



中国经济 观察

2019年三季度

毕马威中国
2019年8月
kpmg.com/cn



目录

	行政摘要	2
	经济走势	4
	□ 2季度经济总体增速继续放慢，但6月工业生产回暖	5
	□ 固定资产投资增速小幅回升，房地产投资面临回落压力	8
	□ 消费因汽车去库存明显回暖，但增长趋势或不可持续	11
	□ 通胀保持平稳，水果、猪肉价格是CPI主要上涨因素	13
	□ 社融延续回升，实体经济融资环境持续改善	15
	□ 出口增速下滑，下阶段增长下行压力加大	17
	政策分析	19
	□ 工信部加快5G商用步伐	20
	□ 职业教育改革进入新阶段	25
	□ 国家网络安全部署再提速	28
	□ 三部委推动重点消费品更新升级	31
	□ 专项债配套融资新政公布	32
	专题研究：科创板、沪伦通推进资本市场改革开放	35
	□ 科创板开板，进一步深化资本市场改革	36
	□ 沪伦通启动，加快中国金融业对外开放	41
	附表：主要经济指标	44

行政摘要

2019年2季度中国经济增速进一步放慢。2季度GDP实际同比增长6.2%，比一季度下降0.2个百分点。上半年同比增长6.3%，比2018年全年增速（6.6%）下降了0.3个百分点。

- 从产业结构来看，服务业对GDP的增长贡献率为60.3%，继续领先其他产业部门；第二产业增速较一季度回落0.5个百分点，成为GDP增速的主要拖累。
- 从需求端看，消费依旧是经济增长的主要支撑。1-6月，最终消费支出对GDP的贡献率为60.1%，拉动经济增长3.8个百分点；虽然较一季度小幅回落，但仍然占据绝对主导。6月社消零售表现亮眼，名义增速9.8%，较5月上升1.2个百分点；实际增速7.9%，较5月上升1.5个百分点。汽车消费的回升是6月份消费增速创新高的主因。由于“国五”标准汽车强力促销去库存，6月份汽车类消费增速达到17.2%，比5月份上升15个百分点。
- 投资增速小幅回升，上半年固定资产投资同比增长5.8%，增速比1-5月提高0.2个百分点。其中基建和制造业投资均在低位有小幅反弹，而房地产投资由于销售的下降和融资环境的收紧而面临下行压力。
- 上半年中国出口基本持平，较2018年全年增速下滑9.8个百分点。其中，6月出口同比增速为-1.3%，再度转为负增长。上半年中国进口增速为-4.3%，较2018年全年大幅下滑20.1个百分点。由于出口放缓而进口大幅下跌，上半年实现贸易顺差1812亿美元，较去年同期增加459亿美元，但我们预期下半年贸易顺差将有所缩小。
- 生产方面，6月工业增加值同比增速6.3%，较5月回升明显，但受内外需疲软影响，上半年工业增加值同比较2018年全年低0.2个百分点。1-6月工业战略性新兴产业、高技术制造业增加值均高于规模以上工业，产业结构优化。

国际方面，2019年上半年全球经济仍然维持弱势。6月，全球制造业PMI指数收于49.4，已连续14个月出现下滑态势，且连续2个月低于荣枯线以下。全球主要经济体中，美、欧、日制造业PMI指数也均不断创下新低，6月分别收于51.7、47.6、49.3，较上月均出现下滑。先行指标PMI的持续性下跌预示着全球经济增长在2019年下半年可能面临较大的冲击，一些国际机构纷纷下调2019年经济增长预期，例如，IMF从2018年10月以来，连续4次下调全球经济增长率至3.2%，大幅低于最初3.9%的预测；世界银行也将2019年全球经济增长预期从1月的2.9%下调至6月的2.6%。随着全球经济增长放缓，外需将进一步萎缩，国内经济增长的下行压力进一步扩大。另外，由于中美经贸摩擦所带来的不确定性已导致今年6月中国对美国出口增速再度回落至-7.8%，中国对美出口占中国出口总额的比重也由2018年的19.2%下降至2019年上半年的17.0%，小于欧盟。美国退居为中国第二大出口目的地。预计下半年中美经贸摩擦仍将是国际环境所面临的最主要不确定性因素。

面对内外环境的多方压力，中国采取了更积极的财政政策以加强逆周期调节，主要体现在四个方面：1) 增加专项债额度并加快发行节奏；2) 增加赤字规模；3) 财政支出节奏提前；4) 大规模减税降费。从上半年的情况来看各项财政政策都已落地，截至6月底，专项债发行额度已达到1.39万亿元，占全年新增限额的65%，预计9月份将完成全年的发行指标；财政赤字规模1.57万亿元，已占全年财政赤字拟安排量的57%；全国一般公共预算收入10.78万亿元，同比增长3.4%，其中二季度增长仅为0.8%，而上半年财政支出12.35万亿元，同比增长10.7%；全国税收收入增速仅为0.9%，为近十年来最低值，大规模的减税降费是主因。加力提效的财政刺激使得上半年国内经济运行平稳，下行趋势得以有效遏制，宏观经济呈现出一定韧性。但需要注意的是，上半年财政收入和支出缺口的扩大势必挤压下半年财政政策的发力空间，如果下半年经济出现新的下行压力，可能需要财政政策出台新的工具。

货币政策方面，2019年以来，社融存量增速重新回归两位数增长，6月同比增长10.9%，比5月提高0.3个百分点，M2增速也达到8.5%，反映出我国实体经济融资环境持续改善。随着全球经济回落以及市场疲软，今年以来美联储的态度不断转鸽，其对2019年利率预期从18年9月的加息3次降至18年12月的2次，到19年3月的不加息和暂停缩表，再到于7月31日结束的议息会议上宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至2.00%-2.25%。作为美联储10年来的首次降息，此举不仅标志着美联储从2015年启动的本轮货币政策紧缩周期告一段落，也势必将带动全球流动性重回宽松。5月份以来，澳大利亚、新西兰、韩国等发达经济体，以及马来西亚、印度、俄罗斯等新兴市场纷纷下调基准利率。国际货币政策转向宽松，将使我国的货币政策更加灵活、拥有更多空间，有利于稳定经济增长。我们认为，未来央行将继续实施稳健的货币政策，将金融供给侧结构性改革作为重点，推进利率并轨和市场化改革，在完善利率传导机制，构建供给、需求和金融体系三角框架的基础上，从金融供给侧角度来弥补流动性分层的难题。

7月30日召开的中央政治局会议将当前经济形势定调为“稳中有进”，相对于去年七月中国经济“稳中有变”的政治表述更加乐观，体现出了政策上的定力。关于下一阶段财政政策的走向，本次政治局会议在延续此前“实施好积极的财政政策”和“财政政策要加力提效”的基调以外，新增“继续落实落细减税降费政策”的表述，由于财政支出受制于财政收入，预计下半年财政将更加强调“落实”而非“新增”。货币政策方面则延续了4月会议“松紧适度”的表述，同时增加了“保持流动性合理充裕”，意味着下半年金融对实体的支持力度不会减弱。

我们认为，面对内外部的复杂严峻形势既要通过财政和货币政策强化逆周期调节，也要防止搞“大水漫灌”，但究其根本最重要的还是要坚定不移地推动改革开放，降低市场准入，增强企业信心，激发经济的活力。

专题研究：科创板、沪伦通推进资本市场改革开放

中国近年来推出了一系列促进金融业改革开放的政策，尤其是2018年4月博鳌亚洲论坛以来，金融业改革开放大幅度加速。

作为资本市场改革的一项重要举措，上海证券交易所科创板于2019年6月13日在第十一届陆家嘴金融论坛开幕式上正式开板。科创板的设立不仅有助于改善资本市场融资结构，促进直接融资的发展；从上市公司角度看，其设立也为科技创新企业打造了一个股权融资和投资的平台，弥补了中国资本市场科创属性的制度短板。

具有中国金融业对外开放里程碑意义的沪伦通于2019年6月17日正式启动。与早前开通的沪港通和深港通相比，沪伦通将从两个方面进一步推动人民币国际化以及A股国际化。一方面，上海证券交易所与伦敦证券交易所均属于两个影响力很高、规模体量庞大的市场，这两大证券市场的互联互通无疑会带来巨大的影响；另一方面，沪伦通牵涉到的问题将可能会更为复杂，例如跨境交易、资本流动以及交易税收等因素，可能加快A股与其余国家地区互联互通的进程，大大提升国外投资者对A股的关注程度，加速推动A股融入到国际资本市场体系中去。

经济与金融共生共荣，资本市场改革开放的逐步推进必将助力中国实体经济的发展，而实体经济实现高质量发展又将催生一大批盈利能力持续稳定的优秀上市公司，构筑资本市场持续发展的基石。

1

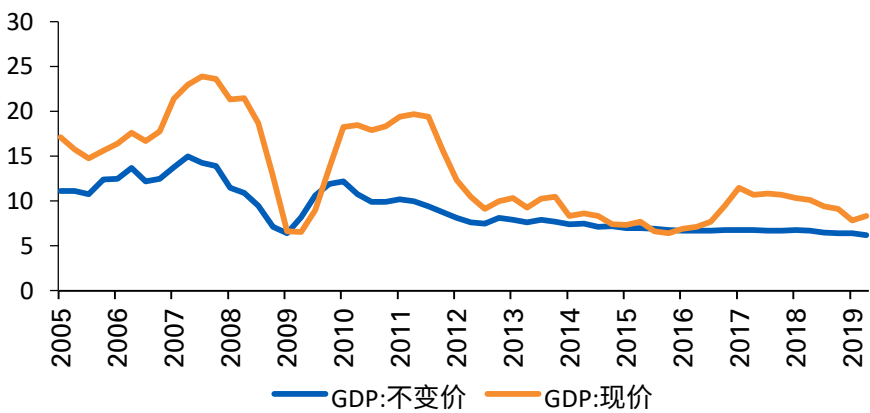
经济走势



2季度经济总体增速继续放慢， 但6月工业生产回暖

2019年二季度中国实际GDP同比增速6.2%，比一季度下行0.2个百分点；上半年同比增长6.3%，比2018年全年增速（6.6%）下降0.3个百分点。二季度名义同比增长8.3%，增速较一季度上升0.5个百分点，较2018年全年放缓1.4个百分点。

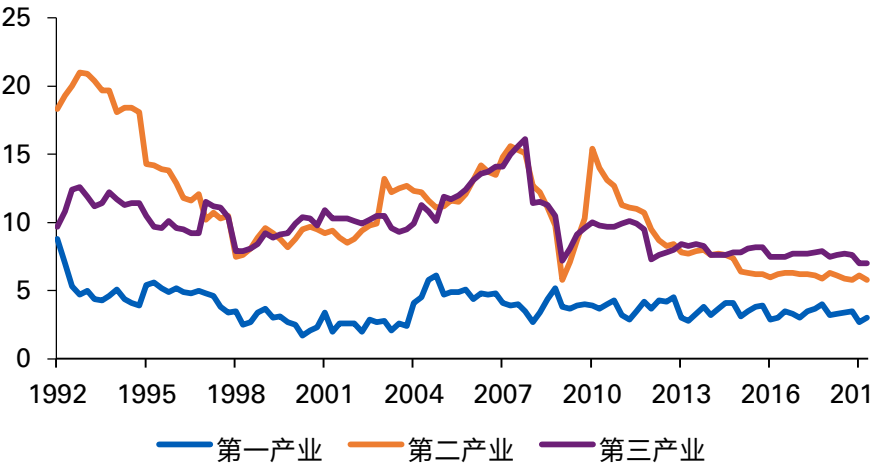
图1 GDP增速，当季同比，%



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。上半年服务业同比增长7.0%，与一季度增长持平，高于同期GDP增速；对GDP的增长贡献率为60.3%，比去年同期小幅下降0.2个百分点。第二产业增速有所趋缓，二季度同比增长5.8%，较一季度回落0.5个百分点，是GDP增速趋缓的主因。

图2 三次产业增速，累计同比，%

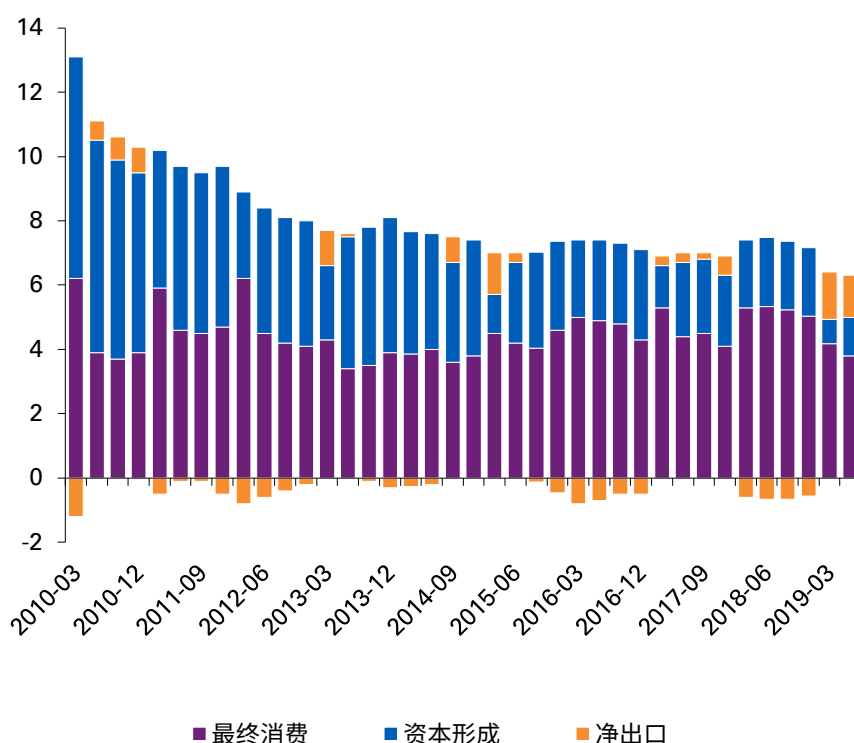


数据来源：Wind，毕马威分析



从需求端来看，消费依旧是经济增长的重要支撑。1-6月，最终消费支出对GDP的贡献率为60.1%，拉动经济增长3.8个百分点；虽然较一季度小幅回落，但仍然占据绝对主导。资本形成对GDP的贡献率较一季度上升7个百分点至19.2%，拉动经济增长1.2个百分点。净出口对GDP的贡献率维持在20.7%，拉动经济增长1.3个百分点。

