

中国经济金融展望报告

2019 年年报（总第 37 期）

报告日期：2018 年 11 月 28 日

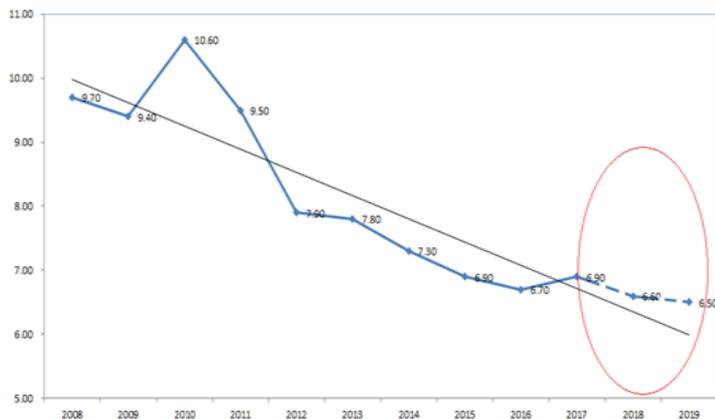
要点

●2018 年是“多事之秋”。受国内外环境重大变化的影响，中国经济增长稳中趋缓，总体上呈现“三降两稳”特征。预计全年 GDP 增长 6.6% 左右，比上年回落 0.3 个百分点；CPI 上涨 2.2% 左右。

●2019 年中国经济面临的形势将更趋复杂。中美贸易战演进路径存在变数，发达经济体货币政策转向和新兴经济体金融市场动荡还将延续，全球经济或已进入本轮复苏的尾部阶段。中国经济处在“大调整”关键时期，不同行业、不同地区、实体和金融、传统金融和新金融等之间正在进行大分化、大调整和大融合。预计 2019 年中国经济 GDP 增长 6.5% 左右，较 2018 年小幅放缓。

●针对经济运行中出现的新变化、新问题和新挑战，宏观政策要处理好稳增长、去杠杆和防风险之间的关系，进一步推动“六稳”政策落地。积极财政政策要着力减税降费，可适当提高财政赤字率，货币政策要促进“宽货币”向“宽信用”转化，监管政策要坚持大方向不变，但也要控制好节奏，防止“处置风险的风险”，即在化解旧风险的同时，警惕聚集新风险。

中国经济未出现所谓“L”型



中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东

副组长：宗 良

成 员：周景彤

李佩珈

高玉伟

梁 婧

范若滢

李 赫

鄂志寰（香港）

瞿 亢（伦敦）

陈志华（中银基金）

联系人：周景彤

电 话：010-66592779

邮 件：zjtlucky@163.com

谨防外部冲击与“大调整”形成同频共振

——中国银行中国经济金融展望报告（2019年）

2018年，受国内外环境出现重大变化的影响，中国经济下行压力增大，总体上呈现“三降两稳”特征，预计全年GDP增长6.6%左右，比上年回落0.3个百分点。2019年是决胜全面建成小康社会、打赢三大攻坚战和应对外部挑战的关键一年，中国经济面临的形势将更趋复杂。中美贸易战演进路径存在变数，后续影响将进一步显现，发达经济体货币政策转向和新兴经济体金融市场动荡还将延续，全球经济或已进入本轮复苏的尾部阶段。中国经济依然处在“大调整”关键时期，不同行业、不同地区、实体和金融、传统金融和新金融等之间正在进行大分化、大调整和大融合，并未走上所谓的“新周期”，这个“大调整”过程可能还将延续3-5年。宏观经济政策要高度关注外部冲击和“大调整”叠加形成同频共振，导致经济增长过快下滑。未来，针对经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，政策要推动高质量发展，处理好稳增长、去杠杆和防风险的关系，进一步推动“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）落地。积极财政政策要切实聚焦减税降费，降低企业成本、增加居民收入，更好发挥其扩大内需的独特作用，适当提高财政赤字率，同时加快“开前门”步伐，把握好“关后门”的节奏。货币政策要促进“宽货币”向“宽信用”转化，以疏导货币信贷政策传导机制和加快构建“三角形”支撑框架为重点，解决好民营和小微企业融资难问题；监管政策要坚持大方向不变，但也要控制好节奏，防止“处置风险的风险”，即在化解旧风险的同时，警惕聚集新风险。供给侧结构性改革已实施3年，有些领域情况已经发生了重大变化，建议对“三去一降一补”政策的进展和成效“回头看”，并适时作出调整，增强政策的针对性和灵活性，引导好市场预期，提振微观主体的信心、创新力和活力。

一、2018 年经济形势回顾与 2019 年展望

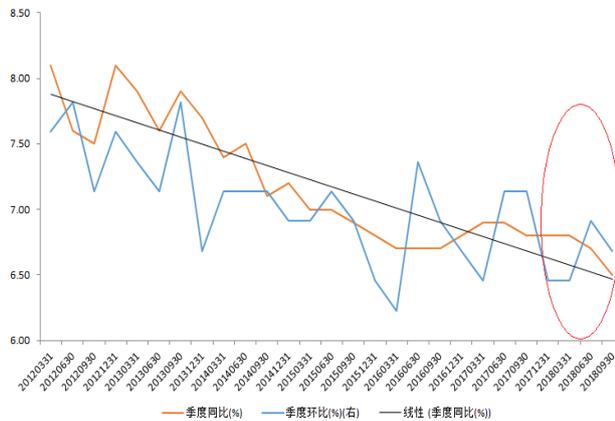
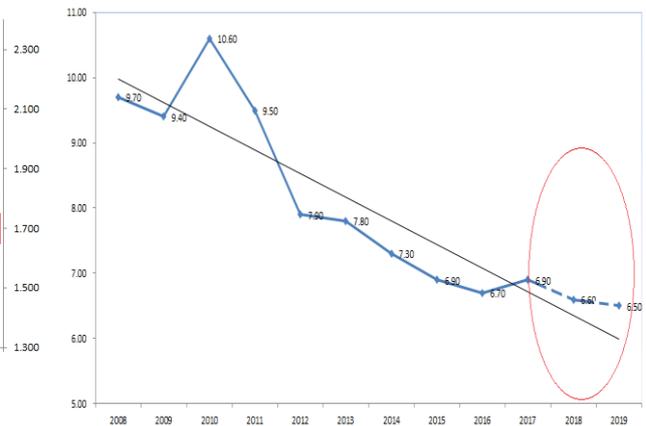
(一) 2018 年经济运行主要特征：“前高后低”，下行压力增大

2018 年是中国改革开放 40 周年，也是国际金融危机爆发 10 周年。这一年，中国经济发展的外部环境和内部条件都发生了重大变化，可谓“多事之秋”。从全球来看，世界经济总体延续了复苏势头，但动能减弱且不同经济体出现分化，主要经济体货币政策回归正常化引致全球流动性收紧、利率中枢抬升，部分发展中经济体金融市场动荡、本币贬值、经济减速。从国内看，中美贸易战持续升级，在去杠杆和防风险大背景下，金融监管政策趋紧从严，“四市”（即股市、汇市、债市和楼市）波动增大，P2P“爆雷潮”涌现，经济增长下行压力增大。总体来看，2018 年经济运行特征可概括为“三降两稳”：

“三降”：一是**增长减速，下行压力增大**。2018 年前三季度，中国 GDP 同比增长 6.7%，增速比上年全年放缓 0.2 个百分点，其中一季度增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%（图 1），呈逐季走低态势。预计全年 GDP 增长 6.6%左右（图 2），增速比上年回落 0.3 个百分点，与我们年初的预测（6.7%）¹基本一致。二是**贸易顺差减少，国际收支方向逆转**。前三季度，中国货物和服务贸易顺差为 266 亿美元，比上年同期减少了 80%。经常项目差额占 GDP 的比重由 2017 年的 1.3%降到 2018 年前三季度的-0.1%，为 20 年来的最低值。外汇储备由上年末的 3.14 万亿美元减少到 10 月末的 3.05 万亿美元，减少了 868 亿美元。三是**经济效益增势减弱，工业企业“两端”好于“中间”**。前三季度，全国城镇居民人均可支配收入名义增长 7.9%，增速比上年同期放缓 0.4 个百分点，实际增长 5.7%，增速比上年同期放缓 0.9 个百分点；规模以上工业企业利润增长 14.7%，增速比上年同期放缓 8.1 个百分点。前 10 个月财政收入增长 7.4%，增速比上年同期放缓 1.8 个百分点。经营效益较好的工业企业主要分布在钢铁、

¹ 详见《把握新时代中国经济的“动”与“静”——中国银行中国经济金融展望报告（2018 年）》

煤炭、有色、水泥等能源原材料行业以及高新技术、装备制造等行业，一般制造业企业的经营状况并不理想甚至还在恶化。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

图 2：中国经济未出现所谓“L”型


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

“两稳”：一是就业稳。前 10 个月，全国城镇新增就业 1200 万人，比上年同期增加 9 万人，提前 1 个季度完成年初政府确定的 1100 万以上的预期目标。10 月城镇调查失业率为 4.9%，低于 5.5% 的预期目标。尽管经济减速，但就业保持稳定，主因是 GDP 规模增大和第三产业比重上升。**二是物价稳。**前 10 个月 CPI 上涨 2.1%，涨幅比上年同期扩大 0.6 个百分点，预计全年上涨 2.2% 左右，在 3% 的调控目标之内；PPI 上涨 3.9%，涨幅比上年同期收窄 2.6 个百分点。

回顾 2018 年，中国经济砥砺前行，经受了诸多挑战。通过梳理我们发现：**第一，“内因”而非“外因”是导致经济减速的主因。**尽管年初以来中美贸易战不断升级，特朗普政府已对中国出口美国的 2500 亿美元商品加征关税，但截至 2018 年 10 月，中国出口并未受明显影响，增速不仅没有放缓而且还在加快。对东盟、欧盟、日本等地区出口增长较快，对美出口也是高增长（13.3%）。所以导致 2018 年中国经济下行的不是外需，而是内需。在内需中，最大的下拉因素是投资尤其是基建投资。基建投资“失速”又与金融监管趋紧从严息息相关。

