



中国经济 观察

2019年二季度

毕马威中国
2019年5月

kpmg.com/cn



目录

	行政摘要	2
	1 经济走势	4
	□ 经济开局平稳，工业增速大幅反弹创新高	5
	□ 房地产投资延续强势，基建投资企稳回升	8
	□ 消费普遍回升，汽车仍是拖累	12
	□ 社融回暖，企业融资环境改善	14
	□ 出口好于预期，但下阶段增长仍承压	17
	2 政策分析	
	□ 上海证券交易所科创板正式落地	19
	□ 电力体制改革再翻新篇	20
	□ 国资委明确10家央企为创建世界一流示范企业	24
	□ 《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式发布	27
		30
	3 专题研究：中国外商投资趋势与展望	
	□ 中国外商直接投资回顾	33
	□ 《外商投资法》出台	34
	□ 进一步改善中国营商环境的建议	38
		41
	附表：主要经济指标	42

行政摘要

一季度经济开局平稳，GDP实际同比增速6.4%，与2018年四季度持平，结束了去年GDP持续下滑的局面。3月份多项指标增速提升，市场预期改善。从产业结构来看，服务业继续领先其他产业部门，一季度，服务业同比增长7.0%，较去年四季度增速小幅回落0.4个百分点，对GDP的增长贡献率继续提升至61.3%。

- 消费继续承担了稳定经济增长的重要作用，一季度最终消费支出贡献了65.1%的经济增长。3月，社会消费品零售总额（简称“社消零售”）名义增速8.7%，创下近5个月以来的最快增速。汽车销售延续了从去年下半年开始的同比下降趋势，但3月份降幅有所收窄。受下调增值税利好带动，部分厂商下调汽车售价，有关部门也在陆续推出政策支持汽车消费，有望带动汽车销售在下半年出现企稳；
- 投资延续了小幅回升的势头，一季度固定资产投资同比增速6.3%，较2018年全年加快0.4个百分点。其中，制造业投资下滑、基建投资小幅反弹、房地产投资仍处高位。投资结构有所优化，高技术制造、医药等行业投资增长较快；
- 一季度出口同比增长1.4%，3月份的表现尤为亮眼，实现14.2%的同比增长。同时，一季度进口下降4.8%，中国一季度贸易顺差达到763亿美元，比去年一季度多增316亿美元，也帮助了经济增速企稳；
- 生产方面，工业生产数据强劲，一季度规模以上工业增加值同比增长6.5%，较去年四季度回升0.8个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，创下2014年8月以来新高。其中，高技术产业、战略性新兴产业增加值在一季度同比增速分别为7.8%、6.7%，均高于规模以上工业的同期增速，新旧动能的转换持续推进。

一季度经济指标的改善显示出中国稳增长的政策已经开

始发挥作用。但是，我们认为一季度经济数据的改善一定程度上受益于一些短期因素的影响，复苏的基础并不牢固。例如：

- 2018年年底，全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额。受此推动，一季度地方政府债净融资额达1.2万亿元，远高于去年同期的2195亿元。地方政府资金的提前下放为基建项目建设提供了资金来源，带动了基础设施投资企稳；
- 2019年1月开始全面实施个人所得税改革，引入新的个税计算方法和子女教育等6项专项附加扣除，并从4月1日开始实行新的增值税，进一步降低了制造业等行业的增值税税率，对消费和生产起到了一定前置作用，使得一季度经济表现好于以往同期；
- 2018年12月，中美双方领导人在阿根廷G20峰会上进行会晤后，美方推迟提高对2000亿美元中国进口商品加征关税的决定。中美贸易摩擦在一季度出现一定缓和，外贸表现好于预期。

综上所述，我们认为中国经济的复苏仍处于早期阶段，未来经济增长依然面临很大压力。同时，中美贸易摩擦重新升温也加大了来自外部环境的风险和不确定性。美国政府突然决定于5月10日起，对2000亿美元价值的中国进口商品加征关税，税率由原10%提高到25%。进而，美国贸易代表办公室（USTR）于5月13日公布了新一轮征税计划，列出了额外约3000亿美元可能面临25%关税的进口产品清单，并征求公众意见。这份清单几乎囊括了所有中国对美国出口的商品。另一方面，中国财政部也随即采取了反制措施，宣布从6月1日起对之前已实施加征关税的600亿美元清单中的部分美国商品提高关税税率，分别加征25%、20%或10%的关税。中美贸易摩擦再度面临巨大的不确定性。

从国际宏观看，全球经济增长速度将放慢。据最新IMF预测，代表了全球经济70%的国家，其2019年的经济增速低于2018年。美联储3月议息会议下调了美国经济预测，预期今年将不会再加息。欧元区制造业采购经理指数（PMI）已经连续9个月下降，并从19年2月份开始跌破荣枯线。德国制造业PMI已连续四个月低于荣枯线，德国经济部已将19年德国GDP增速预期由1%下调至0.5%。世界经济增速放慢也将对中国经济的持续增长造成影响。

面对来自多方面的下行压力，中国需要进一步采取积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。财政政策主要从减税降费、加大政府投资支出等方面多点发力。2019年两会政府工作报告上提出，在去年减税降费1.3万亿元的基础上，今年进一步削减2万亿元。今年一季度，全国已经实现累计新增减税3411亿元，未来仍有很大空间进一步减税降费，加大对企业的支持。此外，今年新增地方政府专项债务限额2.15万亿元，比去年增加了8000亿元，也将有利于推动投资，特别是基建投资增长。

货币政策方面，央行在2019年1月下调存款准备金率1个百分点，从2018年至今已实施了5次降准，银行间市场的流动性相对充裕。今年1季度的社会融资总额增速回升至10.7%，M2增速达到8.6%，均高于1季度7.8%的GDP名义增速。我们认为，未来的货币政策仍需保持适度宽松，降准仍有空间。此次政府工作报告中也特别提到了“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”。同时，货币政策的安排和执行也需要注意防止“大水漫灌”，加大对民营企业、中小微企业、实体经济、高科技企业等的融资支持。

中美贸易摩擦给中国经济未来发展带来一定挑战，也必将给美国及世界经济的增长带来负面影响。但是，中国经济一个显著的特点在于其巨大的国内市场，可以帮助缓冲和化解外部冲击。消费已经连续5年超过投资，成为中国经济增长的第一大引擎。2018年，消费更是贡献了76.2%的GDP增长，为2001年以来的最高值。中国进一步深入推进改革开放、稳定市场预期，是应对中美贸易冲突最好的办法。在采取财政政策、货币政策、就业政策等手段稳定经济的基础上，也需要重视解决“结构性”和“体制性”等方面存在的问题，释放长期增长活力。

专题研究：中国外商投资趋势与展望

2019年3月15日，第十三届全国人民代表大会表决通过了《中华人民共和国外商投资法》（下称“外商投资法”），以法律的形式明确了外商投资的准入前国民待遇加负面清单管理制度，并着力从市场准入、投资促进、投资保护和投资管理等优化中国的整体投资环境。该法将于2020年1月1日起正式实施，取代实施多年的“外资三法”，成为我国利用外资的基础性法律。

回顾历史，过去40年，外商直接投资已成为推动中国经济和社会发展的重要力量。特别是在过去十年中（2008-2017年），外商投资结构不断优化，流向服务业的资金规模明显多于制造业，体现了我国产业结构的变迁。从资金来源地来看，由于08年金融危机影响，最近10年来自拉美的投资资金比例大幅下降，由23%降至5%，来自亚洲的资金比例明显增加，由62%升至83%，其中香港的贡献不容忽视。

近年来，中国FDI的增长速度有所放慢，而既有的“外资三法”已较难适应改革和发展的要求，在此背景下，《外商投资法》出台。《外商投资法》的颁布体现了中国推动新一轮高水平对外开放和营造国际一流营商环境的决心，也是推动中国从“商品和要素流动型开放”，迈向“制度型开放”的重要一步。

但也应该看到，目前《外商投资法》的内容更多是一种框架性、原则性的规定，未来还需出台相关配套的法规和实施条例继续完善，此外，法律实务中也存在不少问题亟待解决。针对《外商投资法》的下一步实施和进一步改善营商环境，毕马威建议政府从以下两个方面予以关注：第一，希望继续根据外商投资法的相关内容细化；第二，思维转变和举措细化两手抓完善外商投资管理体系。

1

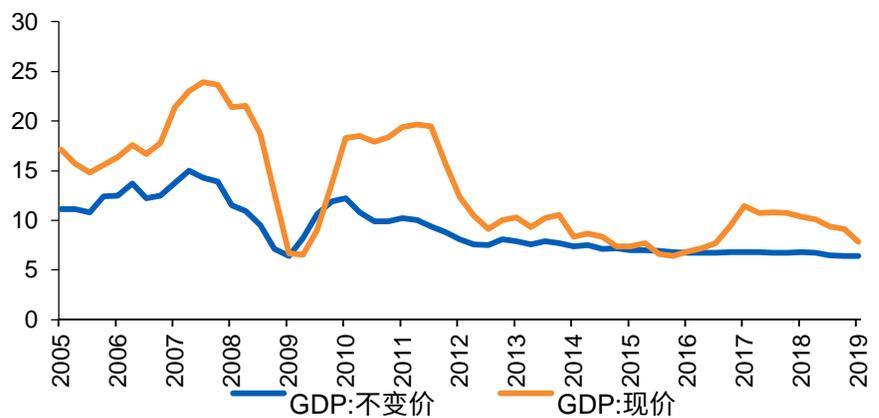
经济走势



经济开局平稳， 工业增速大幅反弹创新高

2019年一季度中国实际GDP同比增速6.4%，与2018年四季度持平，略低于2018年全年增速（6.6%），结束了去年GDP增速持续下滑的局面。按现价计算，一季度名义GDP同比增速7.8%，较去年四季度回落1.3个百分点。

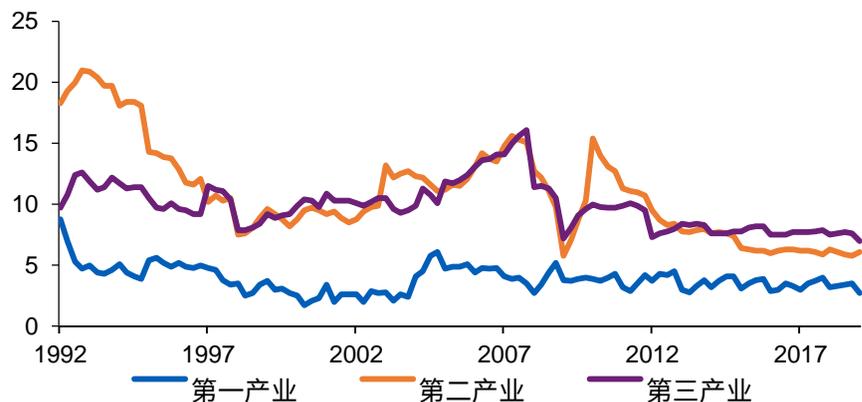
图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分产业来看，服务业增速继续领先其他产业部门，但增速有所回落。一季度，服务业同比增长7.0%，较去年四季度回落0.4个百分点，对GDP的增长贡献率继续提升至61.3%；第二产业同比增速6.1%，较去年四季度回升0.3个百分点，对GDP的增长贡献率由2018年的36.1%提升至36.9%；第一产业同比增速2.7%，较去年四季度回落0.8个百分点，对GDP的增长贡献率由2018年的4.2%下滑至1.8%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业保持了较快增长，同比增速21.2%。

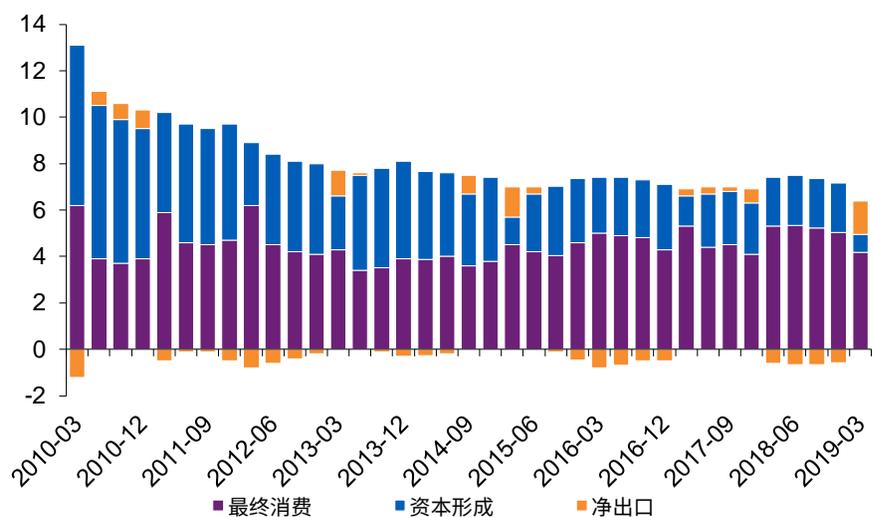
图2 三次产业增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，消费继续成为“三驾马车”中稳定经济增长的中流砥柱。一季度，最终消费支出对GDP的贡献率高达65.1%，拉动经济增长4.2个百分点；资本形成总额对GDP的贡献率大幅下滑至12.1%，拉动经济增长0.8个百分点；而由于贸易顺差较去年同期明显扩大，净出口对GDP的贡献率转负为正，大幅上升至22.8%，拉动经济增长1.5个百分点。此外，在全部居民最终消费支出中，服务消费占比47.7%，比去年同期提升1.4个百分点，说明消费升级仍在持续。