图3 各部门对GDP的增长拉动，累计值，%

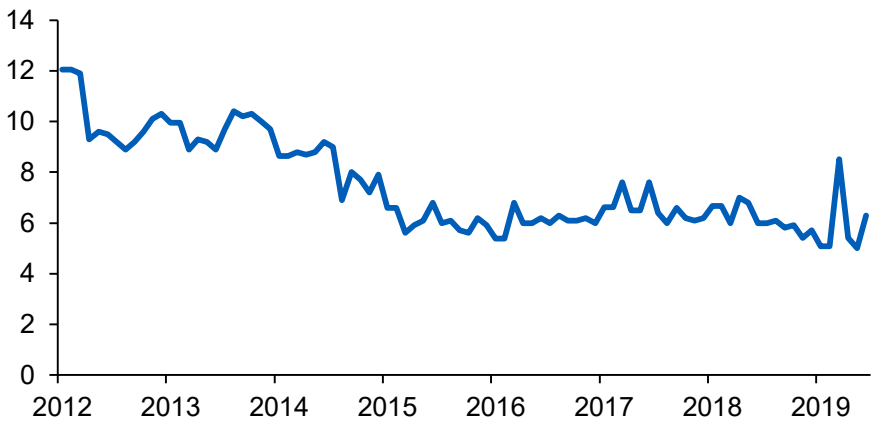


数据来源：Wind，毕马威分析

产出方面，上半年规模以上工业增加值增速6%，较去年同期的6.7%和一季度的6.5%均出现回落，但6月工业增加值同比增速6.3%，较5月回升明显。中国制造业采购经理指数（PMI）继3月和4月短暂回归扩张区间（分别录得50.5和50.1）后，自5月起再次进入收缩区间，5月和6月的指数均录得49.4，说明制造业景气程度仍需进一步提振。

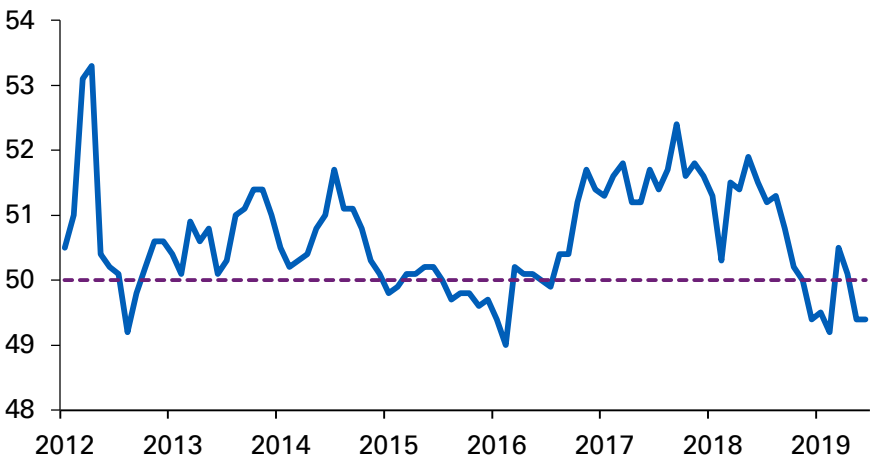
分行业来看，上半年回落幅度最大的是汽车制造，由去年同期的10.1%回落到上半年的-1.4%，是主要工业行业中唯一的负增长。此外，医药制造业由去年同期的10.9%回落到6.6%，计算机通信由12.4%回落到9.6%，通用设备由7.9%到5.1%，专用设备由11.11%下降到8.3%。与新兴行业工业增速普遍回落不同的是，传统行业如有色金属冶炼、非金属矿物制造、金属制品和铁路船舶等出现了增速攀升。

图4 规模以上工业增加值，当月同比，%



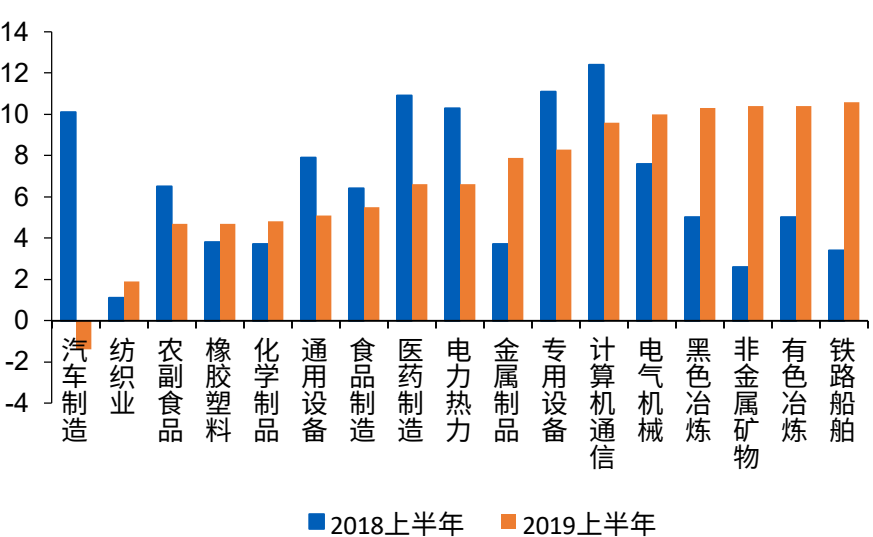
数据来源：Wind，毕马威分析

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

图6 主要行业的工业增加值增速，累计同比，%

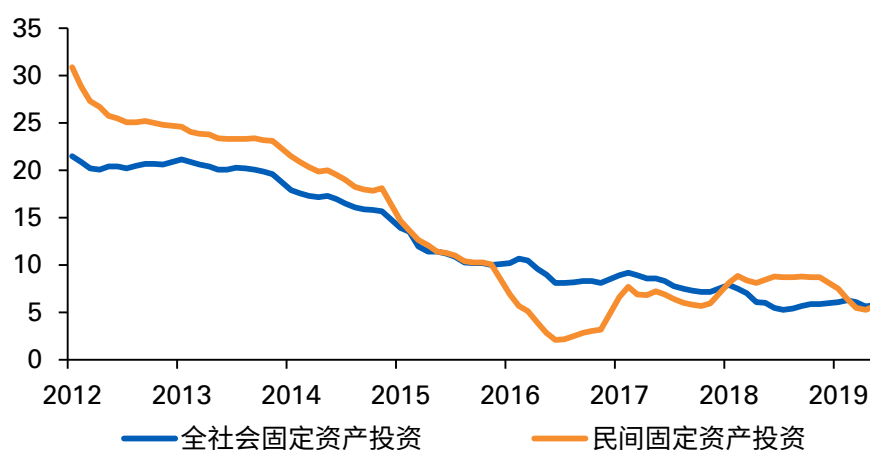


数据来源：Wind，毕马威分析

固定资产投资增速小幅回升， 房地产投资面临回落压力

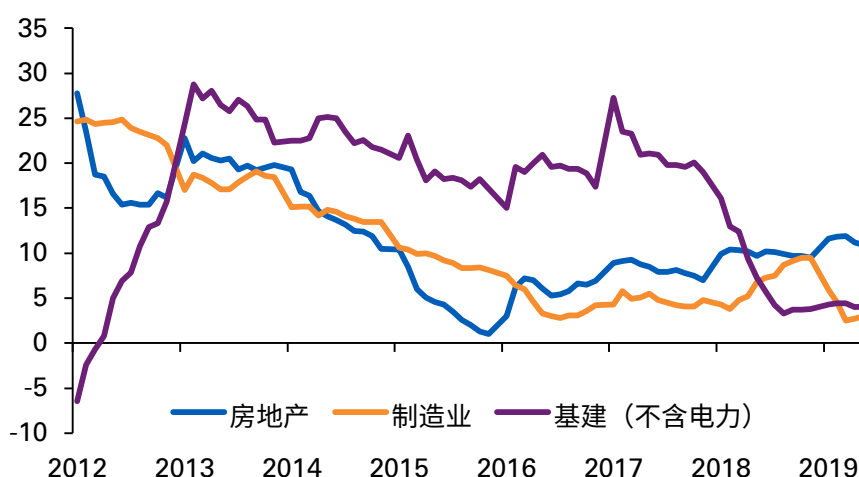
固定资产投资增速低位小幅回升。上半年，全社会固定资产投资同比增长5.8%，增速比1-5月提高0.2个百分点。民间固定资产投资同比增长5.7%，比1-5月提高0.4个百分点。

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，%

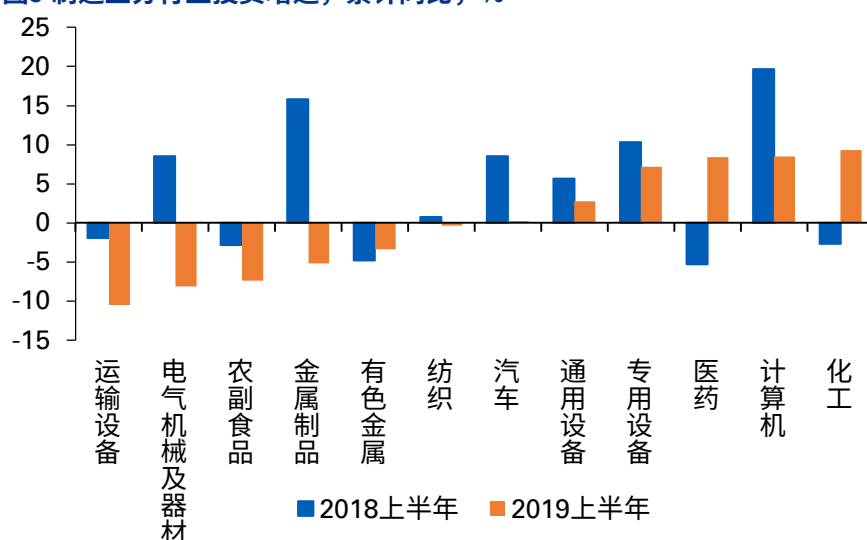


数据来源：Wind，毕马威分析

制造业投资低位回升，高技术制造投资表现亮眼

1-6月制造业投资同比增速3%，较1-5月微幅回升0.3个百分点，但仍处于历年来的低位。从主要行业来看，虽然与去年同期相比多行业增速出现了不同程度的下滑，但较1-5月有所改善。新兴行业中通用设备、专用设备、计算机投资有明显回暖，1-6月累计同比分别为2.8%、7.2%和8.5%，较1-5月回升1.4、1.0和2.3个百分点；汽车投资同比增速也由负转正，1-6月累计同比0.2%，较1-5月回升0.3个百分点；传统行业中有色金属和化工投资1-6月累计同比分别为-3.4%和9.3%，较1-5月回升6.3和1.9个百分点；1-6月高技术制造业投资增速为10.4%，比固定投资快4.6个百分点，也明显高于整体制造业增速。由此可见，尽管制造业投资整体仍处于低位，但投资结构正在逐步优化。可以预见的是，未来国家在高技术行业还将继续加大投入，加大财政、信贷、产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。

图9 制造业分行业投资增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

基建投资增速回弹，财政政策发力助基建稳增长

1-6月基建投资（不含电力）增速为4.1%，比1-5月小幅回升0.1个百分点；其中6月增速回升到4.4%，是上半年基建投资回弹的重要拉动力。6月份地方政府专项债发行提速，推动了基建投资增速回升。根据财政部公布数据，截至6月底新增地方专项债已发行1.39万亿元，完成全年新增限额的65%，预计9月底前将提前完成全年的发行指标。

6月10日中共中央办公厅和国务院办公厅公布的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，其中最受关注的两大亮点为：允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金；以及明确了专项债项目中市场化融资支持的项目标准。专项债可以做资本金，可以在一定程度上助力地方政府解决资本金难题，再加上市场化融资支持专项债项目，会加快推动政府投资的重大项目，起到基建稳增长的效果。

下阶段基建在积极财政政策的支持下将继续回升，但受到大规模减税降费后地方公共财政收入减少，以及中央严控隐性债务的制约，基建投资回升空间有限。

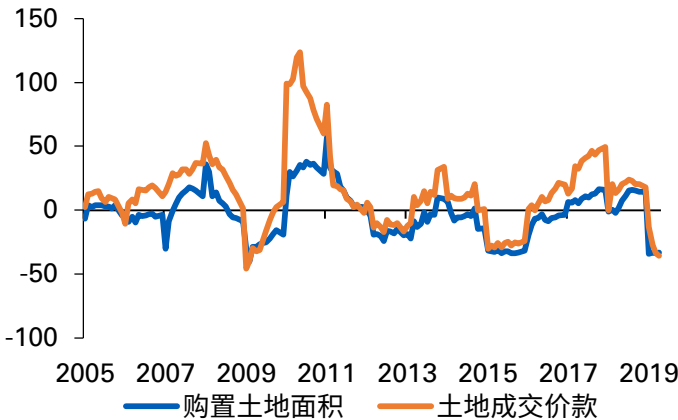
房地产销售降温，融资收紧，投资面临回落压力

1-6月房地产投资累计同比增长10.9%，较1-5月下滑0.3个百分点；6月当月同比10.1%，较上月回升0.6个百分点。同时，上半年房企土地购置面积为8035万平方米，同比下降27.5%，降幅比1-5月收窄5.7个百分点；土地成交价款为3811亿元，同比下降27.6%，降幅收窄8个百分点。剔除土地购置费后，1-6月房地产投资增速为5.5%，较1-5月上升0.3个百分点。

销售层面，上半年商品房销售面积75786万平方米，同比下降1.8%，降幅比1-5月份扩大0.2个百分点。商品房销售额达到70698亿元，同比增长5.6%，但增速回落0.5个百分点。

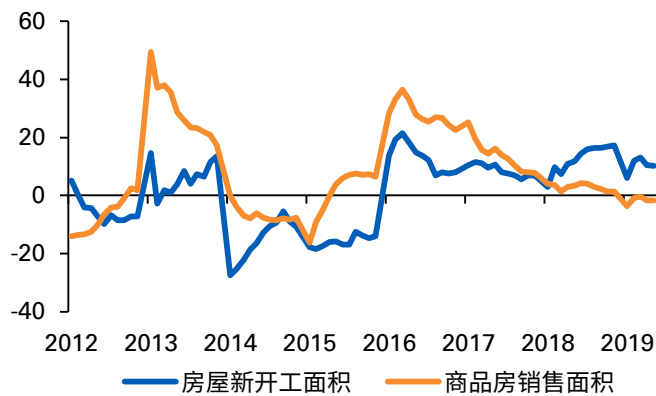
5月17日，银保监会下发23号文，即《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，对信托公司开展房地产业务提出严格要求，严格限制了前端融资模式¹的发展。23号文叠加销售的下行使得房地产企业融资环境进一步收紧，房地产投资后续或将缓慢回落。但在政府“因城施策”及开发商补库存的支撑下仍将保持相对平稳。

图10 购置土地面积增速vs土地成交价款增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

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



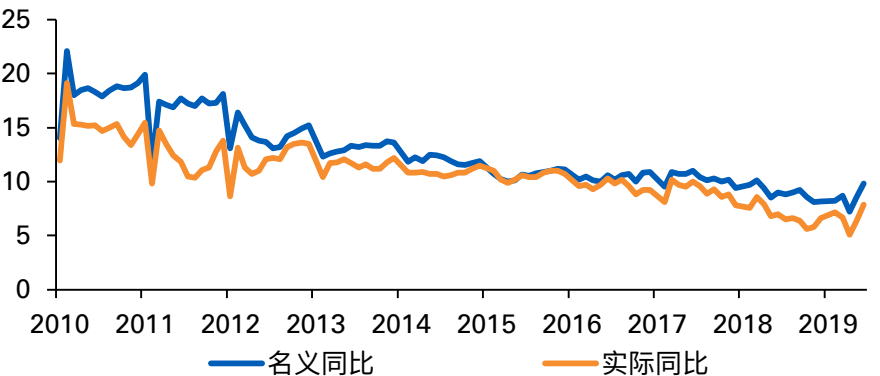
¹指项目没有四证从而不能获得开发贷款的情况下作的前期融资。

消费因汽车去库存明显回暖， 但增长趋势或不可持续

1-6月社会消费品零售总额同比增长8.4%，增速较一季度上升0.2个百分点，但仍低于2018年全年9%的增速；剔除价格因素的社消零售总额上半年实际同比增长6.7%，较一季度下降0.3个百分点。其中6月社消零售表现亮眼，名义增速9.8%，较5月上升1.2个百分点；实际增速7.9%，较5月上升1.5个百分点。