2018 年以来，政府强化治理影子银行和表外业务（以《资管新规》和《理财新规》为代表），整顿和规范 PPP，市场主体融资的“后门”越关越少，“前门”却开得不够多不够大，导致地方政府举债融资能力大大减弱。同时，经济下行、市场萎缩，以及生产成本抬升、股权质押风险大幅上升，也加大了企业生产经营困难，有些企业甚至面临所有权丧失的危险。另外，社会上一些奇谈怪论（如“民营经济离场论”“新公私合营论”等）也严重影响了企业家尤其是民营企业扩大投资和生产的信心。

第二，美国因素是影响 2018 年中国经济的最大外部不确定性。2018 年，全球经济虽然延续了复苏态势，但增长动力减弱，全球金融市场动荡，都或直接或间接、或大或小与美国相关。一方面，美联储加息缩表，流动性收紧和利率水平上升，是引致全球金融市场动荡的重要根源；另一方面，美国对中国等国家发动贸易战，制裁俄罗斯、土耳其、伊朗等国，重挫全球投资者信心，引起金融市场动荡与不安。可以说是好也美国，坏也美国。这些变化和波动对中国的负面影响是显而易见的：跨境资本回流美国等发达国家，利率中枢上升，导致中国企业融资成本上升、人民币贬值压力增大。中美贸易战影响市场信心，如 2018 年秋季第 124 届广交会累计成交额(298 亿美元)低于往届；10 月 PMI 新出口订单指数为 46.9，比年内最高点低 4.4 个百分点。

1. 需求端：投资、消费增长持续放缓，出口保持高增长

2018 年，消费对经济增长的贡献率显著增大，前三季度达到 78%，比上年同期高 13.5 个百分点，为 2001 年以来最高。同期，投资贡献率为 31.8%，比上年同期低 1 个百分点，而净出口贡献率由正转负（-9.8%）。

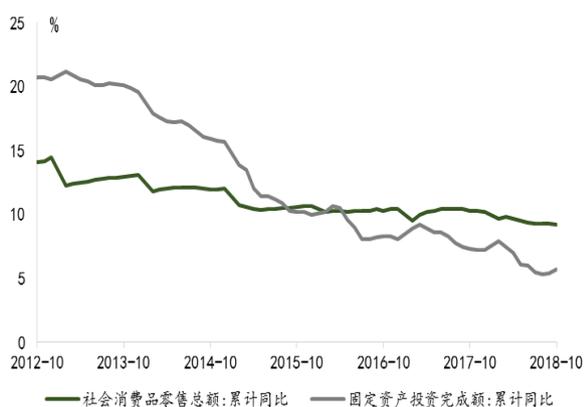
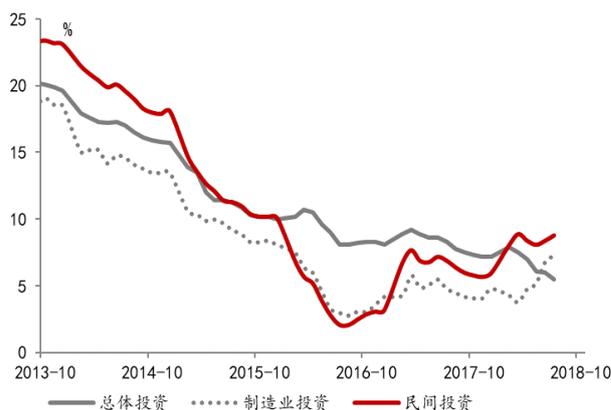
消费增速降至个位数，汽车、住房两大热点显著降温。前 10 个月，社会消费品零售总额同比增长 9.2%，增速比上年同期回落 1.1 个百分点，为近 15 年以来首次降至个位数（图 3）。主要特征为：**一是**汽车消费“熄火”，由过去的两位数增长变为负增长。受购置税减半政策提前透支消费需求等因素影响，前 10

个月限额以上企业汽车销售额同比下降 0.6%，10 月当月增速为-6.4%。但与此同时，新能源汽车销量同比增长 75.5%，增速比上年同期加快 30.1 个百分点。

二是三大居住类消费增长全部放缓。受商品房销售增长不振等因素影响，前 10 个月建筑装饰材料、家具和家电销售额增速分别比上年同期回落 3.9、2.8 和 1.7 个百分点。

三是石油制品消费增长最快。受原油价格上涨的影响，前 10 个月石油制品销售额同比增长 14.6%，增速比上年同期加快 5.7 个百分点，为各分类消费中最高。

四是消费新业态进一步成长。网上零售保持高速增长，前 10 个月商品网上零售额增速为 26.7%，占同期社会消费品零售额的比重为 17.5%，比上年同期提高 3.5 个百分点。

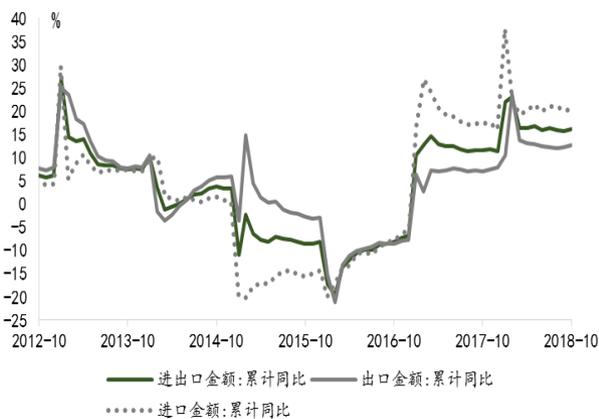
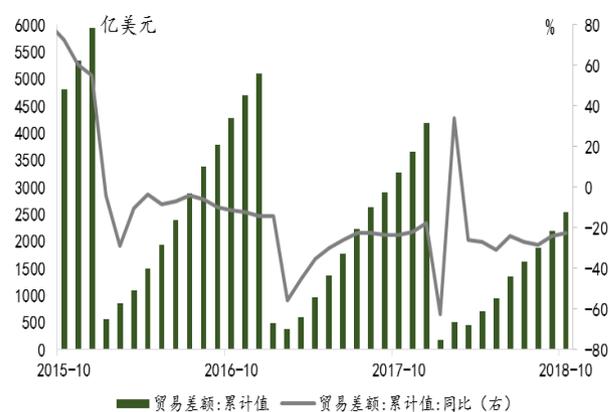
图 3：消费和投资增长放缓

图 4：制造业投资和民间投资成“亮点”


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

投资增速创多年新低，基建投资“功不可没”。前 10 个月，投资同比增长 5.7%，增速比上年同期回落 1.6 个百分点，为 2000 年以来最低增速。投资增速较低主要与政府清理 PPP 项目、规范地方政府举债等因素有关。主要特征为(图 4)：**一是**基建投资增长“失速”。前 10 个月，基建投资同比仅增长 3.7%，增速比上年同期回落 15.9 个百分点，这直接加大了经济下行压力。**二是**制造业投资和民间投资稳中有升，前 10 个月增速分别比上年同期回升 5 和 3 个百分点，分别为近 4 年和近 3 年最高。**三是**房地产投资连续第 3 年加速增长，这得益于去

库存进展明显。**四是**不同地区投资增长分化。前 10 个月，中部和东北投资增长提速，分别比上年同期回升 2.5 和 4.1 个百分点，东北增速由负转正，而东部和西部投资增长减速，分别比上年同期回落 2.3 和 5.8 个百分点。

出口保持高增长，但外贸顺差显著收窄。前 10 个月，以美元计价，货物进出口、出口、进口累计分别增长 16.1%、12.6%和 20.3%，增速分别比上年同期高 4.6、5.5 和 2.9 个百分点（图 5）。外贸领域特征主要包括：**一是**贸易顺差大幅收窄，前 10 个月同比减少 22.3%，降幅比上年同期收窄 1 个百分点（图 6）。净出口对 GDP 增长贡献率由正转负，前三季度拉低 GDP 增速 0.7 个百分点。**二是**贸易结构继续优化。前 10 个月一般贸易占外贸总额的 58%，比上年同期高 1.4 个百分点，加工贸易比重进一步下降。**三是**对“一带一路”沿线国家贸易增速高于整体。在“一带一路”倡议推动下，中国外贸对象更加多元化。前 10 个月，以人民币计价，中国同“一带一路”沿线国家贸易增长 14.8%，高出整体贸易增速 3.5 个百分点。**四是**民营企业对外贸贡献度提高。前 10 个月，以人民币计价，民营企业占外贸比重为 39.4%，比上年同期高 1.1 个百分点，特别是在出口中贡献更高，比重达到 47.8%。

图 5：外贸增速保持高增长

图 6：外贸顺差大幅收窄


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

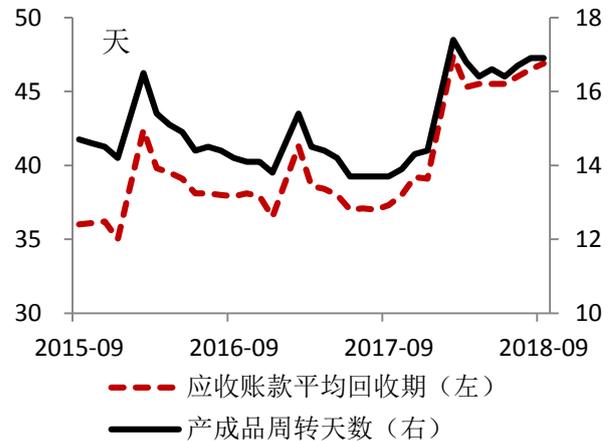
2.供给端：工业增长“前高后低”，服务业增长同比放缓

2018年三大产业增加值增速均有所放缓，但由于第一产业、建筑业放缓幅度更大，工业、服务业对GDP增长的贡献率反而均有所上升，前三季度分别为32.4%和60.8%，分别较上年同期回升1.2和1.8个百分点。受需求走弱等影响，工业生产有所放缓，呈现“前高后低”走势。前10个月规模以上工业增加值增长6.4%，较上年同期和2018年上半年均回落0.3个百分点（图7）。估计全年工业增加值增长6.3%左右，较上年回落0.3个百分点。

