的产品¹⁴。当日，中国关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税¹⁵，其规模与美清单相当，约为500亿美元。

2018年以来，美国已公布了包括“301调查”在内的多项进口关税政策：1月23日宣布将对进口太阳能电池和太阳能板以及大型家用洗衣机征收临时性关税；3月8日宣布将对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的重税。而其随后宣布的对欧盟、加拿大、墨西哥、巴西、韩国等经济体暂时豁免钢铝关税的行为，也使其针对中国的贸易制裁意图越发明显。

美国认为中美贸易严重失衡，要求中国进一步开放市场以降低对华巨大的贸易逆差。而此次的“301调查”则是指控中国企业涉嫌侵犯美国知识产权和强制美国企业做技术转让，加征税领域多涉及《中国制造2025》中的航空产品、工业机器人、新一代信息技术、新材料等。

从美国“232措施”到“301调查”，中方曾多次表明立场，中国不希望打贸易战，但也不害怕贸易战。为捍卫自身合法权益、维护多边贸易体制，中国应抓住新一轮更深层次改革开放的机遇，推广“一带一路”倡议，精准推进《中国制造2025》战略。

按照美国统计口径，2017年中美之间商品贸易美国出现3750亿美元逆差，占美国全部商品贸易逆差的46%。但是中国出口美国最大的一类产品是机电、音像设备及零件，占据了中国出口美国货物价值的46%。其中很大一部分产品只是在中国进行最后组装，然后出口到美国，保留在中国的价值有限。例如，零售价接近550美元的iPhone 4，苹果公司获得了其中321美元的价值，保留在中国的劳动加工成本只有10美元，只占全部价值的1.8%。德意志银行一项研究表明，如果考虑到中美两国企业在对方国家子公司的销售额，则中美两国之间的贸易差额将大幅减小¹⁶。

¹² Findings of the investigation in to China’s acts, polices, and practices related to technology transfer, intellectual property, and innovation under section 301 of the trade act of 1974 March 22, office of the United States Trade Representative executive office of the president, 2018.03.22

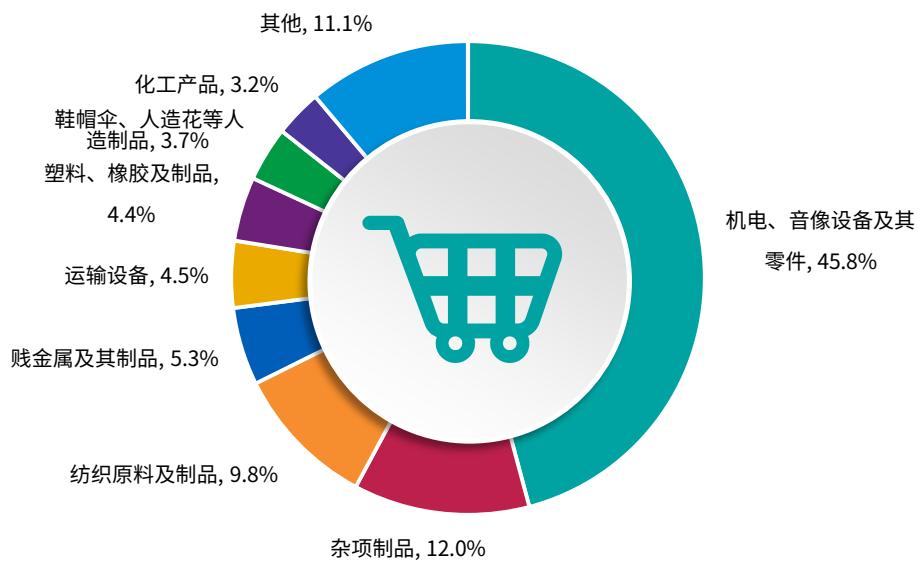
¹³ Under Section 301 Action, USTR Releases Proposed Tariff List on Chinese Products, Office of the United States Trade Representative, 2018.04

¹⁴ 《商务部新闻发言人就美方发布对华301调查项下征税产品建议清单发表谈话》，商务部网站，2018年4月4日

¹⁵ 《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》，国务院关税税则委员会，2018年4月4日

¹⁶ 估算中美两国相互的商业利益规模，德意志银行，2018年3月。

图24 2017中国出口美国商品分类



数据来源：Wind，毕马威分析

4月10日，习近平主席在博鳌亚洲论坛开幕式上发表演讲，进一步重申了中国坚持改革开放、推动经济全球化的决心，并宣布了四项扩大开放方面的重大举措：（1）大幅放宽市场准入，包括加快保险、金融行业的开放进程和汽车行业的外资限制；（2）创造更有吸引力的投资环境；（3）加强知识产权保护；（4）主动扩大进口。随后，特朗普在推特上就习近平的演讲做出了正面回应，并希望同中国“一起取得更大的进展”。中美两国经济合作紧密，以合作共赢的态度协商解决贸易问题有利于两国共同的长远利益。