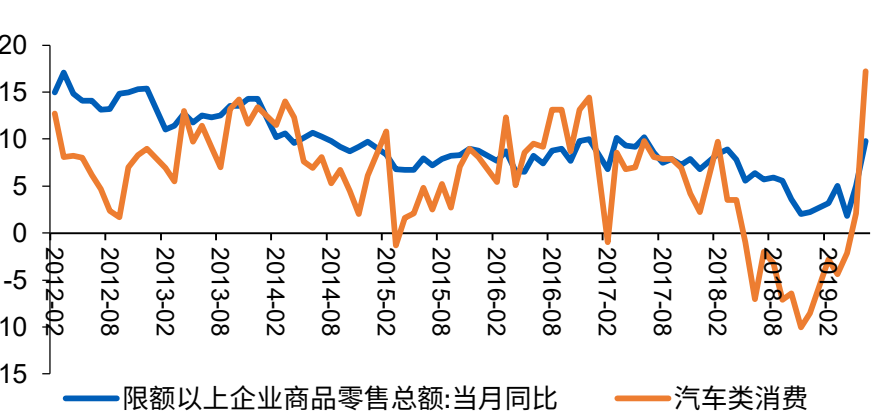
汽车消费的回升是6月份消费增速创新高的主因。上半年部分月份汽车消费的负增长带动消费增速走低，但在6月份汽车类零售增速达到17.2%，比5月份上升15个百分点，成为消费回暖的主要因素。汽车消费的激增主要是因为“国六”标准于7月1日在部分城市实施，车企降价销售“国五”标准汽车以去库存。但考虑到7月之后“国五”车型将不可再上牌，促销活动即将停止，且大规模促销往往会透支后期的部分消费，因此汽车消费的高增长不可持续，未来消费增速可能面临回落。

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

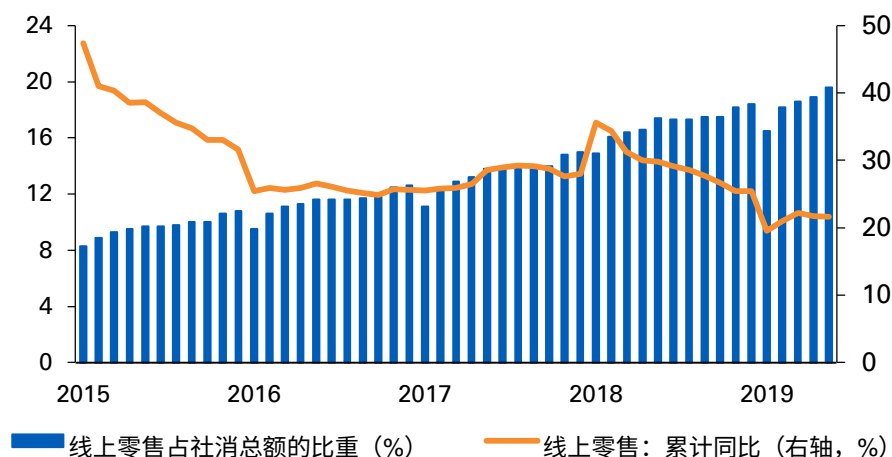
图13 限额以上企业商品零售额vs汽车类消费，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

1-6月实物商品网上零售同比增速21.6%，比一季度小幅上涨0.6个百分点，较2018年的25.4%有所回落。尽管如此，线上零售的增速仍远高于社消零售整体增速，且占社消总额的比重一直稳步攀升，6月达到19.6%的高位，是消费增长的主要动力。

图14 实物商品线上零售占比及其增速，%

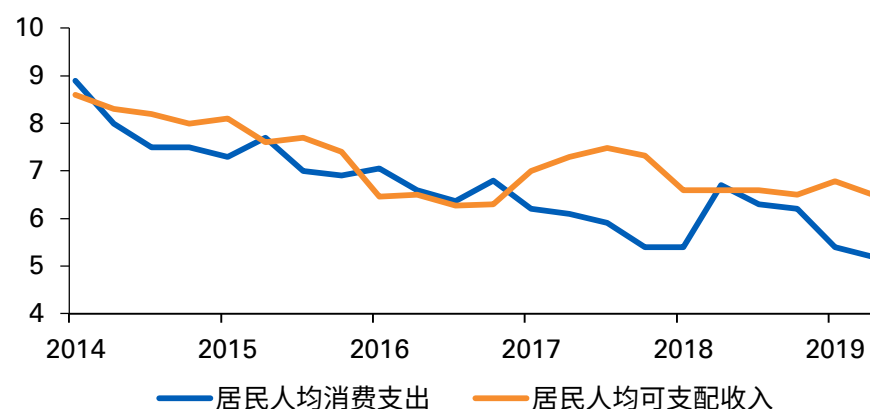


数据来源：Wind，毕马威分析

1-6月家庭部门可支配收入同比实际增长6.5%，比一季度下降0.3个百分点，但比同期经济增速高0.2个百分点。1-6月人均消费支出同比增长5.2%，比一季度小幅下行0.2个百分点。从2018年下半年开始居民可支配收入和消费支出的增速走势开始出现较明显的分化，消费能力与消费意愿之间所表现出的背离，表明消费者很可能下调了其边际消费倾向，对未来增长将产生下行影响。

短期来看，消费的提振仍需政策扶持，如落实好减税降费、就业优先以及对于耐用品更新消费的直接刺激政策等。然而，长期而言，只有加快结构性改革和进一步扩大对外开放才能真正释放中国消费的增长活力。

图15 全国居民人均可支配收入vs人均消费支出，实际累计同比，%



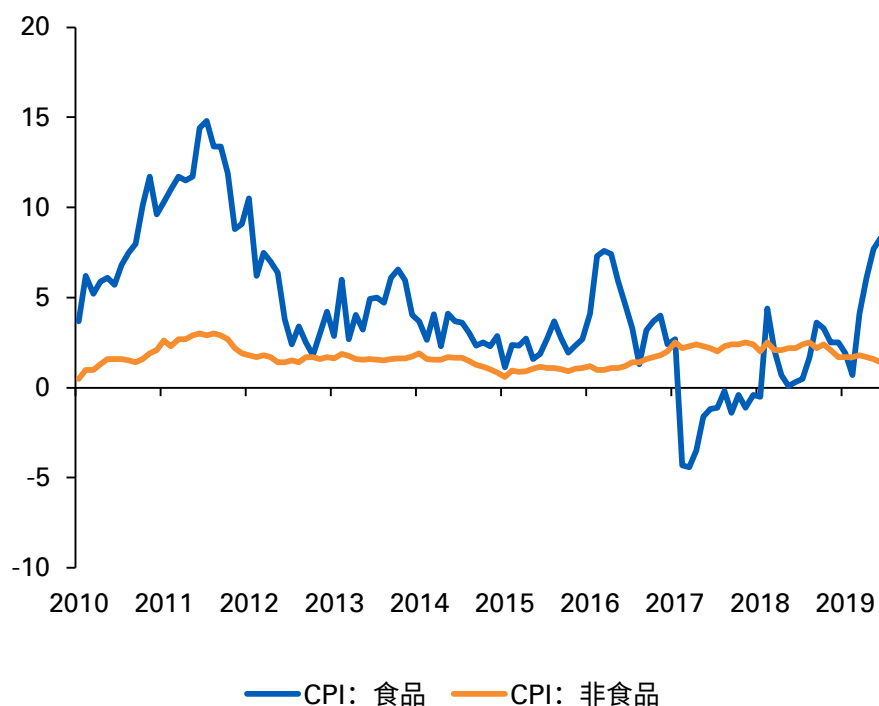
数据来源：Wind，毕马威分析

通胀保持平稳， 水果、猪肉价格是CPI主要上涨因素

2019年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比增长2.2%，比去年同期提升0.2个百分点。其中，6月CPI同比上涨2.7%，与上月持平，从细分项来看，鲜果和猪肉价格的上涨是推高CPI增速的主要原因，油价则是主要的拖累。具体来看，6月食品价格同比上涨8.3%，其中，鲜果同比上涨至42.7%，涨幅较上月扩大16个百分点，这主要是因为，受到去年低温天气的影响，今年部分水果库存不足，再加上今年南方降水较多，影响了鲜果的采摘和运输，预计7月等时令水果上市后，鲜果价格将会有所回落，不会持续拉动通胀的上涨；非洲猪瘟疫情持续导致6月猪肉价格同比上涨21.1%，较上月提高2.9个百分点，仍是通胀上升的主因。

非食品价格有所回落，一方面由于今年4月1日开始实施增值税减税政策，部分商品价格即使调降，但主要原因还是因为油价的快速下跌，今年6月，发改委已连续两次大幅下调成品油销售价格，6月12日，汽油、柴油每吨价格分别下调465元、445元；6月26日再次分别下调120元、115元。

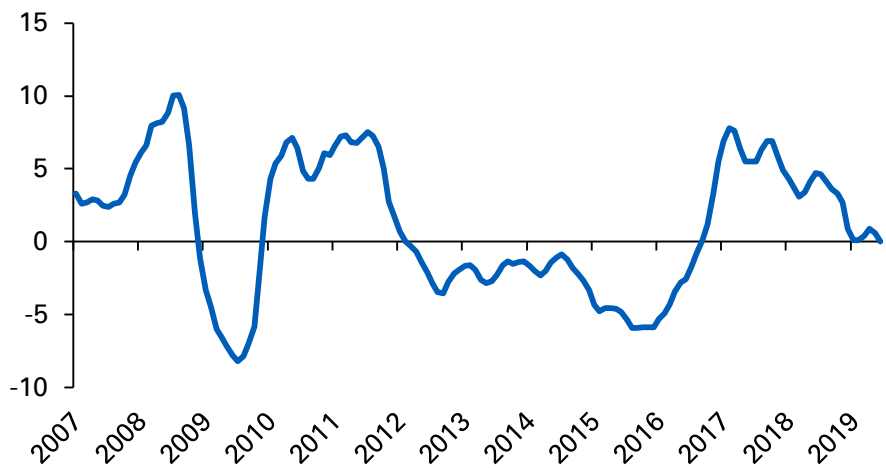
图16 食品和非食品类居民消费价格指数，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2019年上半年，工业生产者价格指数（PPI）累计同比增长0.3%，较一季度小幅回升0.1个百分点。其中，6月PPI与去年持平，较上月增速下滑0.6个百分点，这与CPI非食品分项的方向保持一致，反映出实体经济需求疲软。从工业行业来看，原油产业链是PPI增速下滑的主要拖累，其中，上游和中游的石油、天然气开采业和石油等加工业价格环比分别下跌3.9%和1.9%；下游的化学纤维制造业价格环比下跌3.1%。此外，今年二季度以来，钢材产量大幅增加，导致黑色金属冶炼及压延加工业价格环比由正转负至-1.3%。展望未来，随着需求端尤其是投资需求的逐步回落，再加上三季度高基数背景，预计PPI同比增速仍将继续回落，可能跌入负区间，工业品价格通缩风险上升，未来仍需更多减税降费政策发挥作用。

图17 工业生产者价格指数（PPI），当月同比，%



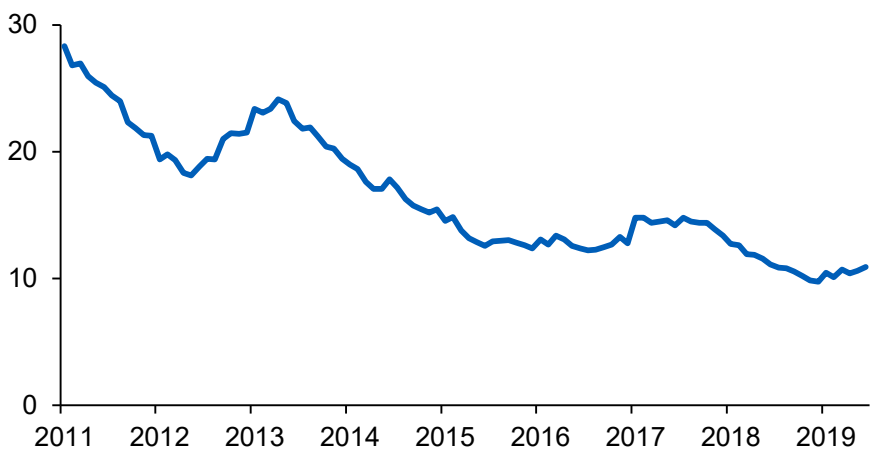
数据来源：Wind，毕马威分析



社融延续回升， 实体经济融资环境持续改善

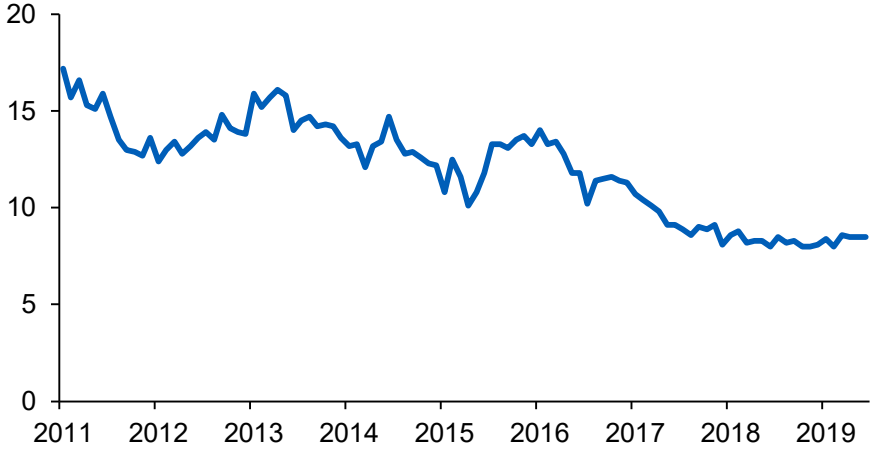
社会融资总额（TSF）是反映金融体系对实体经济（即非金融企业和住户）提供融资支持的指标。2019年以来，社融存量增速重新回归两位数增长，6月同比增长10.9%，比5月提高0.3个百分点，社融增速延续回升态势，显示出实体经济融资环境持续改善。M2增速保持平稳，6月M2同比增速为8.5%，与4、5月持平，比上年同期提高0.5个百分点，M2增速企稳也反映出金融支持实体经济的力度在政策引导下逐渐增强。