图7：工业增加值增速（%）



图8：工业企业经营效率降低



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

与上年相比，2018年工业运行呈现新变化。一是随着供给侧改革的推进，工业供求关系改善，部分中上游行业生产加快、利润大幅上涨，改变了过去持续低迷的状态。前10个月，采矿业增加值增长2%，结束了前两年负增长局面。黑色金属加工业、有色金属加工业、石油加工业、化学原料及化学制品业增加值增速均有所回升。这些行业也拉动了工业利润较快增长。前三季度，采矿、石油、化工、金属等6个行业²利润增速平均为40.6%，其他20多个行业³利润平均增速为5%（图9）。随着消费、基建投资等增长放缓，食品制造业、纺织业、

² 不包括有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业，这两个行业1-9月利润增速分别为-16.5%、4.6%。

³ 不包括废弃资源综合利用业、金属制品、机械和设备修理业，这两个行业1-9月利润增速分别为28.7%、40.1%。

汽车等消费品制造业以及通用设备、专用设备、电气机械及器材制造业等设备制造业的生产均较上年同期明显放缓。二是资金周转减慢,经营效率有所降低。受金融监管趋紧从严背景下融资渠道收紧等的影响,2018年工业企业应收账款回收期持续拉长。9月末,规模以上工业企业应收账款平均回收期为46.9天,同比延长了9.6天,而上年同期应收账款回收期减少1天。产成品存货周转天数也持续增加,9月末为16.9天,同比延长3.2天,而上年同期产成品存货周转天数减少0.6天(图8)。三是企业亏损额和亏损家数有所扩大。前三季度规模以上亏损企业亏损额和亏损家数分别增长5.8%、6.6%,增速均较前8个月提高0.4个百分点,而上年同期增速分别为-18.1%、-3.4%。亏损额下降的企业多集中在采矿业、石油加工业、黑色金属加工业等中上游行业,亏损额增长较快的多为设备制造业、一般消费品制造业。四是中高端制造业保持较快增长。前10个月,高技术制造业、装备制造业增加值同比分别增长11.9%和8.4%,分别快于规模以上工业5.5和2个百分点。

图 9: 各行业利润增长情况

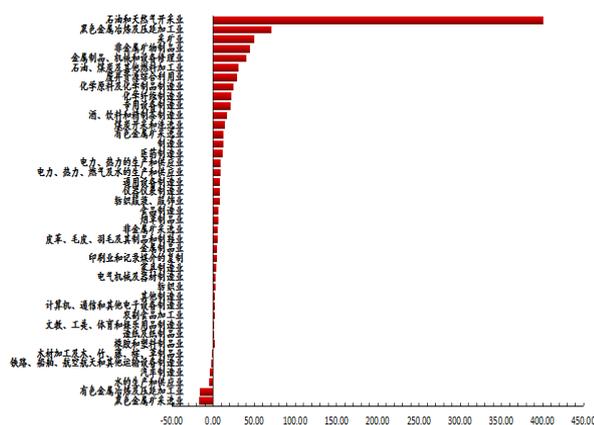
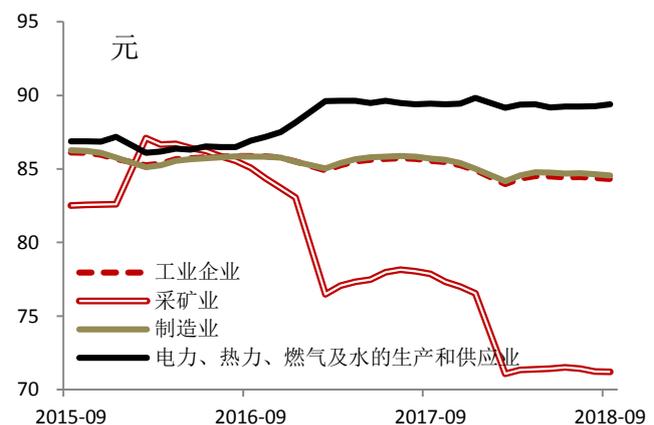


图 10: 每百元主营业务收入中的成本



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

服务业增长弱于上年同期,但呈现逐季回升走势。2018年服务业生产指数增长明显降低。7月以来均低于8%,10月当月仅为7.2%,为有该数据统计以来的最低值。前三季度,服务业同比增长7.7%,较上年同期低0.1个百分点,预

计全年服务业增长 7.8%左右，较上年低 0.2 个百分点。分季度看，与上年走势类似，服务业增长逐季回升。一、二、三季度服务业增速分别为 7.5%、7.8%、7.9%，这主要与信息传输、软件和信息技术服务业及其他服务业等增速回升拉动有关。信息传输、软件和信息技术服务业增速逐季加快，前三季度增速为 31.2%，较上年同期加快 7.9 个百分点，其他服务业增速三季度当季为 6.9%，较上半年上升 1 个百分点。生活性服务业中，受消费增长持续放缓等影响，批发零售、住宿餐饮等行业增加值增速回落，前三季度分别增长 6.5%、6.7%，分别较上年同期低 0.7 和 0.5 个百分点。受房地产销售和成交放缓的影响，房地产业增加值增长继续回落，前三季度增长 4.4%，较上年同期低 1.5 个百分点。生产性服务业中，受工业生产放缓等影响，交通运输、仓储和邮政业增加值增速降低，前三季度为 8%，比上年同期低 1.2 个百分点。租赁和商务服务业增加值增速也较上年同期下降 1.1 个百分点至 9.4%。受金融严监管、去杠杆等因素影响，金融业增加值增速继续降低，前三季度为 3.7%，比上年同期低 0.9 个百分点。

“三去一降一补”取得一定进展，部分领域发生重大变化。一是去产能进展顺利，产能过剩行业供求关系改善。产品价格明显回升，2018 年 11 月环渤海动力煤价格为 571 元/吨，螺纹钢价格高于 4400 元/吨，分别较 2015 年底上升 53.5%和 106%。工业产能利用率上升，2018 年前三季度为 76.6%，较 2015 年上升 2 个百分点。二是商品房库存减少。商品房待售面积连续 3 年降低，2018 年 10 月末为 5.3 亿平方米，同比下降 12.4%，待售面积与 2014 年年初相当。三是企业资产负债率下降。2018 年 9 月末规模以上工业企业资产负债率为 56.7%，同比降低 0.4 个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为 59%，同比降低 1.6 个百分点。四是企业成本降低。2016 年以来工业企业成本逐年降低，2018 年前三季度规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为 84.31 元，比上年同期下降 0.29 元，比 2015 年下降 1.37 元(图 10)。五是短板领域投资增长较快。2016 年以来生态保护和环境治理业、农业投资保持较快增长，2018 年前 10 个

月同比分别增长 36.7%和 14.3%，增速分别快于全部投资 31 和 8.6 个百分点。

3. CPI 和 PPI “剪刀差”缩小：消费物价涨幅回升，生产价格涨幅回落

2018 年，消费物价涨幅有所扩大，生产物价涨幅收窄，CPI 和 PPI “剪刀差”明显缩小。前 10 个月 CPI 同比上涨 2.1%，较上年同期回升 0.6 个百分点（图 11）。这主要受食品价格涨幅加快影响。前 10 个月食品价格同比上涨 1.6%，涨幅较上年同期扩大 3.2 个百分点。其中，受天气、自然灾害、上年基数较低等影响，鲜菜、蛋类等食品价格大幅回升。非食品价格稳中略降，前 10 个月同比上涨 2.2%，较上年同期收窄 0.1 个百分点。输入性通胀压力有所增大，在全球经济总体复苏、地缘政治冲突等影响下，原油价格持续上涨也带动国内相关物价上升，交通工具用燃料价格上涨 14%，较上年同期回升 4.1 个百分点。由于上年基数较高，同时 2018 年需求总体偏弱，PPI 涨幅回落，前 10 个月同比上涨 3.9%，涨幅较上年同期降低 2.6 个百分点（图 12）。

图 11：CPI 涨幅回升（%）

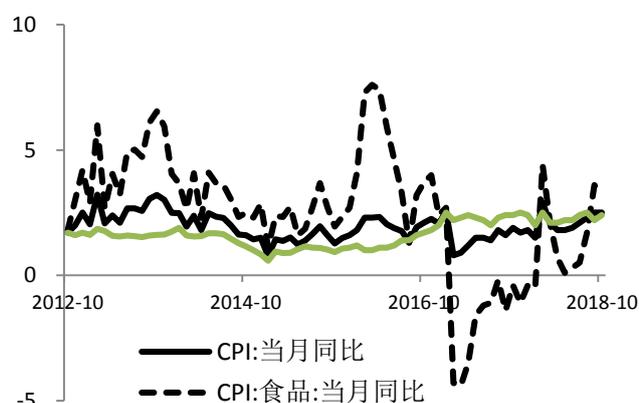
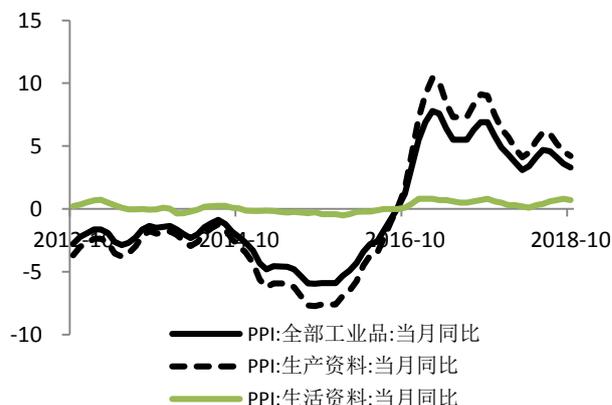


图 12：PPI 涨幅回落（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）2019 年经济形势判断：谨防外部因素与“大调整”的同频共振