3

专题研究： 中国生命科学 发展趋势展望

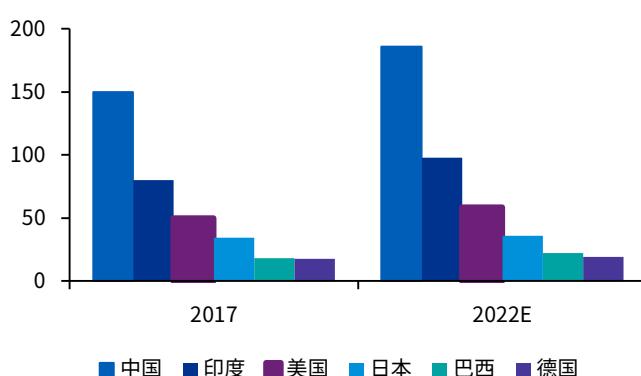


1. 中国生命科学市场前景广阔

对全球生命科学和医药公司而言，中国一直是最为引人注目的市场之一。人口老龄化、慢性疾病发病率的提高、生活习惯的改变、以及中产阶级群体的不断壮大正在对中国生命科学行业提出越来越高的要求，生命科学市场具有广阔的发展前景。根据联合国数据预测，我国65岁以上的老龄人口将从2017年的1.5亿人增长到2022年的1.86亿人，无论是增量还是绝对量都高居世界第一。

人口老龄化、饮食习惯、生活方式的改变等也使得一些相关疾病的发病率升高。根据国家癌症中心最新发布的中国恶性肿瘤发病和死亡分析报告显示¹⁷，2014年全国新发恶性肿瘤病例约380.4万例，占全球的21.8%，意味着中国平均每分钟有7人被确诊为癌症。中国恶性肿瘤发病率为每10万人278.07例，在184个国家和地区中处于中等偏上水平。其中，肺癌居中国恶性肿瘤发病率第一位。

图25 全球65岁及以上人口数（百万人）



数据来源：联合国人口司，毕马威分析

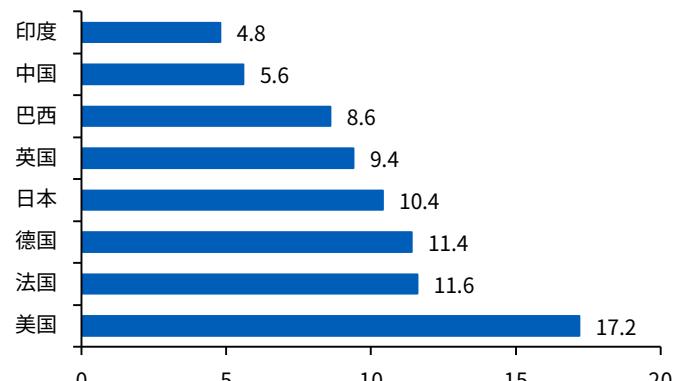


胡丽芬
毕马威生命科学业务
主管合伙人

随着健康需求的提高，中国医疗开支也在不断增长。2017年中国人均医疗开支为501美元，比2016年增长了5.9%，但是相对于美国10,213美元的人均医疗开支，仍有很大距离¹⁸。

此外，2017年中国医疗支出的GDP占比为5.6%，与日本以及许多欧洲和北美国家相比，仍然要低很多，排名靠后。经济学人智库（EIU）预测，中国医疗保健开支到2018年将达到人民币50724亿元（约7609亿美元），比去年增长9.1%。收入上升和政府投入的双重驱动将极大地拓展该行业的发展前景。

图26 2017年各国医疗支出占GDP的份额（%）



数据来源：EIU，毕马威分析

“ 随着中国平均寿命的大幅提升和老年化进程的发展，一些老年性疾病和慢性疾病，如阿尔茨海默症、肿瘤、心血管疾病等的发病率提高，给生命科学行业带来了许多需要迫切回答的问题和巨大的挑战；同时各类颠覆性技术的出现和快速发展也为生命科学行业带来了许多新的机遇。中国生命科技企业正在大幅加大研发投入，努力通过创新为社会提供更高效、高质量的产品和服务。”

¹⁷ Chen et al, Cancer incidence and mortality in China, 2014, Chinese Journal for Cancer Research, 2018

¹⁸ United States: Healthcare 1st Quarter 2018, EIU.

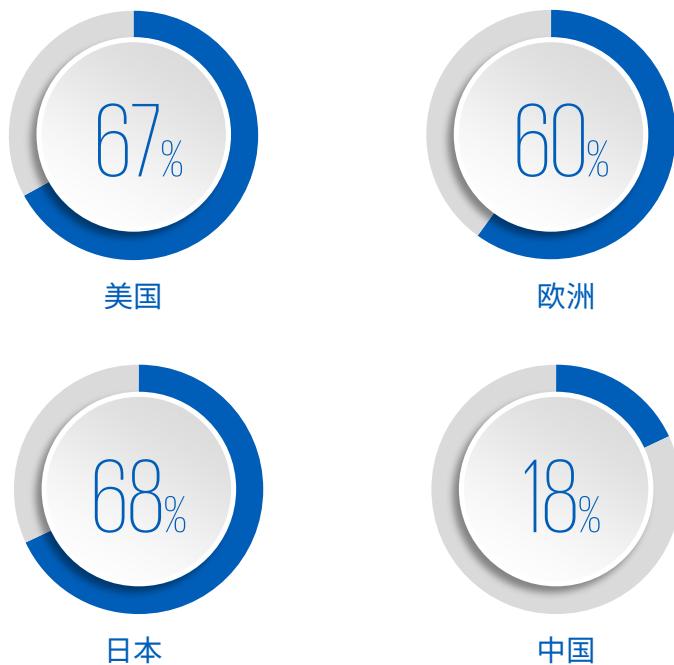
2. 中国生命科学行业特征和发展趋势

2.1

创新药研发提速

相对于巨大的人口数量和潜在市场，中国目前创新药发展明显落后于发达国家。例如2015年，欧洲市场创新药占全部医药市场的60%，美国、日本创新药占比甚至达到67-68%，相比之下中国创新药占比只有18%，远低于上述国家。