图18 社会融资规模存量，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

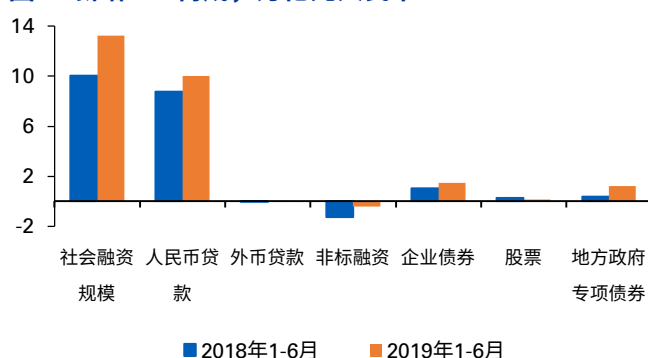
图19 广义货币供应量（M2），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2019年上半年，TSF新增13.2万亿元，比去年同期增加3.1万亿元，涨幅超过30%。从具体融资结构来看，新增人民币贷款为10.0万亿元，比去年同期增加1.3万亿元；非标融资（包括委托贷款、信托贷款、未贴现票据）下降4394亿元，比去年同期少减8193亿元；新增直接融资为2.8万亿元，比去年同期合计增加1.1万亿元，其中，新增企业债券融资1.5万亿元，比去年同期增加4183亿元，新增股票融资1205亿元，比去年同期减少1306亿元。新增地方政府专项债券融资1.2万亿元，比去年同期增加8292亿元，财政政策发力对社融增长形成有力支撑。

图20 新增TSF构成，万亿元人民币



数据来源：Wind，毕马威分析

银行贷款对社融增速回升贡献最大。从信贷投放结构来看，短期融资需求继续回升，上半年短期贷款和票据融资达到3.7万亿元，同比增加1.3万亿元，占全部贷款的比重为38%。但是，中长期融资方面没有出现明显改善的迹象，上半年中长期贷款为6.2万亿元，和去年同期基本持平，占比从69%下降至64%。其中，受到房地产销售小幅回暖的支撑，住户部门中长期贷款同比增加2500亿元。但企业部门中长期贷款同比减少2400亿元。企业中长期贷款增长乏力，一方面反映出企业扩大投资的动力不强，优质企业融资需求不旺盛，实体经济有效融资需求不足；另一方面也反映出包商银行托管事件的影响仍然存在，银行风险偏好尚未完全恢复。

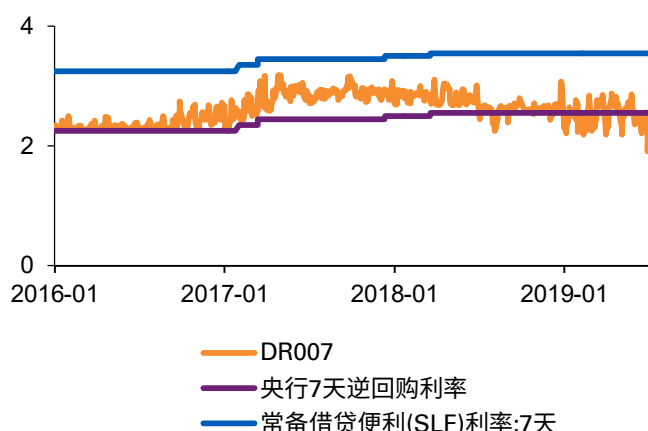
非标融资的低基数效应助推上半年社融增速的回升。2018年6月随着资管新规的发布，非标融资出现断崖式下跌，总计非标融资萎缩近7000亿元，由于2018年的低基数效应，今年以来非标融资维持小幅增长，成为

社融增速回升的主要贡献因子。不过，2019年上半年信托资金中投向房地产领域的占比持续上升，引起了监管部门的关注，监管部门出台多项政策规范房地产融资，例如，5月17日，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知》，要求严格规范房地产信托业务，强调不得向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资；6月13日，郭树清主席在陆家嘴论坛上明确表示，不能过度依赖房地产开发经济，同时要防范房地产企业融资过度挤占银行信贷资源；7月6日，银保监会表示要加强房地产信托领域风险防控，要求信托公司控制业务增速，提高风险管控水平等。因此下半年需关注地产信托融资收紧对于信托融资及社融非标三项的连锁影响。

银行间市场利率走低，代表市场平均融资成本的银行间7天质押回购利率（R007）和存款机构7天质押回购利率（DR007）均远离利率走廊的上限（常备借贷便利（SLF）），整体流动性依然较为充裕。

短期来看，公开市场操作虽然可以缓解资金缺口，但由于期限通常较短，不利于向实体经济提供中长期融资支持。7月2日，在第13届夏季达沃斯论坛上李克强总理宣布将运用一些中长期的融资工具（例如TMLF、定向降准等）来支持中小银行向中、小企业、民营企业贷款，进一步降低实际利率水平。未来，央行将继续实施稳健的货币政策，依然将金融供给侧结构性改革作为重点，力图推进利率并轨和市场化改革，在完善利率传导机制，构建供给、需求和金融体系三角框架的基础上，从金融供给侧角度来弥补流动性分层的难题。

图 21 银行间市场利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

出口增速下滑， 下阶段增长下行压力加大

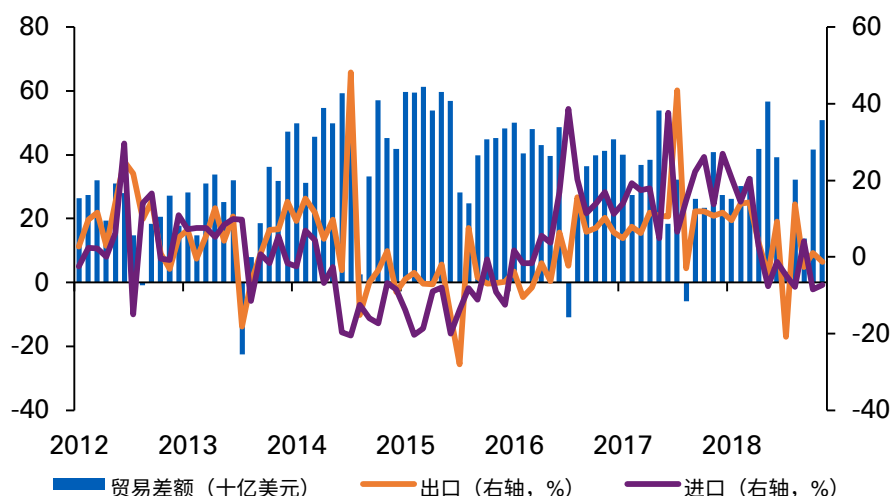
出口方面，2019年1-6月中国出口增速为0.1%，较2018年全年下滑9.8个百分点。其中，6月出口同比增速为-1.3%，再度转为负增长，较5月下滑2.4个百分点。出口增速明显下滑主要由于以下几点原因：第一，全球经济回落，海外主要经济体中，美、欧、日制造业PMI均下滑，整体外需疲弱；第二，去年二季度后“抢出口”带来的高基数效应；第三，中美经贸摩擦对出口的负面影响显现。

分国别和地区来看，中国对美国出口下降较大，2019年上半年对美出口同比减少8.1%；对日本的出口也较去年同期小幅下滑了1.1%。但同时，中国对欧盟、东南亚国家的出口依然保持了较快增长，分别上升6.0%和7.9%。中国对美出口占中国出口总额的比重由2018年的19.2%下降至2019年上半年的17.0%，而中国对欧盟出口占比由16.4%上升至17.3%，美国退居为中国第二大出口目的地。

进口方面，2019年1-6月中国进口增速为-4.3%，较2018年全年大幅下滑20.1个百分点。其中，6月进口增速较5月小幅回升1.2个百分点，至-7.3%，这主要是由于去年同期进口的低基数原因。上半年进口增速下滑的主要原因是内需仍然偏弱，预计未来进口增速大概率下行。

2019年上半年实现贸易顺差1812亿美元，较去年同期增加459亿美元，其中，6月贸易顺差为509.8亿美元，较5月提高92.5亿美元。由于出口增速放缓而进口大幅下跌，预计未来贸易顺差或将持续扩大。

图22 进出口活动，当月值



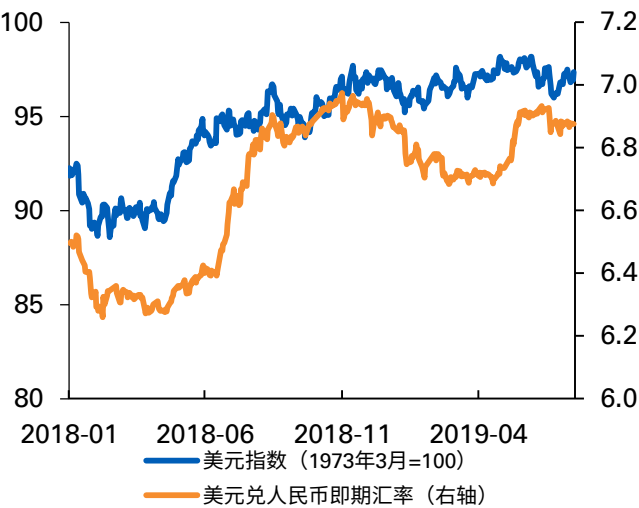
数据来源：Wind，毕马威分析

中美经贸摩擦反复不断。今年5月，中美贸易摩擦谈判出现波折，美国总统特朗普宣布自5月10日起将去年开始征收的2000亿美元清单商品的关税税率由10%提高到25%，并禁止美国公司向华为供货，中美经贸摩擦重新升温。6月底在G20峰会上，中美双方最终同意重启经贸磋商，美方表示在磋商期间不再对中国出口产品加增新的关税，并允许美国公司向华为供货，中美贸易又有所缓和。8月1日，在中美第十二轮贸易谈判在上海结束仅一天后，特朗普连发四条推文，宣布将从9月1日起向价值3000亿美元的中国商品征收10%的关税。中美经贸摩擦再次甚嚣尘上。外部环境的不确定性，再加上全球经济回落导致外需不振，预计未来贸易仍或承压，下阶段出口增速下行压力加大。7月10日召开的国务院常务会议提出，将研究继续降低进口关税总水平，完善出口退税政策等措施，通过进一步扩大对外开放来稳外贸。

2019年以来，人民币汇率整体来说比较稳定，直到5月份贸易摩擦再次升温给人民币带来新的压力，人民币汇率由5月10日的6.8118上升到了6月10日的6.9332，达到上半年的最高位。6月底中美元首G20峰会碰面后，中美经贸摩擦出现缓和，贸易谈判再次进入正轨，人民币汇率开始回弹，人民币贬值压力整体减轻；CFETS人民币汇率指数从今年5月以来总体呈现下滑趋势，6月底之后开始回弹，由6月28日的92.7上升至7月12日的93.2，市场对前期悲观情绪进行修正。

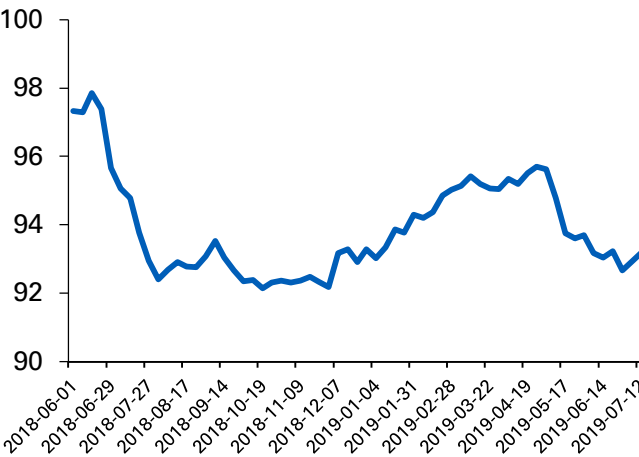
从美元指数上看，美元进入强势周期的尾声。虽然7月初美元指数出现小幅反弹，但随着美联储进入降息周期，预期下半年美元指数将回落，预计年末将收于94-95左右。随着美元指数继续回落，人民币汇率将企稳甚至可能出现小幅升值，预计年末人民币汇率将保持

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人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析



2

政策分析



工信部加快5G商用步伐

2019年6月6日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电四大运营商发放了5G商用牌照，此举正式宣告中国进入5G商用元年。5G商用牌照的发放将有助于增强国内5G网络建设速度并增大投资规模，政策支持力度的增强也将进一步带动5G全产业链发展。

表1：2018年底以来5G发展大事记

2018年12月10日	工业和信息化部向中国电信、中国移动、中国联通发放了5G系统中低频段试验频率使用许可，这意味着全国范围的大规模5G试验将展开。
2018年12月21日	中央经济工作会议在北京举行，提出要加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。
2019年3月30日	全球首个行政区域5G网络在上海建成并开始试用。
2019年6月6日	工信部修订《电信业务分类目录（2015年版）》增设5G相关业务子类。同日，正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放了5G商用牌照。这也意味着中国5G正式进入商用元年。至此，中国成为继韩国、美国、瑞士、英国之后，全球第五个开通5G服务的国家。
2019年6月25日	工信部颁发的国内首张5G终端电信设备进网许可证由华为5G双模手机Mate 20 X（5G）获得，许可证编号为001。这一举措，意味着5G终端终于从实验室向市场“转正”，5G时代的序幕，也因为从运营商到终端的完满，而正式拉开。

资料来源：公开信息整理、毕马威分析

► 5G基站建设布局

基站建设是各运营商建设5G网络的必经之路，基站的数量将直接关系到各运营商5G服务的覆盖面积与网络能力。目前，三大运营商均已公布2019年的基站建设规划。



表2：三大运营商2019年基站建设规划

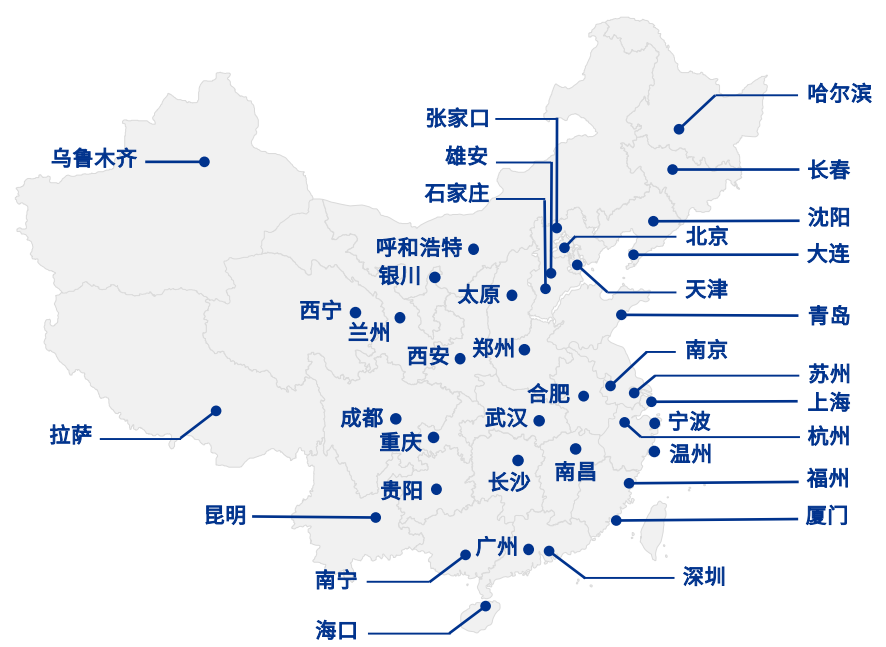
公司名称	2019年完成5G基站建设	5G投资额（亿元）
中国移动	3万-5万个	172
中国电信	2万个（计划）	90
中国联通	2万个（计划）	60-80