展望 2019 年，中国宏观经济面临的形势将更趋复杂。如果说 2018 年经济下行的主要压力来自内部，2019 年的挑战将更多地来自外部。一是中美贸易战

的负面影响可能将集中显现，实质性冲击市场预期和企业生产经营。2019年，中美贸易战面临较大不确定性，如果贸易战进一步恶化升级，对中国经济的冲击将加大。加征关税将加大中国外贸增长压力，冲击全球产业链。美国对中国2000亿美元产品加征10%关税已于2018年9月下旬生效，2019年1月1日可能还会将税率提升至25%，同时威胁如果中国对美采取报复措施，将对额外2670亿美元产品加征关税。为了规避中美相互加征关税带来的成本上升，部分加工生产环节可能会从中国转到其他国家，也会有部分制造业从美国转移至其他国家。

二是全球经济复苏势头或有所放缓。贸易保护主义持续蔓延，全球贸易投资环境逐渐趋紧。全球经济增长动力或有所减弱，中国面临的外部需求难以快速增长，出口增长将有所放缓。

三是主要经济体货币政策或将在收紧中分化，全球流动性收缩，国际资本流动更加无序，新兴经济体金融波动加剧。自2015年12月以来，美国已连续8次加息，美元大幅升值。截至2018年10月31日，美元指数报97.13，比2017年底的92.26上升了5.28%。阿根廷、土耳其、俄罗斯和印度等新兴经济体金融市场出现剧烈震荡，货币大幅贬值，跨境资金流动加剧。2019年，美联储还将加息2-3次，美国经济也将减速。欧、英、日、澳等经济体货币政策也面临不确定性。发达经济体货币政策正常化进程不结束，发展中经济体金融市场动荡就有可能持续。

从国内看，中国经济依然处在“大调整”阶段，并未走上所谓的“新周期”。具体表现在：**一是**不同行业新旧动能加速转换；**二是**不同地区“冰火两重天”，南方地区经济活跃、结构加快转变，总体表现良好，而北方地区转型艰难、投资放缓、营商环境亟待优化，总体表现相对疲弱（具体分析见本报告专题一）；**三是**传统金融在压力中转型求变，新兴金融从“狂奔”到“慢走”，规范成为主题，两者从相互竞争阶段走向竞合阶段，各自都感受到了前所未有的压力。**四是**从发展阶段看，中国经济正处在跨越“中等收入陷阱”爬坡过坎的关键期，市场巨变、成本抬升、竞争加剧以及监管从严都对传统发展模式带来巨大冲击。

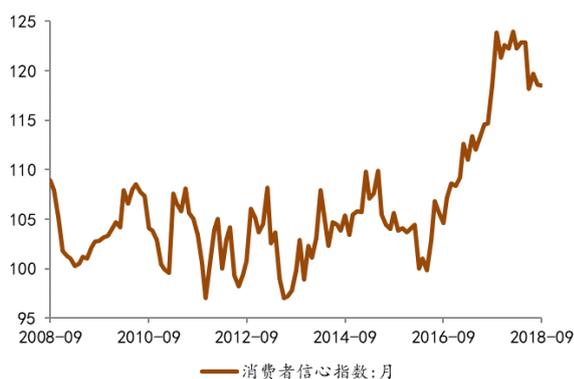
新兴行业经过多年的快速发展之后，有些已经进入“无人区”，技术创新面临“两难”，即“引进难”和“创新更难”。如何确保经济在转型求变的同时稳定在一定增长水平，是一个重大考验。

与此同时，针对 2018 年经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，相关方面已采取一系列强有力的新举措，这些政策的效果将逐步显现，有利于 2019 年经济平稳增长。一是宏观政策开始调整和放松。按照 2018 年 7 月 31 日中央政治局部署，宏观经济政策已有调整，积极财政政策力度加大，地方政府债券发行明显加快。10 月 31 日中央政治局会议进一步提出要“使已出台的各项政策措施尽快发挥作用”。预计下一阶段去杠杆政策将把握好力度和节奏。二是基建投资回暖有望带动投资增长企稳回升。2019 年中国将按照既不过度依赖投资、也不能不要投资、防止大起大落的要求，加快落实《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，聚焦补短板扩大有效投资，加快实施一批“十三五”规划确定的重大项目和重大工程。同时，引导加大对补短板的金融支持，将地方债、PPP 等方式筹集的资金尽快用到项目上，积极吸引民间资本参与。三是优化营商环境的力度还会加大。2018 年中央和地方已出台一系列优化营商环境的新举措，2019 年将重在落实政策。根据 2018 年 11 月初发布的《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》，未来将坚决破除各种不合理门槛和限制，营造公平竞争市场环境，持续提升审批服务质量，进一步减轻企业税费负担，这有利于增强企业发展信心和竞争力。综合判断，预计 2019 年中国经济 GDP 将增长 6.5% 左右，较 2018 年降低 0.1 个百分点。

1. 新政利好消费稳定增长

2019 年，促进消费增长的有利条件包括：一是新一轮个税改革助推居民增收。新一轮个税改革将起征点调高至每月 5000 元，3%、10% 和 20% 三档税率级距扩大，同时增加子女教育、继续教育、大病医疗、房贷利息和房租以及赡养

老人等六项支出的专项附加扣除。这对中低收入群体的减税幅度更大，增收效果较为显著，而其边际消费倾向更高，将支撑消费增长。二是消费体制机制和政策环境更趋完善。2018年9月，《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》以及《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》发布，将推动优化消费政策体系、标准体系和信用体系，有利于激发居民消费潜力。三是居民消费信心和消费意愿较强。2017年9月以来，消费者信心指数连续13个月高于115，处于近三十年以来较高水平（图13）；消费意愿比例均保持在24%以上，处于2009年二季度以来较高区间。

图 13：消费者信心处于高位

图 14：房地产销售与投资增速


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

但居民消费增长也存在一些不利条件。一是居民杠杆率快速提升抑制居民消费能力。2016 年以来居民贷款大幅增加，新增规模连续三年超过 6 万亿元，大幅高于 2013—2015 年 3.6 万亿元的均值。居民杠杆率（住户贷款/GDP）随之从 2015 年的 39% 提高到 2018 年第三季度的近 51%，贷款还本付息压力增大，在一定程度上挤占居民消费购买力。二是汽车、手机等消费品经过多年持续高速增长，逐步从增量市场转向存量市场，而且汽车购置税减半等优惠政策提前透支了部分消费需求，短期内消费大规模增加的潜力有限。综合考虑，预计 2019 年消费将增长 9% 左右，增速略慢于 2018 年。

2. 稳投资政策频出，投资增长或将有所加快

2019年，支撑投资增长的因素包括：一是一系列稳投资政策相继出台。2018年7月31日，中央政治局会议将稳投资作为“六稳”之一，随后有关部门加快了项目审批，加大了项目储备，推动一大批项目开工建设，预计政策效应将逐步释放。二是补短板成为供给侧改革的重点任务，特别是基础设施等领域补短板力度将加大。2018年10月31日，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，各地方陆续出台了补短板计划，预计基建投资将逐步回升。三是民营企业获得各方面更大支持。2018年11月1日，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，提出了支持民营企业发展6项举措，随后各部门、各地方支持民企的热情高涨、新招迭出，预计民间投资将稳定增长甚至进一步加快增长。

但也存在一些不利于投资加快增长的因素。一是房地产投资增长可能放缓。由于2018年商品房销售低速增长，前10个月增速仅为2.2%（图14），经历了连续三年加速增长的房地产投资动力可能将减弱。二是投资资金来源依然受限。一方面，地方政府预算管理趋严，包含隐性负债在内的债务压力增大；另一方面，企业杠杆率依然偏高，加杠杆扩大投资的意愿和能力偏弱。综合考虑，预计2019年投资将增长6%左右，增速比2018年有所回升。

3. 国内外因素叠加，外贸增长动能将减弱

2019年，抑制外贸增长的因素主要有：一是受诸多不确定不稳定因素影响，全球经济增长动能放缓。IMF等机构均已调降2019年全球经济增长预期，全球需求增长将随之放缓。二是贸易保护主义上升、贸易壁垒增多，将抑制全球贸易复苏。WTO报告显示，2017年10月中旬-2018年5月中旬，G20成员采取了39项新增贸易限制措施，是2017年5月中旬至10月中旬的2倍。2018年9月底，WTO将2019年全球货物贸易增速预测值从4%下调至3.7%。三是中国外贸订单有所减少。作为中国外贸晴雨表，秋季广交会参展人数和成交金额双

双减少，分别比上年减少 1.1%和 1%，特别是对美订单大幅减少 30.3%。四是中美贸易摩擦尚未妥善解决，如不能及早达成协议，双方贸易摩擦可能将在 2019 年初进一步升级，将对中国外贸增长造成更大冲击。

促进外贸增长的有利因素：一是稳外贸政策密集出台。2018 年 7 月 31 日中央政治局会议将稳外贸作为“六稳”之一，从中央到地方均出台了支持政策。比如，从 2018 年 8 月起实施海关进出口货物整合申报，原报关单、报检单合并为一张新报关单，提高通关效率；从 2018 年 11 月 1 日起，提高部分现行货物的出口退税率，并将退税率由七档减为五档，加快出口退税办理周期。二是人民币汇率贬值增强出口竞争力。截至 10 月底，人民币兑美元、欧元、日元、英镑汇率分别较年初贬值 6.8%、1.2%、6.4%和 0.9%，这客观上有利于对冲贸易保护主义的负面影响，将产生促进进出口增长的作用。三是积极主动扩大进口。以举办中国国际进口博览会为契机，中国将削减进口环节制度性成本，降低关税，扩大进口空间，更好满足国内企业和消费者需求。综合考虑，预计 2019 年出口增长 6%左右，进口增长 10%左右，均比 2018 年有所放缓。