图3 各部门对GDP的增长拉动，累计值，%



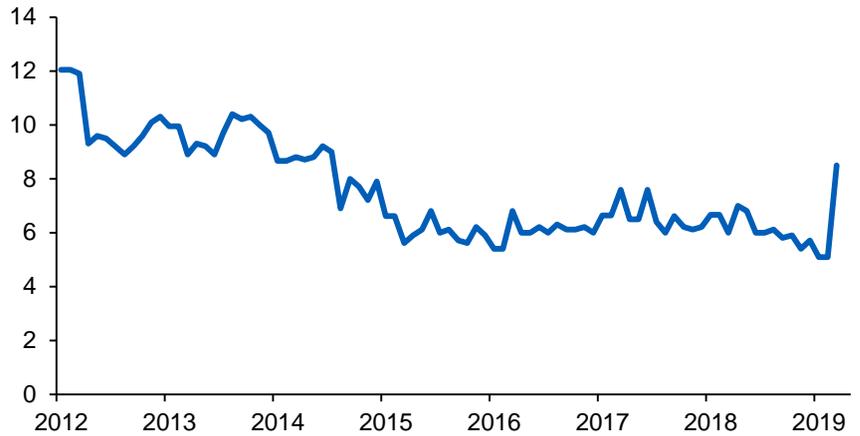
数据来源：Wind，毕马威分析

分产业看，服务业全年增速领先其他产业部门，对GDP增长的贡献率再上台阶。2018年服务业同比增长7.6%，增幅较2017年小幅下降0.1个百分点，对GDP增长贡献率由58.8%提升至60.1%。第二产业全年增速同比增长6%，增幅较2017年下降0.25个百分点，对GDP增长贡献率由36.3%下降至35.8%，成为2018年全年GDP增速放缓的主要拖累之一。第一产业全年增速为3.3%，较上年下降0.3个百分点，对GDP增长贡献率由4.9%下降到4.0%。

产出方面，3月工业产出增速大幅反弹创新高。一季度规模以上工业增加值同比增速6.5%，较去年四季度回升0.8个百分点。从月度数据来看，3月工业增加值同比增长8.5%，较1-2月上升3.2个百分点，创下2014年8月以来新高。3月工业增速超预期反弹主要有三点原因：一是，3月份，需求端三驾马车增速均回升，带动工业生产大幅增加；二是，2019年春节较去年偏早，因此复工较早，春节错位导致去年同期基数较低，使得3月份工业同比增速大幅反弹；三是，自4月1日起，制造业增值税税率下调，部分企业为了扩大税收抵扣量，主动增加备货，客观上要求上游企业增加生产。

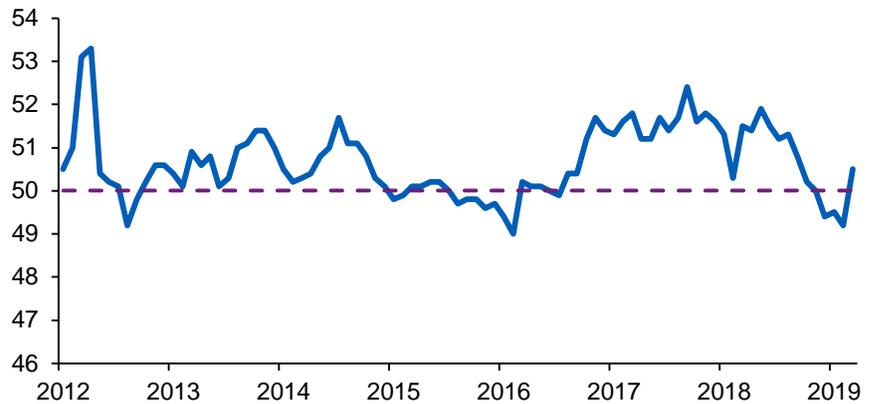
3月中国制造业采购经理指数（PMI）自2018年年底以来首次回到荣枯线以上，录得50.5%，创六个月新高。PMI各分项全部回升，特别是生产指数和新订单指数分别较2月份提高3.2和1.0个百分点，意味着节后供给端企业复工意愿较强、需求端也在稳步复苏。

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 中国制造业采购经理指数（PMI），当月值，%



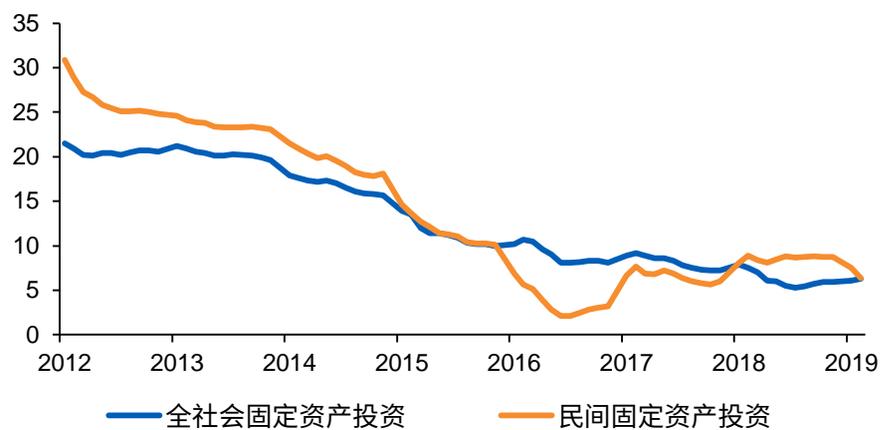
数据来源：Wind，毕马威分析

从产业结构来看，新旧动能的转换继续推进。一季度，高技术产业、战略性新兴产业增加值同比增速分别为7.8%、6.7%，均高于规模以上工业的同期增速（6.5%）。

房地产投资延续强势， 基建投资企稳回升

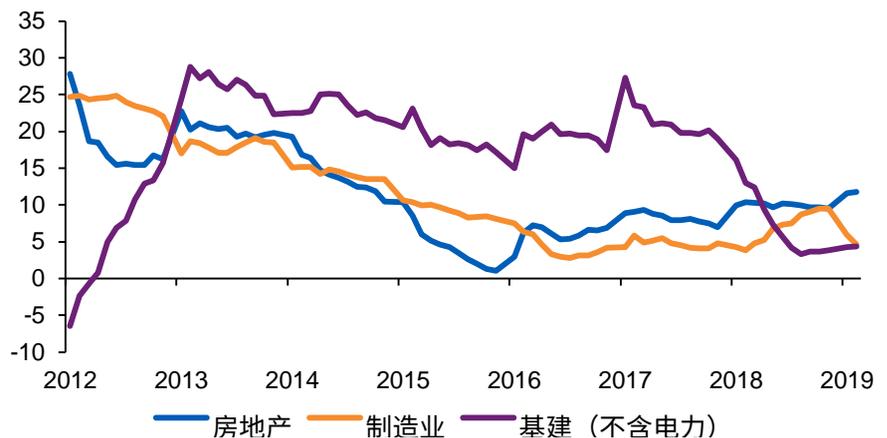
固定资产投资增速依然保持低位，但出现一定回升迹象。一季度固定资产投资同比增长6.3%，较去年同期的7.5%明显回落，但较1-2月、2018年全年分别加快0.2、0.4个百分点；民间固定资产投资增速下滑，一季度，同比增长6.4%，较1-2月下滑1.1个百分点，较去年全年下滑2.3个百分点，意味着中国投资内生动力依然不足。民间投资主要集中在制造业，民间投资的下滑与同期制造业投资增速的下滑相一致。

图6 固定资产投资，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图7 固定资产投资分部门，累计同比，%



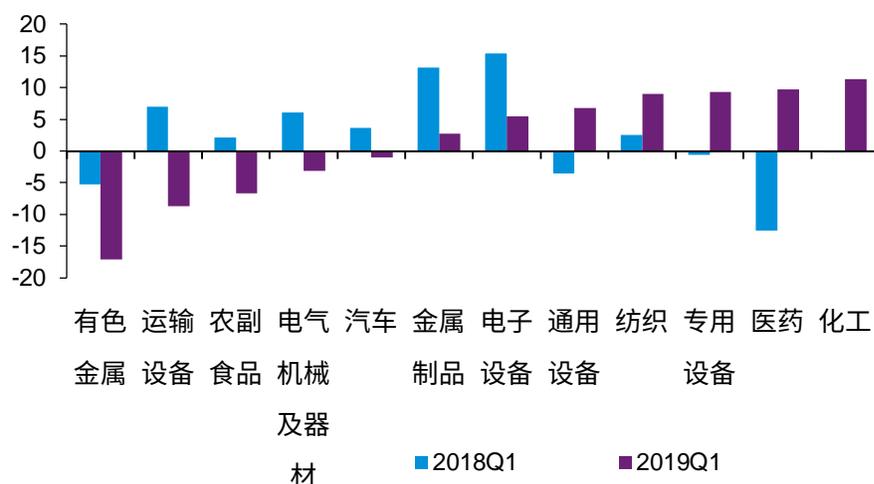
数据来源：Wind，毕马威分析

制造业投资下滑，高技术投资增长较快

前期工业企业盈利持续走弱、PPI回落以及外需不振，拖累制造业投资增速回落，一季度制造业投资同比增速4.6%，较1-2月下滑1.3个百分点，较去年全年下滑4.9个百分点。

从细分行业来看，2019年一季度有色金属、运输设备和金属制品投资同比增速分别为-17.1%、-8.7%和2.7%，较2018年一季度分别下滑11.8、15.7和10.5个百分点；医药和化工投资同比增速分别为9.7%和11.3%，较2018Q1分别上升22.2和11.5个百分点。因此，与去年同期相比，2019年一季度制造业投资中，医药行业上升幅度较大，有色金属、运输设备等下滑幅度较大。同时，2019年一季度，高技术制造业投资同比增速11.4%，比全社会固定资产投资快5.1个百分点，意味着制造业升级动力较强。

图8 制造业分行业投资增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

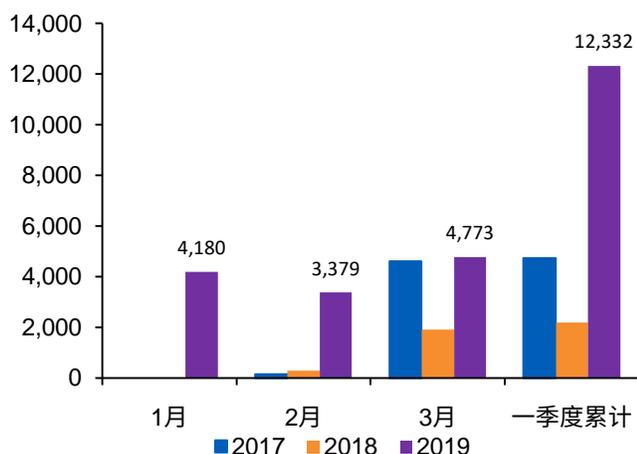
从今年4月1日起，制造业等行业增值税率由16%继续下调至13%。再加上5月社保费的落地，新一轮减税降费，将带动工业企业盈利改善。伴随内需回暖、PPI企稳回升，预计工业企业利润将在下半年出现反弹，从而缓解制造业投资增长的下行压力。今年4月19日召开的中共中央政治局会议强调把推动制造业高质量发展作为稳增长的依托，政府的直接减负让利措施将会激励制造企业加大技术研发投入，加快实行产业结构转型升级，为中国制造业高质量发展注入新的活力。此外，制造业受中美贸易摩擦的影响最大，下调制造业增值税率将有利于提振企业信心，更好的应对外部环境的变化。

财政支出加快，基建投资小幅反弹

伴随着逆周期调节政策的持续发力，基建领域补短板力度的加大，一季度基建投资增速延续了去年四季度以来的回升势头。1-3月基建投资（不含电力）同比增速4.4%，较前两个月回升0.1个百分点，较去年全年回升0.6个百分点，累计同比增速实现连续5个月反弹。

去年年底人大授权国务院在两会之前，提前下达2019年度新增地方政府债务限额，使得今年地方债发行提前开闸，一季度地方政府债发行总量约1.4万亿元，比去年同期的2200亿元大幅提高，地方政府债净融资额达1.2万亿元，远高于去年同期的2195亿元，其中，3月份地方政府债净发行量4773亿元，去年同期为1910亿元，为地方基建项目建设提供了资金来源。同时，一季度财政支出增速15%，远高于收入增速6.2%，较去年全年加快6.3个百分点，财政支出的加速，对基建投资起到很好的支撑作用。一季度赤字规模4973亿元，显著高于去年同期的451亿元，达到历年同期之最。

图9 地方政府债净融资额，亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

2019年政府工作报告提出，今年中央财政将会主要着力于三个方向的重点基建项目，一是加快实施一批重大项目，例如，川藏铁路等；二是城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资；三是新一代信息基础设施建设（2018年底提出的：“加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”，在今年政府工作报告中得到了明确，重点明确为“新一代信息基础设施建设”）。发改委表示，今年中央预算内投资安排5776亿元，比去年增加400亿元，一季度已下达超过80%，这保障了重大项目的资金需求；城际交通、物流等基础设施投资将主要依靠各级地方财政和PPP等新的投融资方式，根据今年政府工作报告所述，2019年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元，为重点项目建设提供资金支持；对于新一代信息基础设施建设，中央财政、地方财政均已有发力的迹象，多地政府工作报告也提及要加大这一领域的投资。数据显示，一季度共审批核准固定资产项目50个，总投资3703亿元，其中审批34个，核准16个，主要集中在能源、交通运输、高技术领域。

此外，今年政府工作报告还指出：2019年赤字率回升至2.8%，较去年提高0.2个百分点；赤字规模达到2.76万亿元，较去年增加3800亿元，加强逆周期调节；大幅扩大专项债发行规模，合理扩大专项债使用范围；创新项目融资方式，适当降低基建投资的资本金比例要求；落实民间投资支持政策，有序推进PPP等。这些积极的财政政策将带动基建投资继续回升。但是需要指出的是，积极的财政政策将对2019年的基建投资带来一定回暖，但很难期待整体基建投资回弹至20%左右的高增长。根据我们测算，目前约60%的基建投资资金（2017年的资金规模在15万亿左右）依靠自筹，在金融监管整体不发生改变的情况下，预计2019年非标融资规模难以大幅提升，因此基建投资仍将受到一定的限制。