资料来源：公开信息整理、毕马威分析

► 5G试点城市

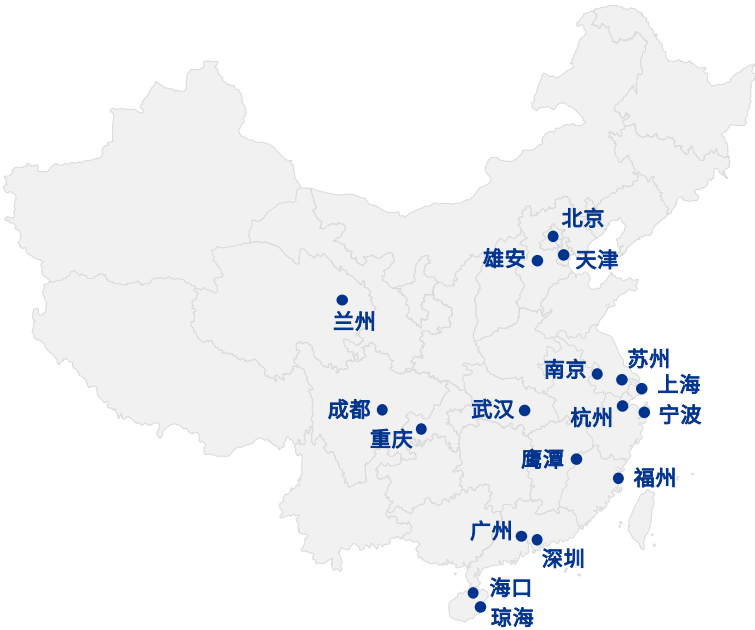
5G商用牌照发布之后，我国首批5G试点城市也随之曝光。中国电信、中国移动、中国联通今年将分别在至少40个城市覆盖网络，并在部分城市推出5G服务。从媒体获得的信息看，中国移动与中国联通选择的40城一致，中国电信尚未披露40城市完整名单，但鹰潭、琼海是电信独有的首批5G城市。

图25：中国移动、中国联通首批5G城市



资料来源：公开信息整理、毕马威分析

图26：中国电信首批5G城市



资料来源：公开信息整理、毕马威分析

► 5G终端策略

目前三大运营商都已纷纷亮出自己的5G计划，相同的是都将在2019年预商用、2020年规模商用。而在5G终端策略上，三大运营商侧重点却各不相同：中国电信坚持5G全网通和创新泛智能终端；中国联通侧重5G终端先发，同时在5G时代弱化终端补贴；中国移动推行5G终端先行者计划。

表3: 三大运营商5G投资计划

运营商	5G终端计划
中国移动	推行5G终端先行者计划，将推出5G智能手机和首批中国移动自主品牌5G终端产品，加快推进5G芯片、终端产品商用和创新。集中采购1万台5G终端，并投入1-2亿元进行终端补贴以开展试验并发展友好用户。
中国联通	推出5G先锋计划，侧重5G终端先发淡化终端补贴，2019年Q1发布5G终端NSA；2019年Q2预计启动5G终端NSA试商用、发布5G新型终端；2019年Q3终端NSA/SA试商用；2019年Q4时5G商用终端大规模上市。成立5G行业终端联合创新实验室，同时成立5G终端合作专员团队（总部）。
中国电信	坚持5G全网通，创新“泛智能”终端。将于今年9月发布5G原型机，技术验证60台；2019年3月发布测试用机，数量1200台；2019年Q3发布试商用机，端到端网络和业务测试2500+台。

资料来源：公开信息整理，毕马威分析

中国广电作为继联通、移动和电信之后的第四家5G通信运营商。早在2010年，国务院颁布的《推进三网融合的总体规划》中，提出了组建国家级有线电视网络公司的要求。同年，“中国广播电视网络公司”开始筹备。按照规划，中国广电成立后将整合全国有线电视网络为统一的市场主体，并赋予其宽带网络运营等业务资质，成为继移动、电信、联通后的“第四运营商”，同时也是广电系“三网融合”的推进主体。

2016年5月5日，工信部向中国广电颁发《基础电信业务经营许可证》，批准中国广电和其控股子公司中国有线电视网络有限公司经营互联网国内数据传送业务、国内通信设施服务业务。这意味着中国广电成为国内第四大运营商。

在5G网络建设方面，中国广电与其他三个运营机构有所不同。对于未来的发展计划，广电副总曾庆军曾表示：“5G网络将是汇集广播电视现代通信和物联网服务的一个高起点、高技术的网络，使广大的用户能够真正体会到现代超高清电视、现代物联网带来的智慧广电服务，甚至是社会化的智慧城市服务，能够使中国的技术产业服务助推5G全面引领的态势。”²

毕马威分析³

毕马威中国一直致力于深耕电信行业，并对5G在国内及全球的发展情况保持密切关注。对此，我们的解读如下：

(1) 通过五大价值驱动力，5G技术为企业客户赋能提供强力支持

全球5G已进入商用部署的关键阶段。在5G时代之前，通过2G、3G、4G的更新替代，相关技术主要是改善人与人之间的沟通方式，而5G商用发牌的重要影响在于，5G技术通过在容量、可靠性、时延、带宽和效率五个方面的价值驱动力，其未来发展除了影响人际沟通之外，还能极大改善机器与人，以及机器与机器之间的沟通。在中国，5G将作为重要的网络工具，进一步支撑人工智能、大数据分析以及云计算领域的发展。

运营商投入巨资兴建新兴网络必须考虑其将带来的盈利及回报周期。考虑到5G技术的价值驱动和潜在收益，我们认为，运营商在服务于公众市场用户之外，应将重点目光转向企业客户，在为企业客户赋能方面提供强力支持。

(2) 锁定三大发展周期，5G技术对不同垂直行业产生广泛影响

通过对行业本质的审视和评估，我们认为5G技术在垂直行业的发展周期将涵盖以下三个时间段：

² 《中国广电曾庆军：工信部给中国广电颁发5G牌照 实际上是颁发给全国有线电视行业和全国广电行业的》，界面新闻，2019年6月，<https://www.jiemian.com/article/3193810.html>

³ 了解更多详情，请见《工信部正式发放5G商用牌照！毕马威分析5G技术实现路径及潜在市场价值》，毕马威中国，2019年6月，<https://home.kpmg/cn/zh/home/social/2019/06/kpmg-analyzes-5g-technology-implementation-path-and-potential-market-value.html>

图27: 5G技术价值显现周期

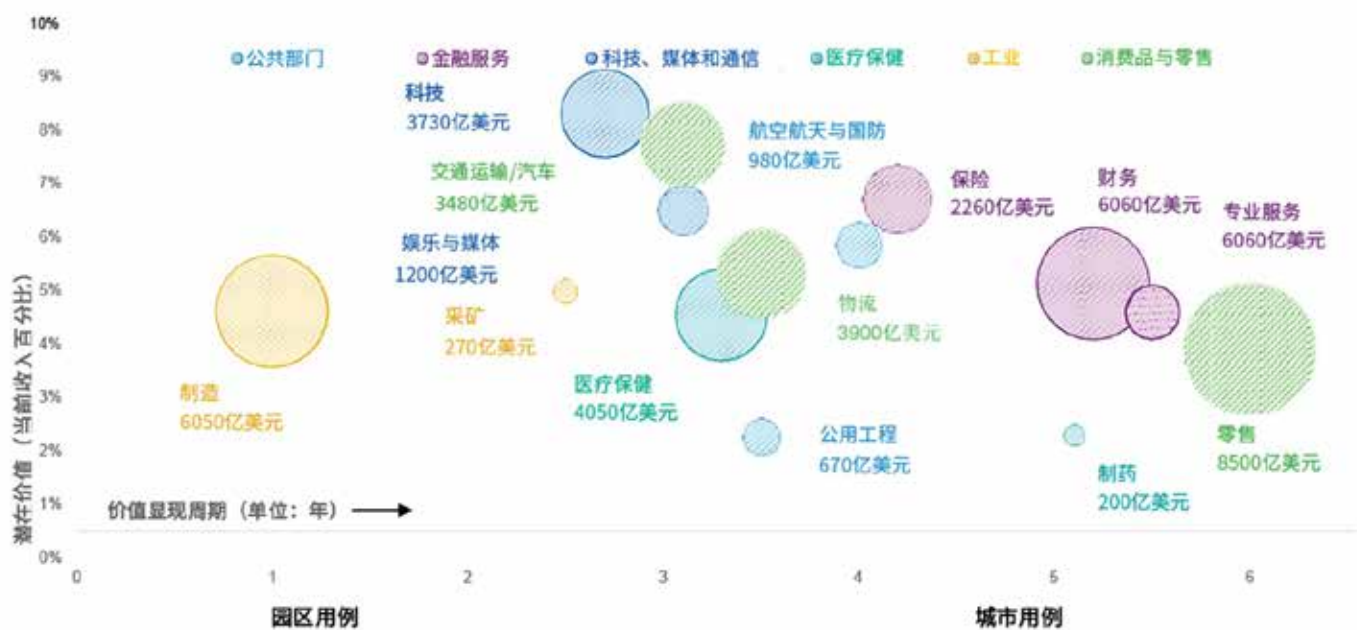


资料来源：毕马威分析

(3) 5G潜在全球市场价值达4.3万亿美元

根据我们的测算，当前5G技术在主要垂直行业的全球市场潜在价值预计可达4.3万亿美元，其价值显现总体周期为0-6年。对于运营商来说，零售、财务、制造业及医疗保健是能够实现收益最大化的5G技术应用领域。

图28: 垂直行业的5G技术价值显现周期分析



资料来源：毕马威分析

职业教育改革进入新阶段

2019年2月13日，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》。《方案》强调，经过5—10年左右时间，职业教育要基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变。重点突出职教改革，试试“1+X证书制度”。年初至今，职业教育政策密集出台，政策扶持力度逐步升级，顶层设计逐渐完善，足以证明国家对于职业教育的重视程度极高。

我国主要的教育体系分为学前教育、义务教育、高中教育（普通高中教育和中职教育）、高等教育（高职院校、普通本科高等院校）、继续教育（非全日制学历教育和职业培训）。职业教育体系包括学历教育和非学历教育，学历教育包括全日制中职、高职、职教本科学历教育以及非全日制学历教育（成人大专、网络教育等），非学历教育包括职业培训等继续教育项目。

职业教育是服务经济社会发展需要，面向经济社会发展和生产服务一线，培养高素质劳动者和技术技能人才，并促进全体劳动者可持续职业发展的教育类型。在国家经济结构和传统产业转型的驱动力下，市场对人才的需求量日益增长。建立现代职业教育体系，对打造中国经济升级版、创造更大人才红利、促进就业和改善民生具有重要意义。随着新型工业化的推进和科学技术的发展，现代职业教育体系越来越成为国家竞争力的重要支撑。

《方案》第九条提出，借鉴“双元制”等模式，总结现代学徒制和企业新型学徒制试点经验，学校和企业共同研究制定人才培养方案，将新技术、新工艺、新规范纳入教学标准和教学内容，强化学生实习实训。

德国是职业教育“双元制”的典范，该体系使实体经济与职业教育相互促进，进而构成了德国国家核心竞争力的要素。“双元制”教育是指职业培训要求参加培训的人员必须经过两个场所的培训，其中一元是指职业学校，其主要职能是传授与职业有关的专业知识；另一元是企业或公共事业单位等校外实训场所，其主要职能是让学生在企业里接受职业技能方面的专业培训。



“双元制”职业教育强调，学徒为以后的就业而学习，理论教学和实践教学的比例为30%和70%，或者20%和80%，理论课程以适应实践需要为主要目标，确保了培训质量和效率。同时，“双元制”职业教育体系下的学生会取得两类证书，一类是由职业学校提供的毕业证书，一类是由德国工商会认证的培训证书。

德国每年由政府拨巨额专项款扶持职业教育，并出台重要法案确保职业教育的发展。德国逐步发布《职业教育法》、《联邦职业技术教育法》，为职业教育发展提供强有力的法律保障及完善科学的发展路径。政府推动成为职业教育发展的重要力量。

表4：2019年职业教育主要发展政策

日期	法规	监管机构	摘要
2019.02.13	国务院关于印发《国家职业教育改革实施方案》的通知	国务院	启动1+X证书制度试点工作，借鉴“双元制”等模式，总结现代学徒制和企业新型学徒制试点经验，校企共同研究制定人才培养方案，
2019.02.23	中共中央、国务院印发《中国教育现代化2035》	国务院	加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局。推动职业教育与产业发展有机衔接、深度融合，集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业。
2019.02.23	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》	国务院	构建产业人才培养培训新体系，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，大力推进产教融合、校企合作，开展国家产教融合建设试点。
2019.04.01	教育部、财政部发布《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	教育部 财政部	集中力量建设一批引领改革、支撑发展、中国特色、世界水平的高职学校和专业群。
2019.04.03	国家发展改革委 教育部关于印发《建设产教融合型企业实施办法（试行）》的通知	发改委 教育部	重点建设培育主动推进制造业转型升级的优质企业，现代农业、智能制造、高端装备、新一代信息技术、生物医药、节能环保等急需产业领域企业，以及养老、家政、托幼、健康等社会领域龙头企业。优先考虑紧密服务国家重大战略、技术技能人才需求旺盛、主动加大人力资本投资、发展潜力大、履行社会责任贡献突出的企业。
2019.04.10	教育部等四部门印发《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	教育部等四部门	从2019年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。
2019.05.13	教育部等六部门关于印发《高职扩招专项工作实施方案》的通知	教育部等六部门	高职大规模扩招 100 万人，合理确定 2019 年各省份高职扩招计划安排，重点布局在优质高职院校，区域经济建设急需、社会民生领域紧缺和就业率高的专业，以及贫困地区特别是连片特困地区。
2019.07.05	财政部关于调整职业院校奖助学金政策的通知	财政部	起扩大高等职业院校（以下简称高职院校）奖助学金覆盖面、提高补助标准，设立中等职业教育国家奖学金。

资料来源：威科先行，毕马威分析

毕马威分析

通过“双元制”教育模式，接受培训的人员可以最大程度地将理论与实践结合起来。在企业中可以提前熟悉内部的分工、运行机制等，为以后的工作打下基础；在工厂中可以接触到最新的机器和技术设备，运用在职业学校中所习得的知识，真正做到学以致用。

目前我国各级各类教育中，职业教育还不被看重，甚至被认为是“洼地”与“短板”。被看作“办好新时代职业教育的顶层设计和施工蓝图”的《方案》中，第一句就指出，“职业教育与普通教育是两种不同教育类型，具有同等重要地位。”不仅明确了职业教育在我国教育体系中的重要地位，也为我国职业教育指明了未来的发展方向。