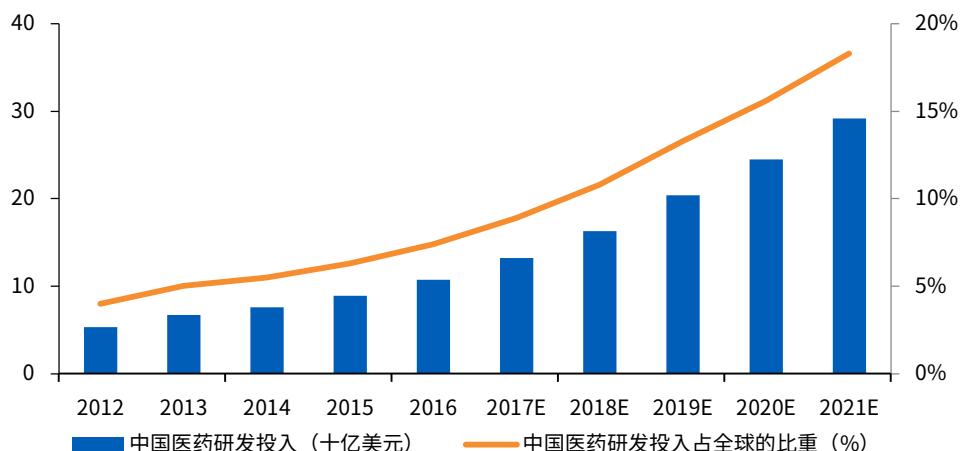
图27 主要经济体医药市场上的创新药占比



数据来源：IMS，毕马威分析。欧洲地区包括法国、德国、意大利、西班牙、英国。

为了加快发展创新药，中国正在不断加大医药研发投入。2012-2016年间，中国医药研发投入复合增长率达19.2%，远高于同期全球2.4%的平均增长率。未来中国医药研发投入有望进一步加速。EvaluatePharma预测中国医药研发投入将从2016年的107亿美元激增到2022年的近300亿美元，年均增长率22.1%。占全球医药研发投入的比重也将从7.4%提高到18.3%。

图28 中国医药研发投入及占全球的比重



数据来源：EvaluatePharma，亿欧智库，毕马威分析

同时，中国政府也在不断推出鼓励创新的政策，改革药品审评审批制度，促进创新药发展。随着创新药研发领域资金投入的加大和政策支持力度的加强，国内具备技术研发实力的公司已经开始发力，我们预期未来创新药将获得更快的发展。

图29 2015年以来国家鼓励创新药发展的政策



资料来源：国家食品药品监督管理总局，毕马威分析

2.2

提升仿制药质量和一致性管理

发展创新药的同时，中国也在加强对仿制药质量的要求和管理。仿制药并非翻版药，而是与原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用的替代药品。按照国际惯例，专利药保护到期后，其他国家和制药厂即可生产仿制药，这已成为各国控制治疗成本、提高患者用药保障水平的重要手段。随着新药的研发成本不断增大，不论是发展中国家还是欧美等发达国家都越来越重视仿制药行业的发展。随着我国医疗改革的持续深入以及老龄化和城镇化发展，国内医药市场对高品质、低成本仿制药的需求也急剧增加。

我国是仿制药大国，在近17万个药品批文中95%以上都是仿制药。但是在供给端，行业大而不强，质量标准低、生产厂家多，恶性竞争现象十分普遍。针对上述问题，2015年国务院提出开展仿制药一致性评价工作，对已上市仿制药，分期分批进行质量一致性评价。2016年，国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，对通过一致性评价的仿制药采取鼓励政策，包括在医保支付方面给予支持等。今年4月3日，国务院进一步印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，鼓励仿制药的使用。未来几年，欧美等大型药厂手握众多原研药专利即将到期，国内仿制药研发领域存在广阔的发展空间，将持续推进我国生命科学产业领域的转型升级。

2.3

迎接数字化医疗浪潮

在全球数字经济发展和行业需求的推动下，医疗这一高壁垒的产业也面临着数字化的改造和冲击。医疗行业产生着大量数据积累和沉淀，但是绝大部分数据尚未得到有效利用和分析，医疗机构对于医疗全过程的智能化有着强烈的需求。

例如，面对庞大的医疗开支，传统的处方药定价模式也正在受到越来越多的挑战，一些国家已经采用或正在计划采用以价值为本的定价模式（value based pricing）。例如，英国作为实行全民医疗保障的国家，自2014年起将新药的定价机制从利润控制定价转变为价值定价。中国也一直努力将基于价值的定价思想引入药品价格管理体系，缓解药品价格与价值相脱离的问题。2015年5月，国家发改委等七部门联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，指出自2015年6月1日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消药品政府定价，逐步建立以市场为主导的药品价格形成机制，以药品价值和技术创新为导向，将“虚高的价格”降下来，使药品真正实现物有所值。但是，价值为本的定价模式需要跟踪病人使用情况，收集大量数据，并对数据进行深入分析，才能精准的量化药品效果，进行价值核算。数字技术的运用，将有利于新的定价模式的推广。