房地产开发投资仍处高位， 房屋销售回暖

一季度，房地产开发投资增速累计同比增长11.8%，较1-2月回升0.2个百分点，较去年全年加快2.3个百分点。去年支撑房地产开发投资高增的土地购置费增速明显下滑，1-2月土地购置费增速降至34.5%，一季度同比降至32.7%，主要原因应是资金压力较大，限制了房企的购地行为，使得一季度购地面积大幅负增。剔除土地购置费后，1-2月房地产投资增速回升至5.9%，一季度回升至5%。

此外，受前期商品房销售降温、购地减少等因素的影响，一季度房屋新开工面积增速整体下滑，为11.9%，较去年全年回落5.3个百分点，但3月以来，伴随着房屋销售的改善，企业拿地热情有所回暖，房屋新开工面积增速明显反弹。一季度，房屋销售面积同比下降

0.9%，较去年回落2.2个百分点，但与1-2月的-3.6%相比降幅明显收窄，意味着3月份房屋销售面积边际改善。

虽然由于地产销售回暖、融资改善、库存降至历史低位以及地产调控不再加码，房地产投资短期出现高增，但是，为了避免重蹈房地产泡沫的覆辙，政府对房地产市场严调控的总基调在2019年不会改变，预期2019年的房地产投资不会大幅回升。4月19日召开的中共中央政治局会议再次对房地产市场做出部署，强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，意味着在经济下行压力得到缓解的背景下，国家层面难以出现鼓励房地产投资的宽松政策，决策层依然将防止房地产泡沫堆积摆在非常重要的位置。此外，在今年大力度减税降费的背景下，房地产税也有望加快推出，有助于缓解短期财政压力。

图10 房地产开发投资增速vs剔除土地购置费后的投资增速，累计同比，%

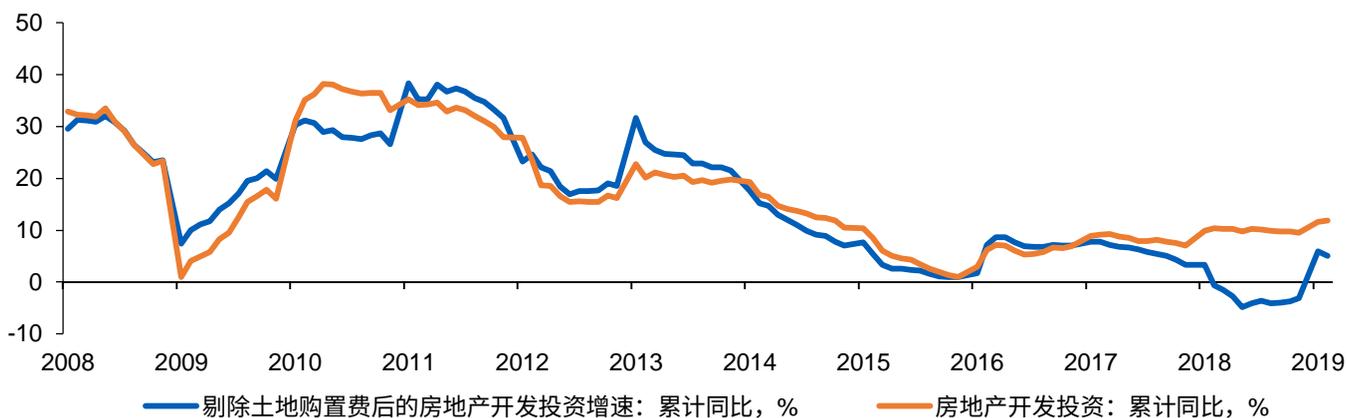
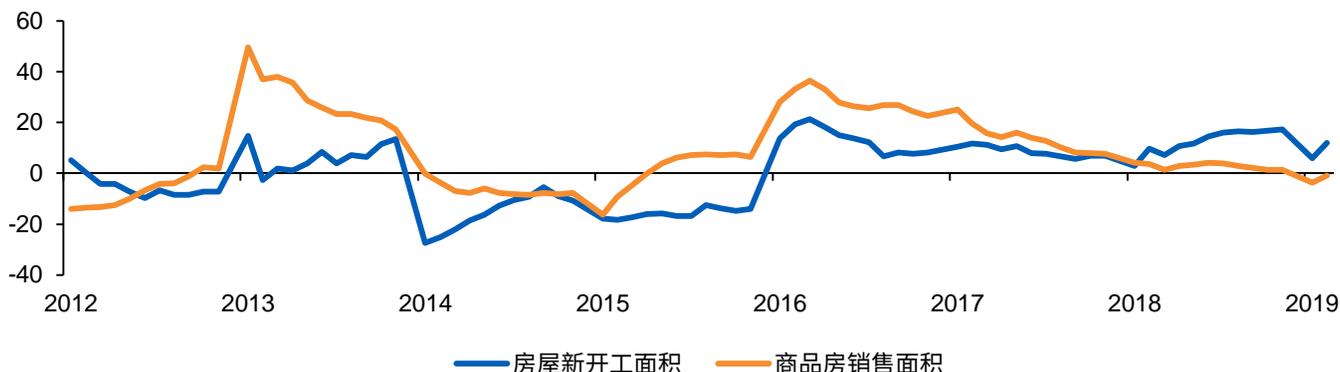


图11 房屋新开工面积&销售面积，累计同比，%

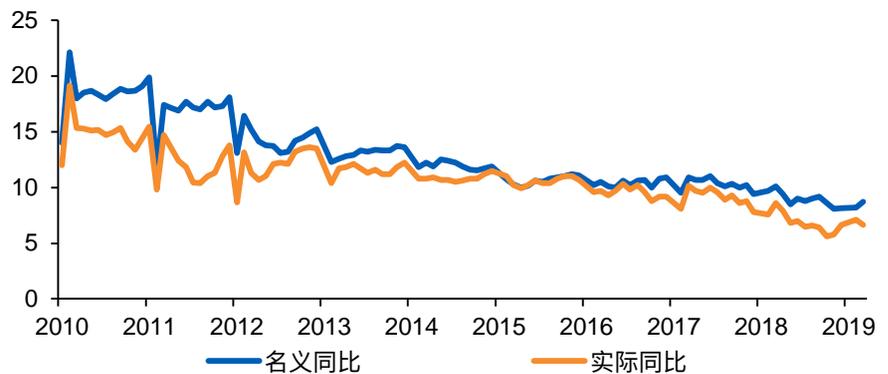


数据来源：Wind，毕马威分析

消费普遍回升，汽车仍是拖累

3月，社消零售名义同比增速8.7%，创下近5个月以来的最快增速，在1-2月（8.2%）企稳的基础上，3月社消零售有了明显回升。这一回升除了受当月CPI上行的影响外，也与居民收入走势相一致。此外，3月份，房屋销售回暖，带动家具、家电音像器材、建筑装潢等的增长，对消费起到一定的支撑作用。再者，今年以来股市持续向暖，财富效应凸显也对居民消费起到一定的提振作用。从季度数据来看，一季度社消零售同比增长8.3%，不及去年全年的9.0%。

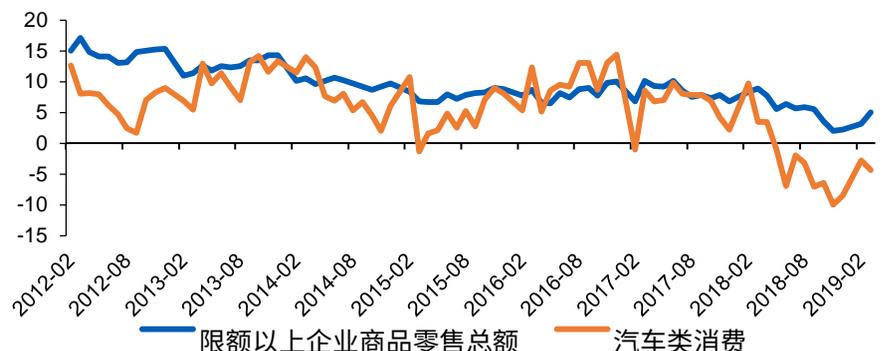
图12 社会消费品零售总额，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从限额以上企业商品零售额来看，3月限额以上零售同比增长5.0%，较1-2月回升1.8个百分点。一季度同比增速3.8%，较去年全年下滑1.9个百分点。其中，汽车消费同比增速-4.4%，较1-2月降幅扩大1.6个百分点，拖累消费。数据显示，3月汽车销量降幅缩窄8.6个百分点，汽车消费额与汽车销量同比降幅缩窄相背离，主要是由于，为响应我国增值税税率下调政策实施，汽车产业提前开启了一波降价潮。自3月15日起，奔驰、宝马、路虎、沃尔沃等豪车品牌陆续降价，降幅在6000元到8.5万元不等。

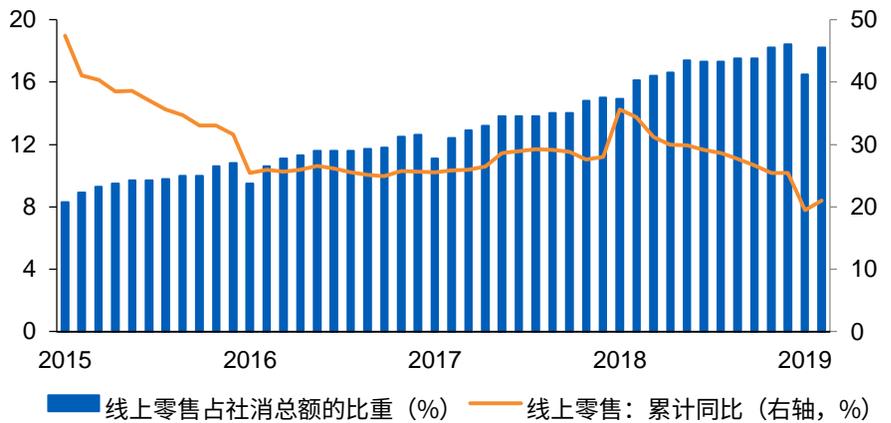
图13 限额以上企业商品零售额vs汽车类消费，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

线上零售占比继续上升，是消费增长的主要动力之一。一季度线上零售同比增速21.0%，虽较2018年的25.4%有所回落，但仍远高于社消零售整体增速，且占社消总额的比重稳定在18.2%的高位。

图14 实物商品线上零售占比及其增速，%

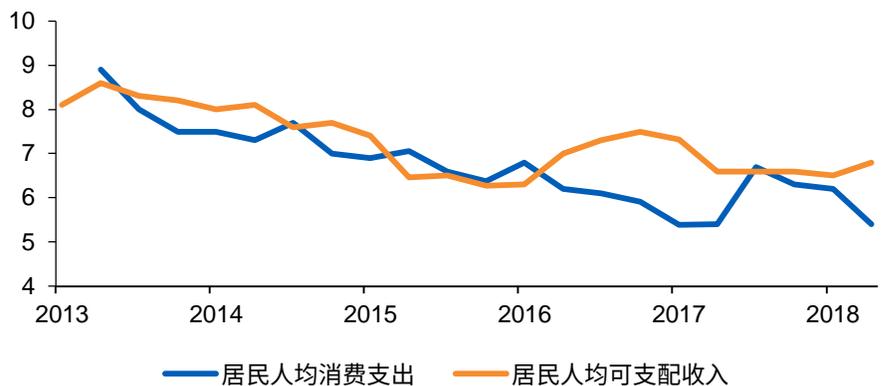


数据来源：Wind，毕马威分析

家庭部门可支配收入增速反弹。2019年1月1日，新个税法开始实施，在养老、子女教育、住房利息、大病医疗等多个方面实现附加抵扣，对增加居民可支配收入、提振消费起到了积极作用。一季度，国家财政中个人所得税收入比去年同期下降-29.7%，全国居民人均可支配收入实际增速6.8%，较去年上升0.3个百分点，超过GDP实际增速。一季度人均消费支出增速5.4%，与去年同期持平。

但是需要注意的是，新个税法实行“累计预扣法”。和过去每个月税负基本持平的情况不同（假设每月收入相同），新税法下每月适用的税率和预扣的税额将有区别。一般情况下，年初每个月税负较小，而年末变大。虽然新个税法整体上普遍降低了个人所得税税额，有利于释放消费潜力，但是新个税法具有每月税负前低后高的特征，未来消费是否可以保持稳健增长，依然值得关注。

图15 全国居民人均可支配收入vs人均消费支出，累计同比，%

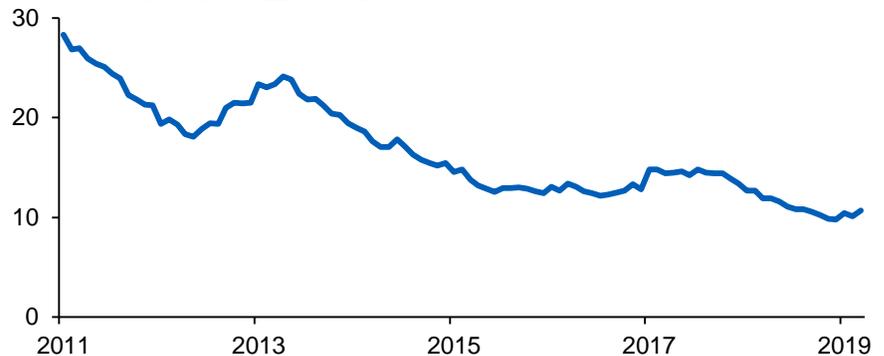


数据来源：Wind，毕马威分析

社融回暖，企业融资环境改善

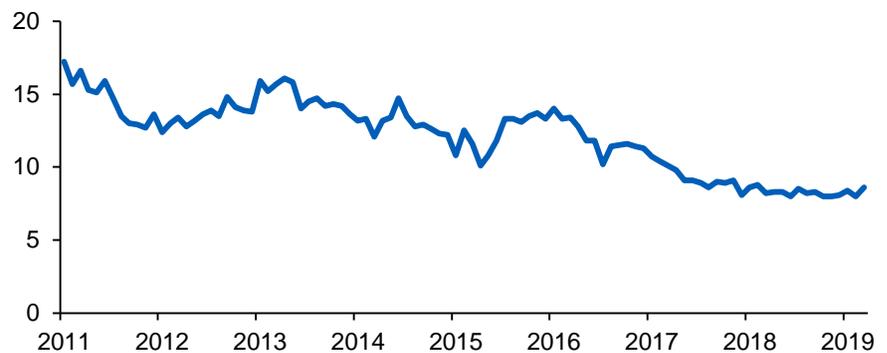
反映金融体系对实体经济融资支持的社会融资总额（TSF）企稳回升。继2018年11月其存量增速首次跌入个位数后（同比增9.9%），一季度存量增速再次回归两位数增长，3月份同比增长10.7%，显示实体经济的融资环境得到改善。与社融回暖一致，3月M2增速为8.6%，比2月环比上升0.6个百分点。

