



中国经济 观察

2019年四季度

毕马威中国

2019年11月

kpmg.com/cn



目录

	行政摘要	2
	经济走势	4
	□ 3季度经济增速进一步放慢	5
	□ 固定资产投资继续下滑，基建投资小幅回升	8
	□ 消费延续低迷，汽车拖累减少	11
	□ 猪肉价格推动消费品通胀上扬	13
	□ 社融增速回升，年内第二次降准释放流动性	15
	□ 出口增速持续下滑，受整体外需拖累下阶段增长仍承压	18
	政策分析	20
	□ 健康产业发展迎来新机遇	21
	□ 《交通强国建设纲要》发布	24
	□ 在线教育进入“快车道”	26
	□ 深圳打造“中国特色社会主义先行示范区”	29
	□ 国有资本充实社保全面展开	31
	专题研究：地方政府债	33
	□ 中央和地方财政收入与支出的分配	34
	□ 地方政府债的发展历史	37
	□ 地方政府债务分类	39
	□ 未来基建投资走势	42
	附表：主要经济指标	44

行政摘要

2019年3季度中国经济增速进一步放慢。3季度GDP实际增速6.0%，较2季度下降0.2个百分点，创下1992年以来新低。

- 从产业结构来看，前三季度，服务业对GDP增长的贡献率为60.6%，继续领先其他产业部门；第二产业增速逐季回落，继续下滑至5.2%。制造业和房地产业放慢是GDP增速放缓主要原因，但信息技术、商业服务等行业依然保持了较快增长。
- 从需求端看，消费依旧是经济增长的主要支撑。前三季度，最终消费支出对GDP的贡献率为60.5%，拉动经济增长3.8个百分点，依然占据主导。9月社消零售增速小幅回升，名义增速为7.8%，较8月回升0.3个百分点；但是剔除去年低基数的影响，消费仍然比较低迷。9月汽车消费同比-2.2%，较上月降幅收窄5.9个百分点，对消费的拖累有所减少。
- 投资增速继续下滑，前三季度固定资产投资增速继续下滑至5.4%。其中，制造业投资小幅回落，房地产投资增速与上月持平，基建投资小幅反弹但仍较低迷。
- 出口增速继续回落，前三季度累计出口与去年同期基本持平，增速下滑10个百分点。前三季度对美出口下降10.7%，为除2009年外历史最低。同时，由于进口降幅扩大，3季度贸易顺差回升至1189亿美元。
- 生产方面，9月工业增加值同比增速反弹至5.8%，但受7、8月生产低迷的拖累，前三季度工业增速5.6%，较2018年全年下滑0.6个百分点，反映了内外需求依旧疲软。同时，1-9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，产业结构持续优化。

国际方面，全球经济持续放缓，外需疲软。全球制造业PMI（49.8%）连续6个月处于枯荣线下，美、欧、日等发达经济体制造业PMI均创近年来新低。OECD综合领先指标自2018年起持续下滑，创2008年全球金融危机以来新低。

8月2日美方宣布将对3000亿美元中国进口商品加征关税，其中部分商品的加征关税已经于9月1日生效，剩余部分的加征将于12月15日开始。8月24日，美国进一步宣布将对2500亿美元中国进口商品的关税从25%上调至30%，对3000亿美元的中国进口关税从10%上调到15%。在此背景下，中美两国于10月10日至11日在华盛顿举行了新一轮中美经贸高级别磋商，并取得一定进展。会后中方同意加大对美国农产品的进口，美国取消了对2500亿中国进口商品上调关税至30%的决定，但保留了对3000亿美元中国进口商品15%的加征关税。同时，双方将起草阶段性会谈成果，有望在近期内完成。

面对内外环境的增长压力，中国政府采取了积极的财政政策以加强逆周期调节，例如：

- 新增地方政府债额度已基本发行完毕，截至9月份，发行新增地方债30,367亿元，占总额度的99%，比去年提前2个月基本完成全年发行额度。地方政府专项债的加速发行有利于托底基建投资和经济增速。9月4日国常会议已经提前下达2020年部分新增专项债务限额，并明确了以省为单位，最多20%的专项债资金可被用于符合条件的基建项目资本金。
- 截至9月，全国公共财政支出累计同比增长9.4%，较去年全年提高0.7个百分点，积极财政发力明显。同时，公共预算收入累计同比3.3%，较去年全年下滑2.9个百分点，其中，税收收入累计同比下降0.4%，已连续5个月负增长，表明大规模减税降费进一步展开。
- 为配合减税降费政策的稳步推进，缓解地方财政压力，今年10月9日，国务院印发了《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，明确提出保持增值税央地“五五分成”比例稳定、后移消费税征收环节并稳步下划地方等改革措施，有利于加强地方财政收入，更好的落实减税降费措施。

货币政策方面，央行近期采取了贷款市场报价利率（简称LPR）改革、全面降准和定向降准以及2016年以来首次降息等组合政策手段。

- 8月开始的LPR改革以LPR作为银行今后新发放贷款的利率基准，旨在疏通利率传导机制。8月、9月LPR两次小幅下调，有利于降低实体经济融资成本压力。
- 9月央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8000亿元；并定向对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行下调存款准备金率1个百分点，释放资金1000亿元。这是2018年以来第6次降准。货币政策适度放松加上LPR改革疏通利率传导，可以帮助货币政策更有效地发挥作用。
- 11月5日，央行调低一年期中期借贷便利（MLF）利率5个基点，至3.25%。这是2016年2月以来MLF操作利率的首次下调，也是8月LPR改革以来首次降息。由于LPR的报价机制是在MLF上加点形成，我们预期在11月20日公布的LPR也将相应下调，有利于降低实体经济的融资成本。

目前全球流动性重回宽松，各主要国家已纷纷下调基准利率。美联储在今年内已经三次降息，最近的一次于10月30日宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点到1.5%到1.75%的水平。全球范围内的宽松环境有利于减轻全球经济的下行压力。预计下阶段货币政策将在坚持“不搞大水漫灌”、步调稳健的基础上保持适度宽松。政策重点将集中在推进利率市场化改革的同时，适时运用普遍降准和定向降准等政策工具进行预调微调。将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。

专题研究：地方政府债

1994年的分税制改革后，地方财政收入占全国总收入的一半左右，却负担了大部分财政支出，地方政府财政面临较大压力。例如，2018年，地方一般公共预算支出占全国一般公共预算支出比重为85.2%，而地方一般公共预算收入仅占总收入的53%。

在此背景下，地方政府债务的形成和演变历程划分为了三个阶段：1994-2008：禁发地方债，地方融资平台公司兴起；2009-2014：地方债解禁，城投公司逐步规范；2015至今：地方政府债券市场进入全面规范阶段。

按偿债资金来源，地方政府债分为一般债券和专项债券，两者最大的区别在于其所对应的公益性项目是否可以产生收益。一般债主要用于没有收益的项目，偿债资金来源是一般公共预算收入；专项债对应有一定收益的项目，偿债资金来源是政府性基金或专项收入。按资金用途划分，地方政府债可分为新增债券、置换债券和再融资债券。随着2018年8月地方政府债务三年置换期的结束，未来地方政府债券将以新增债券和再融资债券为主。

地方政府一直是中国基建投资的主体，其资金来源对基建投资无疑具有重要影响。基建投资主要包括自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、其他资金与利用外资。其中自筹资金最为重要，占全部资金来源的60%左右。自筹资金主要来自政府性基金收入（主要为土地使用权出让收入）、地方政府专项债、非标融资、PPP资本等。随着国家房地产政策收紧导致土地出让收入下降、对非标融资监管不断加强，基建投资资金来源面临较大下行压力。在此背景下，地方政府专项债对基建投资的作用日益提升。

中国基础设施建设取得了醒目成绩，但未来仍有很大的发展空间，尤其是三大领域的基建投资值得重点关注：

一，推进区域一体化建设。京津冀、粤港澳大湾区、长三角区域一体化等规划相继出台，推动区域间紧密结合，协力发展。在此推动下，与城市群建设、区域一体化相关的轨道交通、高速公路、市政管网等基础设施融合联通，将是重要发力点；

二，推动产业升级的基建投入。中国提出了推进以5G、人工智能、工业互联网、物联网为代表的“新型基础设施”。这些“新型基础设施”是推动产业升级的基础，对中国发展创新型经济具有重要的作用，也将成为未来基建投资的重点；

三，与民生相关的社会保障类基建领域。例如老旧小区基础设施的改造、配套设施升级，与小区直接相关的道路交通、供水供电等基建改造，城镇污水管网和处理设施的建设。同时，在中西部及农村地区，基建设施仍存在明显不足，传统基础设施的补齐和升级，农村供水工程、电网改造升级工程等也将成为投资重点。

1

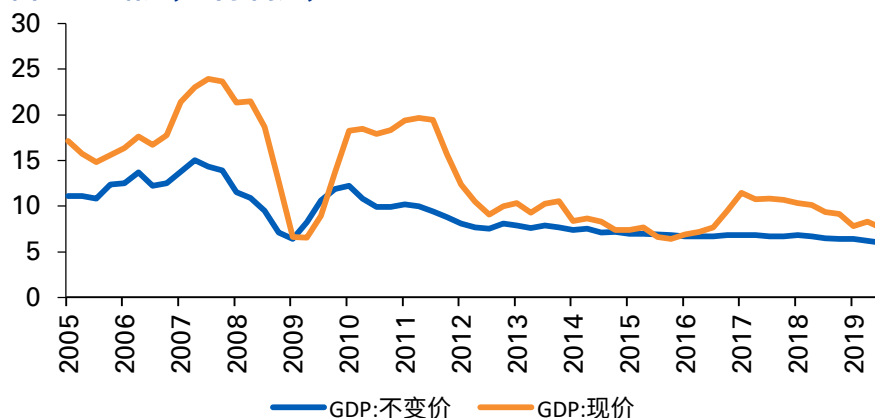
经济走势



3季度经济增速进一步放慢

2019年三季度中国实际GDP同比增速6.0%，比二季度放慢0.2个百分点，创1992年公布GDP季度数据以来的最低增速。总体来看，今年一季度GDP增长6.4%以来，但二、三季度增速均较前一季度放慢0.2个百分点，呈现逐步下降格局。前三季度同比增长6.2%，比2018年全年增速（6.6%）下降0.3个百分点。三季度名义GDP同比增长7.6%，增速较二季度下降0.7个百分点。

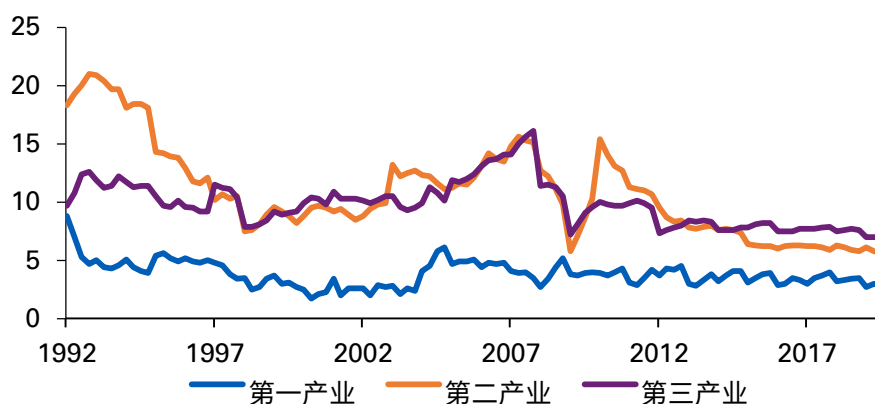
图1 GDP增速，当季同比，%



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。前三季度服务业同比增长7.0%，与二季度增长持平，高于同期GDP增速；对GDP的增长贡献率为60.6%，比去年同期小幅下降0.2个百分点。第二产业增速逐季回落，三季度同比增长5.6%，较二季度回落0.2个百分点。制造业和房地产业放慢是GDP增速放缓主要原因，但信息技术、商业服务等行业依然保持了较快增长。

图2 三次产业增速，累计同比，%

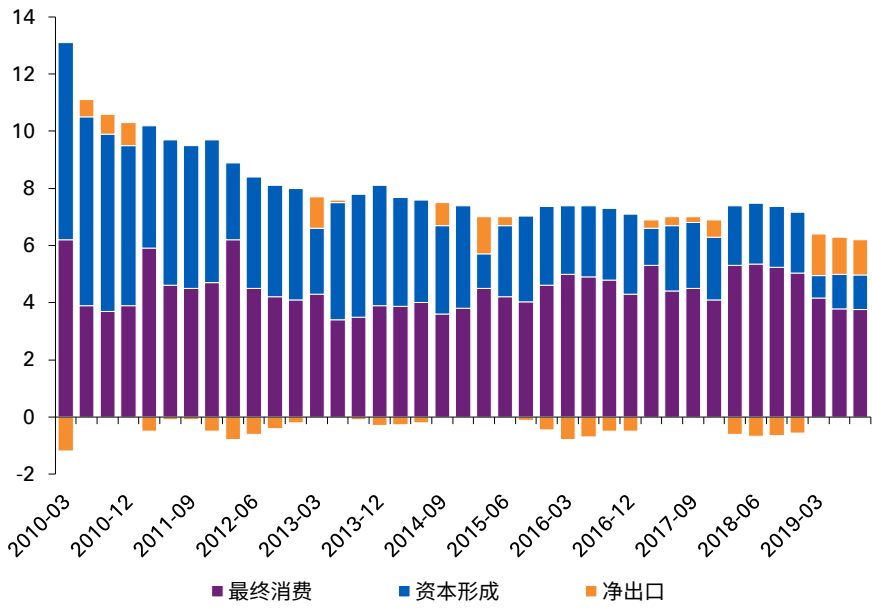


数据来源：Wind，毕马威分析



从需求端来看，消费依旧是经济增长的重要支撑。1-9月，最终消费支出对GDP的贡献率为60.5%，拉动经济增长3.75个百分点；虽然较二季度小幅回落，但仍然占据绝对主导。资本形成（即投资）对GDP的贡献率较一季度上升0.6个百分点至19.8%，拉动经济增长1.23个百分点。净出口对GDP的贡献率下降11.1个百分点至19.6%，拉动经济增长1.22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