4. 新旧动能持续转换，工业和服务业增长小幅回落

2019 年，工业平稳运行面临一些有利条件：一是政府持续推动改善营商环境，财政政策仍将聚焦减税降费，减轻实体经济负担，货币政策将着重疏通传导机制，引导资金流向实体经济，解决民营经济和小微企业融资难问题，去杠杆将把握力度和节奏，企业面临的融资趋紧状况将有所缓解。二是产业结构升级趋势没有改变，政府政策、用户新需求、市场形势变化等激发企业转型动力，产能过剩行业市场集中度仍将提高，新兴产业仍将保持较快增长。三是宏观政策将适度预调微调，基础设施投资增长企稳回升，将为工业生产稳定增长提供基础。四是去产能目标即将完成，钢铁去产能目标有望在 2018 年提前完成，煤炭去产能目标有望在 2019 年接近尾声，盈利改善将促进企业生产持续恢复。

同时，工业生产也面临一些不利因素；一是随着全球复苏动力减弱，中国面临的外部需求放缓，出口对工业拉动作用将减弱。同时，2019年美国可能提高进口自中国的产品关税税率，这会对相关工业企业生产经营带来实质性冲击。如果未来中美贸易战进一步升级，影响还会扩大。二是国内消费增长乏力，房地产投资增长或继续放缓，工业生产面临的内需难有明显改善，不利于中下游工业行业生产增长。三是2018年中下游企业盈利增速已有明显下降，2019年中上游原材料成本仍保持高位，会挤压中下游企业利润空间。整体来看，预计2019年工业增加值增长6.2%左右，较上年回落0.1个百分点。

生活性服务业中，由于消费增长动力仍然不足，批发零售、住宿餐饮等传统服务业增长将稳中趋缓。房地产从严调控政策大方向不会改变，房地产融资环境难有明显放松，随着市场降温预期的持续，房地产销售增长将保持低位，预计房地产业增加值增长将继续放缓。生产性服务业中，在工业增长稳中趋缓背景下，交通运输、仓储邮政业与租赁和商务服务业增速或将继续回落。总体来看，预计2019年服务业增加值将增长7.6%左右，较上年回落0.2个百分点。

5. 物价总体稳定，需关注猪瘟疫情和输入性通胀

2019年，预计物价将保持在合理可控区间。一是经济需求增长动力有限，物价大幅上涨的需求面支撑不足。二是货币政策仍将坚持稳健基调，流动性将保持合理充裕，不会明显放松，物价缺乏支持其大幅上涨的货币环境。三是2018年物价回升主要在于天气、灾害等短期扰动，2019年这些扰动或将逐步缓解。不过值得关注的是，非洲猪瘟疫情能否得到控制存在不确定性，如果进一步扩散将影响猪肉供应，推升物价。预计2019年CPI涨幅为2.3%左右，较上年上涨0.1个百分点。考虑到近两年去产能政策效果明显，市场供求关系已有明显改善，去产能目标也接近尾声，在相关产品价格处于高位的情况下，优质产能供应将相应增加，PPI涨幅或将继续回落，预计2019年PPI涨幅为3%左右。

二、2018 年金融形势回顾与 2019 年展望

2018 年，针对国内外经济金融形势的重大变化，中国实施了 4 次降准，加大对小微企业的再贷款、再贴现力度，创设民营企业债券融资支持工具，重启外汇风险准备金和人民币兑美元中间价报价逆周期因子等政策。金融运行总体平稳，人民币贷款增长较快，货币市场利率明显下行。金融改革和开放的力度进一步加大，资管新规颁布实施，外资银行经营范围不断放宽，沪港通额度提高，原油期货挂牌交易，“沪伦通”即将启动。但是，社会融资规模增长乏力，企业融资难融资贵问题凸显，金融市场波动有所加大。

（一）2018 年金融运行主要特征：融资规模少增，融资难问题再次凸显

1. 金融供给趋紧，表外融资下降明显

2018 年，随着前期严监管政策的持续发酵，金融部门去杠杆力度增大，银行同业、理财、表外业务增速放缓或负增长，资金“脱实向虚”和自我循环势头得到遏制。但是，去杠杆和防风险政策过激也带来了“融资渠道荒”，全社会信用收缩明显。10 月末 M2 和社会融资规模存量同比分别增长 8% 和 10.2%，相比上年同期分别下降 0.9 和 4.2 个百分点，二者均降至历史最低。人民币贷款稳中有增。10 月末人民币贷款余额同比增长 13.1%，相比上年同期提高了 0.1 个百分点（图 15）。货币信贷运行呈现以下特点：

M1 增速不断下行，企业活期存款增长乏力。在严监管背景下，企业融资需求转向银行表内。在新旧融资渠道转换的过程中，企业融资压力加大，流动性风险上升，突出反映在企业应收账款周期拉长和活期存款增速下降。9 月末，企业应收账款周期上升至 46.5 天，相比 2018 年 2 月的最高点（47.4 天）有所下降，但仍为近年来历史较高点。10 月末，M1 同比增长 2.7%，降至历史次低增速。通常来看，M1 增速较低往往表明经济活性不足、企业流动性资金较少。

图 15：主要金融供给指标同步走弱

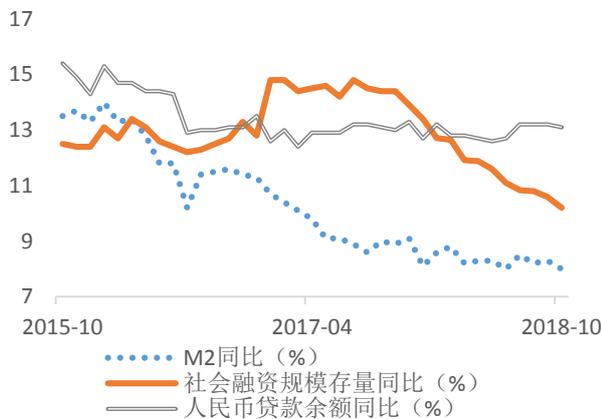
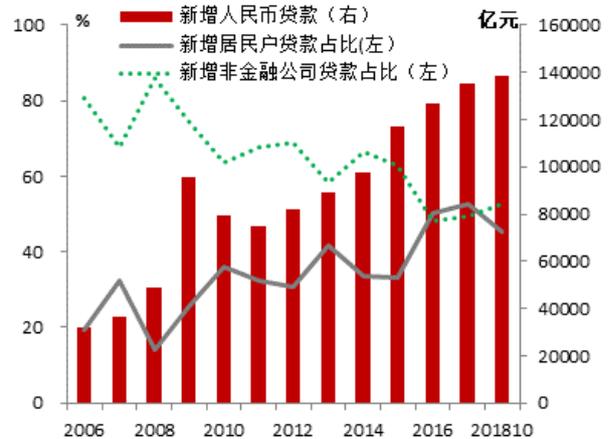


图 16：新增人民币贷款及结构



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

表外融资显著下降，是新增社融少增的主因。前 10 个月新增社会融资规模 16.1 万亿元，比上年同期少增 2.8 万亿元。其中，表外业务（信托、委托和未贴现银行承兑汇票）合计减少 2.57 万亿元，成为拉低新增社会融资规模的主要原因。直接融资（股票融资+债券融资）占比有所增加。前 10 个月新增直接融资占社会融资的比重由 2017 年的 5.9% 提高至 12.7%。其中，债券融资增加较多。前 10 个月新增债券融资 1.72 万亿元，相比上年同期多增 1.42 万亿元。股票融资规模减少，前 10 个月新增股票融资规模为 3275 亿元，相比上年同期少增 3736 亿元，这主要与 2018 年以来股市低迷有关。

人民币贷款增长较快，中长期贷款增长乏力。受表外融资回归表内等因素影响，2018 年人民币贷款增长较快。前 10 个月人民币贷款新增 13.5 万亿元，同比多增 1.39 万亿元，占社会融资规模的比重为 83.9%，相比上年同期增加了 19.7 个百分点（图 16）。从部门结构看，前 10 个月企业部门新增贷款占全部新增贷款比重由 2017 年的 49.6% 上升至 52.5%，居民部门占比则由 2017 年的 52.7% 下降至 45.2%，居民加杠杆速度有所放缓。从期限结构看，中长期贷款增量比重回落。前 10 个月新增中长期贷款 9.3 万亿元，同比少增 1.04 万亿元，增量占比为 67%，比上年同期低 20.3 个百分点。

2. 货币市场利率下行明显，但政策传导机制有待疏通

2018年，货币市场流动性合理充裕、利率中枢下行。一是货币市场利率下行明显。11月22日，7天期存款类机构信用拆借加权利率（DR007）为2.64%，较上年底下行50个BP；11月23日，隔夜、1周、3个月和1年期SHIBOR分别为2.36%、2.63%、3.07%和3.53%，分别较上年底下行48、33、184和123个BP（图17）。二是流动性期限结构有所改善。2018年，央行加大了中长期流动性供应，分别于1月、4月、7月、10月实施4次降准，所释放的流动性规模分别为4500亿、4000亿、7000亿和7500亿元；前三季度累计开展中期借贷便利操作（MLF）40740亿元，期限均为1年。三是货币政策传导机制仍有待进一步疏通。利率在不同市场间的变化不一致，贷款利率并未跟随货币市场利率同步下行。截至2018年三季度末，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.94%，比上年四季度上行0.2个百分点；其中一般贷款加权平均利率为6.19%，比上年四季度上行1.39个百分点（图18）。