图16 社会融资规模存量：同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

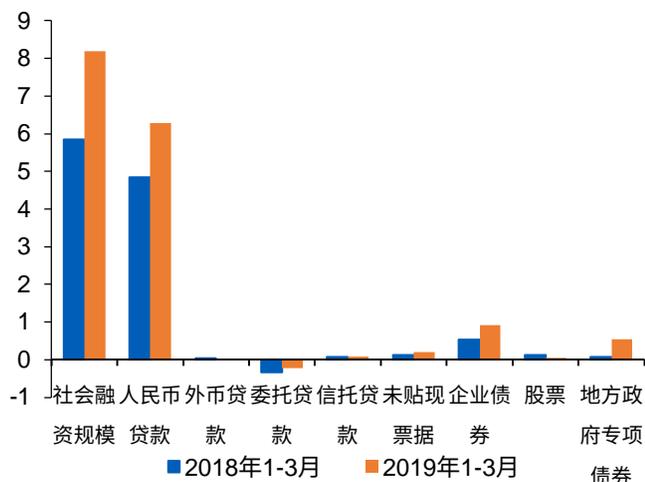
图17 广义货币（M2）：当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

一季度，TSF新增8.2万亿元，比去年同期增加2.3万亿元，涨幅近40%。从具体融资结构来看，TSF的大幅回升信贷贡献最大，直接融资次之。其中，新增人民币贷款6.2万亿元，比去年同期增加1.4万亿元；新增直接融资（包括企业债券发行、地方政府专项债券发行、股票）1.5万亿元，比去年同期合计增加7722亿元；非标融资（包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）由负转正，结束萎缩态势，由去年同期的-1335亿元增加到606亿元，同比增加1942亿元。

图18 新增TSF构成, 万亿元



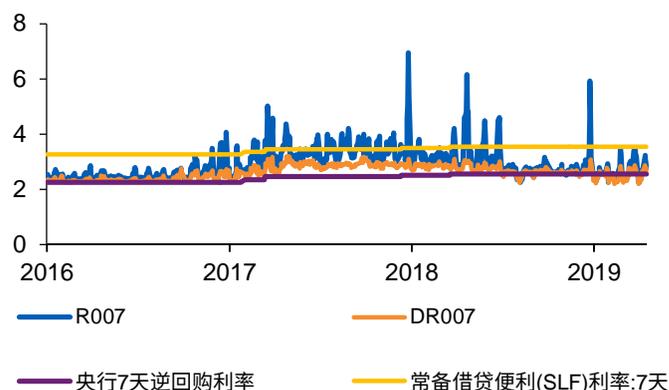
数据来源: Wind, 毕马威分析

人民币贷款的大幅扩张主要来源于短期融资需求的回升。一季度票据融资和短期贷款同比增加1.3万亿元, 两者对人民币贷款同比增量的贡献率达93%。目前由于银保监会对银行业小微企业贷款比例及额度的要求(“三个不低于”、“两增两控”¹), 银行在季末突击考核时会选择向小微企业发放短期贷款或提供票据融资来达成目标。随着考核时点的过去, 银行可能会重拾风险偏好, 短期信贷的持续增长尚需观望。从中长期贷款来看, 居民部门中长期贷款同比多增900亿元, 与房地产销售走势相对转好, 一线城市销售面积增长有关; 企业中长期贷款同比增加1200亿元, 反映出生产环境的回暖推动企业投资意愿的上升。与此同时, 财政投资也对长期信贷提供了支撑。3月金融机构财政存款减少6928亿元, 同比降低2126亿元, 同期基础设施投资增速也小幅回升。

一季度地方政府专项债发行提速增量, 是TSF增长的主要支撑之一。根据2019年政府工作报告, 今年新增专项债务限额2.15万亿元。截至3月底, 地方政府已发行专项债券6660亿元, 占全年限额的31%。二季度如果放缓专项债发行速度, 会对TSF增速造成一定压力。非标融资降幅减小, 由于去年二季度的基数效应, 预计今年非标维持小幅增长, 但在稳杠杆防风险的基调下, 难以大幅回升。

《2019年政府工作报告》指出: “稳健的货币政策要松紧适度, 广义货币M2和社融规模增速与国内生产总值名义增速相匹配, 以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。”4月12日召开的央行一季度货币政策例会上再次重申了这一点。今年一季度的TSF增速回升至10.7%, M2增速达到8.6%, 均高于一季度7.8%的GDP名义增速。从这一角度看, 在政策环境整体保持稳定的情况下, 二季度央行进一步放松货币政策的空间降低, TSF后续大幅增长的空间将有限。

图19 银行间市场利率: %



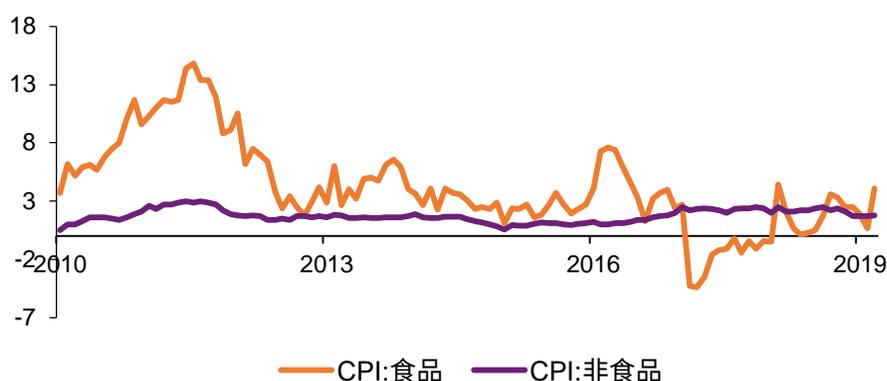
数据来源: Wind, 毕马威分析

央行已逐步完善利率走廊机制的建设, 将常备借贷便利(SLF)利率设定为利率走廊的上限。18年下半年代表市场平均融资成本的最重要货币利率指标银行间7天质押回购利率(R007)和存款机构7天质押回购利率(DR007)均处于低位, 远离利率走廊的上限。19年以来, 两大利率指标, 特别是R007开始逐渐向上限靠拢, 3月R007的平均值为2.79, 高于央行7天逆回购利率2.55%, 说明银行间市场的流动性略有下降趋势。

¹ “三个不低于”是指在有效提高贷款增量的基础上, 努力实现小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速, 小微企业贷款户数不低于上年同期户数, 小微企业申贷获得率不低于上年同期水平; “两增”即单户授信总额1000万元及以下小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速, 贷款户数不低于上年同期水平, “两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本, 突出对小微企业贷款量质并重、可持续发展的监管导向。

一季度居民价格消费指数（CPI）同比增长1.8%，较18年四季度小幅下降0.37个百分点。其中3月同比上涨2.3%，较上月上升0.8个百分点，蔬菜和猪肉价格的上涨是推高CPI增速的主要原因。具体来看，食品价格同比上涨4.1%，其中鲜菜价格上涨16.2%，影响CPI上涨约0.42个百分点，是CPI提速的主要推动；受非洲猪瘟带来的恐慌心理影响，生猪存栏数下滑，导致猪肉价格3月同比上涨5.1%。非食品价格整体保持稳定，随着国内增值税减税政策于4月1日开始实施，部分商品的价格已即时调降，有望缓解未来物价上涨压力。

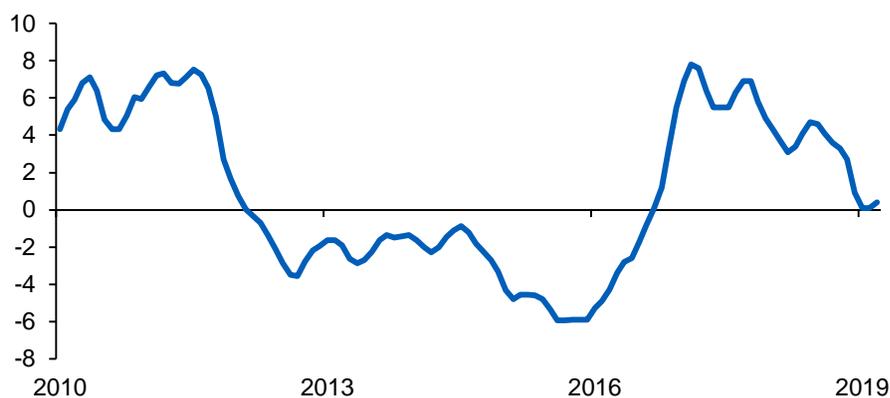
图20 食品和非食品类居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

生产者价格指数（PPI）一季度同比上涨0.2%，比18年四季度下降2.1个百分点。3月PPI环比增速由负转正，回升0.1%，带动同比增速提升至0.4%，主要与油价上涨有关。尽管节后积极财政政策逐步落地叠加企业复工节奏加快有助于PPI同比增速的回升，但原油价格的上涨是PPI同比增速回升的主要支撑力量。展望未来，随着企业需求的逐步复苏和原油价格的持续上涨，PPI或仍将小幅上行。

图21 工业生产者价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

出口好于预期，但下阶段增长仍承压

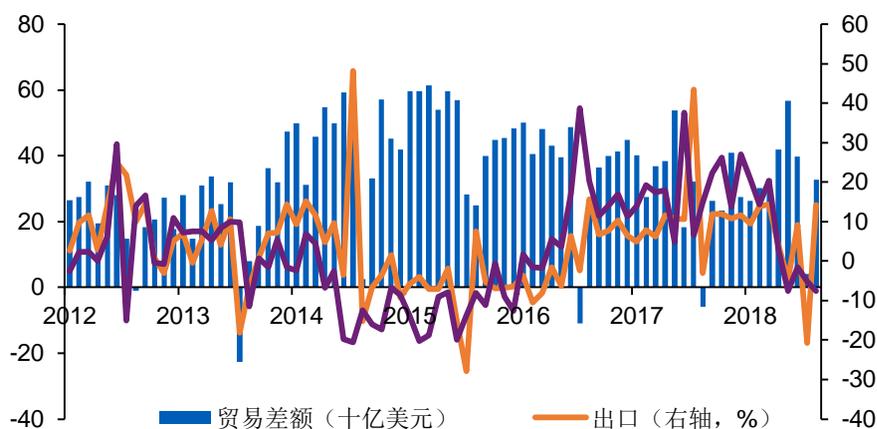
一季度中国实现贸易顺差760亿美元，比去年同期增加316亿美元。出口方面，由于春节错位和基数效应影响，一季度出口增速呈现出1、3月高而2月低的波动态势。一季度累计出口同比增长1.4%，低于18年四季度2.6个百分点，其中3月份出口表现亮眼，实现同比增长14.2%，较1-2月份大幅上升18.8个百分点。

进口方面，一季度进口同比增速为-4.8%，低于去年四季度9.2个百分点。3月进口同比增速-7.6%，较1-2月份下滑4.4个百分点。进口数据的表现乏力可能与4月1日进口增值税率调整可以降低进口中间商的经营成本，促使其可能将进口计划推后有关。

分国别和地区来看，18年下半年企业为规避美国政府加收关税而提前出口的效应开始显现，一季度中国对美出口累计同比增速为-8.5%，比18年四季度下降15个百分点。相比之下，一季度对欧盟出口增速为8.8%，比18年四季度上涨2个百分点；对日本出口增速为2.2%，比18年四季度略微下降1.3个百分点。

中美贸易摩擦的重新升温，叠加全球经济增长的放缓加大了外部环境的不确定性，中国下阶段的出口增长仍承压。

图22 进出口活动，当月值

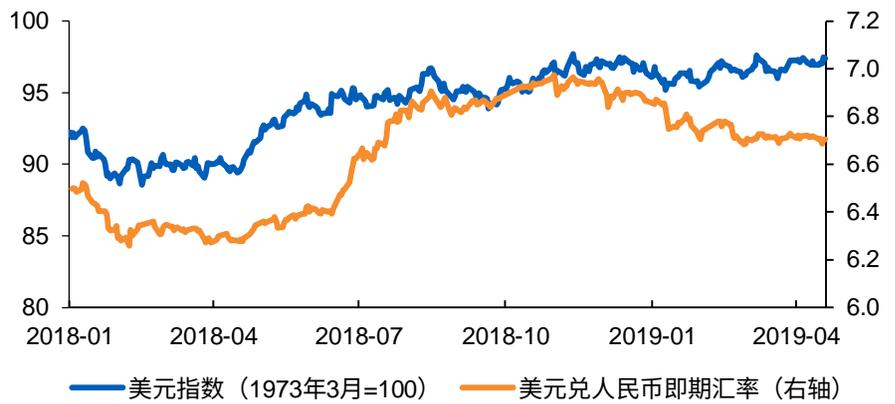


数据来源：Wind，毕马威分析

2019年年初以来，人民币汇率出现较快回弹，从18年12月28日的6.8658下降至了2019年2月27日6.6835的近期最低位；CFETS人民币汇率指数也从12月28日的93.28上升到3月15日的近期最高位95.2。主因是中美贸易战出现暂时缓和，市场对前期过度悲观进行修正。