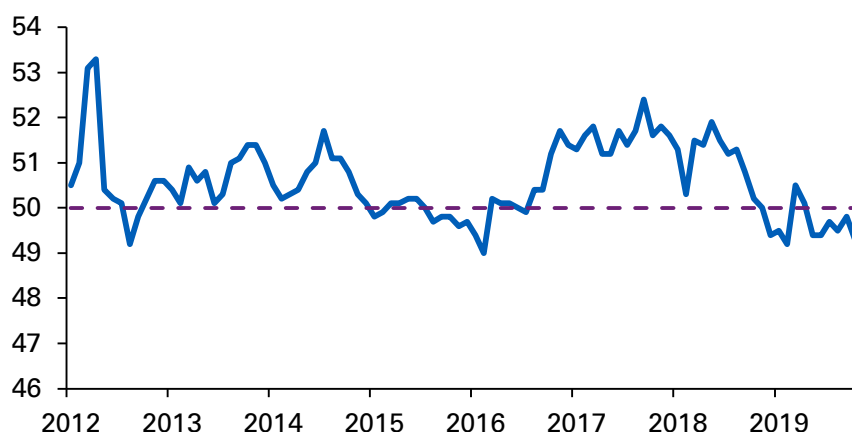
产出方面，三季度规模以上工业增加值增速5.6%，较去年同期的6.4%和二季度的6.0%均出现回落。9月工业同比增速由上月的4.4%回升到5.8%，但制造业采购经理指数（PMI）自5月起再次进入收缩区间，10月PMI录得49.3，仍位于50的枯荣线下方，预示未来工业生产依然面临压力。

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

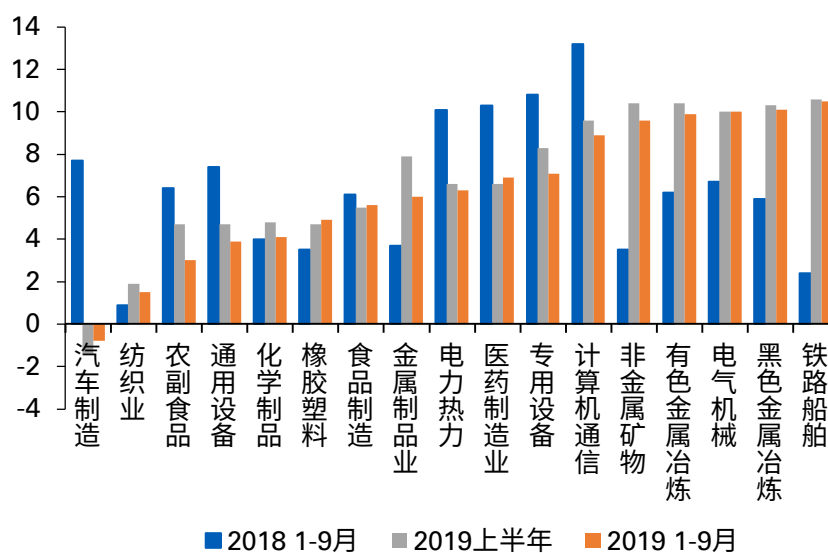
图5 中国制造业采购经理指数（PMI），当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业来看，汽车制造业对工业生产的拖累继续收窄，汽车制造业增加值1-9月的增速为-0.8%，9月当月的增速为0.5%，虽然较8月增速的4.3%出现回落，但是连续保持了2个月的增长。但是另一方面，大部分行业，尤其是传统行业，1-9月累计增速，较前期有所下行。包括前期比较强势的非金属矿物、黑色冶炼、有色冶炼、金属制品、通用设备、专用设备、铁路船舶等。反映出房地产中的建筑工程投资，对中上游的拉动作用基本上见顶。

图6 主要行业的工业增加值增速，累计同比，%

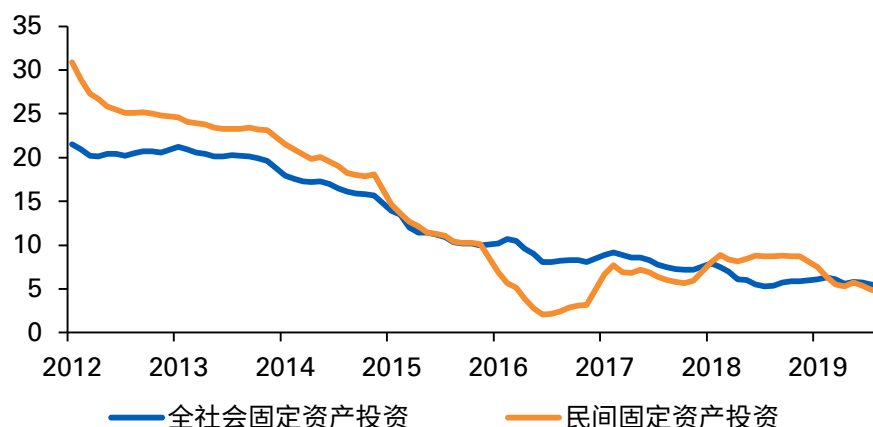


数据来源：Wind，毕马威分析

固定资产投资继续下滑， 基建投资小幅回升

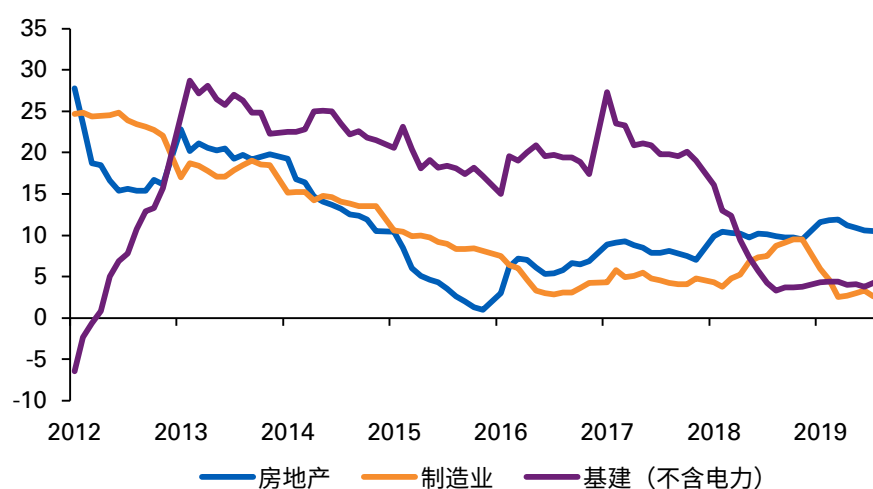
1-9月全社会固定资产投资累计同比增速继续下滑至5.4%，已经连续3个月回落。1-9月民间固定资产投资累计同比增速继续下滑至4.7%，是2017年2月以来的最低点，民间投资增速的下滑，表明我国投资的内生动力依然偏弱。

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，%



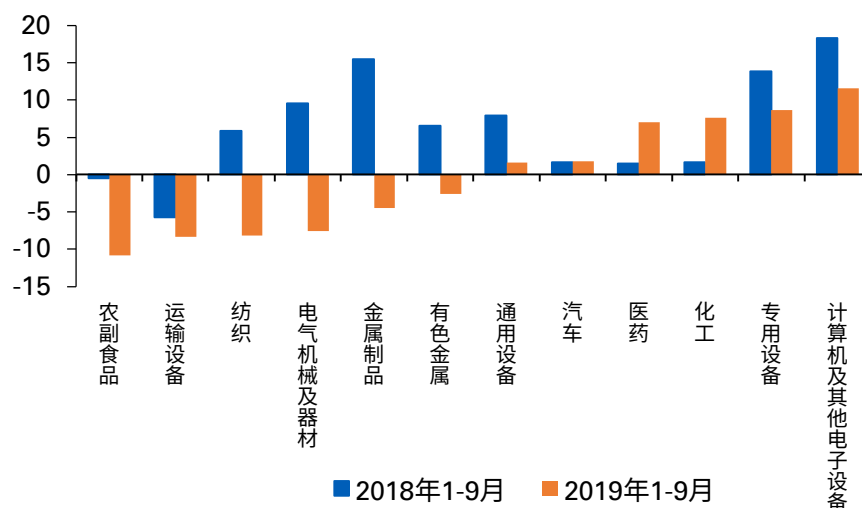
数据来源：Wind，毕马威分析

制造业投资小幅回落，高技术制造业投资表现亮眼

1-9月制造业投资累计同比2.5%，较上半年回落0.5个百分点，仍处低位，整体比较低迷。分行业来看，虽然与去年同期相比，大部分行业投资增速出现了不同程度的下滑，但较今年上半年有所改善。1-9月计算机及其他电子设备、运输设备、汽车等行业投资增速明显回升，分别较1-6月回升3.1、2.2和1.6个百分点；而纺织、农副食品和化工投资增速显著下滑，分别较1-6月下滑7.9、3.4和1.7个百分点。此外，前三季度高技术制造业投资增速为12.6%，增速快于全部固定资产投资7.2个百分点，也明显高于整体制造业投资增速。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长20.9%，电子及通信设备制造业投资增长15.0%，计算机及办公设备制造业投资增长8.3%，医药制造业投资增长7.0%，由此可见，尽管制造业投资整体仍处低位，但投资结构正在逐步优化。

由于减税降费的利好政策，年初以来工业企业利润总额增速已见底回升，再加上8月以来企业中长贷连续回升，预计制造业投资或已在筑底。另外，未来国家在高技术制造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，%



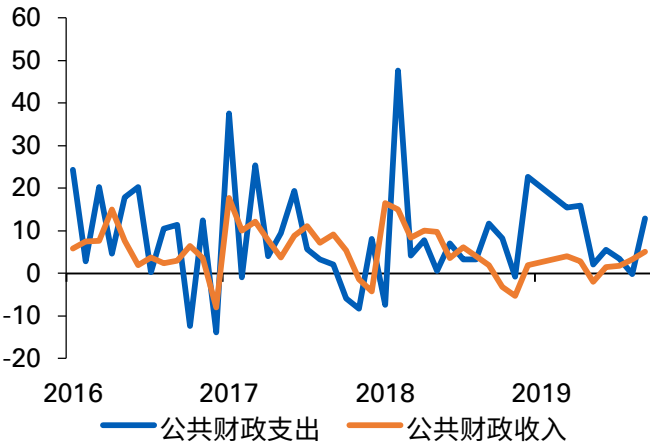
数据来源：Wind，毕马威分析

基建投资增速小幅回弹，财政政策发力助基建投资稳增长

1-9月基建投资（不含电力）累计增速为4.5%，较上半年小幅回弹0.4个百分点。基建投资增速回升源于三季度末积极财政的明显发力，1-9月全国公共财政支出累计同比9.4%，较去年全年提高0.7个百分点，其中，9月份同比增速12.9%，由负转正，较上月提高13.1个百分点，创今年5月以来新高，较高的财政支出强度保障了基建重点领域的投入。

另一方面，随着大规模减税降费逐步落地，地方财政收入增速放慢。同时，地方政府来自土地出让收入增长也有所放慢。1-9月土地出让收入同比增速5.8%，较2018年全年下滑19.2个百分点。为了保证基建投资资金来源，9月4日国常会议决定提前下达2020年的部分新增专项债务限额，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围。10月9日，国务院印发了《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，明确提出保持增值税央地“五五分成”比例稳定、后移消费税征收环节并稳步下划地方等改革措施，也有利于加强地方财政收入，推动明年基建投资回升（详情请参见本期专题研究：地方政府债）。

图10 公共财政支出&公共财政收入，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

房地产开发投资总体稳定，韧性较强

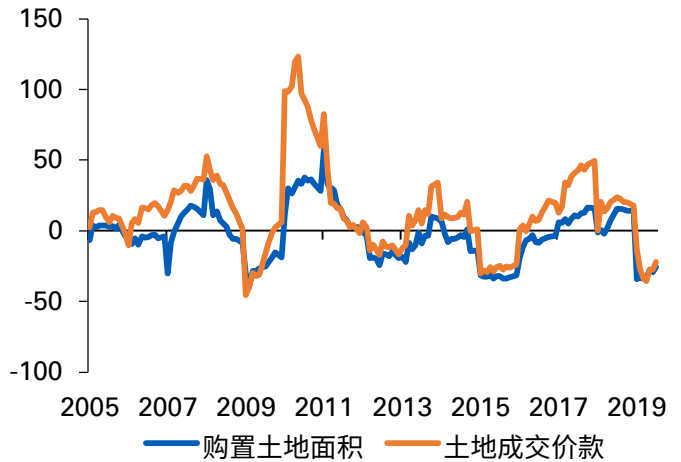
1-9月房地产投资累计同比10.5%，与1-8月持平，总体比较稳定。同时，1-9月购置土地面积累计同比下降20.2%，较上半年回升7.3个百分点，虽然仍大幅负增长，但降幅有所收窄；1-9月土地成交价款累计同比下降18.2%，降幅收窄3.8个百分点。而随着土地购置费增速从去年的57%的高位持续下滑至今年前三季度的19.6%，房地产投资的名义增速和实际增速之间的缺口也在不断收窄。

房地产销售方面，1-9月房屋销售面积和去年同期基本持平，增速较上半年回升1.7个百分点。2019年4月，国家发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》，根据城市人口规模取消或放宽城市落户限制，推动1亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展。随后河北、宜昌、海南等地纷纷出台户籍新政，北上广等超大特大城市也纷纷调

整完善积分落户政策，大幅增加落户规模。得益于新型城镇化放开户籍限制，地产销量有所改善，并带动房地产开发企业到位资金增长7.1%，增速加快0.5个百分点。1-9月房屋新开工面积累计同比增长8.6%，较1-6月回落1.5个百分点，但仍保持较快的增长态势。

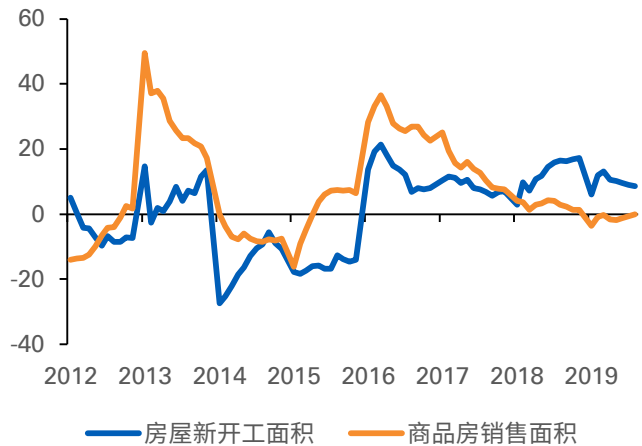
今年7月30日召开的政治局会议再次强调“房子是用来住的、不是用来炒的”，并明确“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，近期银行贷款、信托、海外债等地产融资渠道全面收紧，房地产投资增速后续或将缓慢回落。

图11 购置土地面积vs土地成交价款，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图12 房屋新开工面积&销售面积，累计同比，%