近两年，国家领导人多次明确表示支持行业发展。李克强总理在2019年多次国务院常务会议中提及职业教育，讨论通过高职院校扩招100万人实施方案，决定扩大高职院校奖助学金覆盖面、提高补助标准并设立中等职业教育国家奖学金。2018年7月，在第五轮中德政府磋商之际，教育部与德国联邦教育和研究部签署《关于深化高等教育和职业教育领域合作的联合意向性声明》，双

方将在“中国制造2025”与“工业4.0”框架下实施职教师资培训项目，中方每年将派遣职业院校校长及专业教师赴德进行培训，深度学习德国产教融合、校企合作。双方鼓励职业院校及企业开展联合培养，共同制定教学及实训大纲，培养行业企业亟需的应用型人才。随着政策支持力度的进一步加大，未来职业教育有望得到进一步的支持发展。

职业教育对于国家发展极为重要。世界经济的竞争，很大程度上是科学技术和制造业的竞争，这种竞争不仅需要一流的管理人才和研究人才，也需要一流的能工巧匠。推进中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、制造大国向制造强国转变，必须建设一支高素质的产业工人队伍，培养更多的“大国工匠”。当前推动高质量发展、壮大实体经济，需要数量充足的技术技能人才作为支撑，职业教育肩负着传承技术技能、培养多样化人才的职能，对接市场需求、更大规模开展职业教育和培训，可以帮助学生掌握一技之长，实现更高质量、更充分的就业创业。



国家网络安全部署再提速

5月13日，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会召开新闻发布会，正式发布了等级保护2.0核心国家标准，包括《GB/T 22239-2019 信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》、《GB/T 25070-2019 信息安全技术 网络安全等级保护安全设计技术要求》和《GB/T 28448-2019 信息安全技术 网络安全等级保护测评要求》。

等级保护2.0系列标准适用于对在中国境内建设、运营、维护、使用网络的监督管理。等级保护2.0适应新技术带来的网络环境变化，规范云计算、物联网、移动互联和工业控制领域的等级保护工作，贯彻落实网络安全法。为帮助相关行业深入了解等级保护2.0系列标准、顺利开展等级保护合规建设工作，毕马威对等级保护2.0进行了重点解读，并为企业等级保护建设工作提出合规路径建议。

6月30日，工业和信息化部正式发布《国家网络安全产业发展规划》。根据规划,到2020年,依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过1000亿元,拉动GDP增长超过3300亿元,打造不少于3家年收入超过100亿元的骨干企业。

《国家网络安全产业发展规划》的发布，意味着信息安全的国家战略地位进一步获得肯定，该规划将对未来信息安全产业的发展有巨大指引意义，国内网络安全市场规模或迎来爆发式增长。翌日，工业和信息化部发布《电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力专项行动方案》，旨在加行行业网络数据安全保护。

网络安全是指网络系统的硬件、软件及其系统中的数据受到保护，不因偶然或者恶意的原因而遭受到破坏、更改、泄露，系统连续可靠正常地运行，网络服务不中断。网络安全主要包括网络系统信息安全、网络信息传播安全、网络信息内容安全以及运行系统安全等。

► 等级保护2.0带来新挑战⁴

等保条例在网络安全法规定的网络运营者安全保护义务的基础上，对网络运营者针对不同安全保护等级网络的安全保护义务作了明确、细化的要求，这是等级保护2.0作为“条例”的新变化，既是公安部门的监管重点，也是网络运营者等保建设和测评的重点。

⁴了解更多详情，请见《等级保护2.0解读与应对》，毕马威中国, 2019年5月，<https://home.kpmg/cn/zh/home/insights/2019/05/mlps-insights-strategies.html>



网络运营者应参照等级保护2.0相关标准的要求：

- 梳理出定级对象并合理确定其安全保护等级、安全责任单位和具体责任人；
- 开展网络定级备案、安全建设整改、等级测评和自查等工作；
- 落实相关管理和技术措施，履行安全保护义务。

图29:等级保护2.0政策标准体系



资料来源：毕马威分析

注1：在《信息安全等级保护管理办法》的基础上，公安部会同有关部门起草了《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》。《信息安全等级保护管理办法》为现行有效的管理办法，《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》为新条例，目前仍在公开征求意见中。

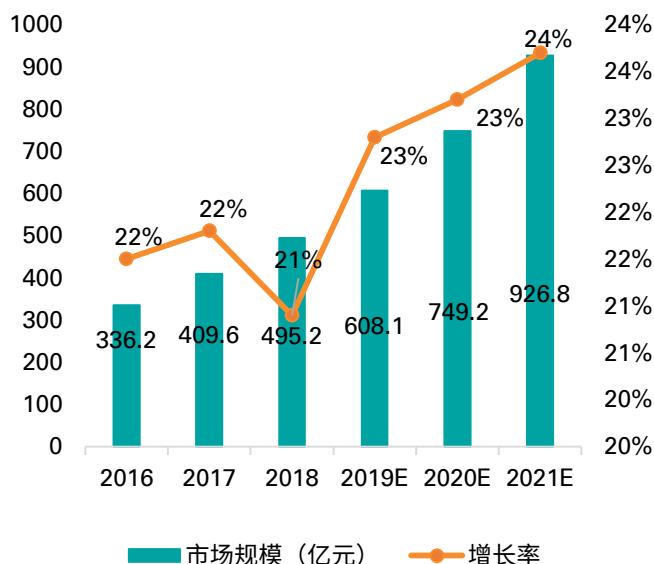
注2：部分等保2.0系列国家标准仍在进一步修订并陆续发布。

随着移动互联网、大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术的快速发展，围绕网络和服务的数据与应用呈现爆发式增长，丰富的应用场景下暴露出越来越多的网络安全风险和问题，并在全球范围内产生广泛而深远的影响。与此同时，国家、企业和个人信息安全意识的不断提升，以及每年计算机及网络犯罪活动带来的巨额损失与巨大威胁，给各国的互联网发展与治理带来巨大的挑战。

据统计，2018年全球网络安全市场规模1269.8亿美元，增速8.5%，而2018年中国网络安全市场规模495.2亿元，增速20.9%。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加到2021年中国网络信息安全市场将达到926.8亿元⁵。从数据可以看出，中国网络安全市场规模增速远高于全球水平，若按照全球平均水平来测算，我国网络安全市场还有近一倍的增长空间，对应千亿市场规模。

⁵ 《2019 中国网络安全发展白皮书》，赛迪顾问，2019年

图30: 中国网络信息安全市场规模与增长



资料来源：《2019 中国网络安全发展白皮书》，毕马威分析

工业和信息化部网络安全管理局相关负责人表示，数据安全属于新兴领域。当世界各国都纷纷在立法和监管方面探索开展相关工作，我国数据安全面临的的问题和挑战主要有两方面。

一是，要平衡处理好发展与安全的关系。面对大数据快速发展带来的新形势新挑战，部分企业为掌握海量数据资源，在数据保护方面存在“重采集，轻保护”的现象，亟需指导督促企业落实数据安全保护责任。同时，数据因交易而活跃，因共享而增值，应在维护数据安全的前提下，积极促进数据开发利用，以提升安全能力助力数字经济高质量发展。

二是，大数据时代下数据安全面临更多的风险和挑战，数据安全涉及数据采集、存储、使用、传输、共享等多个环节，传统网络安全监管手段和能力难以有效应对数据作为生产资料无处不在的新环境，需要在实践中不断完善管理方法，进一步加强数据全生命周期保护和管理。

毕马威分析

目前从各种迹象来看，中国网络安全产业的春天已经到来。中国网络安全领域将在国家的大力推动和市场的巨大需求之下，迎来蓬勃发展期。我国自2014年成立国家安全委员会和中共中央网络安全和信息化领导小组，确立了我国网络信息安全的重要领导和决策机构。在过去半年间，互联网信息办对《网络安全漏洞管理规定》、《数据安全管理办法》、《网络安全审查办法》等多项法规进行征求意见，规定了网络产品及服务提供者、运营者、第三方组织和个人发现网络漏洞后该如何处理，从法律层面预防了利用漏洞危害网络安全的行为。

伴随大数据时代与信息经济的高速发展，数据的经济价值不断上升，网络安全涉及硬件、软件、数据、服务等多方面内容。全社会所有行业都在进行数字化转型，一切都将步入数据驱动，数据将成为所有领域的基本生产资料。因此数据安全问题也将涉及所有行业，并且涉及产品、业务、人员、共享机制等。而网络安全又是国家安全的重要组成部分，个人隐私保护与商业利益和国家安全交织。在2018年举行的第三届国家网络安全周，习近平主席就提出，维护网络安全，需要政府、企业、社会组织、广大网民的共同参与；要树立正确的网络安全观，积极发展网络安全产业。因此，推进政府、企业、行业协会、第三方机构等相关机构的协作非常重要，发挥各自优势形成有效的配合，才能建立适应当今数字时代的协同治理模式。

未来，随着新兴数字技术的发展和应用场景的扩大，一些突出的网络安全问题应当受到重点关注。Fortinet 2019年的网络威胁做了一番预测，列出了五种值得关注的威胁，包括AI Fuzzing、0day漏洞的持续利用、僵尸网络、重点攻击以及机器学习。⁶网络世界的格局不断在改变，通过持续加大在人才、技术、数据等方面的能力建设和开放，打造安定有序的网络安全环境，才能进一步推进数字经济持续健康发展以及数据安全治理进程。

⁶ 《2019年五大网络威胁走势预测》，Fortinet，2018年

三部委推动重点消费品更新升级

6月，发展改革委等部门发布了《关于印发<推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019—2020年）>的通知》。方案聚焦汽车、家电、消费电子产品领域，重点在推动三大消费更替：一是推动汽油车向新能源车转换；二是推动5G手机尽快商用，并加快建设5G基础设施，为新一轮5G基础上的消费变革创造条件；三是继续推动消费品，尤其是家电消费向绿色经济的迭代⁷。

近两年，针对消费市场的变化，国家先后出台了一系列减费降税、扩大开放的举措。在汽车和家电等消费领域，为进一步推动重点消费品更新升级，促进形成强大国内市场。与此同时，各地也陆续出台了一系列促消费，特别是针对汽车、家电等重点商品的具体政策措施。这些政策的效果正在逐步显现，从6月份汽车类零售额来看，汽车的销售明显回升。

上半年消费增长对经济增长的贡献率超过了60%，达到60.1%，消费内部的升级还在继续推进。社会消费品零售总额6月份同比增长9.8%，比5月份回升了1.2个百分点，原因之一是汽车销售比较好，好于预期。主要是国标由国5转国6的切换，汽车的销售在6月份加大了促销的力度，限额以上单位汽车类销售增长超过了17%，拉

动了社会消费品零售总额增长约1.6个百分点。

作为消费市场的另一重要领域，去年家电消费占限额以上社会消费品零售总额的比重位列第五。国务院发展研究中心市场经济研究所所长王微对记者表示，当前鼓励家电消费的政策措施最重要的是把推动家电产业的整体转型升级，和满足居民高品质家电产品的需求更好地结合起来。目前我国家电普及率已经很高，城镇家庭每百户家电保有量趋于饱和状态，但依然有更新、升级空间，特别是绿色节能智能家电。

毕马威分析

《方案》的出台无疑为激发居民消费潜力提供了更大的动能。但这仅仅是促消费政策红利释放的前奏。在汽车、家电、文化、旅游等消费领域的“大头儿”上，培育消费新增长的方向已经明确，相关细则正在加快完善，有望近期出台。打造区域消费中心和国际消费城市，落实汽车、家电、信息、养老、育幼、家政等领域促进消费政策，将对下半年消费增长起到积极作用。推进并落实个税改革，降低个人税收负担，将有助于在一定程度上提振消费。

⁷相对发展改革委于4月发出的《进一步扩大汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019年）（征求意见稿）》，正式方案删除了部分内容，刺激力度相对缓和。



专项债配套融资新政公布

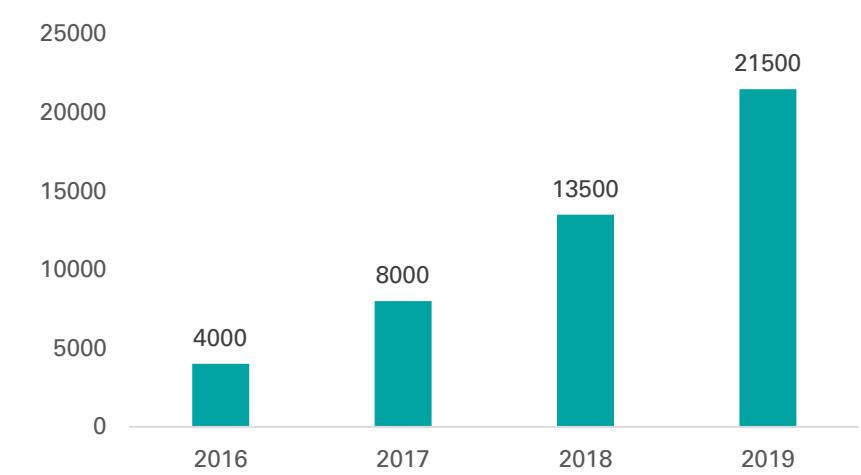
6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，相对此前相关政策，新政一大亮点是允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。

投资项目资本金方面，项目资本金是指在投资项目总投资中，由投资者认缴的出资额，对投资项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务；投资者可按其出资的比例依法享有所有者权益，也可转让其出资，但不得以任何方式抽回。对于项目资本金的规定，最新的政策是财政部于今年3月发布的《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，其中明确指出PPP项目不得出现以债务性资金充当项目资本金。而2018年发布的《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》以及2017年发布的《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》亦指出，重大项目资本金不得是项目公司债务性资金。这条每年多次被提出的规定一度被市场解读为监管层正在严格规范固定资产投资项目资本金制度，对市场来说，资本金制度的从严管理将给地方政府和社会资本带来更多的挑战。所以此次新政允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，一定程度上超出了市场预期的。

有PPP咨询业人士分析，允许专项债作为重大项目资本金，主要原因可能也是一季度发行的专项债，很大一部分由于各种原因未能形成投资，这其中也包括地方政府资本金不到位的问题。

发行规模方面，2019年《政府工作报告》要求，今年将较大幅度增加地方政府专项债券规模，拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，同比增加8000亿元，重点支持重大在建项目建设和补短板。而2016年、2017年和2018年的新增地方政府专项债额度分别为4000亿元、8000亿元和1.35万亿元，可以看到近年来新增地方政府专项债额度逐年递增，主要是因为土地出让收入下滑和减税降费等因素导致财政收入下滑，同时政府实施积极的财政政策进行逆周期调控，通过发行地方政府专项债弥补财政资金缺口来维持经济平稳，因此市场对地方政府专项债的新增额度关注度较高。根据财政部公布数据，截至6月底新增地方专项债已发行1.39万亿元，完成全年新增限额的65%，新政以及今年4月份财政部发布的《关于做好地方政府债券发行工作的意见》都提出加快专项债券发行使用进度，争取在9月底前完成全年新增债券发行。