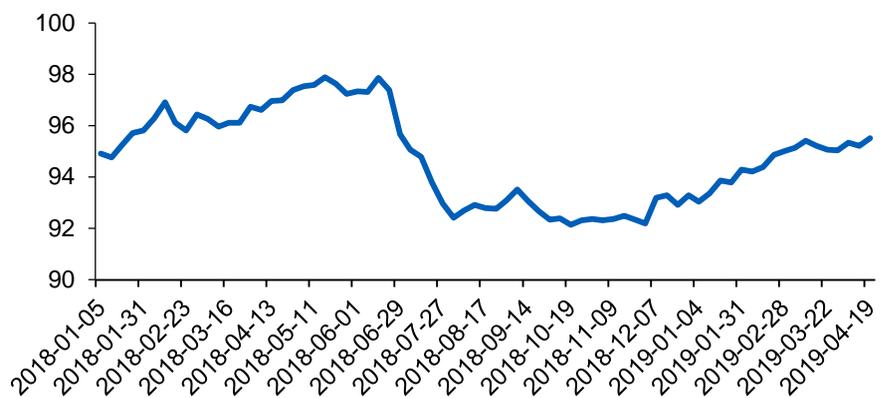
展望未来，从汇率政策来看，国内经济回暖，货币政策进一步宽松空间减小，对汇率的掣肘大大减少；从美元指数上看，美联储停止加息，叠加美国施压美欧贸易谈判导致美元有望走弱；从国际收支上看，今年油价水平与去年同期相比仍处于低位，原油进口拖累较少，国际收支有望比去年好转；但中美贸易摩擦近期的突然升温为人民币汇率的走势带来了较大的不确定性，下阶段预计仍承压。

图23 美元指数和人民币汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图24 CFETS汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

2

政策分析



上海证券交易所科创板正式落地

2019年第一季度，受市场广泛关注的上海科创板一系列政策相继落地，截至2019年4月26日，科创板受理企业已多达93家，这较去年11月习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕致辞中宣布设立科创板不到半年的时间。早在2015年，上海股权托管交易中心就曾推出了科技创新板，如今以科技创新板以及曾经市场热议的战略新兴板为原型，上海科创板已正式进入了快车道，希冀吸引初创期以及成长期的科技型、创新型企业在此上市，这是我国建设多层次资本市场和支持创新型企业的又一重要举措。

表1：科创板发展历程

2018.11	5日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上正式宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。
2019.01	23日，中央全面深化改革委员会通过设立上交所科创板并试点注册制总体实施方案；30日，中国证监会正式发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019.03	7日，证监会发布《科创板红筹企业财务报告信息特别规定》，相关配套规定陆续出台；15日，上海证券交易所发布《保荐人通过上海证券交易所科创板股票发行上市审核系统办理业务指南》、《科创板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引》；18日，科创板发审系统上线；22日，上海证券交易所公布了首批受理的9家科创板企业并披露了招股说明书。

资料来源：公开信息整理、毕马威分析

3月份发布的科创板正式规则与1月底的征求意见稿相比，主要有几个不同，体现在减持、红筹企业上市标准、公募基金等方面的变化。

- **优化股份减持：**“宽严结合”使股份减持制度更加合理，增强了科创企业核心人员和股东在持股方面的灵活性；
- **红筹企业上市：**进一步规定未在国外上市红筹企业的要求为“预计市值不低于人民币100亿元，或者市值不低于人民币50亿元且最近一年营业收入不低于人民币5亿元”。这一更改意在吸引更多优质的科创企业在国内上市，并为独角兽企业回归国内发行CDR提供可能性。
- **公募基金产品：**规定现有可投资A股的公募基金均可投资科创板股票，鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资，分享创新企业发展成果。截至4月12日，证监会信息显示，已有37家基金公司申报了74只科创板方向基金。相对于3月大型公募开始试水，四月开始，中小型企业也摩拳擦掌，加入科创基金申报。
- **保荐督导：**取消保荐机构在持续督导期发布投资研究报告的限制，取消保荐机构就上市公司更换会计师事务所发表意见的强制要求，这进一步合理界定持续督导职责边界。

整体来言，科创板将坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量、效率和动力变革。

相对于A股其他板块，科创板上市秉承了包容性原则，制定差异化上市标准、允许亏损优质企业、同股不同权企业、红筹企业上市，可以充分激发创新企业活力，畅通市场入口。同时，科创板试点注册制，企业上市由上交所审核、证监会注册，可以健全我国多层次资本市场结构，淘汰劣质空壳企业、优化资本市场投资效率。

毕马威分析

► 科创板是为深入落实创新驱动发展战略而设立的新型资本市场

科创板的设立为国内高科技企业提供了全新的融资渠道，有利于科创企业借用资本力量发展壮大。科创板的一大亮点为采取差异化的上市标准，将市值与收入、现金流、净利润和研发投入等财务指标进行组合，设计了5套上市标准并允许未盈利企业上市，允许同股不同权红筹企业上市。整体来看，市值越大的企业，对盈利的要求相对较低。发行条件的多元化为短期未实现盈利但拥有科技创新技术的科创类企业登陆资本市场创造了条件。

对于标准二中研发投入的认定，上交所《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》第7问，“研发投入为企业研究开发活动形成的总支出。研发投入通常包括研发人员工资费用、直接投入费用、折旧费用与长期待摊费用、设计费用、装备调试费、无形资产摊销费用、委托外部研究开发费用、其他费用等。本期研发投入为本期费用化的研发费用与本期资本化的开发支出之和。”

对于上市标准五（表2），预计市值不低于人民币40亿元的企业，同时应当满足下面条件：

- 主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果
- 医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验
- 其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应的条件

表2：科创板上市标准（一般标准）

发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市的，应该至少符合下列标准中的一项：

标准\指标	市值	净利润（注）	营业收入	研发投入	经营活动现金流量净额	技术优势
标准一	不低于10亿	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于5000万	或，最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿			
标准二	不低于15亿		最近一年不低于2亿	最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于15%		
标准三	不低于20亿		最近一年不低于3亿		最近三年累计不低于1亿	
标准四	不低于30亿		最近一年不低于3亿			
标准五	不低于40亿					

资料来源：《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》，毕马威分析

科创板上市标准取消了A股现行上市标准中关于盈利业绩、不存在未弥补亏损、无形资产占比等限制条件。进一步来看，市值10-15亿人民币的申请企业将关注净利润，15亿人民币以上则无净利润的要求，转而关注研发投入；20亿人民币以上关注营收规模；40亿人民币以上的企业，无利润及经营规模的要求，而技术优势则成为考量重点。

图25 科创板已申报企业行业分布



资料来源：上交所发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》，毕马威分析

在科创板已受理的93家企业中²，从行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业企业数量最多，已超过40家，其中该行业的细分领域中占比最高的是软件与服务业；此外依次是技术硬件与设备、半导体与半导体生产设备、电信服务类。医疗保健设备与服务、制药、生物科技与生命科学的综合也超过了20家。从研发投入来看，研发费用在亿元以上的企业超过20家，同时也有47家企业这一费用在5000万元以下。

► 科创板将进一步提高资本市场的活跃度和有效性

设立科创板并试点注册制是A股资本市场改革的重大突破，不仅让国内“硬科技”企业通过资本市场实现更好的发展，也将给中国资本市场生态带来改变。科创板与中国境内资本市场现行审核制度的最大区别在于，注册制不再依靠监管机构对于上市企业进行审核和判断，而依靠中介机构对申报文件的真实性、准确性和完整性发表专业意见。在此基础上，由市场进行价值判断。因此，注册制为科创企业上市打下了制度基础，将更加提高资本市场的活跃度和有效性。同时，由于科创板退市制度的改革对于不符合上市条件的退市要求更加严厉，这就要求科创板上市企业在保持“科技创新”的同时，严格遵循各项上市规则及法律、财务要求，这有助于提升科创公司的质量。

²截至2019年4月26日

电力体制改革再翻新篇

1月5日,国家发展改革委员会、国家能源局发布《关于进一步推进增量配电业务改革的通知》,对增量配电业务的项目业主确定、增量 and 存量范围界定、做好增量配网规划工作,规范增量配电网的投资建设与运营做了进一步的要求,为深入推进增量配电业务改革工作指明了方向。

3月5日,国务院总理李克强在作政府报告中提出,将深化电力、油气、铁路等领域改革,自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开,将竞争性业务全面推向市场。

3月8日,国家能源局综合司公布《关于进一步推进电力现货市场建设试点工作的意见(征求意见稿)》,要求完善电力现货市场配套机制,建立与电力现货市场衔接的目录电价调整机制,逐步解决好用户侧价格双轨制问题。

2019年第一季度,电改文件接连发出,改革已全面进入深水区攻坚期。

电力是经济发展及居民生活的重要能源,我国经济的持续发展推动着电力行业规模的不断扩大,2018年,我国全口径发电量和用电量增速,均较上年提升1.9个百分点。

图26 2014-2018年全国发电量与用电量 (单位: 万亿千瓦时)



资料来源: Wind, 中电联, 毕马威分析

2014年底，习近平总书记明确提出了国家能源安全发展的“四个革命、一个合作”战略思想，2015年3月，中共中央、国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见（中发〔2015〕9号）》（下称“9号文”），9号文的正式发布拉开了新一轮电力改革的序幕，如今已整整经历了四个年头。四年中，输配电价改革试点、电改综合试点、售电侧改革试点等各项改革试点相继推进，形成以综合试点为主、多模式探索的格局。如今电力体制改革的市场化基础逐步确立，相关主体的市场意识得到深化，各个领域改革全面推进，全国市场化交易电量逐年攀升。

图27 2016-2018年全国市场化交易电量及社会用电市场化率



数据来源：国家发展和改革委员会，毕马威分析

新一轮电力体制改革主要成绩

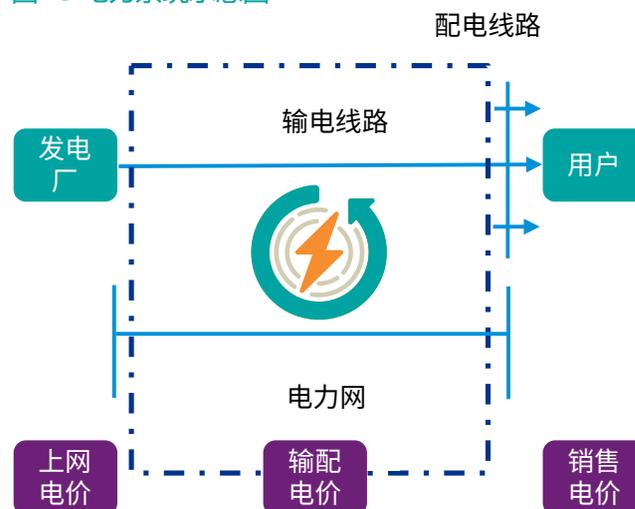
新一轮电力体制改革经过几年的发展成绩斐然，以下四个方面最为突出。

► 输配电价改革已逐步到位：

2002年2月10日，《电力体制改革方案》（国发[2002]5号）正式发布，作为实施厂网分开、实行竞价上网的配套政策，建立了新的电价形成机制，将电价划分为上网电价、输电电价、配电电价和终端销售电价。上网电价由国家制定的容量电价和市场竞价产生的电量电价组成；输、配电价由政府确定定价原则；销售电价以上述电价为基础形成，建立与上网电价联动的机制。至此，正式

形成了由上网电价、输配电价、销售电价组成的三环节电价结构。

图28 电力系统示意图



资料来源：公开信息整理、毕马威分析

本轮的输配电价改革是以建立独立的输配电价体系为目标，打破现行的“独买”和“独卖”模式，管住中间“过网费”环节，首次在本成本监审基础上，按明确的机制核定价格，并建立了跨省跨区、区域电网、省级电网三个层次的价格体系，这标志我国第一次形成独立输配电价体系。从2015年深圳电网和蒙西电网开始试点输配电价改革开始，不到三年时间，输配电价改革顶层设计涵盖了跨省跨区专项工程、区域电网、省级电网、地方电网和增量配电网等输配电各个环节、全部领域。

► 电力交易机制改革：电力交易机构已在各省级组建并运营；

我国首家完成工商注册的电力交易机构——北京电力交易中心在2016年正式揭牌，直至2017年底，不到两年时间，我国最后一个省级电力交易机构——海南电力交易中心正式成立。除港澳台之外的31个省级行政区全部建成电力交易机构，且除西藏外，均已进行了实质性交易行为。

▶ 售电侧改革迈出实质性步伐，有序向社会资本放开配售电业务；

电力行业2002年已完成厂网分离，将电力系统拆分为：两大电网（国家电网、南方电网）+五大发电集团（华能、大唐、华电、国电、国家电投）+辅业集团。电力系统的厂网分离，打破了电网企业独家购买电力的格局，初步建立竞争、开放的区域电力市场，形成新的竞价上网机制。在此阶段已基本完成发电侧市场主体的培育。因此，在2014年开始的新一轮电改中，改革重点更加侧重于放开售电侧市场。售电侧市场改革也是社会资本进入最为活跃的领域。突破了传统电网企业“统购统销”的模式，售电公司迅速进入该领域，全国首家售电公司于2015年在深圳成立，截至2018年底，各大电力交易机构注册的售电公司已超过3000家。