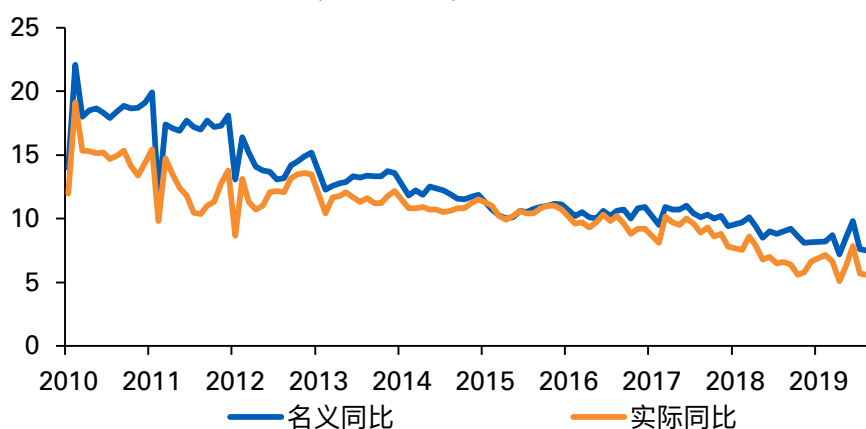


数据来源：Wind，毕马威分析

消费延续低迷，汽车拖累减少

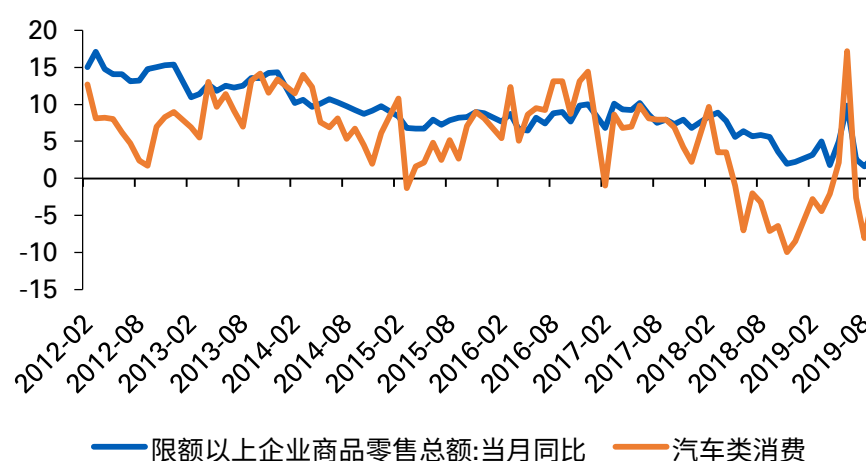
1-9月社会消费品零售总额累计同比8.2%，与1-8月持平，但较2018年全年下滑0.8个百分点。其中，9月当月社会消费品零售总额名义增速和实际增速分别为7.8%和5.8%，较上月分别回升0.3和0.2个百分点。汽车对消费拖累减少，9月汽车消费同比下降2.2%，降幅收窄5.9个百分点。

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

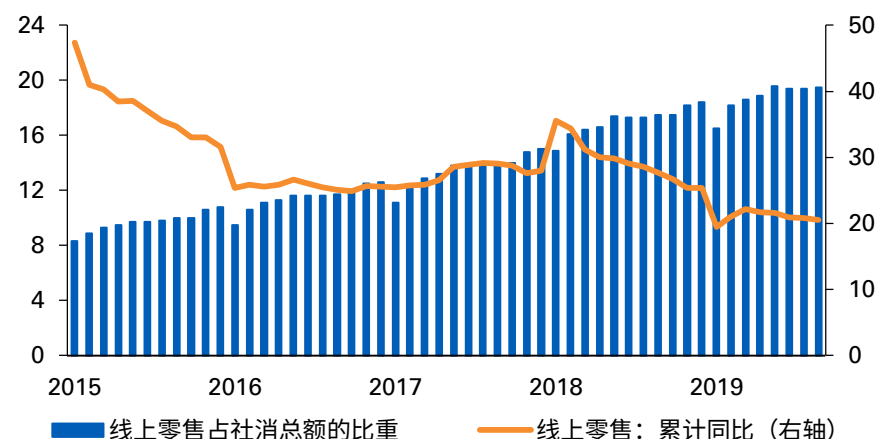
图14 限额以上企业商品零售额vs汽车类消费，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

1-9月实物商品线上零售增速20.5%，较上半年下降1.1个百分点，但仍远高于社消零售的整体增速，因此其占社消总额的比重一直稳步攀升，9月继续上升至19.5%，是消费增长的主要动力。

图15 实物商品线上零售占比及其增速，%

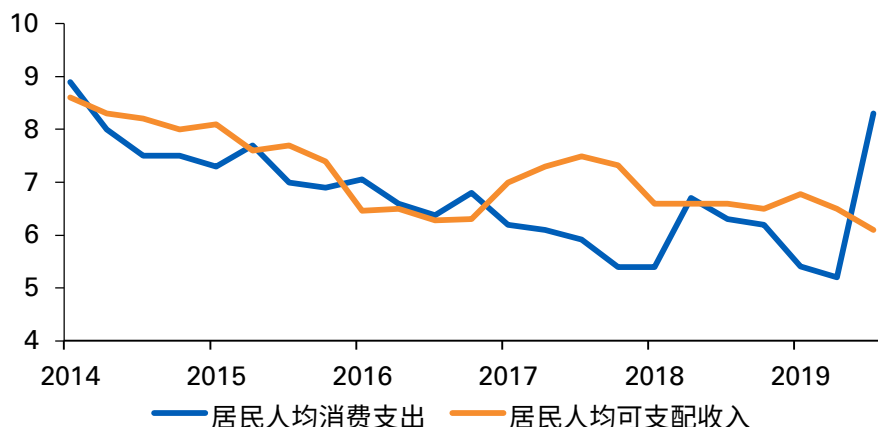


数据来源：Wind，毕马威分析

三季度，居民人均可支配收入和消费支出增速走势出现了明显的分化。今年全国居民人均可支配收入呈现逐季下行的趋势，前三季度实际增速6.1%，较上半年下滑0.4个百分点；而居民人均消费支出增速为8.3%，较上半年大幅回升3.1个百分点，从消费支出结构来看，三季度居民在教育文化娱乐方面的支出明显提升，这可能与正处于暑假期间有关。此外，消费支出除了受到可支配收入的影响外，消费观念的改变与消费主力人群的换代，贷款消费也成为居民消费的重要手段，包括信用卡、消费贷、花呗等工具。

2019年8月，国务院印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，优化消费环境，激发国内消费潜力；2019年9月，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，将消费税逐步划归地方，引导地方政府改善消费环境，这些政策将对消费起到提振作用。

图16 全国居民人均可支配收入vs人均消费支出，实际累计同比，%

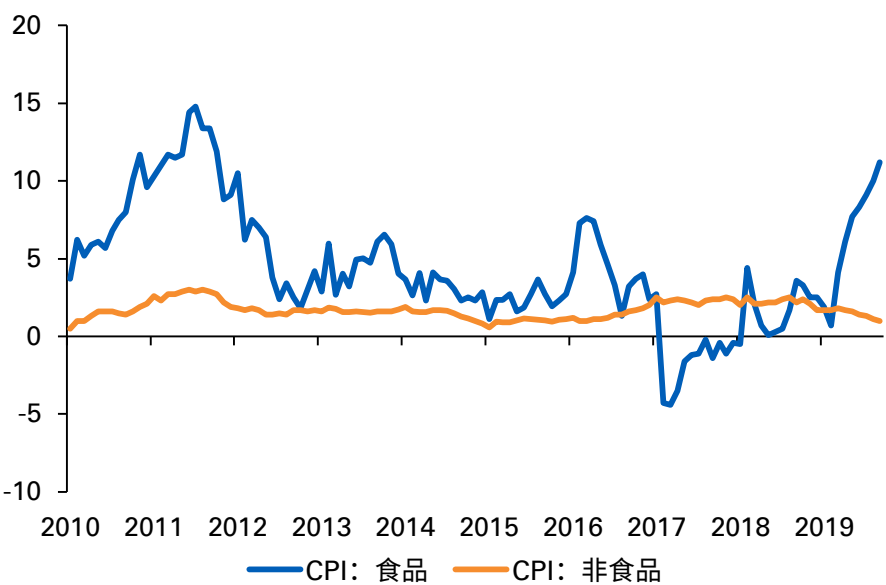


数据来源：Wind，毕马威分析

猪肉价格推动消费品通胀上扬

2019年1-9月，CPI累计同比2.5%，较1-8月提高0.1个百分点。9月CPI同比上涨3%，较上月提高0.2个百分点，创下近6年以来新高，自2014年以来首次触及警戒线水平。食品方面，9月食品价格上涨11.2%，涨幅较8月进一步提高1.2个百分点。其中，受环保禁养、非洲猪瘟等供给端因素的影响，猪肉价格同比上涨69.3%，较8月大幅提高22.6个百分点，同时带动牛肉和羊肉价格分别上涨18.8%和15.9%。此外，9月应季水果、蔬菜大量上市，供应充足，鲜果和鲜菜价格同比增速为7.7%和-11.8%，分别较8月大幅回落16.3和11.0个百分点。非食品方面，9月非食品价格上涨1.0%，较8月继续下降0.1个百分点，连续6个月回落。其中，衣着同比1.6%，和上月持平，交通和通信同比-2.9%，价格跌幅进一步扩大。总体来看，通胀呈现食品价格走强，而非食品价格走弱的格局。

图17 食品和非食品类居民消费价格指数，当月同比，%

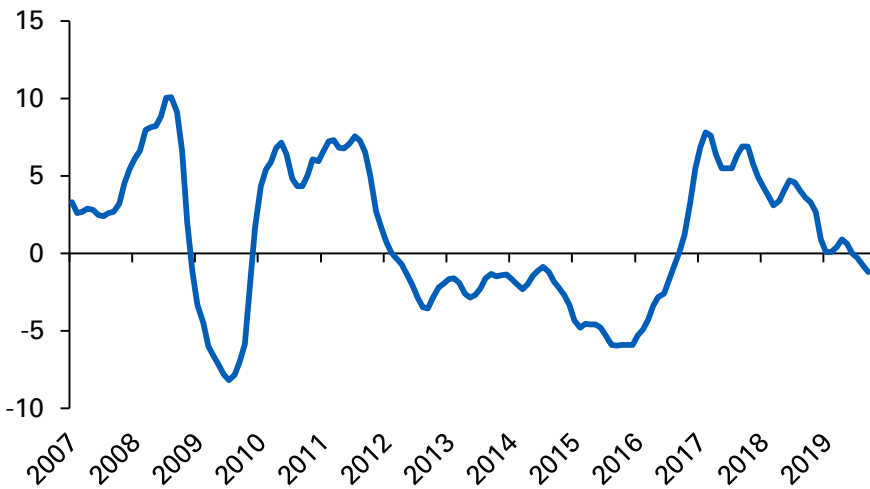


数据来源：Wind，毕马威分析

2019年1-9月，PPI累计同比0.0%，较1-8月回落0.1个百分点。9月PPI同比-1.2%，跌幅较上月扩大0.4个百分点，创近3年以来新低。分行业来看，油气开采、煤炭等燃料加工、黑色金属冶炼、化学原料制品等行业价格降幅扩大，分别较上月回落4.3、3.7、2.7、0.9个百分点；黑色金属采选、煤炭

洗选等行业价格涨幅回落，分别较上月回落6.0、0.7个百分点；农副食品加工、有色金属等行业涨幅扩大，分别较上月提高1.2、2.0个百分点，这些PPI核心行业价格总体比较低迷，反映当前经济下行压力仍然较大。受到中东紧张局势的影响，近期国际原油价格出现一定反弹，考虑到去年四季度的低基数作用，预计今年四季度PPI同比跌幅可能会逐步收窄。

图18 工业生产者价格指数（PPI），当月同比，%



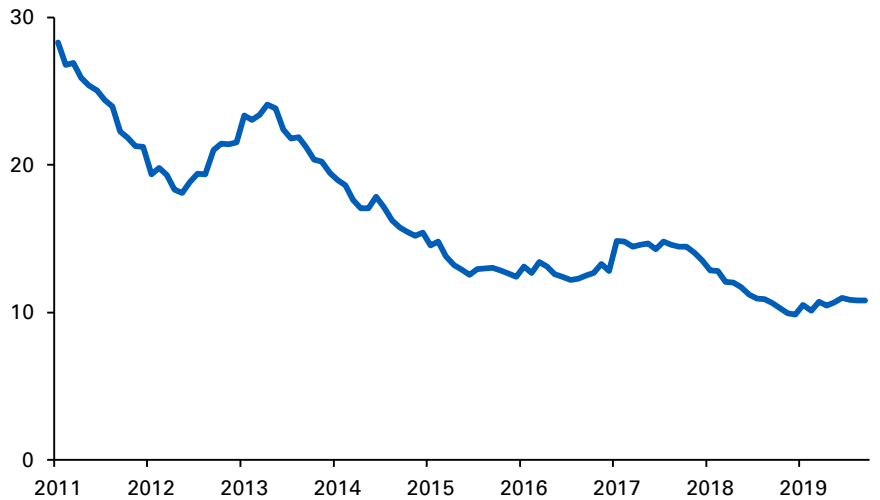
数据来源：Wind，毕马威分析



社融增速回升， 年内第二次降准释放流动性

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）提供融资支持的主要指标。2019年以来，社融存量增速重新回归两位数增长，9月末社融规模存量同比增长10.8%，与8月基本持平。9月，M2（广义货币）同比增长8.4%，增速环比增加0.2个百分点，比去年同期增加0.1个百分点。