图 17：各期限 SHIBOR 走势

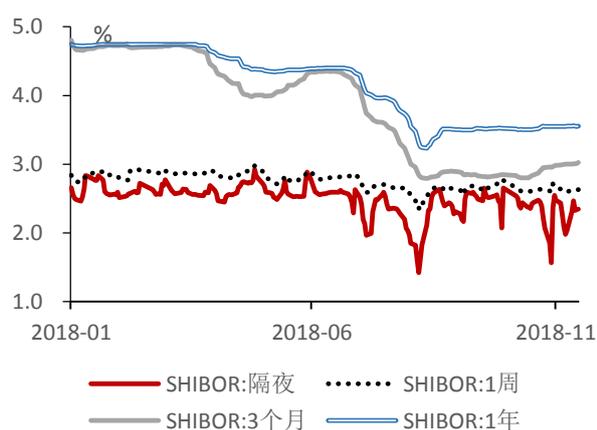


图 18：人民币贷款利率上行



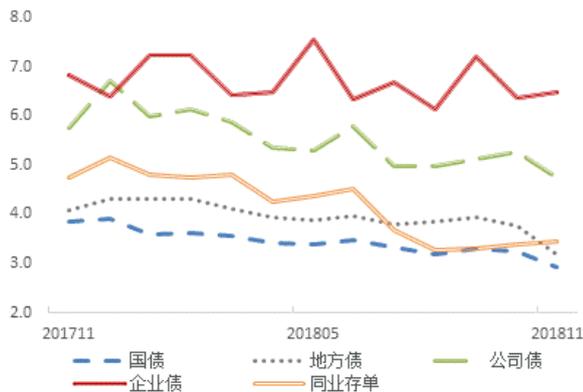
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 债市波动中向好，违约风险事件增多

2018年，尽管债券违约事件明显增加，但债市整体向好，改变了2017年震

荡下行的运行态势，这主要与市场避险情绪上升、资金面稳中偏松和债市改革和开放持续加大⁴等有关。11月22日，中债总指数收报于181.7点，较上年年底（167.9点）上行13.8点。一是债券发行规模增加，但企业债发行规模下降。前10个月债券发行规模达15.6万亿元，比上年同期增加1.2万亿元，增幅达8.6%。其中，中期票据增加较多，前10个月中期票据发行1.3万亿元，相比上年同期增长53%。地方债增长平稳，企业债发行规模下降。前10个月，累计发行地方债4.06万亿元，相比上年同期增长4.7%；累计发行企业债1576亿元，相比上年同期下降49.5%。二是债券发行利率和收益率双双下行。发行利率方面，11月同业存单发行加权平权利率为3.459%，相比上年同期下降129个BP，下降幅度最大。公司债发行利率降幅次之，企业债发行利率降幅相对较小（图19）。收益率方面，11月22日，1年和10年期国债收益率分别报于2.49%和3.39%，比上年年底分别下行130和49个BP（图20），3年期AAA级企业债券到期收益率报3.86%，比上年年底下行144个BP。稳健货币政策的实施效果正从货币市场向债券市场传递。三是期限利差走扩，信用利差分化。11月22日，1年和10年期国债收益率利差为90个BP，比上年年底的期限利差提高了81.3个BP（图20）；不同评级信用债的信用利差分化，高评级信用利差收窄，低评级信用利差扩大。11月22日，3年期AAA级企业债与同期限国债收益率利差由上年年底的151个BP下降至84个BP，利差收窄了67个BP，3年期AA-级企业债与AAA级企业债收益率利差则扩大了120个BP，这“一降一升”的信用利差分化与违约风险上升、市场风险偏好下降等有关。四是信用风险事件明显增加。由于经济下行，加上融资渠道收紧，企业信用违约规模和案例比上年明显增加。截至11月23日，共有121只债券发生违约，合计违约规模为1179.5亿元，比2017年全年增加375%。

⁴ 2018年8月30日，国务院常务会议决定，对境外投资者投资境内债券的利息收入，暂免征收企业所得税和增值税，期限暂定三年。

图 19：不同债券发行利率


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

图 20：期限利差走扩、信用利差分化


4. 股指震荡走低，资本市场改革持续深化

2018 年，股票市场整体表现低迷、波动较大。11 月 23 日，上证综指、深证成指分别报收于 2579.48 点和 7636.7 点，比上年末分别下跌 22% 和 30.83%（图 21）。一是股指在震荡中走低。全年大致经历三个阶段：1 至 2 月，A 股短暂延续上年涨势行情后，在美股大跌的外部触发下从高位（上证综指 1 月 29 日创 2017 年来新高 3587 点）大幅下跌；3 至 9 月，受宏观经济下行压力增大、中美贸易摩擦升级、美联储持续推进加息缩表、投资者信心不足等各方因素的综合影响，A 股表现为持续的震荡下行；10 月至今，在全球股市波动共振影响下 A 股跌至年内低点（上证综指 10 月 19 日创 2015 年来新低 2449 点），此后随着政策面利好不断释放，A 股筑底企稳。二是成交量与市值均明显收缩。成交量方面，截至 2018 年 10 月，沪、深股市累计成交金额为 76.98 万亿元，比上年减少 31.49%；市值变动方面，截至 11 月 22 日，沪、深两市 A 股总市值和流通市值分别为 46.4 万亿元和 37.5 万亿元，分别比上年末减少 17.83% 和 16.26%（图 22）。三是股权质押风险引发关注。市场低迷、股价下跌与上市公司股权质押爆仓形成恶性循环，导致市场情绪波动，但在多方合力纾解下，当前风险明显缓解。四是资本市场改革持续深化。放宽外资准入限制、发行中国存托凭证（CDR）、设立科创板并试点注册制等一系列政策陆续提出或实施。

图 21：上证综指和深证成指走势

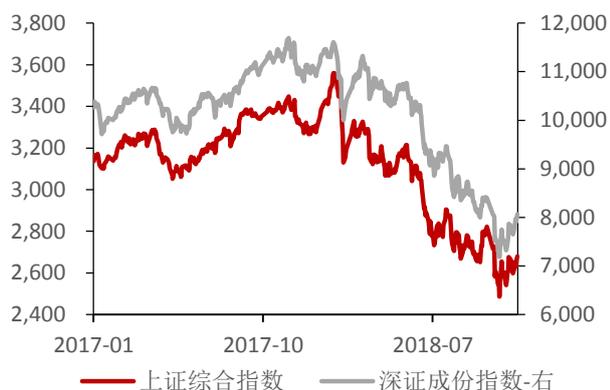
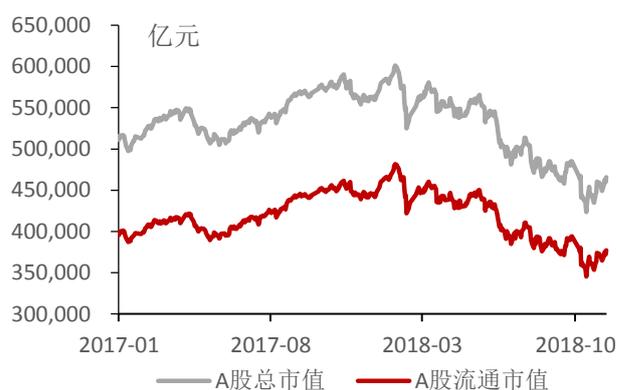


图 22：A 股总市值和流通市值



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 内外部因素叠加，人民币汇率贬值幅度加大

相比 2017 年人民币兑美元汇率整体走强，2018 年人民币兑美元汇率呈贬值态势。11 月 23 日，人民币兑美元汇率中间价报 6.9306，较 2017 年末贬值 5.72%（图 23）。具体分析，2018 年人民币汇率运行呈以下特征：一是人民币汇率双向波动明显。年初人民币兑美元汇率延续 2017 年走势，整体稳中趋升。但 4 月下旬以来，受美元指数迅速走强、中美利差缩小，尤其是美联储再次加息和贸易战升级等影响，市场对人民币贬值的担忧加大。8 月 24 日央行重启汇率逆周期因子管理，人民币兑美元汇率波动幅度开始收窄。二是市场对汇率波动容忍度加大，市场主体结售汇行为保持理性。前 10 个月结售汇逆差为 309.8 亿美元，比上年同期收窄 72%（图 24）。三是人民币汇率走势是内外部因素共同影响的结果。受内部经济下行、贸易顺差缩小和贸易战升级、新兴市场风险上升等因素影响，人民币汇率相对于 2017 年较为弱势，尤其在三季度下跌较快。四是央行更加重视预期管理。为避免在岸外汇市场的“羊群效应”，央行相继重启外汇风险准备金要求和逆周期因子，有效熨平了市场过度波动，稳定了在岸汇率预期。离岸市场方面，通过发行离岸央行票据，有效管理离岸汇率走势。

图 23：人民币兑美元汇率走势

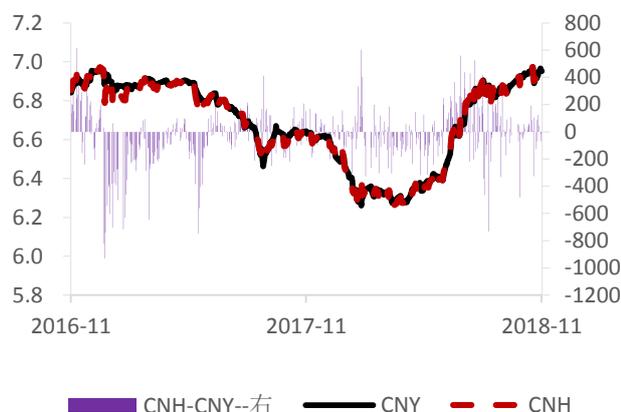
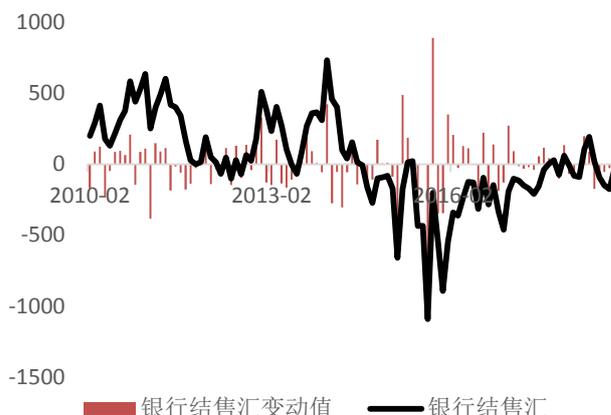


图 24：银行结售汇变动趋势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）2019 年金融形势判断：探寻复杂环境中的结构性机遇