越来越多的风险资本公司通过向创业公司提供资金，投资于中国的数字化医疗行业。2017年中国B2C网络医药市场有望达到447亿元，是2012年规模的28倍¹⁹。同时，医疗器械也正在变得更加智能化和互联网化。国内外医疗器械制造商纷纷将数字化医疗、人工智能等概念应用到其新品中，为医疗机构、医院建设提供数字化解决方案。

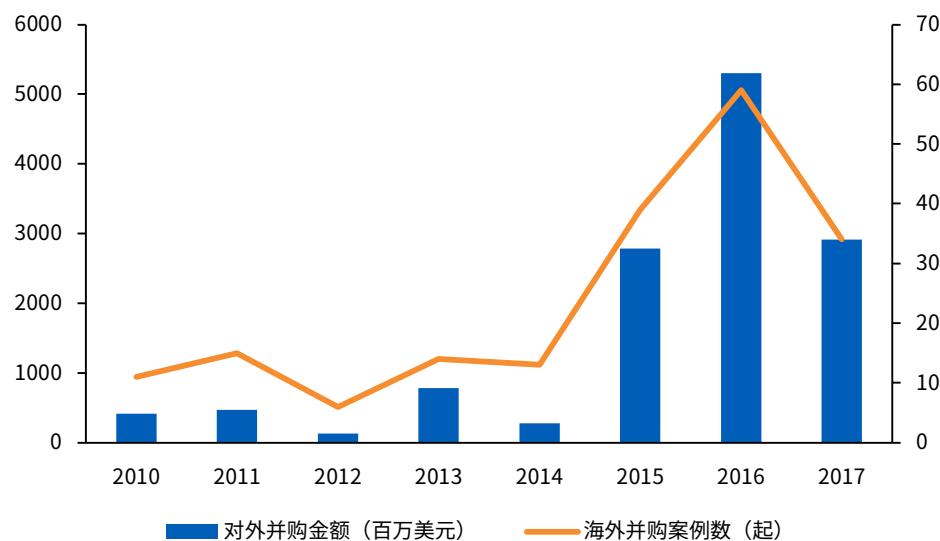
¹⁹请参见毕马威《首席执行官眼中的中国生命科学》，
2016. <https://home.kpmg.com/cn/zh/home/insights/2016/08/life-sciences-in-china--the-ceos-perspective.html>

2017年6月中国正式加入ICH（国际人用药品注册技术协调会），这是中国医药行业与国际标准接轨的标志性事件。ICH被称为医学界的WTO，它成立于1990年4月，由欧共体、美国和日本三方政府药品注册部门和制药工业协会共同发起。经过二十多年的发展，ICH指南已被很多国家和地区作为技术规范推行，是兼具技术和工业性的全球标准，尤其在协调新药注册审批方面作用重大。中国加入ICH不仅意味着中国的药品监管部门、制药行业和研发机构将逐步转化为和实施国际最高技术标准和指南，推动国际创新药品早日进入中国市场，同时还将提升国内制药产业创新能力和国际竞争力。

与此同时，中国生命科学企业也在加快国际化步伐，增加在海外的投资与并购。2015年以来，该领域的海外并购扩张的步伐明显提速，并购案例发起数和并购金额分别从2010年的11起和4.2亿美元，增至2016年的59起和53亿美元。

2017年中国生命科学行业公布对外并购案例34起，涉及交易金额29.17亿美元，较2016年有所下降，这部分是由于中国政府加强对境外投资管制的影响。但得益于中国巨大的市场前景，以及对海外先进技术、器械和服务不断增长的需求，我们预期2018年中国生命科学领域的海外并购活动将有所恢复，长期仍有广阔的发展空间。

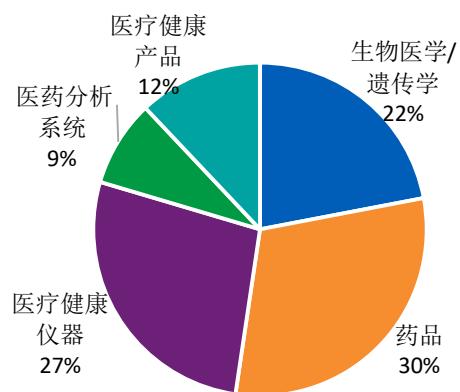
图30 生命科学领域海外并购情况



数据来源：Dealogic，毕马威分析

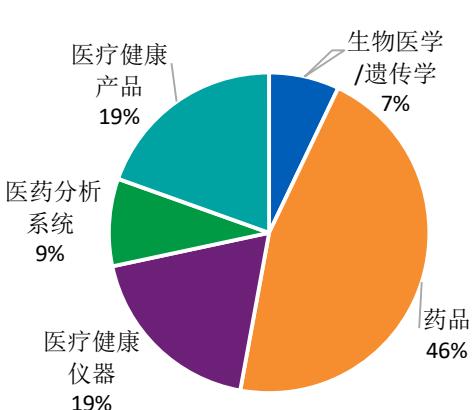
从海外并购的行业来看，2010-2017年中国企业共发起191起生命科学领域海外并购，其中近八成交易来自三大领域：药品（30%）、医疗健康仪器（27%）、生物医学/遗传学（22%）。在并购金额上，药品领域对外并购涉及的金额最大，达到60亿美元，占国内生命科学领域海外并购总金额的46%。