图19 社会融资规模存量，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

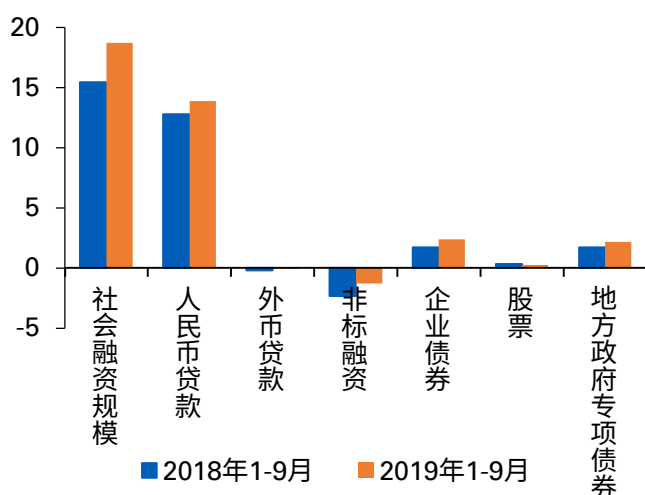
图20 广义货币供应量（M2），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2019年前三季度，TSF新增18.74万亿元，比去年同期增加3.28万亿元，涨幅为21.2%。从具体融资结构来看，前三季度人民币贷款增加了13.9万亿元，比去年同期增加1.1万亿元；非标融资（包括委托贷款、信托贷款、未贴现票据）受金融监管影响继续下降，比去年同期减小1.28万亿元，但降幅收缩收窄；新增股票融资2300亿元，比去年同期减少757亿元；新增地方政府专项债券融资2.17万亿元，比去年同期增加4704亿元。值得注意的是，自2019年9月起，人民银行将“交易所企业资产支持证券”（简称“企业ABS”）纳入“企业债券”统计。调整后，9月份新增的企业债券为1610亿元，前三季度企业债券净融资2.39万亿元，同比多6955亿元。从占比来看，前三季度企业债的债券融资占同期社会融资规模的比重是12.8%，比去年同期高1.8个百分点。

图21 新增TSF构成，万亿元

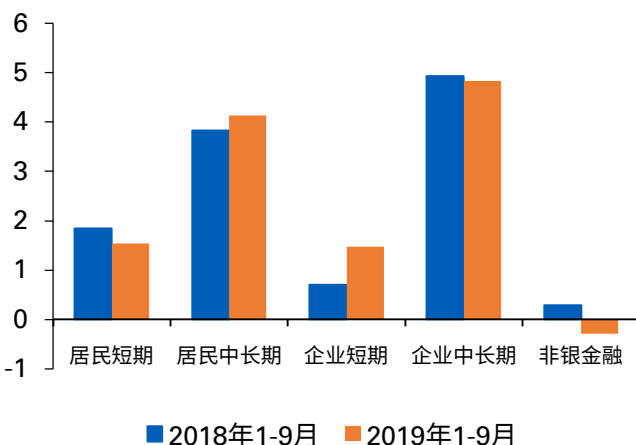


数据来源：Wind，毕马威分析

从社融结构看，表内贷款、非标融资、企业债券是前三季度社融增速主要支撑，因今年专项债发行节奏提前导致9月专项债同比少增，拖累社融。从贷款结构来看，1-9月企业短期贷款额为1.47万亿，比去年同期翻了一番，是人民币贷款增长的主因。1-9月企业中长期贷款额为4.93万亿元，比去年同期小幅下降900亿元，表明企业长期投资的意愿仍然不强。

随着房地产融资政策的收紧，非标融资回暖的空间有限；加之地方专项债额度在第四季度的缺席，预计第四季度TSF上行的幅度有限。

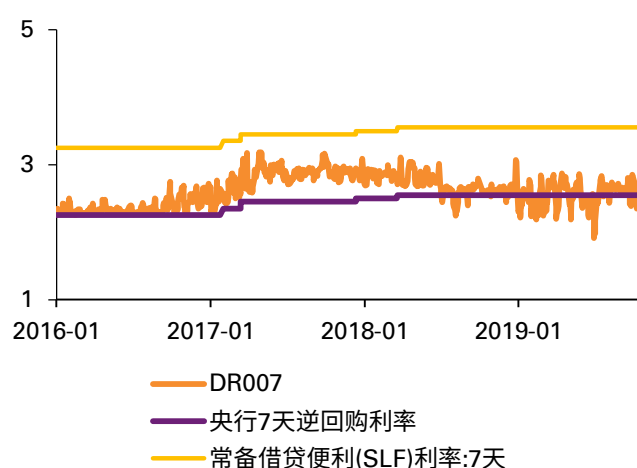
图22 新增人民币贷款结构（单位：万亿）



数据来源：Wind，毕马威分析

第三季度的银行间市场利率保持了维持走低的态势。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。

图23 银行间市场利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

8月16日，国务院常务会议提出改革完善LPR形成机制，由各报价银行以公开市场操作利率（MLF为主）加点方式进行报价后，全国银行间同业拆借中心根据报价计算得出贷款市场报价利率并发布，为银行贷款提供定价参考。8月17日，央行进一步公布LPR形成机制改革的更多细节，新的LPR报价方式于8月20日起正式施行，各银行在新发放的贷款中主要参考LPR定价，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准，同时将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估。

9月4日国务院常务会议提出要用好逆周期调节政策工具，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作。在货币政策方面，会议指出要坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。会议关于“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”等表述释放了较为宽松的政策信号。

9月16日，央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不包括财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。本次央行推出的定向降准将分两次实施，有利于稳妥有序释放资金，说明央行所强调的“不搞大水漫灌”、坚持稳健的货币政策的取向没有改变。

自2018年以来，央行已经陆续实施了包括本轮在内的6次降准。货币政策适度放松加上LPR改革疏通利率传导，可以帮助货币政策发挥更有效作用。

11月5日，央行调低一年期中期借贷便利（MLF）利率5个基点，至3.25%。这是2016年2月以来MLF操作利率的首次下调，也是8月LPR改革以来首次降息。由于LPR的报价机制是在MLF上加一点形成，我们预期在11月20日公布的LPR也将相应下调，有利于降低实体经济的融资成本。

出口增速持续下滑， 受整体外需拖累下阶段增长仍承压

9月中国出口同比下降3.2%，较8月下滑2.2个百分点；三季度出口增速减慢0.4%，较上半年下滑0.5个百分点；1-9月出口累计同比-0.1%，较2018年下滑10个百分点。出口持续下滑的原因在于：1) 整体外需不振，9月美、欧、日制造业PMI均处于荣枯线以下，分别为47.8%、45.7%、48.9%，美国为2009年7月以来新低，欧洲为2012年10月以来新低。2) 中美经贸摩擦在8月份再次升级，尤其是9月1日美国对中国3000亿美元中的部分商品加征15%关税正式生效加速了第三季度对中国出口的拖累作用。

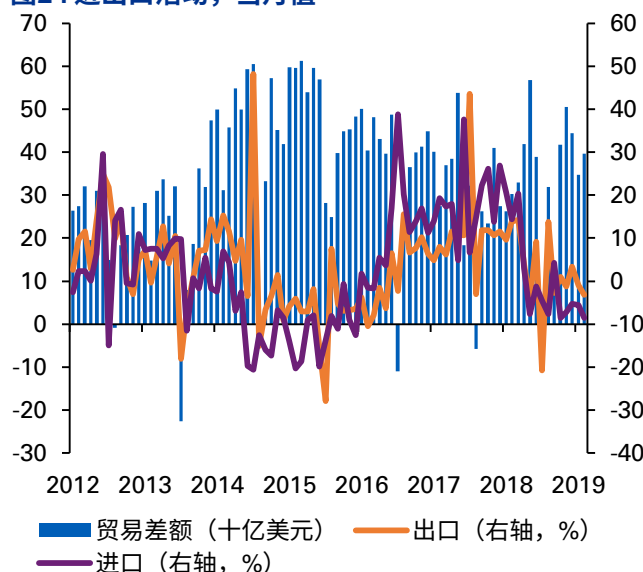
分国别和地区来看，9月中国对除俄罗斯和澳大利亚外的大部分经济体出口增速均较上月下滑，其中对美国的出口下降幅度最为明显。9月中国对美出口增速-21.9%，较8月下滑5.9个百分点，创1996年1月以来新低。对加拿大、印度、韩国、日本和欧盟出口增速分别为-9.5%、-7%、-5.1%、-5%和0.1%，分别较上月下滑了5.5、13.7、6.2、7.1、6.4和3.1个百分点。对俄罗斯和澳大利亚出口增速分别为11.3%和8.7%，较上月上升6.5和25.7个百分点。

从出口的主要商品来看，1-9月出口金额较去年同期减少最多的是智能手机，减少160亿美元。服装减少56亿美元，船舶和钢材分别减少33亿和43亿美元，自动数据处理设备减少46亿美元。智能手机出口的持续恶化，是拖累出口的主因。

进口方面，9月中国进口增速-8.5%，较8月下滑2.9个百分点；1-9月进口累计同比-5%，较2018年全年下滑20.8个百分点。具体从主要的进口商品来看，同比减少最多的是集成电路，减少158亿美元，一方面受国产化替代影响，另一方面，智能手机出口减少也降低了对进口集成电路的需求。其次是大豆和铜材，分别减少44亿和54亿美元。而进口商品中增长最明显的，集中在金属矿和能源。尤其是铁矿石的价格飙涨，进口金额同比增加191亿美元，值得关注。

今年1-9月，贸易顺差累计值为2984.3亿美元，较去年同期增加791.2亿美元。顺差表现持续出现好转，对人民币汇率构成支撑。

图24 进出口活动，当月值



数据来源：Wind，毕马威分析

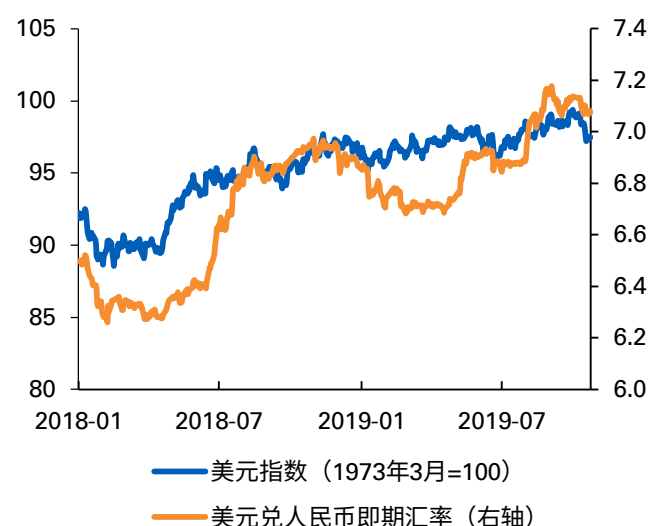
中美经贸摩擦方面，8月2日美方威胁关税加码，对剩余的3000亿进口商品加税10%。其中部分产品的新增关税已经于9月1日起生效，剩余部分将在12月15日起生效。8月24日凌晨，美国方面进一步加码，表示从10月1日起将2500亿美元中国进口商品的关税从25%上调至30%，并将3000亿美元中国进口商品的关税税率从10%提高至15%。

10月10日至11日，中美在华盛顿举行新一轮中美经贸高级别磋商，取得一定进展。中国加大对美国农产品进口，美国将暂停于10月15日将2500亿进口商品的关税税率由25%上调至30%，但原定于12月15日就1560亿进口商品征收15%的关税尚未取消。双方将起草阶段性会谈成果（Phase 1），有望在近期内完成。

2019年以来美联储已宣布了三次降息。第三次于10月30日召开的议息会议上宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点到1.50%至1.75%的水平。美元指数从9月下旬已出现小幅回落的态势，预计随着再次降息消息

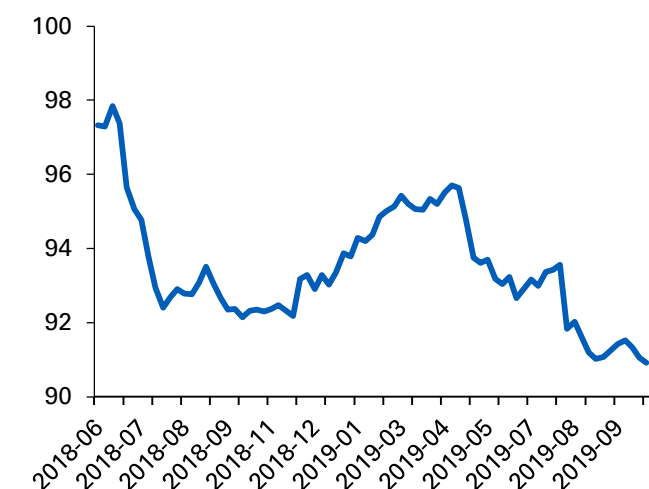
的宣布，指数将继续回落。中美经贸摩擦的缓和、美元指数的下行和累计贸易顺差的逐渐扩大预计都将对人民币汇率的企稳起到支撑作用。

图25 美元指数和人民币汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图26 CFETS人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

2

政策分析



健康产业发展迎来新机遇

2019年 9月29日，国家发展改革委、教育部、国家卫生健康委、医疗保障局、中医药局、药品监管局等21部门联合制定了《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》。《纲要》围绕重点领域和关键环节将实施以下10项重大工程，到2022年基本形成内涵丰富、结构合理的健康产业体系：



随着社会发展和人们生活水平的普遍提高，以及人类生活方式的改变，健康产品的总需求急剧增加。以生物技术和生命科学为先导，涵盖医疗卫生、营养保健、健身休闲等健康服务功能的健康产业成为21世纪引导全球经济发展和社会进步的重要产业。

健康产业是指以医疗卫生和生物技术、生命科学为基础，以维护、改善和促进人民群众健康为目的，为社会公众提供与健康直接或密切相关的产品（货物和服务）的生产活动集合。根据国家统计局标准，我国健康 产业目前包括医疗卫生服务、医药制造、医疗仪器设备及器械制造等13大类内容¹。

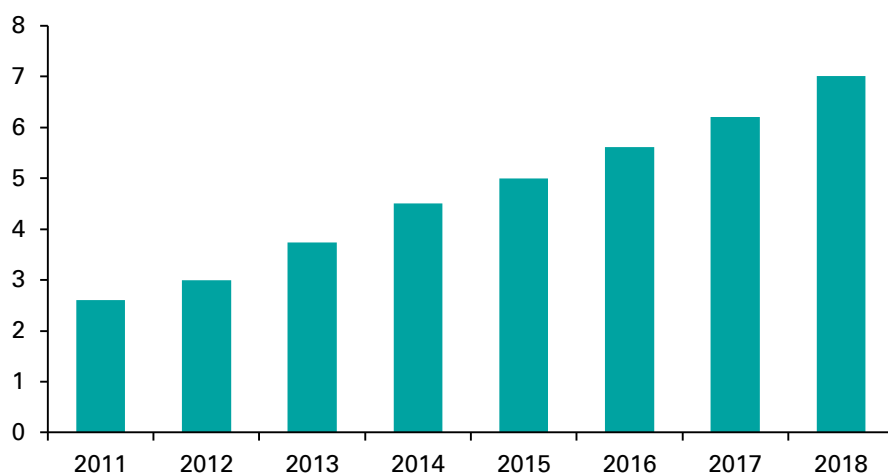
¹ 《健康产业统计分类（2019）》，国家统计局，2019年4月，http://www.stats.gov.cn/tjgz/tzgb/201904/t20190409_1658560.html