▶ 可再生能源发电可得到保障性收购；

按照2016年政策规定，可再生能源并网发电项目年发电量分为保障性收购电量部分和市场交易电量部分。其中，保障性收购电量部分通过优先安排年度发电计划、与电网公司签订优先发电合同（实物合同或差价合同）保障全额按标杆上网电价收购；市场交易电量部分由可再生能源发电企业通过参与市场竞争方式获得发电合同，电网企业按照优先调度原则执行发电合同。2019年3月，国家发展和改革委员会印发了《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》。办法阐述了可再生能源保障性收购的执行办法，厘清了政府、发电企业和电网公司之间的责任。为解决弃光限电，推进可再生能源的消纳，奠定了基础。

毕马威分析

2019年3月，在十三届全国人大二次会议首次记者会上，国家发展改革委副主任连维良介绍了20项年度重点改革任务，提到未来电力改革的主要任务，其中，“经营性行业的发用电计划将全面放开，增量配电改革试点将向县一级全面延伸”引发行业关注。

▶ 经营性行业发用电计划全面放开：

国务院总理李克强在今年政府工作报告中提到，“深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%”。这是继2018年后第二次要求“一般工商业平均电价降低10%”。经营性行业发用电计划全面放开降低制造业、一般工商业用电成本，向社会释放改革红利，有赖于深化电力市场化改革，推动发用电计划向市场化迈进。

▶ 深入推进增量配电业务改革：

2016年11月至2019年1月，国家发改委、国家能源局先后启动了3批320个增量配电业务改革试点，基本实现地级以上城市全覆盖。而自2018年下半年以来，国家层面开展一系列工作推动试点具体落地，亦曾约谈省级电网公司，要求加大力度支持增量配电改革工作。2018年底，国家发改委、国家能源局发布了《关于报送第四批增量配电业务改革试点项目的通知》，首次将增量配电试点改革的意义提升到了“支持民营企业发展”的高度，积极鼓励社会资本参与增量配电业务，并明确条件较好地区要努力实现县一级试点项目的覆盖。

如今，增量配电业务改革中仍然出现业主招标不规范、项目涉及的电网存量资产处置困难、配电区域划分困难、项目接入电网环节的机制和流程不明确等深层矛盾³。

1月份出台的《关于进一步推进增量配电业务改革的通知》旨在完善升级增量配电业务改革的顶层设计，对增量配电业务改革试点项目的开展进行了更详尽的指导。其中明确未确定业主的试点项目，不建议电网公司或当地政府投资；已获批开工，但有效期内投资不足10%的项目，可纳入试点范围；正常开展方式下仅具备配电功能的规划内220（330）千伏增量配电业务试点，可不限于用户专用变电站和终端变电站等。但是值得关注的是，增加社会资本进入配电业务成为文件亮点，这为光伏、风能等可再生能源进入电力市场交易、为能源综合利用效率的提高创造了有利条件。

³ 《关于进一步推进增量配电业务改革的通知》解读，中国能源报，2019年1月

国资委明确10家央企 为创建世界一流示范企业

2019年1月，国务院国资委明确了10家中央企业为创建世界一流示范企业，将在未来3年左右的时间有针对性地铺开多领域综合性改革举措，重点探索培育具有全球竞争力的世界一流企业的有效途径。企业包括航天科技、中国石油、国家电网、中国三峡集团、国家能源集团、中国移动、中航集团、中国建筑、中国中车和中广核集团。此次选定的第一批10家示范企业涵盖了航空、能源、投资建设等领域的多类型企业，将有效促进未来在更广范围内培育具有全球竞争力的世界一流企业。

新一轮国企改革正式迈入第六个年头。今年一季度，中央企业累计实现营业收入6.8万亿元，同比增长6.3%；实现利润总额4265亿元，同比增长13.1%。分月看，营收呈现增速逐月提升的良好势头，中央企业实现“开门红”。

表3: 国有企业改革主要成绩

-  **公司制改革方面**，中央企业集团公司层面68家全民所有制企业全部完成改制，截至2018年10月，全国国有企业公司制改制面达到94%。从中央企业看，压减法人数量12829户，压减的比例达到了24.6%；
-  **混合所有制改革方面**，2013-2016年，中央企业混合所有制企业占比由65.7%提高至68.9%，仅2017年以来又新增了900多户，引入社会资本超过4200亿元；
-  **公司治理方面**，截至2019年2月，83家中央企业建立了规范的董事会，15035户中央企业所属的二级、三级单位都建立了规范的董事会；
-  **战略性重组方面**，十八大以来，完成20组38家中央企业重组整合，新设中国航发，中央企业已经由116家调整至96家，企业重组融合，促进了结构优化，产生了协同效应，提高了资源配置效率；
-  **去产能方面**，国有企业承担了约80%的去钢铁产能任务和70%的去煤炭产能任务，2018年上半年退出煤炭产能340万吨，化解钢铁过剩产能任务已全部完成。

资料来源：Wind, 中电联，毕马威分析

自从2015年,《关于深化国有企业改革的指导意见》发布后,混和所有制改革开始成为国企改革的重要举措之一。从2015年开始确定混合所有制改革试点到2018年涉及400余家央企和地方国企的“双百行动”,国有企业改革已经从“试点启动与稳步扩围”转入了“深化综合推进阶段”,混改的方向也逐渐向企业集团层面或优质资产进行延伸。党的十九大提出,要培育具有全球竞争力的世界一流企业。积极稳妥推进混合所有制改革、加快由“管企业”向“管资本”转变、培育具有全球竞争力的世界一流企业,已经成为当前国企改革的重点。

► 什么是世界一流企业

世界一流企业应该是适应时代变革,并且有实力、有竞争力、有创新力的卓越企业。我们认为,世界一流企业应具备以下特点:



一流的自主创新能力;

一流的产品及服务质量能力;

一流的盈利能力;

一流国际化经营能力;

一流战略管理能力;

一流风险控制能力;

一流的人力资源管理能力;

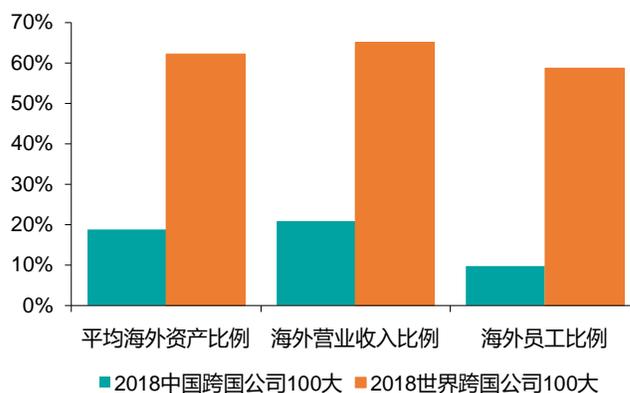
一流的企业文化以及公益服务意识

► 与世界一流企业的差距

对标具有全球竞争力的一流企业,我国进入世界五百强的企业并不在少数,2018年,中国进入世界五百强的企业比2017年增加5家至120家,比第一名的美国仅相差6家,是位于第三名日本的两倍有余。可见,我国的大型企业并不在少数,且已有部分企业在某些产品和技术方面达到世界一流水平,但是与国际一流企业相比,在行业引领、品牌影响力、文化等方面仍存在差距,尤其是国际化程度明显落后、技术创新竞争力仍显不足、企业效益仍待提高。

国际化方面,国际一流企业能够有效整合全球人才、技术、管理、金融等生产要素及自然资源,形成全球化运作架构和经营布局。2018年9月2日公布的“2018中国跨国公司100大”显示,中国企业入围门槛为72.22亿元,比2017年增长17.49%;且海外资产占比、海外营业收入占比、海外员工占比分别为18.79%、20.86%、9.76%,虽较上年均有提高但仍然远低于国际水平。

图29 2018年中国企业500强与世界企业500强国际化趋势图



资料来源:《2018中国企业500强分析报告》、毕马威分析

创新方面，2018中国企业500强⁴共申报发明专利34.55万件，比上年500强大幅增长51.72%，增速较上年提高了31.79个百分点。然而，“2018中国企业500强”专利总量中，发明专利占比仅为36.16%，却远低于欧美日等发达经济体企业90%以上的占比⁴。

企业效益方面，“2018中国企业500强”的营业收入利润率、净资产收益率分别为4.5%、9.6%，比世界500强低了1.8个百分点和1.3个百分点；世界500强平均利润38亿美元，中国500强约为其1/4。

毕马威分析

中国企业与国际一流企业的发展差距和中国经济发展阶段相关，国企在规模“做大”的同时，也要更多向“做强”发展。随着高质量发展理念已逐渐成为企业发展首要准则，企业将从单一追求规模而转向修炼“内功”与规模扩张并举，逐渐缩小与世界一流企业间的差距。

通过培育具有全球竞争力的世界一流企业，国有企业实现可持续发展、不断创新与完善，践行中国企业“走出去”和“一带一路”倡议，深度参与国际分工与实现全球资源配置。希望国有企业抓住历史机遇，借助培育世界一流的企业的快车道，更多的关注净资产收益率、营收利润率、研发投入、增加值等硬实力，也应更加注重人力资本的积累、注重企业风险的管控、注重国际化的资源配置，提升企业可持续稳健发展的综合实力。

当今时代，世界发展波云诡谲，我们认为，世界一流企业的核心竞争力在于技术的创新与发展，中央企业要努力在国际资源配重中占领主导地位，进而引导全世界的技术革新，争取成为具有影响力的领军企业。这要求世界一流企业一方面能够掌握该行业的关键技术和共性技术，提高企业的核心竞争力；另一方面能突破瓶颈制约，在战略性、前瞻性领域取得关键核心技术突破，引领行业未来发展⁵。

⁴ 《“2018中国企业500强”榜单公布 争创世界一流企业任重道远》，人民日报，2018年9月

⁵ 《深化国资国企改革 培育世界一流企业》，国资委，2019年4月

《粤港澳大湾区发展规划纲要》 正式发布

2019年2月18日，中央政府、国务院发布了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，显示珠江三角洲的深度融合发展将快速迈入一个新阶段。其中，近期规划至2022年，远期展望到2035年。粤港澳大湾区是国家重点战略部署，旨在推进广东省九个城市与香港、澳门的深度合作，促进湾区内的融合发展，通过改革创新、加大开放以打造一个协同发展、互联互通的世界一流城市群。

► 发展目标：

- 到2022年，基本形成国际一流湾区和世界级城市群框架。
- 到2035年，全面建成宜居宜业宜游的国际一流湾区。

► 空间布局：

- 极点带动：发挥香港—深圳、广州—佛山、澳门—珠海强强联合的引领带动作用。
- 轴带支撑：依托以高速铁路、城际铁路和高等级公路为主体的快速交通网络与港口群和机场群，构建区域经济发展轴带，形成主要城市间高效连接的网络化空间格局。
- 优化提升中心城市：以香港、澳门、广州、深圳四大中心城市作为区域发展的核心引擎。
- 建设重要节点城市：支持珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等城市充分发挥自身优势，增强城市综合实力。

目前，珠三角九市已初步形成以战略性新兴产业为先导、先进制造业和现代服务业为主体的产业结构，产业体系完备，集群优势明显，经济实力雄厚，且是内地外向度最高的经济区域和对外开放的重要窗口。香港作为国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽，拥有高度国际化、法治化的营商环境以及遍布全球的商业网络，是全球最自由经济体之一。澳门作为世界旅游休闲中心和中国与葡语国家商贸合作服务平台的作用不断强化，多元文化交流的功能日益彰显。三者优势互补，使得粤港澳大湾区经济发展后劲十足。

表4：2018年世界主要湾区指标对比

	粤港澳大湾区	东京湾区	旧金山湾区	纽约湾区
人口 (百万人)	69.6	44.0	7.7	23.4
GDP (万亿美元)	1.5	1.9	0.8	1.4
人均GDP (万美元)	2.2	4.3	10.2	6.0
占地面积 (万平方公里)	5.6	3.7	1.8	2.2

资料来源：联合国、毕马威分析

粤港澳大湾区的战略定位之一是建成具有全球影响力的国际科技创新中心。《纲要》指出，要充分发挥粤港澳科技和产业优势，积极吸引和对接全球创新资源，建设开放互通、布局合理的区域创新体系。推进“广州-深圳-香港-澳门”科技创新走廊建设，探索有利于人才、资本、信息、技术等创新要素跨境流动和区域融通的政策举措，共建粤港澳大湾区大数据中心和国际化创新平台。支持重大科技基础设施、重要科研机构 and 重大创新平台在大湾区布局建设。向港澳有序开放国家在广东建设布局的重大科研基础设施和大型科研仪器。今年2月，广东省省长马兴瑞在政府报告中透露，为推动粤港澳大湾区建设，将布局建设一批粤港澳联合实验室，开展前沿技术和产业关键共性技术研究。

在创新科技产业发展方面，大湾区拥有优质的人才资源、研发条件以及布局广泛的新兴产业重点发展基地。未来将全面推动湾区产业转型升级，实现产业多元化，往产城人融合方向发展。据最新出版的英国《自然》增刊《2018自然指数-科研城市》公布的排行榜，在全球科研城市50强中，广州及香港成为10个中国入选城市中的两个，分别排名第25、第26。广州的传统制造业将在产业升级的浪潮带动下转型升级，加速新一代信息技术、人工智能、生物医药(这三大产业英文首字母简称“IAB”)和新能源、新材料(这两大产业简称“NEM”)产业等新兴产业领域的发展，加上雄厚的教育和科研资源，实现千年商都向粤港澳大湾区“创新大脑”的飞跃。而在香港，国际化的商业模式及服务体系、高度发达的金融市场，令这里成为湾区内科技公司面向海外“走出去”的第一站，助力大湾区科创产业高效对接全球资本。

金融方面，《纲要》对粤港澳大湾区的金融发展规划涉及三方面，分别为建设国际金融枢纽、大量发展特色金融产业以及有序推进金融市场互联互通。同时，根据不同地区资源禀赋和产业发展特征，纲要对于各地的金融功能定位各有侧重：