图31：新增地方政府专项债额度（单位：亿元）



资料来源：政府工作报告、毕马威分析

募资用途方面，财政部负责人表示，为严禁利用专项债券作为重大项目资本金政策层层放大杠杆，允许将部分专项债券资金作为一定比例的项目资本金应当同时具备三项条件：第一，应当是专项债券支持、符合党中央国务院重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目；第二，涉及领域主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目；第三，评估项目收益除偿还专项债券本息后，其他经营性专项收入具备向金融机构市场化融资条件的项目。

资本金比例方面，截至目前，项目资本金调整共经历了1996年、2009年、2015年三次。分类来看，根据国务院发布的《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，PPP所涉及的基础设施和公共服务领域固定资产投资项目的最低资本金比例以20%为主，港口、沿海及内河航运、机场项目为25%，城市地下综合管廊、城市停车场项目，以及经国务院批准的核电站等重大建设项目，可以在规定最低资本金比例基础上适当降低。



表5：固定资产投资项目最低资本金要求

大类项目	具体项目	最低资本金比例
城市和交通基础设施项目	城市轨道交通项目	20%
	港口、沿海及内河航运、机场项目	25%
	铁路、公路项目	20%
房地产开发项目	保障性住房和普通商品住房项目	20%
	其他	25%
产能过剩行业项目	钢铁、电解铝项目	40%
	水泥项目	35%
	煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目	30%
其他工业项目	玉米深加工项目	20%
	化肥（钾肥除外）项目	25%
电力等其他项目		20%

资料来源：国务院、毕马威分析

毕马威分析

今年政府工作报告也明确提出，适当降低基础设施等项目资本金比例，相关部门亦已经开始启动研究调研。除了前面提到的国家发展改革委，交通运输部也将进一步深化交通运输投融资体制改革，加快构建“政府主导、分级负责、多元筹资、规范高效”的交通运输投融资体制列入工作重点。

允许将专项债券可用于符合条件的重大项目的资本金，一方面通过杠杆效应可以撬动更多的基建融资，解决很多重大项目建设缺乏资本金的问题，有助于保障国家一些大的交通设施、重大项目建设如期完成。另一方面，此次新政改变过去专项债券封闭运行的模式，根据专项债券项目特点，合理明确金融支持的标准。多位专家分析认为，新政的发布将推动地方政府举债融资机制更加完善，疏堵并重将“开大前门”和“严堵后门”协调起来，进一步助力防范化解地方政府债务风险。

对于当前政策环境下地方政府基础设施投融资路径创新，我们的建议是要处理好政府与市场的关系，按项目能否创造经营性收益及收益多少，分别适用政府自行投资、平台投资等方式进行投资建设，实现投融资主体多元化并且充分考虑实务操作可行性问题，比如降低资本金比例不能忽视当前金融机构的风控要求⁸。

⁸ 《毕马威建言新背景下地方基建投融资路径创新》，毕马威中国, 2019年5月

3

专题研究： 科创板、沪伦 通推进资本市 场改革开放



科创板开板， 进一步深化资本市场改革

近年来世界经济增速有所放慢，外部不确定性加强，中美经贸摩擦也可能成为需要长期面对的问题。同时，中国经济也在加速向高质量增长转型，亟需转变发展方式，转换增长动力。在此背景下，如何应对外部不确定性、推动中国经济可持续发展呢？中国最好的应对或许就是专心做好自己的事，深化改革开放举措。

金融业和宏观经济息息相关，对支持实体经济发展、推动创新、加强与世界资本市场融合具有重要的作用。中国近年来推出了一系列促进金融业改革开放的政策，尤其是2018年4月博鳌亚洲论坛以来，金融业改革开放大幅度加速。2019年6月13日，在第十一届陆家嘴金融论坛开幕式上，作为资本市场改革重要举措的上海证券交易所科创板正式开板；仅仅四天后，中国证监会和英国金融行为监管局发布联合公告，正式启动了沪伦通，标志着中国金融业的对外开放又上了一个新的台阶。本专题将通过聚焦科创板和沪伦通这两大具有代表性的举措，一窥中国金融和资本市场改革开放的现状和前景。

科创板开板，进一步深化资本市场改革

2019年6月13日，在第十一届陆家嘴金融论坛开幕式上，上海证券交易所科创板正式开板。同时，科创板的官方英文名被确定为“SSE STAR MARKET”(Sci-Tech innovation board)。这距离习近平总书记在去年11月上海进博会宣布设立科创板并试点注册制以来，仅过去了短短7个多月的时间。科创板的迅速落地反映了国家进行资本市场改革的坚定决心，它补足了资本市场服务科技创新的短板，促进了高新技术产业和战略新兴产业的发展，增强了金融服务实体经济的能力，从而有利于落实我国的创新驱动发展战略，推动经济高质量发展和产业结构转型升级。

► 科创板推进情况概览

2019年7月22日，科创板正式开市交易，首批25家科创板企业股票与投资者见面。自2018年11月5日宣布设立科创板到2019年7月22日科创板开市，历时8个多月，在这8个多月里，与科创板有关的各项准备工作快速推进，配套规则、组织机构全面落实；企业上市申请受理、审议工作有条不紊展开；技术通关测试等也在有序进行。上交所网站数据显示，截至7月22日，上交所已受理149家公司提交的发行上市申请，科创板股票上市委员会已审议通过35家公司的发行上市申请，已有28家公司获得证监会同意注册的批复。⁹

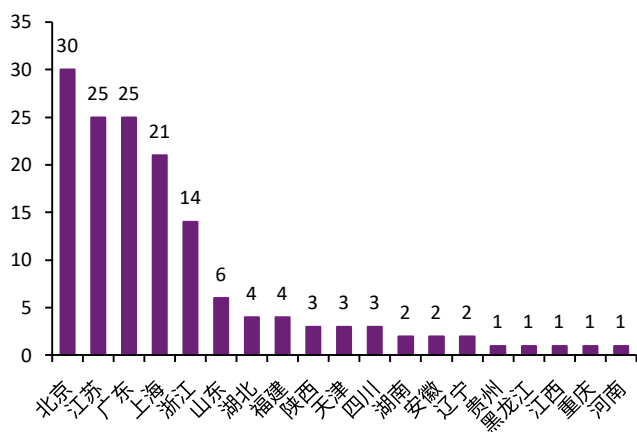
从地区来看，在目前149家科创板申报企业的注册地分布中，北京最多，有30家；江苏省、广东省次之，有25家企业提交上市申请；而上海和浙江省则分别以21家和14家排在第四位和第五位。除此之外，还有山东、湖北、福建等地的企业提交科创板上市申请。

北京、江苏以及广东、上海等地的科创板储备企业较多，与国家政策引导和其自身的发展速度是分不开的。近年来，国家政策大力支持粤港澳大湾区以及长三角一体化发展，而该区域的产业结构与科创板定位中支持的领域也比较贴合，为企业申报科创板提供了条件。



⁹上海证券交易所科创板股票发行上市审核项目动态，<http://kcb.sse.com.cn/renewal/>

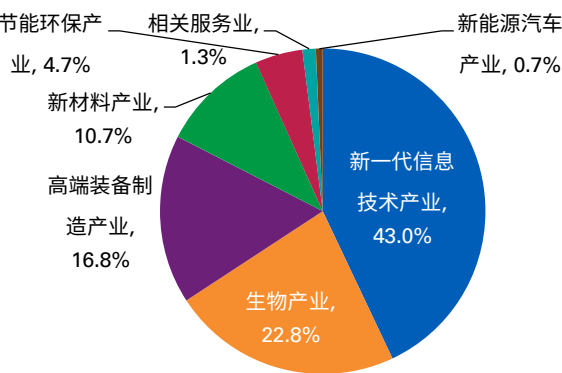
图32 科创板申报企业注册地分布，单位：家



数据来源：Wind，毕马威分析

从行业分布来看，149家申报企业中，属于新一代信息技术产业的企业数量最多，有64家，占比达到43.0%；生物产业次之，有34家，占比22.8%；高端装备制造产业有25家，占比16.8%；新材料产业有16家，占比10.7%；其余科创主题有10家，占比6.7%。这与科创板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的定位相匹配。

图33 已申报企业的行业分布



数据来源：Wind，毕马威分析

► 科创板的主要创新

根据科创板的定位和科技创新企业的特点，科创板设置了多元包容的上市条件，允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市，允许符合相关要求的特殊股权结构（同股不同权）企业和红筹企业在科创板上市。同时，科创板还试点注册制，企业上市由上交所审核、证监会注册，有利于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。此外，科创板在研发投入标准等方面也做了创新。

以市值为主的上市标准，具有更大的包容性

中国资本市场诞生已有近30年的时间，期间资本市场的基础制度有过很多的发展和变化，唯一不变的是上市标准都是以利润为核心的。无论是主板、创业板还是中小企业板，若达不到各自规定的利润指标，就失去了申请上市的前提条件。而科创板则打破了A股现行上市标准中盈利业绩等的限制条件，在中国资本市场上打造了一个科创属性的专业板块，并以预计市值作为上市的核心标准。

从上市企业的选择来看，科创板具有很大的包容性：一是允许尚未盈利的公司上市，二是允许不同投票权架构（同股不同权）的公司上市，三是允许红筹和VIE架构企业上市。科创板对于符合条件的企业制定了5套不同的一般上市标准¹⁰，对于红筹企业在科创板上市也制定了四套标准，有利于通过更加立体化的指标筛选出创新能力强的企业。这种上市标准设计其实与科创企业自身的成长路径和发展规律息息相关，很多科创企业在前期技术攻关和产品研发阶段，投入和收益往往呈现不匹配的情况，使得这些企业被排除在资本市场之外，科创板首次引入市值标准设计，并与收入、现金流、净利润和研发投入等财务指标相结合，设置差异化的上市标准，构建了更加合理的上市指标体系，更好的匹配科创企业的上市需求。

¹⁰请参考《毕马威中国经济观察：2019年二季度》，2019年5月。

试点注册制

中国资本市场自成立时起，普遍实行审核制。在上交所设立的科创板，开始试点注册制，证监会不再把主要精力放在事前审批和对企业进行实质性判断上，而是从投资者需求出发，从信息披露的充分性、一致性和可理解性上高度开展审核问询，督促发行人及其保荐人、证券服务机构真实、准确、完整地披露信息，而把判断权、选择权交给投资者。注册制的推行可以进一步缩短上市周期，科创板的审核从提交到出结果，时间最长为6个月，其中审核时间不超过3个月，发行人及其保荐人、证券服务机构回复交易所审核问询的时间不超过3个月。

但是，科创板实行注册制并不代表对上市企业的质量要求有所放松，相反，科创板实行更加明确、更加严格的信息披露规范要求。科创板信息披露在保持上交所主板规则中所要求披露的之外，还新增了行业信息披露、分阶段披露、自愿信息披露等信息披露一般规定，并加大信息披露违规行为的处罚力度。例如，九号机器人就因为申报材料的信息不完全，成为首例被中止审核的科创板申报案例¹¹。

对研发投入强度要求高

在科创板的上市标准中，有标准规定最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于15%。以主板市场为例，根据2018年年报中3088家A股上市公司披露的研发投入相关数据，研发投入金额合计达到7255.4亿元，研发投入总额占营业收入比重仅为2%，且为近三年来的最高水平¹²。其中，研发投入强度超过15%的企业有62家，仅占A股上市公司的2%。还有一个可做比较的标准是国家高新技术企业认定标准要求研发投入占比为3%~5%。因此，科创板上市标准二中所要求的15%的科研投入是一个很高的标准，只适合于那些真正的高研发、高投入的科技企业。

此外，科创板还在交易机制、信息披露监管要求、退市制度、投资者适当性要求、发行承销流程等多个方面都与现行A股市场有所差异。

¹¹《科创板“踩雷”公司重回审批路径清晰》，新华网，2019年6月5日，http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-06/05/c_1210151635.htm

¹²数据来源：<http://news.stcn.com/2019/0506/15092059.shtml>

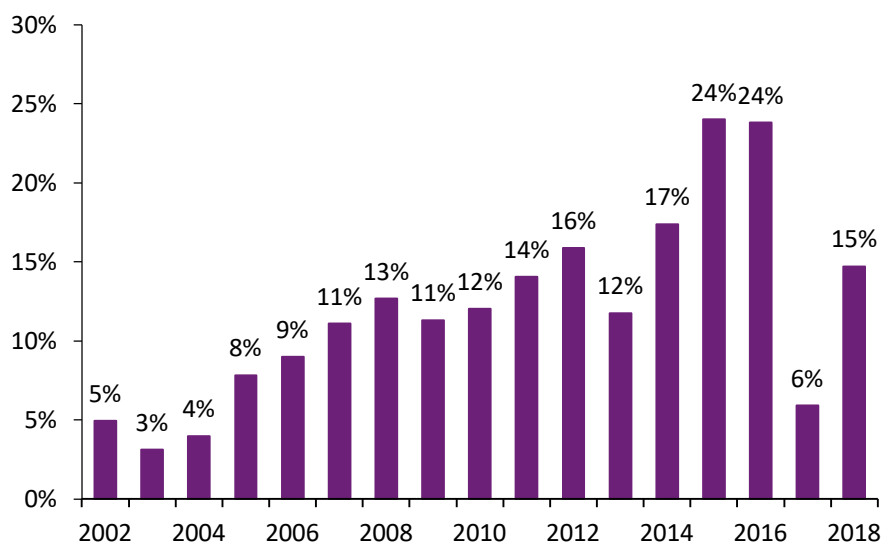




科创板有助于改善资本市场融资结构，推进金融供给侧改革

现阶段资本市场改革的重点是平衡直接融资和间接融资的比例，改善融资结构。一直以来我国主要依靠银行贷款为主的间接融资，直接融资特别是股权融资占比较低。以2018年为例，全年社会融资总额为192,584万亿元，其中股票和债券总额为28,362万亿元，仅占融资总额的15%；而同年新增人民币贷款额为156,712万亿元，占融资总额的81%。

图34 股票和债券在社会融资规模中的占比



数据来源：Wind, 毕马威分析

以银行贷款为主的间接融资方式，不仅会推高杠杆率，也无法满足高质量发展需要。中国银保监会主席郭树清在第十一届陆家嘴论坛上指出“企业过度依赖银行，与企业的生命周期和生产周期不能很好匹配，既容易造成大中型企业过度挤占信贷资源，又使小微企业和创新型企业缺少必要的孵化资金支持。”因此，通过促进直接融资的发展，推动多层次资本市场的建设就成了融资结构改革的方向，同时也是国家金融供给侧改革的重要组成部分。

科创企业尤其需要灵活的资本市场提供资金支持。数据显示，截至2019年6月27日，沪深A股市场市值Top10中均为传统行业企业，包括5家银行、2家保险企业、2家传统能源企业、1家白酒企业。反观同期美股市场主要由高科技和新兴产业驱动，市值Top10公司主要由微软、亚马逊、苹果、谷歌、Facebook等科技公司组成，使得美股主要指数随着高科技产业的迅速发展而不断挑战新高。中国的阿里巴巴在美股榜单中占据第七的位置。受制于A股限制条件多、排队时间长等因素制约，一部分优质的中国科创公司选择在海外上市。