2016年8月，中央政治局会议通过“健康中国2030”规划纲要，提出要以提高人民健康水平为核心，为保障人民健康作出制度性安排，为未来十五年推进健康中国建设提供了行动指南。此外，国务院于6月出台《健康中国行动（2019—2030年）》等文件，围绕疾病预防和健康促进两大核心，提出将开展15个重大专项行动，促进以治病为中心向以人民健康为中心转变，努力使群众不生病、少生病。同时，“十三五”期间相关部门陆续发布政策以扶持大健康产业发展。

根据中投产业研究院发布的《2019-2023年中国大健康产业深度调研及投资前景预测报告》显示，随着国家大健康产业支持、引导政策力度的加大，以及企业的加速布局，近年来，我国大健康产业得到了较快的发展。2017年，我国大健康产业市场规模达到6.2万亿元，为2011年的2.6万亿元市场规模的2.4倍，年均复合增长率达15.6%。初步测算2018年我国大健康产业规模突破7万亿元，达到7.01万亿元。²

图27 2011-2018年中国健康产业规模，万亿元

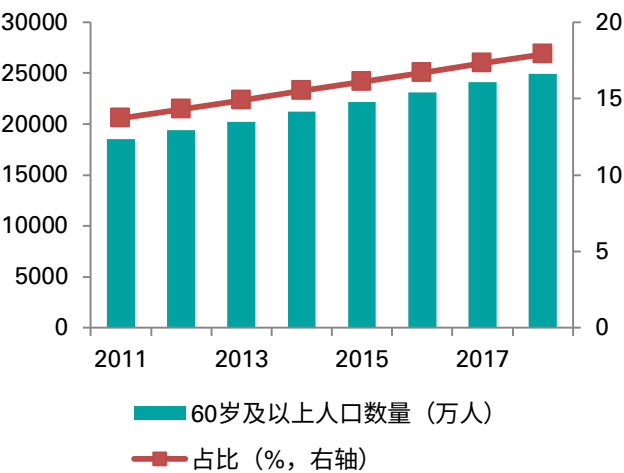


来源：中投产业研究院，毕马威分析

根据国家统计局数据，截至2018年年末，我国60周岁及以上人口为24949万，占全国总人口17.9%。其中，65岁及以上人口为16658万人，占11.9%。随着我国的人口老龄化不断加快，老龄化社会将会是未来的大趋势，养老、相关疾病问题将受到广泛关注，促使消费群体和规模进一步扩大，对大健康产业形成了较大的助推力。

² 《未来5年中国大健康产业规模现状项目综述》，中投投资咨询网，2019年10月，<http://www.ocn.com.cn/touzi/chanye/201910/bqalg08112812.shtml>

图28：中国60岁及以上人口统计



来源：国家统计局，毕马威分析

毕马威分析

健康产业作为一种新型服务行业，具有巨大发展潜力。《“健康中国2030”规划纲要》提出目标，到2020年，全国健康产业总规模达到8万亿元、到2030年，达到16万亿元，健康产业将迎来井喷式发展。同时，随着生物、信息等多学科交叉融合，推动健康产业交叉汇聚、跨界融合发展，健康产业将与互联网、现代农业、文化、旅游等产业深度融合，同时不断催生各种新产业、新形态、新模式。另外，科技发展、技术升级将推动产业进一步升级、融合，“互联网+”、“物联网+”、AI等新技术将为健康产业带来重大变革。

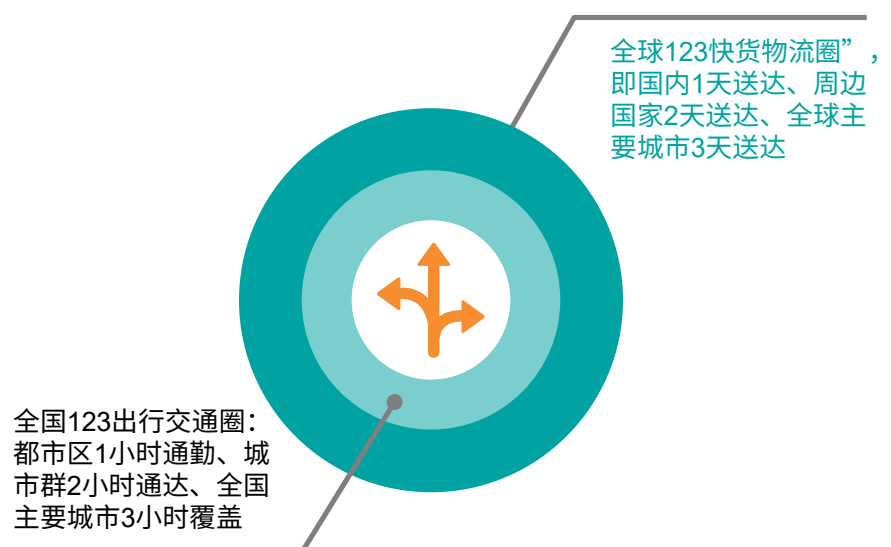


《交通强国建设纲要》发布

2019年 9月19日，中共中央、国务院印发的《交通强国建设纲要》（下称《纲要》）明确从2021年到本世纪中叶，我国将分两个阶段推进交通强国建设。到2035年，基本建成交通强国，形成“三张交通网”、“两个交通圈”。到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国。

10月9日，交通运输部召开《交通强国建设纲要》宣贯暨试点工作部署视频会议，贵州省与河北雄安新区、辽宁省、江苏省、浙江省、山东省、河南省、湖北省、湖南省、广西壮族自治区、重庆市、新疆维吾尔自治区、深圳市被列为第一批交通强国建设试点。

根据《纲要》，“三张交通网”即发达的快速网，主要由高速铁路、高速公路、民用航空组成，服务品质高、运行速度快；完善的干线网，主要由普速铁路、普通国道、航道、油气管道组成，运行效率高、服务能力强；广泛的基础网，主要由普通省道、农村公路、支线铁路、支线航道、通用航空组成，覆盖空间大、通达程度深、惠及面广。“两个交通圈”是指围绕国内出行和全球快货物流建立的快速服务体系。一是“全国123出行交通圈”，即都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖。二是“全球123快货物流圈”，即国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达。



新中国成立以来，交通运输改革进程不断加速，交通运输领域发生了历史性变化³。特别是从党的十八大以来，现代综合交通运输体系建设进入新阶段。全国交通运输行业统筹推进基础设施网络化布局，铁路、公路、水运、民航基础设施建设补短板、强筋骨，“五纵五横”综合运输大通道基本贯通，交通运输服务保障能力显著提升，国民经济主动脉作用日益显现。数据显示，2018年：

- 全国铁路营业总里程达到13.2万公里，较1949年增长5倍，年均增长2.6%；
- 全国高铁营业总里程3万公里，是2008年的44.5倍，年均增长46.2%，高铁营业里程超过世界高铁总里程的三分之二，居世界第一位；
- 全国公路总里程达到485万公里，是1949年的60.0倍，年均增长6.1%。农村公路里程达到404万公里，通硬化路乡镇和建制村分别达到99.6%和99.5%。高速公路总里程14.3万公里，年均增长25.8%，总里程居世界第一位；
- 民航面貌焕然一新，定期航班航线总条数达4945条，是1950年的412.1倍，年均增长9.3%。

表1：“十三五”综合交通运输发展主要指标

指标名称	2015年	2020年	属性	2018年
铁路营业里程（万公里）	12.1	15	预期性	13.1
高速铁路营业里程（万公里）	1.9	3.0	预期性	2.9
铁路复线率（%）	53	60	预期性	58
铁路电气化率（%）	61	70	预期性	70
公路通车里程（万公里）	458	500	预期性	484.65
高速公路建成里程（万公里）	12.4	15	预期性	14.26
内河高等级航道里程（万公里）	1.36	1.71	预期性	1.35*
沿海港口万吨级及以上泊位数（个）	2207	2527	预期性	2444
民用运输机场数（个）	207	260	预期性	235
通用机场数（个）	300	500	预期性	202
建制村通硬化路率（%）	94.5	99	约束性	99.47
城市轨道交通运营里程（公里）	3300	6000	预期性	5295.1
油气管网里程（万公里）	11.2	16.5	预期性	13.6

来源：《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》、交通运输部，毕马威分析；注：*指内河三级及以上航道里程。

³ 《新中国成立70周年经济社会发展成就系列报告之十六》，国家统计局，2019年8月，http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/13/content_5420891.htm

在线教育进入“快车道”

2019年9月30日，教育部等十一部门发布《关于促进在线教育健康发展的指导意见》（下文简称《意见》）。《意见》明确，到2020年，大幅提升在线教育的基础设施建设水平，互联网、大数据、人工智能等现代信息技术在教育领域的应用更加广泛、在线教育模式更加完善，资源和服务更加丰富。同时，要扩大优质在线教育资源供给、构建扶持在线教育发展的政策体系、形成多元的在线教育管理服务格局。

《意见》提出包括采用扩大优质资源供给、构建扶持政策体系、形成多元管理服务格局的三大发展策略。⁴

- **策略一：扩大优质资源供给。**从2000年教育部决定在中小学实施“校校通”工程，到2012年开始实施的“三通两平台”行动计划，为教育信息化的普及发展提供了良好的硬件、软件和经费支持，再到2014年中央电化教育馆开展的“一师一优课、一课一名师”活动，以及2018年教育部发布《教育信息化2.0行动计划》提出“三全两高一大”的发展目标，我国教育资源紧缺的问题得到了缓解，但是优质资源的缺乏问题依然比较严重。这次《意见》明确提出满足多样化教育需求，推动线上线下教育融通，培育优质在线教育资源，推进产学研用一体化发展，加强在线教育人才培养。预计未来教育信息化建设的重点将从基础硬件设施建设、软件开发逐步倾向优质教育内容和服务的供给。
- **策略二：构建扶持政策体系。**主要提出了建立规范化准入体系、加强基础设施建设、落实财政支持政策、拓展金融支持渠道、加强知识产权保护五位一体的政策体系。教育是一个“慢”行业，必须精耕细作长时间培育市场，相比其他互联网行业，在线教育缺乏融资优势和财政政策支持，知识产权缺乏有效保护，但是在线教育的快速发展又离不开社会力量的全情投入。《意见》提出社会各界抓住5G的商用契机建设基础设施，并要求相关部门提供一系列的财政与产权的支持和保护，可谓在线教育市场将迎来新一轮发展的重大利好。
- **策略三：形成多元管理服务格局。**主要是从保护消费者权益、创新管理服务方式、加强部门协同监管、强化行业自律四个方面对在线教育的管理服务工作进行管理和全局的布控。在线教育行业上手快、门槛低、易操作，从2012年开始，中国的在线教育行业市场规模开始了“野蛮”式的增长，大企业和小作坊同时并跑，导致在线教育资源良莠

⁴ 《在线教育健康发展的三个策略》，中国教育报，2019年10月，http://paper.jyb.cn/zgjyb/html/2019-10/12/content_571101.htm?div=-1

不齐、泥沙俱下，相当一部分在线教育企业通过不断突破底线获取流量，导致问题丛生。从2018年12月《关于严禁有害App进入中小学校园的通知》等一系列文件再到近期《指导意见》的发布，预计未来政府对在线教育的监管将不断趋严，市场趋于冷静和规范，资本化程度加深，促进服务模式不断创新，回归教育的初心。

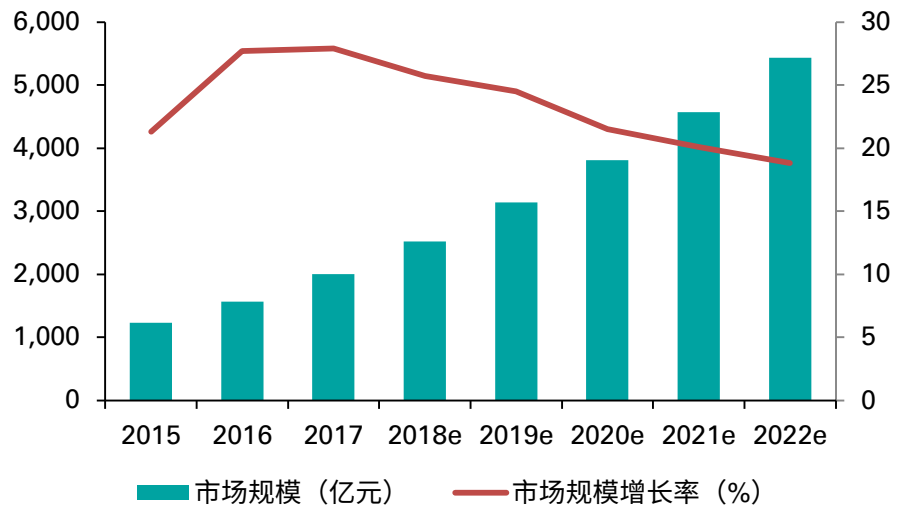
表2：最近一年涉及在线教育的主要文件

发布日期	文件	规范对象	主要内容
2019.08.10	关于引导规范教育移动互联网应用有序健康发展的意见（教技函（2019）55号）	教育移动互联网应用程序及其提供者	对教育APP提供者实施备案制度；规范进校合作，对不同类型教育APP的内容等作出要求。
2019.07.12	关于规范校外线上培训的实施意见（教基函（2019）8号）	面对中小學生、利用互联网技术实施的学科类校外线上培训活动	对校外线上培训机构，培训人员及内容实施备案审查制度；建立黑白名单制度。
2018.12.25	关于严禁有害app进入中小校园的通知（教基厅函（2018）102号）	进入校园的学习类应用程序	开展进校APP“双审查”责任制，未经备案的进校APP不得组织或推荐使用。
2018.11.20	关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知（教基厅（2018）10号）	校外培训机构	行政部门要做好面向中小學生利用互联网技术在线实施培训教育活动的备案工作。
2018.08.06	关于规范校外培训机构发展的意见（国办发（2018）80号）	面对中小學生校外培训机构开展的非学历教育培训	网信等部门在各自职责范围内配合教育部门做好线上教育监管工作。

来源：威科先行，毕马威分析

根据艾瑞咨询发布《2018中国在线教育行业白皮书》显示，2018年中国在线教育市场规模达2517.6亿元，同比增长25.7%。预计未来3-5年市场规模增速保持在16-24%之间，增速持续降低但增长势头保持稳健。用户对在线教育的接受程度不断提升、在线付费意识逐渐养成以及线上学习体验和效果的提升是在在线教育市场规模持续增长的原因。