展望 2019 年，中国金融发展面临的环境依旧复杂，全球经济复苏势头放缓，主要经济体货币政策收紧对金融市场平稳运行形成扰动。但随着“六稳”政策落地见效，金融供给偏紧局面将得到纠偏，M2 和社融增速低位企稳，民营和中小微企业融资可得性有望提高。流动性保持合理充裕，货币市场利率或将进一步下探。股市正在企稳并有望反弹，全年呈现“前高后低”的复苏行情，需要关注企业财务状况恶化与融资环境变化形成强化效应，地方政府债务负担加大，以及美联储加息背景下汇率等金融市场存在超预期波动的可能。

1. 多部门协调修复信用，民营和中小微企业融资的可得性有望提高

2019 年，随着“六稳”政策的持续落地，尤其是支持民营和中小微企业政策效果的显现，企业微观主体的信心增强，并推动信贷需求小幅回升。一是 M2 和社融增速低位企稳。在中美贸易战的持续发酵背景下，经常项目顺差或将继续收窄，进而对外汇占款和基础货币供给产生不利影响。但随着央行加快实施“三角形支撑框架”⁵，金融市场在稳增长、调结构等方面将发挥更重要的作用，企

⁵ 人民银行在《2018 年三季度货币政策执行报告》中提出，“聚焦进一步深化供给侧结构性改革，在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环”。

业通过股市和债市融资的规模将进一步增加。与此同时，货币政策将保持稳健取向，流动性保持相对充裕，有利于增强货币创造能力。预计 2019 年 M2 增长 8.5%，社会融资规模存量同比增长 10.2%，相比 2018 年有所回升。二是人民币贷款平稳增长。随着政府加大对基建投资的支持，以及密集出台支持民营和小微企业发展的支持政策，基建投资过快下滑的局面将得以改善，民企、外企等微观基础将得到夯实，小微企业融资难问题也将有所缓解。预计 2019 年全年新增贷款约 16 万亿元，比 2018 年增加 1 万多亿元。

2. 流动性将保持合理充裕，货币市场利率或将进一步走低

2019 年，货币市场运行将保持平稳，市场利率或进一步下行。一是考虑到中美贸易战影响逐渐显现、经济增长动力有待增强等因素，未来经济下行压力将加大，需要相对宽松的货币政策环境。预计货币政策将维持稳健，有利于货币市场利率继续下行。二是通胀压力减弱，对中长端利率有下拉作用。CPI 方面，前期扰动因素已逐渐消退，考虑到楼市、车市表现较冷，未来需求端难有起色；PPI 方面，油价下行，后期抬升动力不足。二者的共同作用使得通胀压力缓解，对中长期利率产生下拉作用。值得注意的是，中美货币政策走向已经出现一定程度背离，随着美联储加息、缩表的推进，中美利差收窄甚至倒挂将带来人民币汇率和跨境资本流出的压力，这会对货币市场利率的下行形成制约。

3. 中美利差收窄概率增大，但债市仍有望延续稳中向好行情

2019 年，债券市场仍将维持稳中向好行情。一是经济下行压力加大和流动性宽松格局不改，利好债市发展。从外部环境看，全球经济复苏势头放缓，中美贸易战影响将逐步显现。从内部发展看，一系列政策“组合拳”效果显现仍需时间，经济仍有下行压力，货币政策将保持稳健中性，对债市形成支撑。二是加大债市发展的政策有望出台。2018 年政府已经出台了诸多有利于债市发展的措施，包括地方债可在银行柜台同步销售和探索民营企业债券融资支持工具

等。随着政府加大对基础设施投资的支持，2019年债市将成为基建融资资金的重要来源，政府将继续加大对债市发展的支持力度，适当调低地方债风险权重等政策有望出台，这有利于提高各主体持有地方债意愿。影响债市的不利因素主要与中美利差不断收窄、信用风险依然较大等有关。2018年11月末，中美10年期国债收益率利差已跌至20多个BP，为十年来最低水平。未来一段时间，中美国债收益率差距还有进一步收窄风险，这降低了债市的配置吸引力。与此同时，信用风险仍是当前企业面临的主要风险，需关注企业财务状况恶化与融资环境变化形成强化效应，进而对债市形成冲击。

4. 股市将在波动中夯实底部，市场情绪将有所修复

经过长时间震荡下行后，当前A股底部已出现。展望2019年，A股大概率呈现前平后高的走势。一是“六稳”政策效果将逐渐显现，经济在前期承压后有望在2019年下半年企稳，有利于促进股市探底回升。二是市场情绪将有所修复。由中美贸易摩擦升级引起的投资者悲观情绪已得到基本释放，随着宏观调控力度更加精准、信号更加明晰，未来市场预期将趋于稳定。三是流动性将逐季改善。随着纾解股权质押风险政策逐步落实，地方政府、金融机构等多方积极参与，民营企业流动性将有所好转。保险、理财资金已开始逐步入市，2019年将成为贯穿全年的增量资金。但应注意的是，美股经历多年牛市后存在回调空间，可能引起全球股市波动共振，是对A股独立性的一大考验。

5. 人民币兑美元汇率将稳中趋贬，但仍在可控区间内

2019年，受国际风险冲击和内外货币政策分化影响，人民币兑美元汇率预计将呈现稳中趋贬的态势。首先，预计美国加息周期还会持续，支持美元指数走强。近期，耶伦、鲍威尔的鹰派言论预示2019年美联储加息或在2到3次，加息预期将使美元指数保持高位波动。其次，中美贸易战升级对中国的影响会逐步释放。根据广交会、进口博览会等领先数据，未来进口增长可能将好于出

口，贸易顺差或进一步回落，给人民币带来贬值压力。第三，2019年中国经济增速或趋于下降，对人民币兑美元汇率将是不利因素。

但外汇市场也存在稳定因素：一是中国市场进一步开放会加大外部资金流入，外汇供求总体保持稳定，人民币兑美元中间价逆周期因子将继续发挥稳定汇率的作用，而且央行政策工具箱中稳定汇率的工具较多，未来人民币汇率预期更加稳定，人民币单边大幅贬值的空间不大。二是随着央行在离岸市场可以发放央行票据，离岸人民币汇率预期会更加稳定，离岸人民币汇率将围绕在岸人民币汇率上下震荡，而非长期偏强或偏弱。三是美国经济扩张周期进入后半程，中美贸易战对其通胀的影响、新兴市场脆弱性上升等方面都会加大美国经济的潜在风险，对美联储加息有扰动作用。从整体来看，预计2019年人民币汇率将稳中趋贬，但仍在可控区间内。

表 1：2019 年中国经济金融主要指标及预测 (%)

指标	2016 (R)	2017 (R)	2018					2019 (F)
			Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	6.7	6.9	6.8	6.7	6.5	6.5	6.6	6.5
规模以上工业增加值	6.0	6.6	6.8	6.6	6.0	6.1	6.3	6.2
服务业增加值	7.8	8.0	7.5	7.8	7.9	7.9	7.8	7.6
固定资产投资额	8.1	7.2	7.5	5.2	4.5	8.0	6.0	6.5
消费品零售总额	10.4	10.2	9.8	9.0	9.1	8.8	9.2	9.0
出口	-7.7	7.9	13.7	11.4	11.9	15.0	13.0	6.0
进口	-5.5	16.1	19.4	20.6	20.4	20.0	20.0	10.0
居民消费价格指数 (CPI)	2.0	1.6	2.1	1.8	2.3	2.3	2.2	2.3
工业品出厂价格指数 (PPI)	-1.4	6.3	3.7	4.1	4.1	3.1	3.7	3.0
广义货币(M2, 期末)	11.3	8.2	8.2	8.0	8.3	8.0	8.0	8.5
社会融资规模(存量)	12.8	13.4	11.9	11.1	10.6	10.1	10.1	10.2

资料来源：中国银行国际金融研究所

三、宏观经济政策取向

2019年，宏观经济政策要特别关注外部冲击与“大调整”同频共振，避免经济增速快速下滑。未来，针对经济运行中出现的新变化、新问题和新的挑战，应坚持推动高质量发展，处理好稳增长、去杠杆和防风险的关系，进一步推动“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）政策落地。

（一）聚焦减税降费，更好发挥财政政策扩大内需的积极作用

当前，减税降费是在国内外新形势下激发中国市场活力的必要之举，这有助于提高资金使用效率、促进投资增长和稳定市场预期。2019年财政政策预计将更加积极，配合稳健货币政策，对经济稳定起到托底作用。一是政府将进一步推动减税降费措施落实到位。加快完善增值税改革，通过三档并两档进一步降低企业税率。二是加大关键领域和薄弱环节有效投资。财政支出将紧扣国家规划和重大战略，根据10月31日国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，加大“三区三州”等深度贫困地区基础设施、中西部铁路公路等交通骨干网络、重大水利等农业基础设施、生态环保重点工程、技术改造升级和养老等民生领域设施建设。三是加快“开前门”步伐，保障融资平台合理融资功能。通过提前下达转移支付，加快财政支出进度，推进国有土地使用权出让、PPP模式等形式，为基建项目筹集资本金，将不具备公益性质的建设项目采取市场化手段处理，合理安排预算内基础建设支出规模。四是可考虑将赤字率提高至3%。2019年个税专项抵扣将施行，财政收入将进一步下降，基建投资等财政支出还将增加，在“一降一升”下，政府赤字率将有所上升。

（二）发挥宏观审慎逆周期调节作用，解决好民营和小微企业“融资难”

坚持稳健货币政策基调不变，切实把握好监管政策实施的力度和节奏，为稳增长创造适宜的货币条件，引导资金流向国民经济的薄弱环节和重点支持的领域。一是降准仍有必要，但需把握好力度和节奏。2019年，为对冲基础货币