图 31 中国生命科学企业海外并购案例数, 个数



数据来源: Dealogic, 毕马威分析

图 32 中国生命科学企业海外并购交易金额, 百万美元

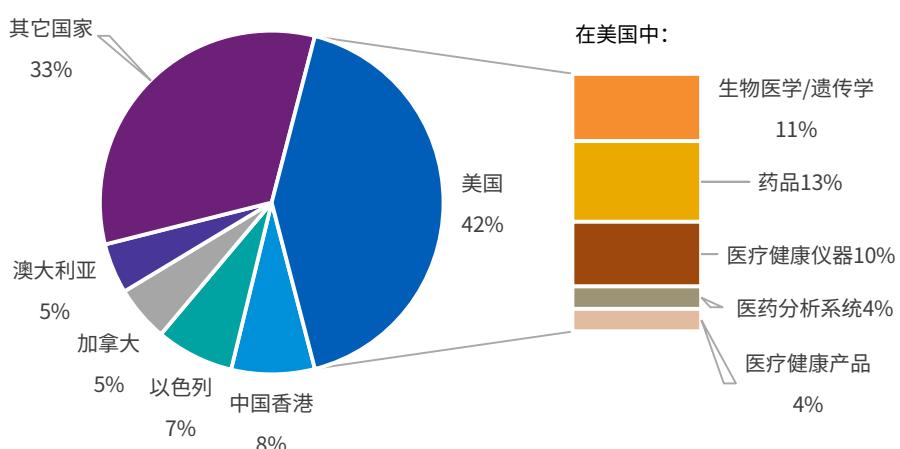


数据来源: Dealogic, 毕马威分析

从分布地区来看, 2010年-2017年, 中国生命科学领域86.9%的对外并购目标集中在美、香港、以色列等11个国家和地区。其中, 对美国企业的并购交易数量最多, 共发起交易案例80起, 涉及交易金额55.6亿美元, 分别占到中国生命科学领域对外并购交易数量和金额的42%和43%, 并主要集中在药品、生物医学/遗传学、医疗健康仪器3大领域。

受近期中美贸易摩擦升级影响, 美国政府对中国投资审核趋严, 预期中国企业在美投资生命科学阻力将加大, 可以加大关注其他市场, 比如以色列、加拿大、澳大利亚、欧洲等国家和地区。

图 33 中国生命科学领域对外并购主要目标地区分布 (按交易数量)



数据来源: Dealogic, 毕马威分析

2018年3月27日，药明康德IPO申请过会，这家曾经的医药研发服务外包（Contract Research Organization，CRO）龙头从2月6日预披露更新到过会，仅用了50天时间，成为如今中概股以IPO形式回归A股的第一单。

CRO是指通过合同形式为制药企业和研发机构在药物研发过程中提供专业化服务的机构。CRO于20世纪70年代在美国兴起，80年代后期随法规逐步完善，在美国、欧洲和日本快速发展。近几年随着全球制药企业研发投入成本加大、研发周期变长、研发成功率降低，作为社会分工专业化的产物，CRO公司凭借其低成本、高效率、多服务的特点，快速发展，且覆盖领域逐步完善。目前CRO公司提供的业务与服务包括新药产品开发、临床前试验及临床试验、数据管理、新药注册申报等多种技术服务，已涵盖了药物研发的整个过程，成为医药研发产业链中不可缺少的环节。

我国医药CRO企业起步较晚，发展尚未成熟。但自2015年7月以来，国家食品药品监督管理总局（CFDA）发布了诸如《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》等一系列药审新政，鼓励创新药研发、加速评审。仿制药一致性评价、药物临床试验自查核查、以及药审的加速将推动国内CRO市场发展。此外，凭借低廉的成本优势和广阔的市场规模，国际CRO产业向中国的转移也将为我国CRO企业的发展带来巨大的机遇。

研发外包行业正赢得更多资本的关注，研发外包领域的VC/PE融资案例数由2010年的7起增至2017年的33起，募集资金规模也由2513.万美元增加至3.2亿美元。

表6 2017年中国CRO行业VC/PE融资TOP 5

排名	标的企业	投资机构	融资时间	投资金额（百万美元）
1	六合宁远	竞技世界创业投资有限公司/深圳市达晨财智创业投资管理有限公司	2017年9月	37.0
2	基准医疗	上海思嘉建信创业投资管理有限公司/通和资本/远毅资本/Arch Venture Partners	2017年11月	28.0
3	优迅医学	深圳市高特佳投资集团有限公司/西藏险峰旗云投资咨询有限公司/中信国安资本管理有限公司	2017年7月	25.2
4	岸迈生物	苏州工业园区元禾原点创业投资管理有限公司/德诚资本/北京本草投资咨询有限公司/天津趋势投资有限公司	2017年4月	25.0
5	分数科技	上海恒有泰投资管理有限公司	2017年9月	22.2

数据来源：投中网，毕马威分析

3. 资本市场新举措将进一步促进生命科学发展

2010年，国务院出台《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，生物产业被正式列入七大战略性新兴产业，并写入“十二五”规划。“十三五”时期，随着供给侧结构性改革、产业结构转型升级、“健康中国”战略的有序推进，生物医药企业作为新经济中的新亮点进一步加速，成为资本市场扶持创新型企业的“风向标”之一。同时，海内外资本市场也纷纷采取措施，向发展迅速的生物医药、生物技术等企业伸出橄榄枝，为这些企业上市融资创造更便利的条件。