图29：2015-2022年中国在线教育行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，毕马威分析

毕马威分析

之前教育部门的监管重点主要是校外线下培训机构，例如2018年10号文针对线上培训机构的监管政策主要为“参照线下执行”。而近期一系列针对在线教育的政策密集出台，体现了教育部门对“互联网+教育”的高度重视。监管由线下逐渐拓展至线上，并由进校APP、线上学科类培训延展至各学段、各类别的在线教育活动。《意见》的出台意味着面向在线教育的备案制度将进一步落实，针对在线教育的违规排查也将展开，在线教育迎来新的监管时代。同时，《意见》从教育信息化、教育资源分配等方面进一步推动在线教育的健康、良性发展，显示了国家对于在线教育行业的重视，在线教育进入发展的“快车道”。

深圳打造“中国特色社会主义先行示范区”

2019年8月18日，中央制定出台《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》（下称《意见》），进一步明确了深圳的发展目标和历史使命，对深圳在国家整体战略布局中更好发挥作用，提供了明确的方向指引。

在战略定位上，《意见》明确未来深圳要建设打造成为高质量发展高地、法治城市示范、城市文明典范、民生幸福标杆、可持续发展先锋。根据《意见》，深圳发展目标分三步走：到2025年，建成现代化国际化创新型城市。到2035年，建成具有全球影响力的创新创业创意之都，成为我国建设社会主义现代化强国的城市范例。到本世纪中叶，成为竞争力、创新力、影响力卓著的全球标杆城市。

作为中国设立的第一个经济特区，深圳是中国改革开放的窗口和新兴移民城市，在创新与扩大开放等方面肩负着重要使命。中央给深圳赋予了建设有中国特色社会主义先行示范区的任务，既是对深圳既往四十年改革开放所取得的成绩的充分肯定，也是对深圳未来继续作为全国改革开放排头兵的信任和期许。《意见》的发布将加快实施创新驱动发展战略，加快构建现代产业体系，助推粤港澳大湾区建设，并将完善深圳的法治建设及生态文明制度。毕马威认为⁵：

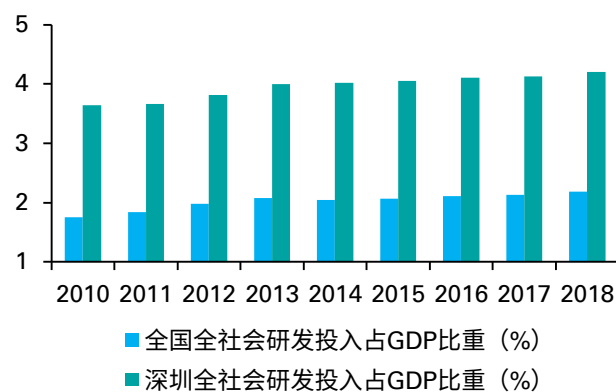
► 以创新驱动发展

中国未来若想在国际竞争中取胜，必须首先在科技创新领域保持优势，而深圳在此领域拥有明显的优势。在过去两年的创新体系建设中，深圳市创新驱动发展的格局已初步形成，产业结构优化升级和技术创新起到支撑作用，创新互动性与开放性已在全国位居前列，并逐步建立起具有国际化特色的科技中介服务体系。

深圳在技术创新和智能制造方面实力雄厚，全社会研发投入占GDP比重由2010年的3.6%上升到2018年的4.2%，

明显高于全国平均研发投入比例。同时，深圳国际PCT专利申请数居于国内第一，率先完成产业升级，实现了知识和创新驱动的经济增长。同时，深圳也是我国高科技产品出口的重要基地。2017年深圳高科技产品出口1142亿美元，占全国的17%左右⁶，占比未来有望进一步提升。

图30：全社会研发投入占GDP比重对比示意图



来源：国家统计局、深圳市政府工作报告，毕马威分析

深圳创新创业氛围浓，深圳的企业数量超过200万家，其中高新技术企业超过1.4万家，腾讯、华为、大疆等高科技企业均在深圳孕育而生。同时，深圳也吸引了大批国际知名科技企业落户，苹果、谷歌、空客、微软、高通、英特尔等均在深圳设立研发中心或实验室。

深圳作为国家开放创新的重要窗口和示范区域，不仅肩负着从内发展原创技术、创新及传播的重任，也需要担任与外部国际创新主体之间的合作及技术创新的跨境流动枢纽功能。可以预见，未来将会有更多国际科技企业落户深圳，通过区域创新主动承接和融入国家创新体系，推动深圳成为全球科技创新中心，并推动粤港澳大湾区成为全国创新发展的先行者。

⁵了解更多详情，请见《改革创新双轮驱动，深圳以更高起点更大动力腾飞》，毕马威中国，2019年8月，<https://home.kpmg/cn/zh/home/insights/2019/08/shenzhen-policy-interpretation.html>

⁶根据国家统计局公布的《2018年统计年鉴》测算得出。

► 大力发展新兴产业，优化金融创新

在科技创新之外，深圳在产业结构方面也具有明显优势，产业结构合理，体量大，创新能力强，在互联网、通信、AI、机器人、物联网、生物医药、未来交通等领域都具有全球性龙头企业。深圳还是我国医疗器械行业的重要产业集群区域，在基因检测、医学影像等细分领域具有领先优势。

《意见》提出，要提高金融服务实体经济能力，研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。深圳近年来“亚洲硅谷”的创新聚落已然成形，然而资本市场仍无法给予足够的支持。我们认为，通过IPO注册制、再融资制度、与港澳市场互通等改革，可有效鼓励资金投入新科技的孵化，极大地支持科技创新企业走向资本市场，对科技创新企业的加速发展起到了重要作用。而科技的发展也将带动金融业的发展，有利于促进金融市场的互联互通。随着《意见》的出台，预计深圳将会有更多成熟的金融科技公司将走向资本市场。注册制改革是推动深圳市金融市场进一步发展的关键因素。

► 深化改革开放，为经济注入活水

《意见》提出要支持深圳开展区域性国资国企综合改革试验。高标准高质量建设自由贸易试验区，加快构建与国际接轨的开放型经济新体制。支持深圳试点深化外汇管理改革。推动更多国际组织和机构落户深圳。

8月21日，《深圳市区域性国资国企综合改革试验实施方案》已获批复，到2020年，深圳将推动85%以上的国有资本聚集到以基础设施公用事业为主体，以金融和战略性新兴产业为两翼的“一体两翼”领域；打造一批国

有大型骨干企业，力争形成1-2家世界500强企业和6-7家资产规模超1000亿元，2家市值超1000亿元的优势企业集团。我们认为，凭借独有的吸引人才、资金和创新精神的示范作用，深圳的全方位改革试验将对全国性国企改革起到带动示范作用。

► 推动粤港澳大湾区协同开发

在粤港澳大湾区建设中，深圳正成为大湾区城市创新生态合作群的建设者和领导者，和大湾区产业升级的牵引者。

一方面，深圳的产业本身具有强大的辐射能力，是粤港澳城市群的核心产业节点。深港合作将进一步提升深圳的产业牵引能力，推动粤港澳大湾区产业升级，加快构建现代产业体系。2018年10月，毕马威中国、汇丰及香港总商会在香港发布的联合调查《探索大湾区—第二份驱动成功的关键年度调查报告》⁷显示，技术与创新、贸易与物流以及金融服务将是大湾区受益最多的三大关键产业领域。

另一方面，深圳一直是改革的试验田和开放的窗口，在市场监管、产业培育、政企合作等方面先行先试，探索出了一条适合中国国情的产业发展道路。未来，通过深港在技术和金融领域的深度协作，有望在创新金融科技、跨境金融监管、金融市场互联互通等方面先行试点，助推粤港澳大湾区快速发展。

粤港澳大湾区是国家创新发展战略最重要的试验场，未来，深圳将进一步发挥稳健、具有更高创新能力的引擎带动作用。而《意见》在吸引人才方面的措施，也将极大推动大湾区人才引进、保证互联互通的高效发展。

⁷了解更多详情，请见《探索大湾区—第二份驱动成功的关键年度调查报告》，毕马威中国，2018年10月，<https://home.kpmg/cn/zh/home/insights/2018/10/navigating-the-greater-bay-area.html>

国有资本充实社保全面展开

2019年9月20日，财政部、人社部、国资委等5部门公布《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，并以附件形式对《关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的操作办法》进行了公布。根据《通知》，中央和地方划转部分国有资本充实社保基金工作于2019年全面推开。其中：中央层面，具备条件的企业于2019年底前基本完成，确有难度的企业可于2020年底前完成，中央行政事业单位所办企业待集中统一监管改革完成后予以划转。在地方层面，于2020年底前基本完成划转工作。《办法》则从关于划转范围和划转对象的确定、关于多元持股企业的划转方式等7方面对划转部分国有资本充实社保基金有关事项进行了明确。

在股权划出划入双方的义务方面，《通知》明确国有股东应做好相关企业股权划出工作，督促企业及时办理相关手续。承接主体应扎实做好企业股权接收工作，保证接收股权的集中持有和单独核算，接受考核监督。划转的地方企业国有股权，统一由各省级人民政府设立的一家国有独资公司集中持有、管理和运营，或委托一家具有国有资本投资运营功能的公司专户管理。

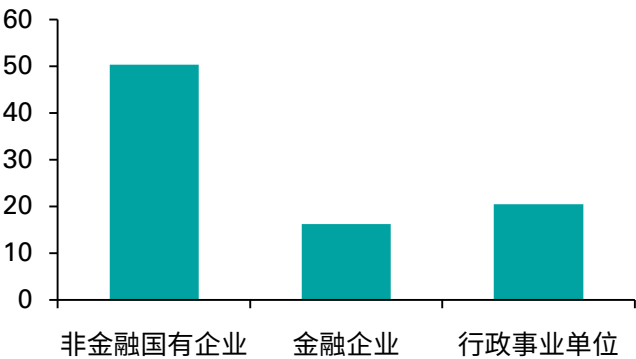
在划转责任主体要求方面，《通知》明确各省（自治区、直辖市）人民政府要对本地区划转工作负总责，加强组织领导，结合实际制定具体落实办法，确保按要求完成划转任务。同时，要加强对承接主体的监督和管理，确保划转的国有资本专项用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口。各级财政、人力资源社会保障、国资监管等有关部门要加强协作配合，切实履行职责。

在规范划转操作的要求方面，《通知》将《关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的操作办法》作为附件，要求全国划转工作严格遵照上述操作办法执行，规范划转操作。

2017年11月，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，决定划转部分国有资本弥补企业职工基本养老保险基金缺口。划转对象为中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构。划转比例统一为企业国有股权的10%。2019年7月10日，国务院常务会议决定，今年全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作。

根据国务院发布的《国务院关于2017年度国有资产管理情况的综合报告》⁸，截至2017年底，我国国有资本合计87万亿元，如果可以将其中一部分划拨至社保基金，将有力充实社保基金规模。

图31：国有资本及权益总额（单位：万亿元）



来源：《国务院关于2017年度国有资产管理情况的综合报告》，毕马威分析

毕马威分析

财政部资产管理司司长陆庆平在7月19日的国务院政策例行吹风会上介绍，经国务院批准，2018年首先在中国

联通等3家中央管理企业，中国再保险等2家中央金融机构，以及浙江省和云南省开展试点。在试点基本完成的基础上，中央层面又对15家中央管理企业和4家中央金融机构实施了划转，即中央层面完成两批24家企业的划转工作。近期，还将对35家中央管理企业实施划转，预计中央层面59家企业划转国有资本总额6600亿元左右。9月25日晚间，中国农业银行、中国工商银行发布公告，将其持有的本行股权的10%划转给全国社会保障基金理事会持有。随后，中国人保、交通银行等机构也相继跟进。

2018年，我国60岁及以上人口占全国的17.9%。根据联合国2019年预测数据，到2030年，我国60岁及以上人口将增至24.8%，到2050年高达34.6%，老年人口比重不断上升⁹。近几年，我国城镇职工基本养老保险基金征缴收入不抵总支出。据人力资源和社会保障部统计公报显示，2014年、2015年、2016年全国城镇职工基本养老保险当年征缴收入与当年基金总支出的缺口分别为1321亿元、2797亿元、5086亿元。缺口在逐渐扩大，导致财政补贴不断增加。而随着未来社保基金缺口的不断扩大，完全依靠财政补贴的模式将难以为继。国资划转社保，不仅将减轻企业缴纳社保费的压力，还可以通过其划转股权的分红收入使得社保基金具有稳定的资本来源，以应对未来社保基金的收支缺口问题。



⁸ 《国务院关于2017年度国有资产管理情况的综合报告》，国资委网站，2018年10月，<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588164/n4437287/c9748923/content.html>

⁹ 《World Population Ageing 2019》，联合国，2019年6月，<https://www.un.org/en/development/desa/population/index.asp>

3

专题研究： 地方政府债

面对不断变化的国际环境和国内经济增速放缓，中国政府采取了一系列逆周期调节措施，保证经济保持平稳增长。其中，积极的财政政策起到了重要作用。研究政府债务，特别是地方政府债务情况，对分析财政政策十分关键。本专题从央地财政收入与支出的分配、政府债务的历史、地方债的种类和运行机制等几方面进行研究，梳理中国地方政府债务问题和未来基建投资走势。



中央和地方财政收入与支出的分配

中央和地方财政收入与支出的分配

► 中国财政分权制度发展历程

新中国建国后，中央政府主导财权事权。1950 年，政务院发布的《关于统一管理1950 年财政收支的决定》明确规定，我国实行统收统支的财政管理体制，即地方财政收入要全部上缴中央财政，地方所需财政支出由中央财政统一拨付，财权事权集中于中央。

从1953年开始，我国开始实施财政分成制度，地方政府开始承担部分事权。即实行分类分成、总额分成和增收分成，将财政收入按照一定比例在中央和地方之间进行分配，支出事项开始划分为中央财政支出范围和地方财政支出范围。

1980年至1993年，地方政府财权事权进一步扩大。1980年2月，国务院颁发了《关于实行“划分收支、分级包干”的财政管理体制的暂行规定》，确定了“划分收支，分级包干”的财政管理体制。根据各种财政收入的性质和企业、事业单位的隶属关系，将财政收入划分为中央固定收入、地方固定收入和中央与地方调剂分成收入三类。财政支出按企业、事业单位的隶属关系划分，由中央直接管理的，列中央财政预算支出；由地方管理的，列地方财政预算支出。

1994年分税制改革之后，中央财政实力大增，1994 年中央财政收入较上一年猛增 200% ，占全国财政总收入比例由上年的 22% 直升至 56% 。但支出责任则主要在地方财政，负担 80% 的民生和绝大部分公共事务的支出。财权与事权的不匹配，给地方政府财政造成了压力。地方政府为稳定经济增长，借入大量债务，地方政府杠杆水平高企，财力不足以覆盖事权。另外，“营改增”、“国地税合并”等继续加深地方财权事权的矛盾。