- 香港：着重于打造服务“一带一路”建设的投融资平台，并打造大湾区绿色金融中心；
- 澳门：发展租赁业务，建设葡语国家人民币清算中心，建立以人民币计价结算的证券市场、绿色金融平台、中葡金融服务平台；
- 广州：建设区域性私募股权交易市场和产权、大宗商品的区域交易中心，并研究设立以碳排放为首个品种的创新型期货交易所；
- 深圳：建设保险创新发展试验区，并加强金融科技载体建设。

《纲要》给粤港澳大湾区增加了国际科创中心与国际金融枢纽的双重定位，科创与金融将成为大湾区腾飞的两大动力。在建设粤港澳大湾区背景下，金融体系承载重要历史使命，也迎来自身发展的时代契机。金融行业将加快开放创新与互联互通，深化金融科技渗透，赢得更快跨越发展。



3

专题研究： 中国外商投资 趋势与展望



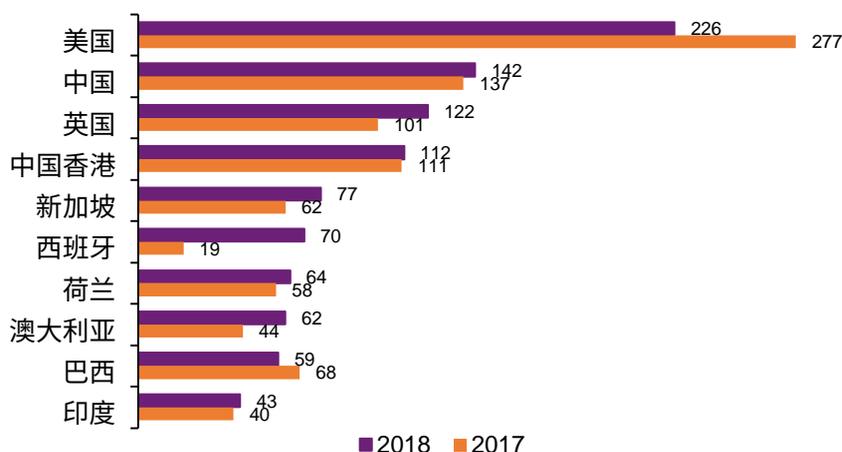
中国外商直接投资回顾

外商直接投资规模保持增长

过去40年间，外商直接投资已成为推动中国经济和社会发展的重要力量。据联合国贸发会议统计，1992年以来，中国实际使用外资连续27年位居发展中国家首位。截至2018年底，中国累计设立外商投资企业约96万家，累计实际使用外资超过2.1万亿美元。

近几年，全球外商直接投资（FDI）活动表现低迷，但中国FDI流入规模依旧实现增长。按照联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的估算，2018年全球实现FDI流量1.19万亿美元，投资规模连续第3年出现萎缩，并已跌至2008年全球金融危机爆发以来的次低值，仅略高于2009年时的1.18万亿美元。在此背景下，中国对外资的吸引力依旧不减。UNCTAD数据显示，2018年中国吸收FDI流入1420亿美元⁷，较上年增加50亿美元，占全球FDI的比重达到11.95%，为历史新高，仅次于美国的2260亿美元（对应全球FDI占比为19.02%），稳居全球第二⁸。

图30 前10大FDI流入国家和地区（10亿美元）



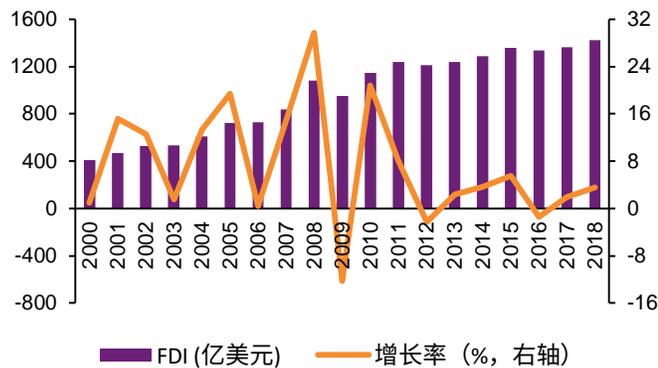
数据来源：UNCTAD，毕马威研究
注：2018年的数据为UNCTAD的初步估算值

⁶详见：中国政府网，http://www.gov.cn/xinwen/2019-02/28/content_5369161.htm。

⁷商务部披露的数据显示，2018年中国实际使用外资金额1350亿美元，该数据口径为不包含银行、证券、保险领域的外商直接投资数据。详见：http://www.fdi.gov.cn/1800000121_33_11806_0_7.html。

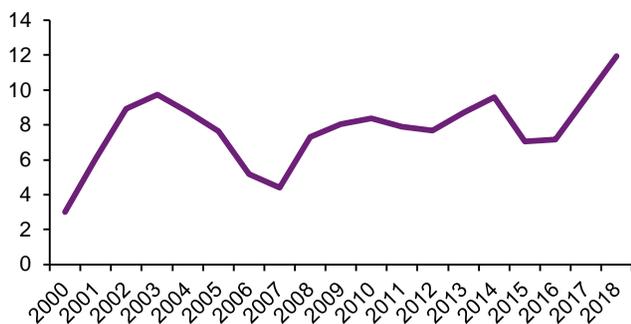
⁸详见：UNCTAD: Global Investment Trend Monitor, No. 31, https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diaeiainf2019d1_en.pdf。

图31 中国外商直接投资规模 & 增速



数据来源：UNCTAD，毕马威研究
注：2018年的数据为UNCTAD的初步估算值。

图32 中国FDI流量占全球流量的比重，年，%



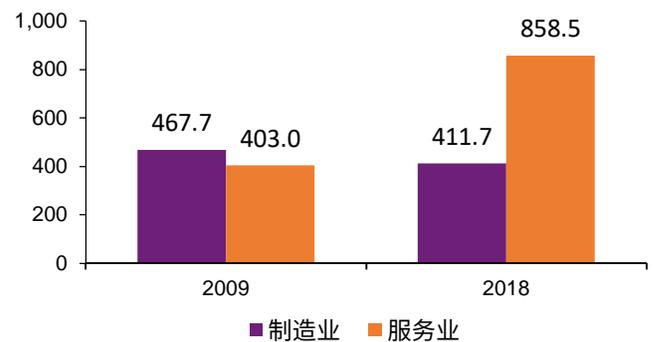
数据来源：UNCTAD，毕马威研究
注：2018年的数据为UNCTAD的初步估算值。

外商直接投资结构持续优化

从投资结构来看，过去10年中，中国FDI行业流向的变化也体现了我国产业结构的变迁，流向服务业的FDI规

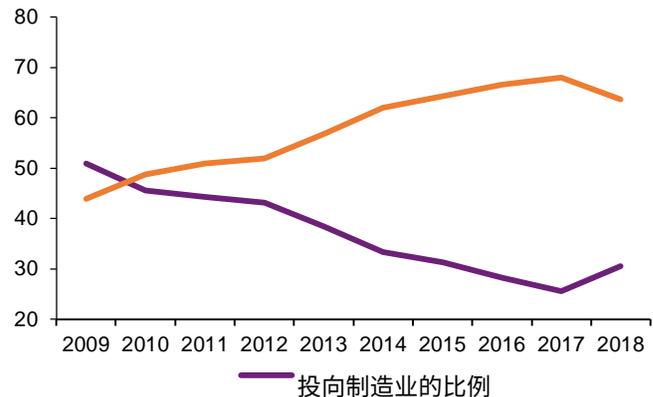
模明显多于制造业。2009-2018年期间，服务业吸引的FDI从403亿美元，增加至858.5亿美元，规模增加了1倍多，年均复合增长率达到8.8%；2010年，外商直接投资中流向服务业的比例首次超过制造业，达到48.7%；至2018年底，该比例已升至63.6%。相比之下，制造业吸引的FDI总值则出现了一定程度的萎缩，规模从2009年的467.7亿美元降至2018年的411.7亿美元，降幅达到12%。

图33 制造业和服务业吸引FDI规模对比，亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

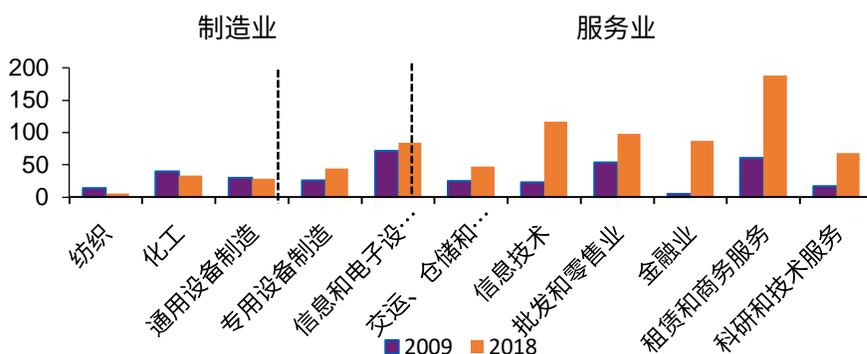
图34 外商直接投资流向制造业和服务业的比例，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从细分领域来看，制造业中纺织、化工、通用设备等领域2018年的FDI年度流量均较10年前有所回落；专用设备制造，信息和电子设备制造等领域吸引的年度FDI流量虽较10年前有所增加，但增幅相对有限。相比之下，服务业中的信息传输、计算机服务和软件业，批发零售，金融，租赁和商务服务，科学研究、技术服务和地质勘查业，交通运输、仓储和邮政，教育，卫生、社会保障和社会福利等行业2018年吸收的FDI流量则较10年前出现明显增长。

图35 主要细分行业吸引FDI的变化情况，亿美元

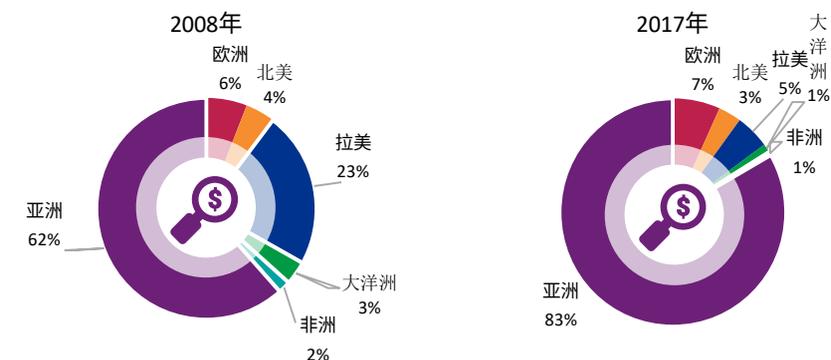


数据来源：Wind，毕马威分析

香港是中国外商直接投资的重要来源地

从资金来源地来看，最近10年（2008-2017年），来自拉美的FDI资金比例大幅下降，占比从金融危机爆发前的23%，降至2017年的5%；来自亚洲的FDI资金比例明显增加，占比从2008年的62%，升至2017年的83%，这主要来自中国香港FDI的贡献。香港作为国际金融自由港，在吸引外资方面很好的扮演了“国际资本的中转站”的角色，外商为避免自身对中国境内政治经济体制的不适应性，转道香港投资中国内地已成为前些年国际资本投资的惯常方式。同时，部分国内资本为了自身的国际化战略，以及为谋求境外上市和税收优惠等原因，选择在香港注册企业，然后再投资于国内也在客观上推高了香港FDI的占比。过去10年，来自中国香港的FDI增长迅猛，FDI流量从2008年的410亿美元，增加至2017年的945亿美元，占中国年度FDI流量的比重由45%增至72%。

图36 中国FDI资金来源地变化情况，按大洲，2008 vs 2017



数据来源：Wind，毕马威分析

表5：主要细分行业吸引FDI的变化情况，亿美元

2008年			2017年		
地区	FDI 流量 (亿美元)	占比 (%)	地区	FDI 流量 (亿美元)	占比 (%)
中国香港	410.4	43.1	中国香港	945.1	72.1
新加坡	44.4	4.7	新加坡	47.6	3.6
日本	36.5	3.8	韩国	36.7	2.8
韩国	31.4	3.3	日本	32.6	2.5
美国	29.4	3.1	美国	26.5	2.0
英国	9.1	1.0	荷兰	21.7	1.7
德国	9.0	0.9	德国	15.4	1.2
荷兰	8.6	0.9	英国	10.0	0.8
其它	373.7	39.2	其它	174.6	13.3

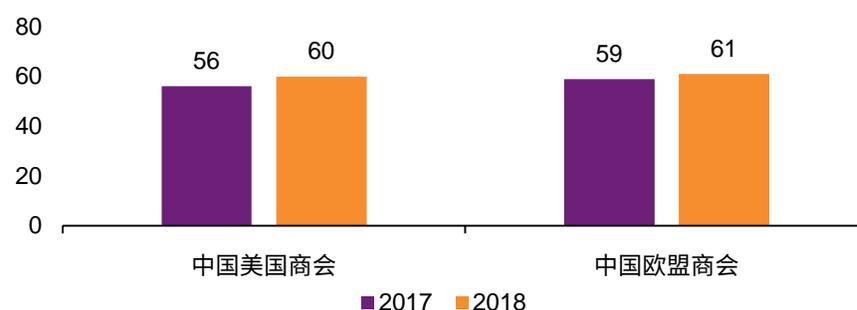
数据来源：Wind，毕马威分析

外商投资和中国经济高质量增长息息相关

得益于中国巨大的经济体量和较快的经济增长速度，中国成为全球最具吸引力的投资目的地之一。尽管对近期中国经济的下行压力表示担忧，但多数欧洲和美国的企业依旧认为中国是其全球投资计划的重中之重。中国美国商会和中国欧洲商会2018年的调查数据显示，分别有60%和61%的会员企业将中国视为其前三大投资目的地；而在中国美国商会2019年的最新调查中，该比例进一步上升至62%。