从上市公司角度看，海外上市存在诸多问题。首先是高成本，除了上市前期的准备费用外，在成功上市后每年仍需支付不菲的会计师、律师、交易所年费等后续费用；更为重要的是，由于信息沟通不畅及语言文化等方面的问题，国外投资者往往不能充分了解中国企业的投资价值，有时甚至形成偏见和误解，不利于我国企业建立国际品牌和声誉。从投资者角度看，国内互联网企业的成长，来自国内广大消费者的支持。但国内投资者却无法分享这些企业成长的果实。以腾讯为例，公司近5年市值增长10倍，目前总市值逾万亿港元，如此丰厚的收益，却与广大A股投资者无缘。科创板的设立为科技创新企业打造了一个股权融资和投资的平台，弥补了中国资本市场科创属性的制度短板。

表6 A股和美股市值Top10公司对比¹²

排名	A股			美股		
	证券简称	总市值 (亿美元)	所属行业	证券简称	总市值 (亿美元)	所属行业
1	中国工商银行	2,916.0	银行	微软公司 (MICROSOFT)	10,262.8	软件与服务
2	中国平安	2,250.4	保险	亚马逊 (AMAZON)	9,343.6	零售业
3	中国建设银行	2,125.8	银行	苹果公司 (APPLE)	9,192.9	技术硬件与设备
4	中国农业银行	1,808.1	银行	谷歌 (ALPHABET)-A	7,500.1	软件与服务
5	贵州茅台	1,789.9	食品、饮料与烟草	谷歌 (ALPHABET)-C	7,496.4	软件与服务
6	中国石油	1,762.1	能源	FACEBOOK	5,356.7	软件与服务
7	中国银行	1,494.3	银行	阿里巴巴	4,399.7	零售业
8	招商银行	1,291.3	银行	强生公司 (Johnson & Johnson)	3,766.2	医疗保健设备与服务
9	中国人寿	1,028.2	保险	摩根大通 (JPMORGAN CHASE)	3,519.1	银行
10	中国石化	931.9	能源	VISA	3,394.7	软件与服务

数据来源: Wind, 毕马威分析

¹³时间截止到2019年6月27日，使用的即期汇率为：1美元=6.8768人民币。

沪伦通启动， 加快中国金融业对外开放

2019年6月17日，中国证监会和英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）发布联合公告，决定原则批准上海证券交易所和伦敦证券交易所开展互联互通存托凭证业务，即沪伦通正式启动。随即，华泰证券于伦交所举行了GDR发行上市仪式，成为第一家按照沪伦通业务规则在伦交所挂牌的A股上市公司。沪伦通的启动是A股迈向国际化的重要一步，也是金融领域进一步扩大开放的标志性事件，它在拓展中国上市公司融资渠道、丰富中国投资者的投资品种等方面具有重要的意义。

► 中国金融业对外开放的步伐坚定

站在沪伦通正式启动的节点回看，近年来中国金融业对外开放进程不断向前推进。特别是自2018年4月，人民银行行长易纲在博鳌亚洲论坛上宣布了进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表之后，银行、证券、保险、基金等金融领域的对外开放举措相继落地，合资证券公司、基金管理公司和期货公司的外资持股比例大幅放宽，外资金融机构进入中国市场也取得了明显的进展。例如，

- 瑞士银行对瑞银证券的持股比例提高至51%，实现了绝对控股。
- 安联中国保险获得筹建，成为中国首家外资保险控股公司。
- 美国标普公司获得进入中国信用评级市场。
- 美国运通公司在中国境内发起设立合资公司，筹备银行卡清算机构的申请已经审查通过。
- 2019年3月29日，证监会正式核准设立野村东方国际证券有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司，成为新管理办法发布以来首批新成立的外资控股合资证券公司。

中国在金融业对外开放方面所做的努力有目共睹，并取得良好效果。2019年以来，中国加大金融业改革的步

伐，进一步推动行业的开放。2019年5月1日，中国银行保险业监督管理委员会（简称“银保监会”）发布郭树清主席接受采访的新闻稿，表示近期拟推出12条对外开放新举措，涉及银行及保险业的核心业务领域。随后在2019年6月13日，中国证监会主席易会满在陆家嘴论坛上宣布了进一步扩大资本市场对外开放的9项政策措施，便利境外长期资金进入中国资本市场，鼓励境外优质证券基金期货经营机构来华开展业务，促进行业良性竞争，提高行业服务水平。

针对银行和保险业的12条新政主要亮点在于：一是取消外国银行、外国保险经纪公司、信托公司等来华开展业务的总资产要求，给予资产规模小但在专业领域突出的金融机构来华参与竞争的机会；二是进一步“松绑”外资行在华开办人民币业务的限制，这也是外资行呼吁已久，最期待开放举措之一。

从一系列的举措可以看出，中国金融业的对外开放只有进行时，没有完成时。7月20日，国务院金融稳定发展委员会（下称金融委）办公室宣布推出11条金融业对外开放措施。11条开放措施中，有8条涉及金融机构准入开放，其中有4条与保险机构相关；另外3条涉及债券市场开放。其中“鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司”成为此次对外开放新举措的亮点之一；而“允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司”的提法，也有望给市场带来了一个全新类别的金融机构。



诸多重量级的新政如果能在年内陆续得以实施，势必将会通过进一步放宽金融和资本市场准入，实现内外资的平等对待，从而丰富市场主体，鼓励行业良性竞争。

表7 2019年金融业进一步开放举措分析

	2019年拟开放新政
银行及金融资产管理公司	- 同时取消单家中资银行和单家外资银行对中资商业银行的持股比例限制 - 取消外国银行来华设立外资法人银行及设立分行的总资产要求 - 放宽中外合资银行中方股东限制，取消中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求 - 取消外资银行开办人民币业务审批，允许外资银行开业时即可经营人民币业务 - 允许外资银行经营“代理收付款项”业务 - 允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级 - 鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司 - 允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司 - 支持外资全资设立或参股货币经纪公司
证券	- 允许境外股东对合资证券公司及合资基金管理公司实行“一参一控”，即允许一家机构参股证券公司（基金管理公司）的数量不超过2家，其中控股证券公司（基金管理公司）的数量不超过1家 - 全面展开H股“全流通”改革。全流通是指在香港上市的内地企业所持有的法人股及国有股，全数转化H股交易流通 - 将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年 - 允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照 - 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场
基金管理	- 放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制 - 允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司
期货	继2018年陆续作为特定品种向国际投资者开放原油、铁矿石和PTA期货后，将进一步放开特定品种的范围
保险	- 允许境外金融机构入股在华外资保险公司 - 取消外国保险公司在华经营保险经纪业务需满足30年经营年限，总资产不少于2亿美元的要求 - 允许外国保险集团公司投资设立保险类机构；及允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构 - 人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年。 - 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%的规定，允许境外投资者持有股份超过25%。 - 放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求。

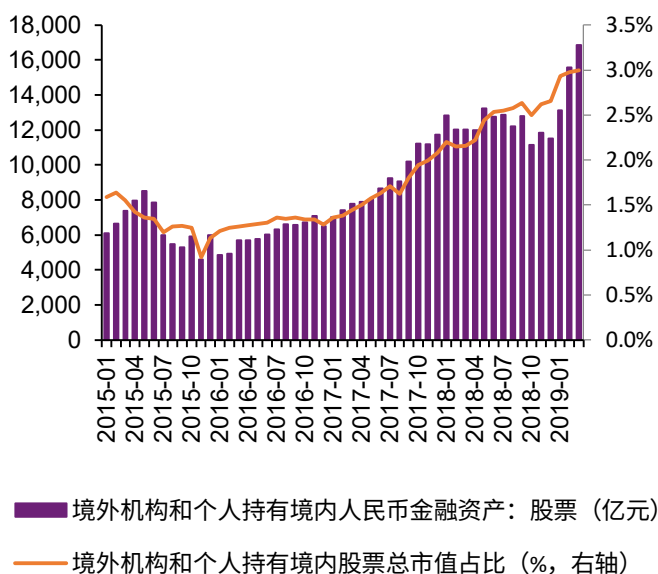
资料来源：网络公开资料整理，毕马威分析

► 沪伦通将进一步吸引外资流入，助推A股国际化

随着中国金融业对外开放水平的不断提高，A股市场先后被多个国际重要指数纳入，全球资本也在不断加大对中国资产的配置。例如，2018年6月，A股正式被纳入MSCI指数并逐步提升纳入比例；2019年6月24日，富时罗素也正式把中国A股纳入其全球股票指数系列，有力推动了A股市场的国际化，增强了外资对于A股的配置需求。

近年来，外资机构通过QFII、RQFII、沪港通和深港通等渠道投资中国证券市场。目前，外资持有A股的规模超过1.6万亿元，占A股总市值从2017年初1.4%左右翻番到目前占比3%。外资持股规模仍有很大提升空间，我们预期未来会进一步提高。

图35 境外资金持股市值及占比

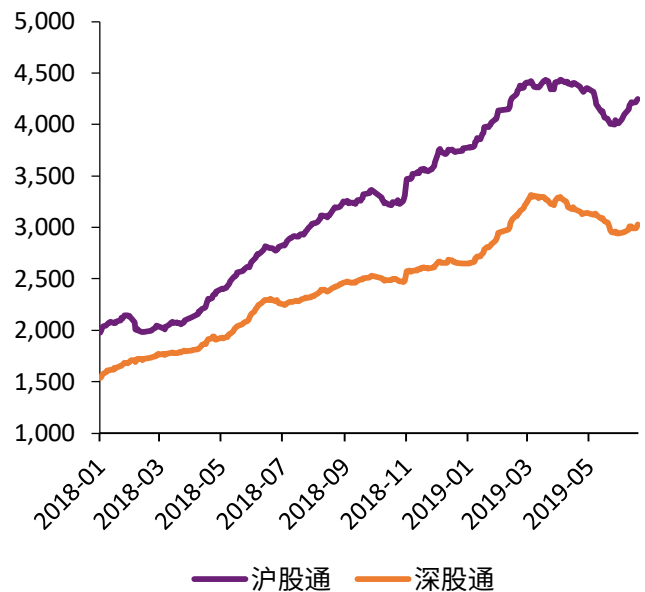


数据来源：Wind，毕马威分析

为了促进境外机构投资者投资A股市场，去年5月1日起证监会还将沪股通和深港通的每日额度分别扩大4倍，调整为520亿元。自开通以来，截至2019年6月中旬沪股通和深港通累计资金净流入分别达到了4249.5亿元和3028.4亿元。不过，数据显示，虽然每日额度有大额提高，但沪股通和深港通的日均额度使用占比尚不足4%，A股对外资的吸引力仍然需要进一步发掘。证券市场开放是一个复杂而长期的过程，仅靠开放市场是不够的，

还要从市场制度改革方面做出努力，才能使得A股真正与国际接轨。

图36 沪股通&深港通累计资金净流入，人民币：亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

与沪港通、深港通相比，沪伦通对于推动人民币国际化以及A股国际化的影响将会更为深刻。一方面在于沪伦通牵涉到两个国家，且上海证券交易所与伦敦证券交易所均属于两个影响力很高、规模体量庞大的市场，这两大证券市场的互联互通无疑会带来巨大的影响；另一方面，则是在于沪伦通牵涉到的问题将可能会更为复杂，例如跨境交易、资本流动以及交易税收等因素，可能加快A股与其余国家地区互联互通的进程，大大提升国外投资者对A股的关注程度，加速推动A股融入到国际资本市场体系中去。

结语

经济与金融共生共荣，在金融为实体提供服务的同时，经济的稳定与繁荣，也为金融市场的发展壮大提供了支撑。可以预见的是，金融业改革开放的逐步推进必将助力中国实体经济的发展，而实体经济实现高质量发展又将催生一大批盈利能力持续稳定的优秀上市公司，构筑金融业持续发展的基石。

附表：主要经济指标

			2017	2018	2019					
	指标	单位	年度数据	年度数据	1月	2月	3月	4月	5月	6月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	82.1	90.0	21.3			23.8		
	实际国内生产总值	同比, %	6.8	6.6	6.4			6.2		
	规模以上工业增加值	同比, %	6.6	6.2	6.8	3.4	8.5	5.4	5.0	6.3
	工业企业利润总额	累计同比, %	21.0	22.0	0.0	-14.0	-3.3	-3.4	-2.3	0.0
	社会消费品零售总额	同比, %	10.2	9.0	0.0	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8
	固定资产投资完成额	累计同比, %	7.2	5.9	0.0	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8
	房屋新开工面积	累计同比, %	7.0	17.2	0.0	6.0	11.9	13.1	10.5	10.1
	房屋销售面积	累计同比, %	7.7	1.3	0.0	-3.6	-0.9	-0.3	-1.6	-1.8
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	15.8	14.2	0.0	-34.1	-33.1	-33.8	-33.2	-27.5
	中国制造业采购经理指数	指数	51.6	50.9	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4
对外贸易 及投资	出口金额	同比, %	7.9	9.9	9.3	-20.8	13.8	-2.7	1.1	-1.3
	进口金额	同比, %	16.1	15.8	-1.3	-4.8	-7.8	4.1	-8.5	-7.3
	贸易差额	十亿美元	419.6	350.9	39.2	3.4	32.2	13.7	41.7	51.0
	实际使用外资金额(非金融类)	十亿美元	131.0	132.0	12.4	9.3	14.1	9.3	9.5	16.1
	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	120.1	120.5	9.2	6.5	9.6	9.4	9.9	0.0
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.75	6.62	6.79	6.74	6.71	6.72	6.85	6.88
	人民币实际有效汇率指数	指数	121.0	122.6	122.1	124.5	124.4	124.0	122.2	120.4
	上证综合指数(期末值)	指数	3307	2494	2585	2941	3091	3078	2899	2979
	货币供应量(M2)	同比, %	8.1	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5
	社会融资规模存量	同比, %	12.0	12.0	10.4	10.1	10.7	10.4	10.6	10.9
	新增社会融资规模	十亿元	19440	19440	4602	710	2859	1386	1407	2263
	新增人民币贷款	十亿元	13523	16166	3230	886	1690	1020	1180	1660
	上海银行间同业拆放隔夜利率	%	2.63	2.48	2.0	2.1	2.3	2.3	2.2	1.5
价格	居民消费价格指数	同比, %	1.6	2.1	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	6.3	3.5	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0
	原油	美元/桶	50.9	64.9	51.7	55.0	58.2	63.9	60.8	54.7
	螺纹钢	元/吨	3878	4177	3853	3922	3967	4117	4119	3980
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	8.5	7.3	10.8	11.1	11.3	11.4	11.3	10.8

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

**黄文楷**

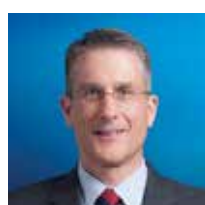
华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (20) 38138833
ricky.wong@kpmg.com

**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

金融服务相关资讯请联系：

**王国蓓**

资产管理业主管合伙人
毕马威中国
+86 (21) 22122428
abby.wang@kpmg.com

**苏星**

内地资本市场组主管合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087312
nelly.su@kpmg.com

* 感谢毕马威王薇、孟璐、郑亚男、李媛媛（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-MKT19-0003c

二零一九年八月印刷