► 目前中央和地方财政收入与支出的分配

国家财政收入包括税收收入与非税收入，在分税制下，国税局通过既定的税种和分成比例关系实现税收收入在中央和地方上的分成，非税收入由地方财政部门负责征收，并划分入中央库和地方库，中央会根据地方情况将一部分中央收入转移支付给地方。

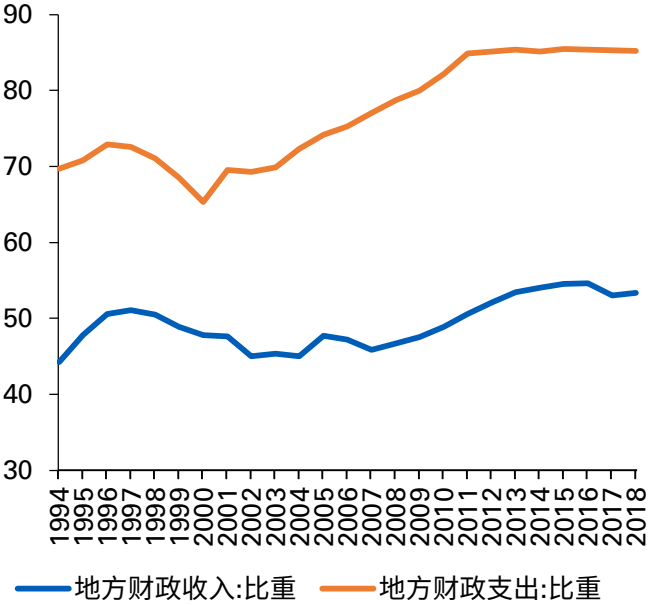
表3 中央和地方税收分成比例

序号	税种	细分	中央	地方	
				省级	区县
1	增值税	海关代征增值税	100%		
		非海关代征增值税	50%	50%	
2	关税		100%		
3	车辆购置税		100%		
4	消费税		100%		
5	个人所得税		60%	15%	25%
6	企业所得税	中央企业、地方银行和外资银行及非银行金融企业，铁道部门、各银行总行、各保险总公司等缴纳的部分	100%		
		其他企业缴纳的部分	60%	15%	25%
7	资源税	海洋石油企业缴纳	100%		
		非海洋石油企业缴纳		100%	
8	城市维护建设税	中央企业、地方银行和外资银行及非银行金融企业，铁道部门、各银行总行、各保险总公司等缴纳的部分	100%		
		其他企业缴纳部分		100%	
9	印花税	证券交易印花税	94%	6%	
		其他印花税		100%	
10	环境保护税			100%	
11	耕地占用税			100%	
12	房产税			100%	
13	城镇土地使用税			100%	
14	契税			100%	
15	教育费附加			100%	
16	地方教育费附加	市区		10%	90%
		县级			100%
17	土地增值税			100%	
18	车船使用税			100%	
19	地方水利建设基金			50%	50%

数据来源：网络资料整理，毕马威分析

2018年，中央一般公共预算收入85447亿元，同比增长5.3%，占全国一般公共预算收入的46.6%，地方一般公共预算收入97905亿元，同比增长7%，占比53.4%，与之相对的是，中央一般公共预算本级支出32708亿元，同比增长8.8%，仅占总支出的14.81%，而地方一般公共预算支出188198亿元，同比增长8.7%，占比达85.19%。

图32 地方财政收入与支出占比，1994-2018



值得注意的是，今年10月9日国务院发布《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，《方案》包括维持增值税现有的“五五分享”比例不变、调整完善增值税留抵退税分担机制、后移消费税征收环节并稳步下划地方等三项主要举措，有利于增加地方自主权，进一步理顺中央与地方财政分配关系，帮助地方政府有能力落实减税降费政策。

数据来源：Wind，毕马威分析



地方政府债的发展历史

随着经济下行压力加大，经济稳增长压力上升，地方政府需承担的责任也越来越大，地方政府债务扮演的角色也愈发重要。厘清地方政府债务的形成和演变，有利于更好的认识地方政府债务问题。

► 第一阶段（1994-2008）：禁发地方债，地方融资平台公司兴起

1994年分税制改革开始实行后，地方政府开始面临越来越严重的财政问题，但当时的《预算法》规定“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”，要求地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字，暂停了地方政府的发债行为。

由于地方政府的融资渠道有限（不能向银行借贷或发行债券），又受限于“不列赤字”的政策约束，1997年-1998年亚洲金融危机之后，地方政府承担着越来越大的基础设施建设投资的压力，陷入了较大的财政困境。在这种背景下，地方政府成立融资平台公司参与城市建设，并在全国范围内推广，城投模式成为具有中国特色的地方投融资模式，融资平台公司在地方政府债务融资中扮演越来越重要的角色。

► 第二阶段（2009-2014）：地方债解禁，逐步规范城投公司

“代发代还”模式

为了应对2008年的国际金融危机，破解地方政府的融资难题，地方债“禁止条令”得以放开。2009年全国两会政府工作报告提出安排发行2000亿元的地方债，并由财政部代发代还地方政府债券，以期部分缓解4万亿投资计划中地方政府的配套资金压力。代发代还”模式由2009年一直持续至2011年，在此期间，地方政府债券的批准额度均是每年2000亿元。

“自发自还”模式

2011年，地方政府债券的发行模式进行了第一次改革。财政部于2011年10月印发《2011年地方政府自行发债试点办法》，启动了上海、浙江、广东、深圳四省市的地方政府自行发债试点。试点省市可发行3年和5年期债券，实行年度发行额管理。此次改革之后，地方政府债券的发行端开始放开，不过其还本付息仍由财政部代办执行，即“自发自还”模式。自2013年起，试点地区进一步增加了江苏和山东两省，适度延长了发债期限（3年、5年和7年），并增加了发债规模，2012和2013年地方政府债券的批准额度分别达到2500元和3500元。

“自发自还”模式

2014年5月，财政部印发《2014年地方政府债券自发自还试点办法》，继续推进地方政府债券发行模式改革。与原有模式相比，“自发自还”模式在多方面实现了突破：首先，地方债期限由之前的3年、5年、7年延长至5年、7年、10年；其次，地方政府债券首次以地方政府信用资质为基础，由地方政府自主发行和偿还；最后，本轮试点首次要求地方政府债券进行信用评级，并公开披露发债主体的经济、财政状况以及债务数据。

城投公司从放任到规范

在逐渐放开地方债券发行的同时，地方政府融资平台的地位也得到进一步提升。特别是央行联合银监会在2009年3月发布的92号文中提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”，首次认可了城投公司的辅助融资功能；同年10月，财政部也发布了631号文，明确地方政府配套资金可利用政府融资平台通过市场机制筹措。上述文件发布后，地方融资平台公司数量快速增长，据统计，仅2009一年全国新增融资平台2000多家，相比之下1992-2008年间，全国以各种形式成立的融资平台合计仅6000多家。

2009年以来，为了提高城投公司的融资能力和完成基建任务，地方政府通过各种形式给城投公司提供担保，地方融资平台公司大规模举债，这种行为背后所蕴藏的风险也越来越大。鉴于此，监管部门从2010年开始对地方政府融资平台进行管控，管控文件包括国发19号文《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》、银监10号文《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》等等。

► 第三阶段（2015-至今）：地方政府债券市场正式进入全面规范阶段

2014年通过的新预算法明确地方政府通过省级政府发行的地方债是唯一合法的政府融资渠道，新预算法于2015年正式实施。2014年9月，国务院也发布43号文《关于加强地方政府性债务管理的意见》，明确剥离城投公司的政府性融资职能，融资平台不得新增政府债务，将政企债务进行分离切割，并开始在全国范围整治地方政府债务问题，同时，鼓励推广PPP模式，撬动社会资本参与基础设施和公共服务的提供。预算法的修正以及43号文的出台，使得我国地方政府债券市场正式进入全面规范的法制化建设阶段。

2013年审计署公布的全国政府性债务审计结果显示，截至2013年6月底，地方政府负有偿还责任的债务11万亿元，非债券形式债务达89%，比例过大。为了解决之前地方政府通过银行贷款、融资平台等非债券方式举债的存量债务，中国从2015年开始，利用三年左右的时间进行地方政府债务置换，解决非标占比过大且集中到期等问题。

近年来，中央不断加强对地方政府和城投公司债务的监管，同时对要求金融机构收紧对地方政府的表外融资，信托贷款、委托贷款等大幅下跌。2018年3月，财政部进一步印发23号文，从金融机构资产端加强监管，规范金融机构对地方政府和包括城投在内的国企融资。中央针对两大主体双管齐下，织就地方政府债务监管的密网，有效遏制了地方政府违规债务的增长，着力化解地方政府债务风险。

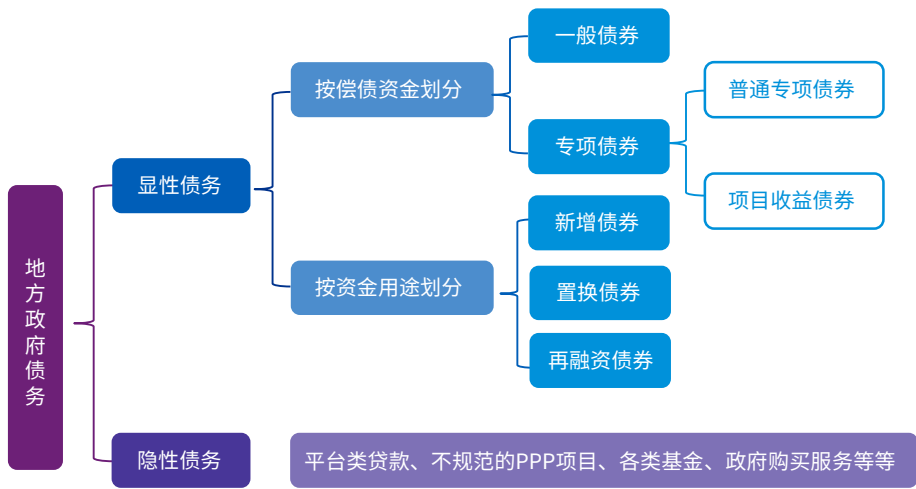
地方政府债务分类

目前地方政府债务大致可以分为显性债务和隐性债务两大类。

- 显性债务即地方政府具有直接偿还责任或担保责任的债务，是指地方政府在限额管理和预算管理计划内发行的地方债。如果编制地方政府的资产负债表，会直接体现在负债项目中的债务，由财政部预算司每月统计披露。
- 隐性债务并没有明确定义，通常不在政府债务限额和预算管理计划内，不以地方债的形式存在，但地方政府可能需要承担一定偿还责任。包括地方政府通过融资平台、购买服务、各类发展基金和引导基金、融资租赁等等形成的债务。隐性债务主要集中在无法通过发行地方债来进行融资的市县级地方政府。

下文主要就显性债务的分类予以讨论。

图33 地方政府债务类别划分



数据来源：公开资料整理，毕马威分析

► 按偿债资金来源划分，显性债务可分为一般债券和专项债券

地方政府一般债券是为没有收益的公益性项目发行的、以一般公共预算收入还本付息的政府债券，所以地方政府一般债券发行与国债发行都要列入一般公共预算与政府赤字管理。可发行期限有1年、3年、5年、7年、10年。

地方政府专项债券是为有一定收益的公益性项目发行的、以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券，不列入赤字率计算，专项债券债务收支纳入政府性基金预算管理。可发行期限有1年、2年、3年、5年、7年、10年。

可以看出，一般债券和专项债券最大的区别在于其所对应的公益性项目是否可以产生收益。对应没有产生收益的项目，偿债资金来源是一般公共预算收入，此为一般债券；对应有一定收益的项目，偿债资金来源是政府性基金或专项收入，此为专项债券。

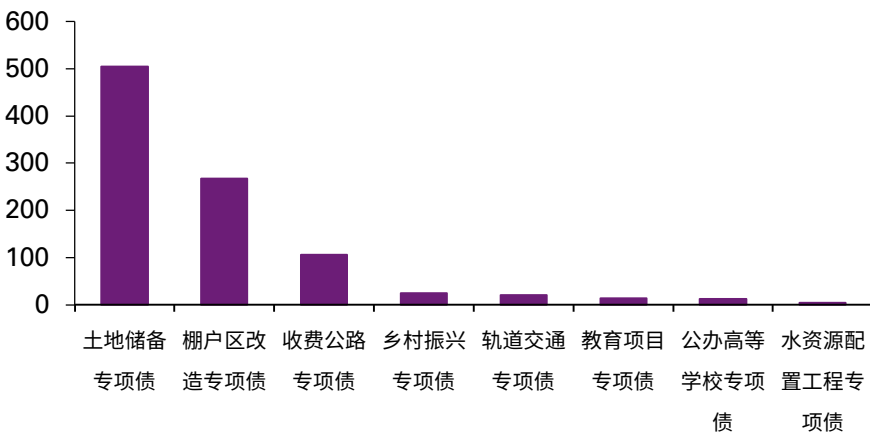
表4 地方政府一般债与专项债的主要区别

	地方政府一般债券	地方政府专项债券
资金用途	无收益的公益性项目	有一定收益的公益性项目
偿债资金来源	财政一般公共预算收入	公益性项目对应的政府性基金或专项收入
信息披露	债券的基本信息，财政经济运行、债务情况	债券的基本信息，财政经济运行、债务情况，对应的政府性基金或专项收入情况，以及可能影响专项债券偿还能力的重大事项

资料来源：财政部《地方政府一般债券发行管理暂行办法》、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，毕马威分析

目前专项债券主要有两类，分别为普通专项债券和项目收益专项债券。2017年5月以来，财政部通过颁布财预〔2017〕62号、财预〔2017〕89号、财预〔2017〕97号等文件来指导地方政府按照政府性基金收入项目分类发行项目收益专项债券，截至目前，市场上已发行的项目收益专项债品种有土地储备专项债、棚改专项债、收费公路专项债、乡村振兴专项债等等。与一般债和其他专项债相比，其特点是与项目对应，实行分类管理、最终偿债资金落到对应的项目收入上。数据显示，截至2019年10月18日，地方政府项目收益专项债存量共计1232只，其中土储专项债、棚改专项债、收费公路专项债分别为505只、267只、106只，合计占专项债券的71.3%。

图34 部分地方政府项目收益专项债分品种存续数量(单位：只)