与此同时，外商直接投资也为中国的经济增长、就业创造和产业升级提供了资金、技术和经验。相关数据显示，外资企业创造了中国近一半的对外贸易、1/4的工业产值、1/5的财政税收和1/7的城镇就业⁹。商务部统计数据显示，2018年中国高技术制造业实际使用外资同比增速达到35.1%¹⁰，明显高于同期FDI和制造业FDI的同比增速。

图37 视中国为其三大投资目的地之一的公司占比 (%)



数据来源：中国美国商会《中国营商环境调查报告》，中国欧盟商会《商业信心调查》

⁹详见：https://pl.ifeng.com/a/20190310/60316714_0.shtml。

¹⁰详见：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1622633974662896557&wfr=spider&for=pc>。

《外商投资法》 出台

近年来，中国FDI的增长速度有所放慢。2011年-2018年，中国FDI平均增速降至2.8%，明显低于本世纪前10年8.4%的平均增长率。这一方面与中国FDI的体量增大有关，2018年中国吸引的外资已经是2000年的3.2倍（商务部口径）；另一方面，这也和近年来国际资本流动整体走势有关，国际政治、经济环境不确定的增加放缓了跨国投资的增长。

中国为了保持其对外资的吸引力，正在从加强法制建设和改善营商环境两方面加大努力。2019年3月15日上午，中国全国人民代表大会以2929票赞成、8票反对、8票弃权表决通过了《中华人民共和国外商投资法》（下称“外商投资法”），以法律的形式明确了外商投资的准入前国民待遇加负面清单管理制度，这被外界普遍视为中国进一步扩大对外开放和促进外商直接投资的重要里程碑。

《外商投资法》 出台的背景

改革开放后，我国逐步形成了以《中外合资经营企业法》（1979年）、《外资企业法》（1986年）和《中外合作经营企业法》（1988年）为基础的外商投资法律体系，外界普遍称之为“外资三法”，为当时中国推动改革开放、积极利用外资提供了有效法律保障。

“外资三法”形成于改革开放初期，主要规范外商投资企业的组织形式、组织机构和生产经营活动准则，但随着社会主义市场经济体制和中国特色社会主义法律体系的建立和不断完善，外资三法的相关规范已逐步为《公

司法》《合伙企业法》《民法总则》等法律所涵盖。由于“外资三法”混合了多个法律内容，与其他法律法规常常出现重复甚至冲突的问题；加之，中国已全面实施市场准入负面清单制度¹¹，既有的“外资三法”已较难适应改革和发展的要求。

与此同时，随着外部环境的变化，部分国家和经济体对中国在技术引进、知识产权保护等方面的抱怨和曲解越来越多。在此时点，以《外商投资法》的方式赋予外商投资企业更多的法律保障和投资便利，来增强外资信心和倒逼国内改革变得势在必行。

作为外商投资领域的基础性法律，外商投资法草案早在2011年就已启动修法研究，并于2015年1月时在商务部官网公开征求意见，彼时其名称还是《外国投资法（草案）》¹²，共包括：总则、外国投资者和外国投资、准入管理、国家安全审查、信息报告、投资促进、投资保护、投诉协调处理、监督检查、法律责任、附则，共11章170条内容；

相比上一轮“外国投资法”，经全国人民代表大会表决通过的《外商投资法》在章节和内容上进行了大幅精简，在方向上更加突出对外资的促进和保护，简化外商投资管理，体现了中国在外资领域推进“放管服”的改革思路。从具体内容来看，《外商投资法》包括总则、投资促进、投资保护、投资管理、法律责任和附则6章，42条内容。《外商投资法》将于2020年1月1日起施行，正式取代实施多年的“外资三法”，成为我国利用外资的基础性法律。

¹¹2018年12月25日，国家发展改革委、商务部发布《市场准入负面清单（2018年版）》，这标志着中国全面实施市场准入负面清单制度，负面清单以外的行业、领域、业务等，各类市场主体皆可依法平等进入。

¹²全称是《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》。

《外商投资法》的政策要点

《外商投资法》针对外国投资者普遍关心的投资征收和补偿、知识产权保护、技术转让等问题，都作出了明确的保护规定。并着力从市场准入、投资促进、投资保护和投资管理等方面优化中国的整体投资环境。

► 市场准入：

- 对外商投资实行“准入前国民待遇”加“负面清单管理制度”。在投资准入阶段给予外国投资者及其投资不低于本国投资者及其投资的待遇；对负面清单之外的外商投资实行备案制，中外投资享有相同待遇；
- 对于禁止和限制外国投资者的领域，将以负面清单的方式明确列出，清单之外充分开放。

► 投资促进：

- 规定国家支持企业发展的各项政策同等适用于外商投资企业；
- 外商投资企业平等参与标准化工作；
- 政府采购依法对外商投资企业在中国境内生产的产品和提供的服务平等对待；
- 外商投资企业可以依法通过公开发行股票、公司债券等证券以及其他方式进行融资等。

► 投资保护：

- 依法保护外国投资者的知识产权，保护知识产权权利人和相关权利人的合法权益；行政机关及其工作人员不得利用行政手段强制转让技术；
- 行政机关及其工作人员对于履行职责过程中知悉的外国投资者、外商投资企业的商业秘密，应当依法予以保密，不得泄露或者非法向他人提供；
- 外国投资者在中国境内的出资、利润、资本收益、知识产权使用费、依法获得的补偿或者赔偿等，可以依法自由转出；
- 建立外商投资企业投诉工作机制。

► 投资管理：

- 规定外商投资准入负面清单以外的领域，按照内外资一致的原则实施管理；
- 明确外商投资企业的组织形式、组织机构，适用《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国合伙企业法》等法律的规定；
- 通过建立外商投资安全审查制度，将此前分散的监管、审查条款进行统一，以为那些规范经营的企业提供更多便利。

《外商投资法》的影响及展望

《外商投资法》的颁布体现了中国推动新一轮高水平对外开放和营造国际一流营商环境的决心；同时，也是推动中国从“商品和要素流动型开放”，迈向“制度型开放”的重要一步。

近年来中国一直在加大对外开放力度，并在2018年举办了世界上首个以进口为主题的大型国家级展会。《外商投资法》在今年“两会”期间迅速通过，以法律的形式明确了中国对外商投资合法权益的保护，这对于提振外商投资的信心和优化中国的营商环境将起到积极的作用。

《外商投资法》明确了外商投资的准入前国民待遇加负面清单管理制度，将有助于外资进入更广泛的行业领域，在更广的范围内吸引各国投资者；而在知识产权保护和禁止强制技术转让方面的规定，则将更有利于吸引高新技术行业、服务行业等强调创新的领域，改善我国吸引外资的质量。

但也应该看到，目前《外商投资法》的内容更多是一种框架性、原则性的规定，未来还需出台相关配套的法规和实施条例继续完善。如：外商投资信息报告制度的细则、外商投资安全审查制度的细则等。此外，依据原外资三法设立的外商投资企业需要依据《企业法》或《合伙企业法》等相关法律，在5年内完成组织形式、组织机构及活动准则的转变。在实务中仍存在不少问题亟待解决，例如：

- 法律适用问题：保留原企业组织形式、治理结构、活动规则的外商投资企业在2020年1月1日三资企业法废止后的适用何种法律；过渡期满未完成调整的企业如何处理。
- 公司治理结构调整问题：需对治理结构进行调整与规范，包括修订章程，调整公司权力机构为股东会，增设股东会职权、议事规则和表决程序，增设监事或监事会等，调整董事会职权、董事产生方式、表决方式等相关条款。

进一步改善中国营商环境的建议

世界银行于2018年10月发布的《2019年营商环境报告：强化培训 促进改革》中，中国位列第46位，比上一年度跃升32位，已进入世界排名前50的经济体之列。中国也是该报告中东亚及太平洋地区进入2019年《营商环境报告》的10大最佳改革者名单中的唯一国家。作为世界第二大经济体，中国市场主体体量众多、形态多元，商业监管本身具有高度复杂性，能取得这样的成绩与政府一直以来为改善营商环境所推出的一系列改革措施密不可分。例如在“开办企业”领域，中国自2017年以来取消了3项程序，如今开办企业只需要9天，在这个领域排名第28位，与经合组织高收入国家持平¹³。

可以预见的是，新颁布的《外商投资法》如果能在实施过程中切实解决长久以来外资所关注的内外资企业在平等待遇、技术转让、合法权益保护、准入机制、投诉机制等方面的问题，中国的营商环境无疑将得到进一步得到改善，中国也将继续成为外资青睐的海外资本目的地。

毕马威在长期服务中外企业客户的过程中观察到，优化营商环境本质上应该是改善政企关系，提高服务效能。政府应时刻牢记立足于企业需求，围绕企业需求来推进营商环境政策的制定、落实、评估工作，而不能受困于

便利化举措的比拼。如果单纯执着于流程并联和时间压缩，会形成“口惠而实难至”的局面，企业经营过程中仍然受到种种隐性约束，这样的营商环境仍然不利于吸引投资，不利于市场活力的增强。针对《外商投资法》的下一步实施和进一步改善营商环境，我们建议政府从以下两个方面予以关注：

第一，希望继续根据外商投资法的相关内容进行细化。在具体落实上，也需要细化和补充相关配套制度。如在投资信息报告制度、安全审查、“实际控制”（即VIE结构）等方面，本次出台的法案相对涉及较少或仅做了原则性规定，希望能够出台更加详细的细则指导实际落地。

第二，思维转变和举措细化两手抓完善外商投资管理体系。各级政府需要一方面要加强思维意识的转变，树立企业为先、企业为主的意识；另一方面，也要善用各类智库和第三方机构，真实、准确的了解企业的需求、愿望，扎扎实实的制定惠企举措、将每一个举措真真切切的落到实处，积跬步以至千里，才能持续优化营商环境的水平，持续提升经济活力。

¹³ 《2019年营商环境报告：强化培训 促进改革》，世界银行集团，2018年10月31日，<http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Special-Reports/ReportInChinese.pdf>

附表：主要经济指标

			2017	2018	2018			2019		
	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	82.1	90.0	25.4			21.3		
	实际国内生产总值	同比, %	6.8	6.6	6.4			6.4		
	规模以上工业增加值	同比, %	6.6	6.2	5.9	5.4	5.7	6.8	3.4	8.5
	工业企业利润总额	累计同比, %	21.0	22.0	13.6	11.8	10.3	0.0	-14.0	-3.3
	社会消费品零售总额	同比, %	10.2	9.0	8.6	8.1	8.2	0.0	8.2	8.7
	固定资产投资完成额	累计同比, %	7.2	5.9	5.7	5.9	5.9	0.0	6.1	6.3
	房屋新开工面积	累计同比, %	7.0	17.2	16.3	16.8	17.2	0.0	6.0	11.9
	房屋销售面积	累计同比, %	7.7	1.3	2.2	1.4	1.3	0.0	-3.6	-0.9
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	15.8	14.2	15.3	14.3	14.2	0.0	-34.1	-33.1
	中国制造业采购经理指数	指数	51.6	50.9	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5
对外贸易 及投资	出口金额	同比, %	7.9	9.9	14.3	3.9	-4.6	9.3	-20.7	13.8
	进口金额	同比, %	16.1	15.8	20.4	2.8	-7.7	-1.4	-5.0	-7.9
	贸易差额	十亿美元	419.6	350.9	33.0	41.9	56.8	39.3	3.8	32.4
	实际使用外资金额(非金融类)	十亿美元	131.0	132.0	9.7	13.6	13.7	12.4	9.3	14.1
	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	120.1	120.5	7.6	14.9	16.0	9.2	6.5	9.6
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.75	6.62	6.93	6.94	6.89	6.79	6.74	6.71
	人民币实际有效汇率指数	指数	121.0	122.6	120.0	120.0	121.1	122.1	124.5	124.5
	上证综合指数(期末值)	指数	3307	2494	2603	2588	2494	2585	2941	3091
	货币供应量(M2)	同比, %	8.1	8.1	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6
	社会融资规模存量	同比, %	12.0	12.0	10.2	9.9	9.8	10.4	10.1	10.7
	新增社会融资规模	十亿元	19440	19440	742	1524	1590	4635	703	2859
	新增人民币贷款	十亿元	13523	16166	697	1250	1080	3230	886	1690
	上海银行间同业拆放隔夜利率	%	2.63	2.48	2.3	2.4	2.4	2.0	2.1	2.3
价格	居民消费价格指数	同比, %	1.6	2.1	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	6.3	3.5	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4
	原油	美元/桶	50.9	64.9	70.8	56.6	49.0	51.7	55.0	58.2
	螺纹钢	元/吨	3878	4177	4579	4367	3955	3853	3922	3967
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	8.5	7.3	9.7	10.3	10.6	10.8	11.1	11.3

数据来源: Wind, 毕马威分析

联系人



邹俊
北方区首席合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087038
Jacky.zou@kpmg.com



龚伟礼
华东及华西区首席合伙人
毕马威中国
+86 (21) 22122999
william.gong@kpmg.com



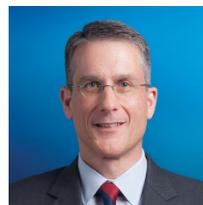
施展芳
华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (20) 38138810
ronald.sze@kpmg.com



韦安祖
香港首席合伙人
毕马威中国
+852 28267243
andrew.weir@kpmg.com



吴国强
中国业务发展主管合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087067
raymond.kk.ng@kpmg.com



史伟华
中国业务发展首席运营官
毕马威中国
+86 (21) 22123884
thomas.stanley@kpmg.com



康勇
首席经济学家
毕马威中国
+86 (10) 85087198
k.kang@kpmg.com

营商环境相关资讯请联系：



喻莺
政府及公共事务咨询服务合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85085443
ying.yu@kpmg.com

* 感谢毕马威王薇、孟璐、郑亚男、黄海涛（设计）等对本报告所做贡献。

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。

© 2019 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-MKT19-0002c

二零一九年五月印刷