► 美国

美国资本市场向来重视对创新企业的支持。2012年4月，时任美国总统奥巴马签署《创业企业扶助法》(Jumpstart Our Business Startups, 简称JOBS法案)，JOBS法案针对企业从创立、种子培育、发展成长、发展成熟等发展阶段设计了全生命周期融资扶持方案，并试图通过放松IPO过程中的强制信息披露要求和IPO后的持续监管要求来降低监管合规成本²⁰，扶助创业企业更为便捷有效的获得融资，改善创业企业融资环境，完善多层次资本市场。JOBS法案的实施为以研发与创新为代表的生物科技创业企业带来巨大的发展空间，几年来，登陆美国资本市场的生物科技企业络绎不绝。

► 香港

2018年2月23日，香港联合交易所有限公司（下称“联交所”）发布《咨询文件-新兴及创新产业公司上市制度》。2018年4月24日，联交所发表新兴及创新产业公司上市制度咨询总结（下称《咨询总结》），在仔细考虑回应人士的反馈以及和证监会的讨论后，决定落实咨询文件中的建议方案，同时对方案进行若干修订和提供进一步的指引。相关《主板规则》新增章节及修订以及指引信于2018年4月30日起生效，这同时也是在新的上市制度下递交正式上市申请的最早日期。该方案被广泛视为港版JOBS法案。

《咨询总结》修订了《上市规则》以促进新兴及创新产业公司上市融资，允许尚未通过任何主板财务资格测试（尚未盈利或未有收入）的生物科技公司、拥有不同投票权架构的高增长及创新产业公司、以及寻求在联交所作第二上市的合资格发行人²¹登陆主板市场，为以生物科技为代表的新经济公司提供便利的融资平台。

²⁰ 《适当放松私募股权限制》，央行金融研究所所长姚余栋，经济观察报，2015年5月31日

²¹ 合资格发行人：为在纽约证券交易所，纳斯达克，或伦敦证券交易所主市场（并属于英国金融市场行为监管局「高级上市」分类)主要上市的发行人。

© 2018 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

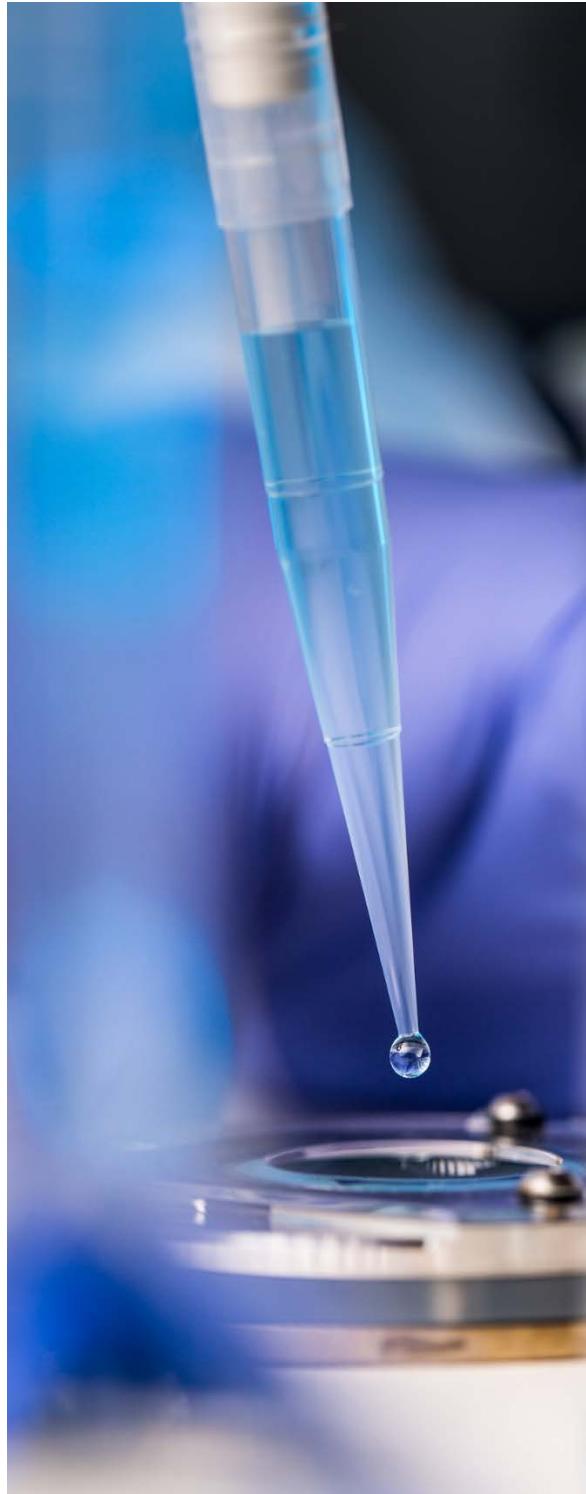


表7 符合资格的生物科技公司应满足以下标准：

产品标准	至少一项核心产品 ²² 已通过概念阶段。
研发标准	上市前最少十二个月一直从事核心产品的研发
资金使用标准	上市集资主要用作研发，以将核心产品推出市面
知识产权标准	必须拥有长期专利、已注册专利、专利申请及/或知识产权
第三方标准	在首次招股至少六个月前已得到不少于一名第三方资深投资者提供相当数额的投资(不只是象征性投资)，且在首次公开招股时仍未撤回 ²³ 。