数据来源：Wind，毕马威分析

*注：数据截止到2019年10月18日

► 按资金用途划分，显性债务可分为新增债券、置换债券和再融资债券

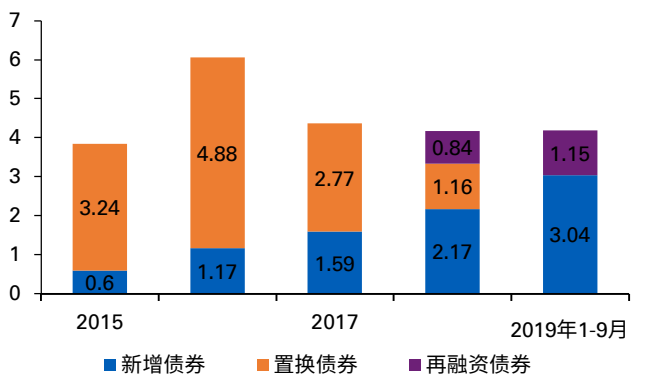
新增债券。每年新增债券的发行规模不得超过财政部下达的本地区新增债务限额。例如，2019年新增地方政府债务限额为3.08万亿元（其中一般债务限额9300亿元；专项债务限额2.15万亿元）。新增债券的发行占比主要受政府债务负担的轻重及资金需求大小的影响，新增债券的资金用途主要是资本支出，且资金支出周期较长。

置换债券。2015年我国正式启动地方债置换工作，以政府的名义发行债券，将募集到的资金用来偿还非债券形式存在的地方政府存量债务，当年发行置换债券3.2万亿元。置换债有效解决了地方政府债务的期限错配和融资成本高企的问题。需要明确的是，置换债是置换旧的债务，并没有改变债务额度，只是改变了债务存在的方式，将非政府债券形式的债务转换为债券形式的债务。

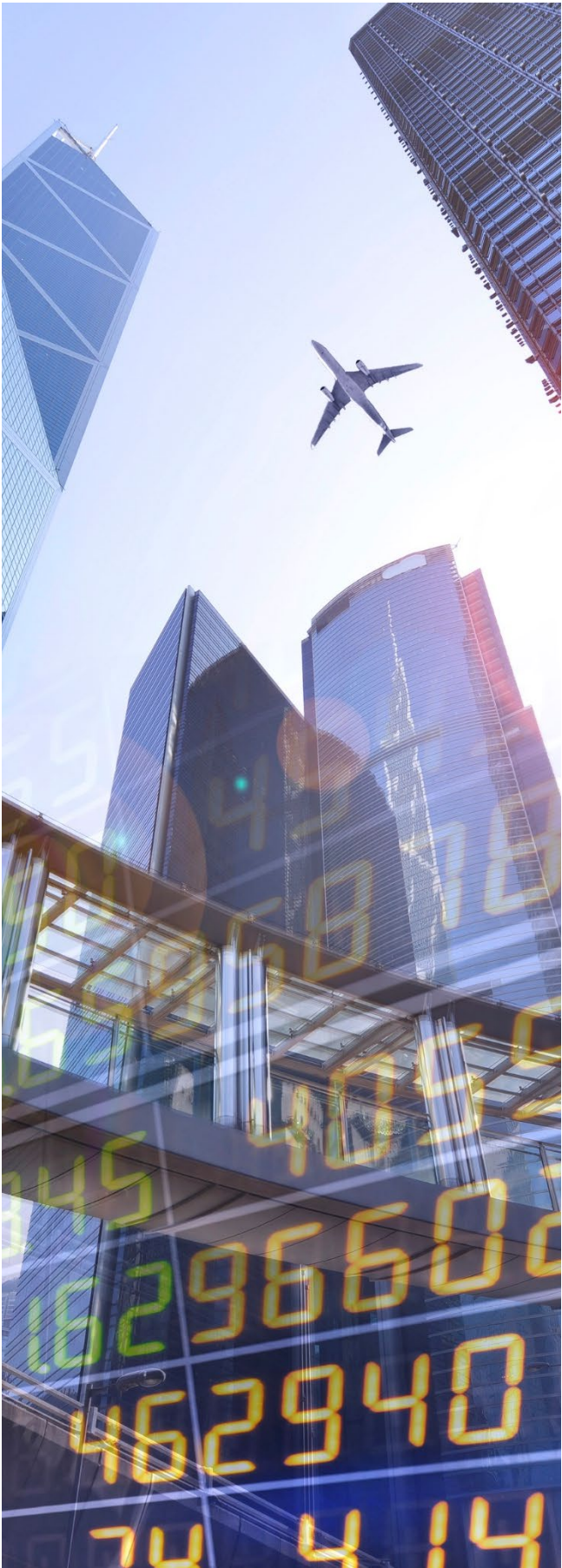
再融资债券。再融资债券由财政部在《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61号）提出，并在《2018年4月地方政府债券发行和债务余额情况》中首次披露。财政部明确再融资债券是用于偿还部分到期的地方政府债券本金，因为前些年份发行的地方政府债券的期限较短，部分已经到了偿还本金的时间，再融资债券的发行将有效缓解地方政府的偿债压力。

需要注意的是，虽然置换债券和再融资债券均是“以新还旧”，但两者在“还旧”上是有区别的：置换债券针对的是以非政府债券形式存在的地方政府债务；而再融资债券针对的是以政府债券形式存在的地方政府债务。随着2018年8月地方政府债务的三年置换期结束，未来地方政府债券将以新增债券和再融资债券为主。

图35 按资金类型划分的地方政府债券往年发行额，万亿元



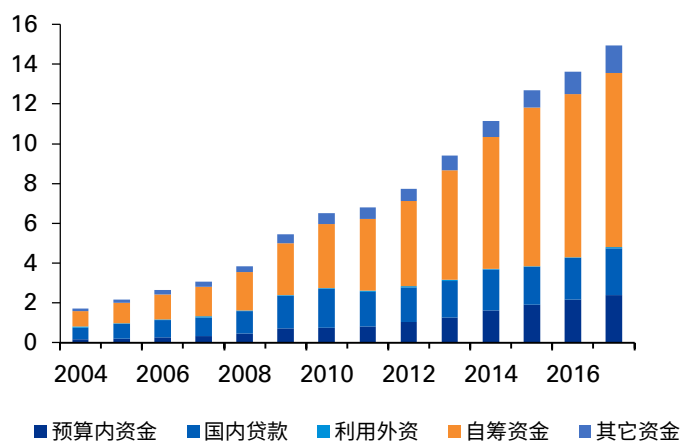
数据来源：Wind，毕马威分析



未来基建投资走势

政府一直是中国基建投资的主体，资金来源是否充足对基建投资走势具有重要意义。基建投资主要有四大资金来源：自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、其他资金与利用外资，其中自筹资金最为重要，占全部资金来源的60%左右，国家预算资金与国内贷款各占15%左右。

图36：基建投资中的资金来源情况（单位：万亿元）



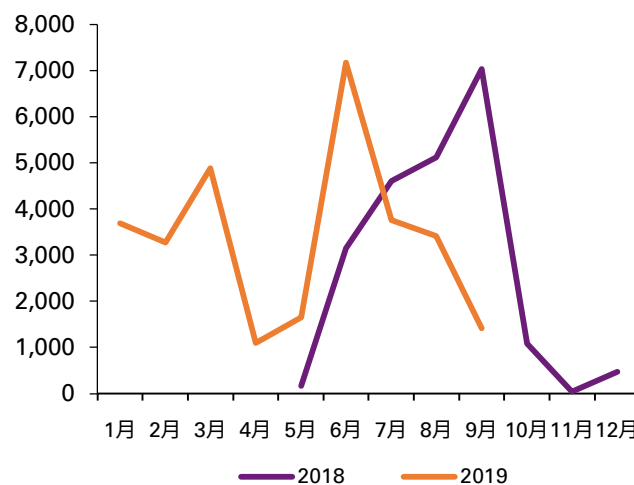
数据来源：Wind，毕马威分析

自筹资金主要来自政府性基金收入、地方政府专项债、非标融资、PPP资本等。其中，土地出让金又是地方政府性基金最主要的收入来源。2018年地方政府性基金本级收入7.14亿元，国有土地使用权出让收入6.52亿元，占比达到91%。随着国家房地产政策的收紧以及对非标融资的监管的不断加强，基建投资中的自筹资金面临较大下行压力。在此背景下，地方政府专项债对基建投资的作用日益提升。新增地方政府专项债额度从2016年的4000亿，提升到2019年的2.15万亿。与此同时，专项债品种也在逐步增加，意图在多个方面配套地方政府基础设施建设资金来源。

2015年开始实施的新预算法明确规定对地方政府债券发行实行限额管理并采取逐级下达的机制，从中央到市县级地方政府通常需要经过四个步骤：1) 确定全国地方政府债务总限额和新增限额；（2）确定并下达分区分债务限额；（3）确定并批准省级政府本地区债务安排；（4）确定并批准市县级政府债务举借和使用计划。这样一套流程走下来，地方政府债券的发行通常要等到6、7月份才能进入高峰期，资金到达市县级政府则需要更长时间。

为了更好的平衡上半年地方政府债发行不足的问题，2018年12月底，全国人大授权国务院提前下达部分2019年地方政府债新增限额。相比去年，2019年地方政府债券发行明显提前。截至2019年9月份，新增地方政府债券已累计发行约3.04万亿元，基本已完成全年的新增债限额。

图37：地方政府新增债券当月发行额（单位：亿元）



数据来源：Wind，毕马威分析

2019年9月4日国务院常务会议确认提前下达2020年专项债部分新增限额，确保明年初即可使用见效¹⁰。按照之前不超过当年新增限额60%的规定，最多可以提前下达1.29万亿的2020年新增地方政府专项债。在提前下达明年债务限额的同时，国务院还扩大了专项债的使用范围，重点关注交通、能源、生态环保、民生服务等基础设施建设。

我们认为，中国基础设施建设虽然取得了很大进展，但仍有巨大发展空间，未来三大领域的基建投资尤其值得重点关注：

- **区域一体化建设。**2018年底中央经济工作会议已明确提出，要推动京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区的发展，今年进一步出台长三角区域一体化发展规划纲要。同时，成渝城市群、长江中游城市群等区域一体化发展也进入“快车道”。在此背景下，与城市群建设、区域一体化相关的轨道交通、高速公路、市政管网等基础设施融合联通，将是未来投资的重要发力点。

- **产业结构升级相关的基建投入。**2018年底，中央经济工作会议提出了广义“新型基础设施”概念；今年政府

工作报告进一步提出，要加强信息基础设施建设。年初以来，山西、浙江、广东、湖南、上海等省市，纷纷出台支持5G通信发展的行动计划或建设方案。伴随6月工信部正式发放5G商用牌照，相关领域建设或将加速推进。据中国信息通信研究院测算，通信产业未来3年内将形成超过8000亿元的投资，到2025年5G带动的直接和间接产出，将达3.3和6.3万亿元。

- **与民生相关的社会保障类基建领域。**今年4月发布的《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，明确提出要加快“老旧小区内，道路、供排水、供电、供气、供热、绿化、照明、围墙等基础设施更新改造”，老旧小区基础设施的改造、配套设施升级，与小区直接相关的道路交通、供水供电等基建改造，城镇污水管网和处理设施建设，将成为下一阶段城镇基建的重要抓手。同时，在中西部及农村地区，基建设施也仍存在很多明显短板，传统基础设施补齐和升级，交通运输、农村供水工程、电网改造升级工程等也将成为投资重点。

¹⁰ 《李克强主持召开国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作等》，中国政府网，http://www.gov.cn/premier/2019-09/04/content_5427292.htm

附表：主要经济指标

			2017	2018	2019					
	指标	单位	年度数据	年度数据	4月	5月	6月	7月	8月	9月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	82.1	90.0	23.8			24.7		
	实际国内生产总值	同比, %	6.8	6.6	6.2			6.0		
	规模以上工业增加值	同比, %	6.6	6.2	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8
	工业企业利润总额	累计同比, %	21.0	22.0	-3.4	-2.3	-2.4	-1.7	-1.7	-2.1
	社会消费品零售总额	同比, %	10.2	9.0	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8
	固定资产投资完成额	累计同比, %	7.2	5.9	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4
	房屋新开工面积	累计同比, %	7.0	17.2	13.1	10.5	10.1	9.5	8.9	8.6
	房屋销售面积	累计同比, %	7.7	1.3	-0.3	-1.6	-1.8	-1.3	-0.6	-0.1
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	15.8	14.2	-33.8	-33.2	-27.5	-29.4	-25.6	-20.2
	中国制造业采购经理指数	指数	51.6	50.9	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8
对外贸易 及投资	出口金额	同比, %	7.9	9.9	-2.8	1.0	-1.3	3.3	-1.0	-3.2
	进口金额	同比, %	16.1	15.8	4.2	-8.5	-7.2	-5.3	-5.6	-8.5
	贸易差额	十亿美元	419.6	350.9	13.4	41.7	50.6	44.5	34.8	39.6
	实际使用外资金额(非金融类)	十亿美元	131.0	132.0	9.3	9.5	16.1	8.1	10.5	11.5
	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	120.1	120.5	9.4	9.9	9.3	9.9	8.5	8.8
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.75	6.62	6.72	6.85	6.88	6.88	7.02	7.08
	人民币实际有效汇率指数	指数	121.0	122.6	124.0	122.2	120.4	121.2	119.8	120.0
	上证综合指数(期末值)	指数	3307	2494	3078	2899	2979	2933	2886	2905
	货币供应量(M2)	同比, %	8.1	8.1	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4
	社会融资规模存量	同比, %	12.0	12.0	10.5	10.7	11.0	10.9	10.8	10.8
	新增社会融资规模	十亿元	19440	19440	1407	1453	2300	1084	2017	2272
	新增人民币贷款	十亿元	13523	16166	1020	1180	1660	1060	1210	1690
	上海银行间同业拆放隔夜利率	%	2.63	2.48	2.3	2.2	1.5	2.1	2.6	2.4
价格	居民消费价格指数	同比, %	1.6	2.1	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	6.3	3.5	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2
	原油	美元/桶	50.9	64.9	63.9	60.8	54.7	57.5	54.8	56.9
	螺纹钢	元/吨	3878	4177	4117	4119	3980	4035	3790	3794
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	8.5	7.3	11.4	11.3	10.8	10.1	9.1	8.6

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**

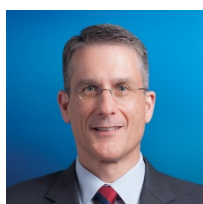
华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (20) 38138833
ricky.wong@kpmg.com

**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

* 感谢毕马威王薇、孟璐、郑亚男、范嘉怡、周清萍（实习生）、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

二零一九年十一月印刷