数据来源：毕马威分析

表8 应必须至少有一只核心产品已通过概念阶段：

药剂 (小分子药物)	<ul style="list-style-type: none"> 已完成第一阶段临床试验；如果为以往获批准产品 (如 FDA 505(b)(2))，则须至少进行一次人体试验；及就开展第二阶段的临床试验概无任何异议。
生物制剂	<ul style="list-style-type: none"> 已完成第一阶段临床试验；如果为生物仿制药，则须至少进行一次人体试验；及就开展第二阶段 (或之后阶段) 的临床试验概无任何异议。
医疗器材 (包括诊断器材)	<ul style="list-style-type: none"> 被归类为二级 (或同级) 或更高级别的医疗器材； 至少已完成一次人体试验； 主管当局或被认可机构已批准或不反开展进一步的临床试验或开始销售该等医疗器材。
其他生物科技产品	<ul style="list-style-type: none"> 将根据具体情况予以考虑； 须证明该产品已通过概念阶段； 是否具有适当的框架或客观指标可使投资者作出知情的投资决策。

数据来源：毕马威分析

表9 额外要求及保障措施：

市值	<ul style="list-style-type: none"> 上市时的市值不得少于15亿港元。
运营资金	<ul style="list-style-type: none"> 必须可负担集团未来至少十二个月的开支的125% (包括首次公开招股的集资额) 开支必须主要包括 (a) 一般、行政及营运开支；及 (b) 研发开支。
业绩记录	<ul style="list-style-type: none"> 在上市前最少两个会计年度一直从事现有业务，且管理层大致相同。
加强披露	<ul style="list-style-type: none"> 在招股章程中加强产品信息的披露，并在上市后的中期报告及年报中持续披露其研发活动的资料。
对基石投资者的限制	<ul style="list-style-type: none"> 在厘定上市时以及上市后的六个月禁售期内是否符合公众持股量的最低要求时，基石投资者在首次公开招股时所认购的股份不应计算在内。 现有的首次公开招股前的投资者能够参与首次公开招股，且只有在首次公开招股时所认购的股份不会计入公众持股量。

数据来源：毕马威分析

²² 核心产品：按照适用法律、规则或规例要求须经主管当局根据临床试验（即人体试验）的数据评估及批准方可为主管当局所规管市场营销及发售的生物科技产品，且该产品为生物科技公司根据《主板上市规则》第18A章申请上市的基础。

²³ 联交所虽然没有对“资深投资者”和“相当数额的投资”予以定义，但是《咨询总结》提供了相关指引和基准。



此外，《咨询总结》明确提出，如果核心产品是外购许可技术或者从第三方购买所得，申请人必须能够展示获得外购许可技术或购得产品之后的研发进度。这项修订旨在针对申请人可能通过外购许可技术或购买核心产品来达到上市目的的行为²⁴。

► 内地

2018年两会期间，资本市场如何促进新经济的发展引起广泛关注。3月30日，经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》（简称《意见》），鼓励创新企业在境内发行股票或通过发行存托凭证（简称CDR）方式在境内进行融资。

《意见》对支持创新企业在境内发行上市作了系统制度安排，主要内容包括：

行业方面，《意见》将创新企业限定在“互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药”这七大行业。证监会成立科技创新产业化咨询委员会（简称咨询委员会），严格甄选试点企业。

在企业规模上，《意见》要求，已在境外上市的大型红筹企业市值不低于2000亿元人民币；尚未在境外上市，最近一年营业收入不低于30亿元人民币且估值不低于200亿元人民币，或收入快速增长，拥有自主研发、国际领先的技术，同行业竞争中处于相对优势地位的红筹企业和境内企业。

财务指标方面，针对创新企业可能存在的尚未盈利和未弥补亏损问题，本次《意见》并未具体涉及。证监会表示已启动程序，将修改相关部门规章。

融资方式上，符合试点条件的红筹企业，可以优先选择通过发行存托凭证在境内上市融资；符合股票发行条件的，也可以选择发行股票。符合试点条件的境内企业，可以直接在境内市场首次公开发行股票并上市。同时，充分考虑部分创新企业存在的VIE架构、投票权差异等特殊的公司治理问题，作出有针对性的安排。

监管方面，将提高试点企业在公司治理、盈利模式、研发模式、技术产品替代等方面的信息披露要求。

²⁴请参见毕马威《香港资本市场通讯 - 第二期，2018年4月》，
<https://home.kpmg.com/cn/zh/home/insights/2018/04/hk-capital-markets-02-18.html>

► 三地资本市场政策对比

表10 JOBS法案、香港《咨询总结》以及内地资本市场新政主要政策对比：

	美国JOBS法案	香港《咨询总结》	内地资本市场新政
优惠对象	新兴成长公司 (Emerging Growth Company) ——会计年度年收入总额少于10亿美元的公司，不限行业。	尚未通过任何主板财务资格测试 (尚未盈利或未有收入) 的生物科技公司以及拥有不同投票权架构的高增长及创新产业公司。	互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备、生物医药七大行业，并对严格规范企业规模
政策优惠	公开发行方面，允许企业在首发前向委员会秘密提交招股说明书草稿；企业只需提交两年经审计的财务报告；减少对高管薪酬的披露要求并豁免了内部控制报告的审计要求。此外，放宽了私募发行下的注册豁免条件，并增加了众筹融资的豁免规定。	就从事医药 (小分子药物) 、生物制药和医疗器械 (包括诊断) 生产和研发，但尚未盈利或未有收益的生物科技发行人的上市合适性提供了具体指引。其他生物科技产品制造商是否适合上市，将按个别情况考虑。	对可能存在尚未盈利或未弥补亏损的情形以及考虑部分创新企业存在的VIE架构、投票权差异等特殊的公司治理问题将作出安排。仍等待具体操作细则落地。
适用范围	1. 公开发行 2. 私募发行 3. 众筹融资	公开发行	1. 境内发行股票 2. 存托凭证

数据来源：毕马威分析

美国、香港、内地的资本市场均已向生物科技创新企业敞开了大门。资本市场的融资支持将更好地满足医药研发方面的大量资金需求，减轻药企在研发投入方面的资金压力，为生命科学产业的提升和发展注入新的活力。



张京京
毕马威资本市场发展组
主管合伙人

“多层次多渠道的资本市场对推动创新、支持高科技企业的发展具有极其重要的作用。近期中国及全球资本市场均推出了一系列新措施，为新经济企业上市和融资提供更便利的条件。“四新”企业应该把握机遇，选择合适的途径，利用资本市场的支持实现突破式发展。”

附表：主要经济指标

			2016	2017	2017			2018		
	指标	单位	年度数据	年度数据	10月	11月	12月	1月	2月	3月
主要经济活动指标	名义国内生产总值	万亿元	74.4	82.7	23.5			19.9		
		同比, %	6.7	6.9	6.8			6.8		
	规模以上工业增加值	同比, %	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	15.4	-2.1	6.0
	工业企业利润总额	累计同比, %	8.5	21.0	23.3	21.9	21.0	16.1	11.6	
	社会消费品零售总额	同比, %	10.4	10.2	10.0	10.2	9.4	9.7	10.1	
	固定资产投资完成额	累计同比, %	8.1	7.2	7.3	7.2	7.2	7.9	7.5	
	房屋新开工面积	累计同比, %	8.1	7.0	5.6	6.9	7.0	2.9	9.7	
	房屋销售面积	累计同比, %	22.5	7.7	8.2	7.9	7.7	4.1	3.6	
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	-3.4	15.8	12.9	16.3	15.8	-1.2	0.5	
对外贸易及投资	中国制造业采购经理指数	指数	50.3	51.6	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5
	出口金额	同比, %	-7.7	7.9	6.2	11.5	10.8	11.0	44.1	-2.7
	进口金额	同比, %	-5.5	16.1	17.3	17.8	4.7	36.9	6.1	14.4
	贸易差额	十亿美元	509.7	420.0	36.9	38.6	54.3	19.9	33.4	-5.0
	实际使用外资金金额(非金融类)	十亿美元	126.0	131.0	9.0	18.8	11.1	12.1	9.0	13.5
金融市场	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	170.1	120.1	8.3	21.2	12.5	10.8	6.0	8.7
	人民币汇率	美元/人民币	6.64	6.75	6.62	6.62	6.59	6.44	6.32	6.32
	人民币实际有效汇率指数	指数	124.4	120.6	121.6	121.4	121.6	122.6	127.6	125.8
	上证综合指数(期末值)	指数	3104	3307	3393	3317	3307	3481	3259	3169
	货币供应量(M2)	同比, %	11.3	8.1	8.9	9.1	8.1	8.6	8.8	8.2
	社会融资规模存量	同比, %	12.8	12.0	12.9	12.5	12.0	11.3	11.2	10.5
	新增社会融资规模	十亿元	17802	19440	1036	1620	1140	3070	1174	1332
	新增人民币贷款	十亿元	12646	13523	663	1120	584	2900	839	1120
价格	上海银行间同业拆放隔夜利率	%	2.07	2.63	2.66	2.73	2.67	2.65	2.59	2.61
	居民消费价格指数	同比, %	2.0	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	-1.4	6.3	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1
	原油	美元/桶	43.5	50.9	51.6	56.7	57.9	63.7	62.2	62.8
	螺纹钢	元/吨	2476	3878	4030	4186	4663	4052	4104	3956
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	6.4	8.5	5.7	5.5	5.8	5.4	5.8	5.5

数据来源：Wind，毕马威分析

© 2018 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织(“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

联系人



邹俊

北方区首席合伙人

+86 (10) 85087038

Jacky.zou@kpmg.com



龚伟礼

华东及华西区首席合伙人

+86 (21) 22122999

william.gong@kpmg.com



施展芳

南方区首席合伙人

+86 (20) 38138810

ronald.sze@kpmg.com



韦安祖

香港首席合伙人

+852 28267243

andrew.weir@kpmg.com

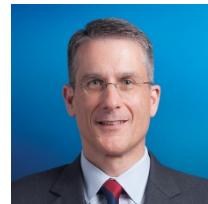


吴国强

中国业务发展主管合伙人

+86 (10) 85087067

raymond.kk.ng@kpmg.com



史伟华

中国业务发展首席运营官

+86 (21) 22123884

thomas.stanley@kpmg.com

生命科学服务请联系：



胡丽芬

生命科学业务主管合伙人

+86 (21) 22122603

lifern.woo@kpmg.com

资本市场服务请联系：



刘国贤

资本市场主管合伙人

+852 28268010

paul.k.lau@kpmg.com



张京京

资本市场主管合伙人

+86 (10) 85085602

jeanne.zhang@kpmg.com

kpmg.com/cn/socialmedia



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

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

© 2018 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号：CN-GCP18-0002

二零一八年五月印刷