减少和宽信用扩张动力不足，有必要进一步出台降准政策，以配合积极财政政策的发力。但考虑到企业部门杠杆率偏高仍是中国面临的突出风险，稳健货币政策需要把握好度，避免“大水漫灌”。二是发挥宏观审慎逆周期调节作用，进一步增强监管弹性。引导汇率预期，保持人民币汇率在合理水平上基本稳定。在制定政策过程中，注重实地调研，因地制宜，避免“一刀切”；在政策实施过程中，注重设置合理过渡期，防止“运动式”收紧，也要防止“运动式”放松，注重现有政策落地和推广。三是帮助企业化解流动性风险，引导资金向小微企业、绿色经济等国民经济的薄弱环节流动。鼓励各地政府继续出台应急转贷基金政策，帮助企业化解流动性风险；允许商业银行对中小微企业贷款损失准备金在税前计提，加大金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税力度，增强金融机构发放小微企业贷款积极性。四是充分发挥政策性担保机构缓释风险的作用。加大对国有担保公司建设与扶持力度，使担保公司运营模式由盈利性向政策性转变。设立民营企业信贷风险补偿金，为民营企业贷款风险提供补偿，与商业银行形成风险共担机制。

（三）评估调整“三去一降一补”政策，注重增强经济主体的信心、创新力和活力

自2016年实施以“三去一降一补”为核心的供给侧结构性改革以来，相关政策已取得明显成效，需要做出阶段性的评估和调整，下一步将重在增强经济主体的信心、创新力和活力。去杠杆方面，将更加注重去杠杆的力度和节奏，按市场化原则推进“债转股”，加快发展股权融资，将去杠杆与国有企业改革相结合，推动国有企业效率和竞争力提升，避免各经济主体无序过度加杠杆的行为。去产能方面，未来将更加注重利用环保、安全、技术标准等方式引导企业清洁、高效、安全、绿色生产，通过产能置换等方式培育优质产能，市场化推动“僵尸企业”退出或重组。去库存方面，将去库存与构建房地产长效机制相结合，因地制宜，运用差别化信贷政策引导房地产市场平稳运行。围绕多层次

住房供给体系，进一步完善土地和租赁市场，逐步实现满足合理住房消费、抑制投机炒房、稳定市场预期。**降成本与补短板将是 2019 年供给侧结构性改革的重要方面**，这不仅有利于进一步激发各类经济主体活力，也是扩内需、稳增长的有力手段。未来政府将持续推动改善营商环境，推进各项降成本措施的进一步落实，加大对贫困地区、民生领域的投资。

（四）狠抓稳外贸政策落地见效，妥善应对保护主义和贸易摩擦

一是确保已出台的政策落实到位，完善贸易自由化便利化政策，进一步压减通关时间、降低通关费用、清理规范涉企收费、完善出口退税机制等。二是未雨绸缪，适时推出新的前瞻性应对措施，坚决反对保护主义，有效应对贸易摩擦，减小外贸不确定性带来的冲击。三是加快建设外贸转型基地、贸易促进平台和国际营销网络，拓展“一带一路”等外贸新空间，强化与欧盟、日本、东盟的经贸合作，鼓励企业迈向国际价值链中高端，建立国际竞争新优势。四是营造良好营商环境，支持外贸新业态新模式发展，大力发展跨境电商、市场采购贸易等。五是积极主动扩大进口，促进外贸平衡发展，支持扩大日用消费品、医药和康复、养老护理等设备进口，继续办好中国国际进口博览会。六是深化自贸试验区改革创新，探索建设自由贸易港，推动区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）尽快完成谈判，加快其他自贸协定、投资协定谈判。

（五）稳妥处理好地方政府债务问题，加快完善相关监督和风险预警机制

近年来，政府通过地方债置换、发行地方专项债等方式，基本控制住了地方显性债务水平，但地方隐性债务依然庞大、复杂。2018 年 8 月《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》发布，要求坚决遏制隐性债务增量。预计 2019 年地方隐性债务将成为地方债防风险的重点。一是通过“开源节流”“替代”等方法，逐步解决地方债问题。逐步建立地方税务体系，改善支出责任，拓宽融资渠道；严格限制诸如楼堂馆所等无现金流基础设施建设；

在对融资平台公司化改造的基础上，进一步规范 PPP 来对项目进行重新安排，对期限短或成本高的债务进行替代。二是编制并公布地方政府资产负债表，建立收集数据体系并建立预警机制。重视顶层设计与统筹安排，在明确会计准则后，编制地方政府资产负债表，并由地方人大监督。建立收集地方债务的数据体系，加强地方债务风险预警体系和应急维稳机制等建设，提高对市场整体风险的判断和把控，防范系统性和区域性金融风险。

四、专题研究

（一）南北经济差距扩大的表现、原因与对策建议

长久以来，中国区域发展不平衡的讨论，主要集中在东中西部地区之间。近年来，随着“西部大开发”“中部崛起”等战略的实施，东中西部经济差距趋于缩小，但南北方⁶经济差距却在不经意间扩大，“南强北弱”趋势越来越明显。

1. 南北经济差距扩大的表现

虽然改革开放以来，“南强北弱”的经济局面一直存在，但近年来，这种差距又出现了不断扩大的迹象。整体来看，南方地区经济稳中向好，但北方地区经济走势趋弱，主要表现为以下几个方面：

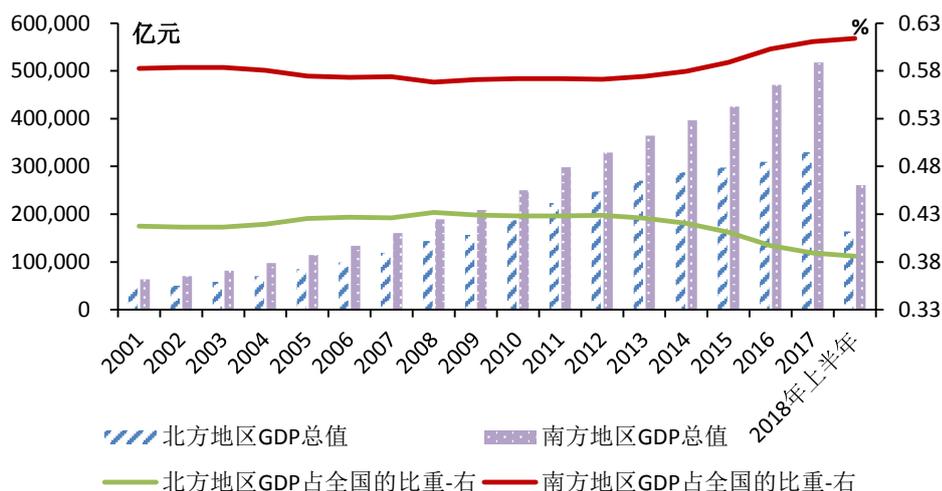
（1）南北方经济增速差距不断扩大，经济总量占比“南强北弱”

从经济总量看，2001-2008 年北方地区经济总量在全国的占比曾出现较快上升（从 41.76% 升至 43.17%），但这种趋势在金融危机爆发后发生了逆转。特别是从 2012 年后，北方地区经济总量占比开始大幅度放缓，2016 年首次降至 40% 以下。2018 年上半年，北方地区实现生产总值 16.4 万亿元，仅占全国 38.6%。南方地区经济总量是北方的 1.59 倍，较上年同期的 1.56 倍进一步增大。

⁶ 中国以秦岭-淮河一线作为区分南北方的分界线，南方地区包括上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏共 16 个省份；北方地区则包括北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆共 15 个省份。

从经济增速看，截至 2018 年三季度，北方地区 GDP 增速除北京、河北（分别为 6.7%和 6.6%）外，均低于全国 GDP 增速，其中，天津仅 3.5%。南方地区则基本高于全国 GDP 增速，其中，贵州、云南 GDP 增速分别达 9%和 9.1%。

图 25：南、北方 GDP 总量与占比



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

表 2：中国各省（区、市）GDP 增速

省份	日期	2018 年第 3 季度 (%)	2018 年第 2 季度 (%)	2018 年第 1 季度 (%)
北京市		6.7	6.8	6.7
天津市		3.5	3.4	1.9
河北省		6.5	6.6	6.0
山西省		6.1	6.8	6.2
内蒙古自治区		5.1	4.9	4.6
辽宁省		5.4	5.6	5.1
吉林省		4.0	2.5	2.2
黑龙江省		5.1	5.5	5.6
上海市		6.6	6.9	6.8
江苏省		6.7	7.0	7.1
浙江省		7.0	7.6	7.4
安徽省		8.2	8.3	8.1
福建省		8.3	8.2	7.9
江西省		8.8	9.0	9.0
山东省		6.5	6.6	6.7
河南省		—	—	7.9
湖北省		7.9	7.8	7.6

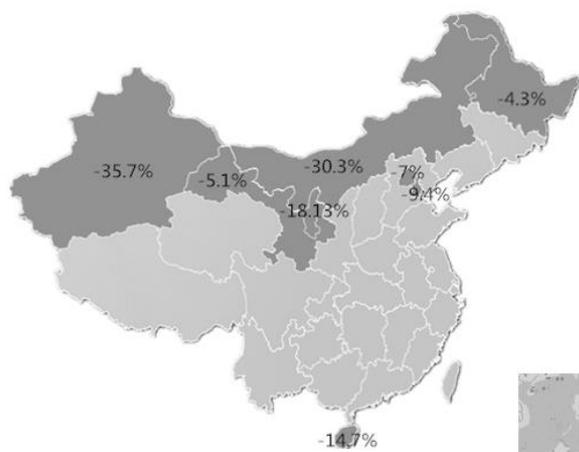
湖南省	7.8	7.8	8.0
广东省	6.4	7.1	7.0
广西壮族自治区	7.0	6.2	7.1
海南省	5.4	5.8	5.1
重庆市	6.3	6.5	7.0
四川省	8.1	8.2	8.2
贵州省	9.0	10.0	10.1
云南省	9.1	9.2	9.3
西藏自治区	—	9.8	9.5
陕西省	8.4	8.6	8.5
甘肃省	6.3	5.0	5.3
青海省	6.8	5.9	7.2
宁夏回族自治区	7.0	7.7	7.9
新疆维吾尔自治区	5.6	6.7	7.6

资料来源：Wind，部分省统计局官网，中国银行国际金融研究所

（2）南北方内需表现差距不断扩大，投资、消费“南强北弱”

投资方面，2018年前10个月，8个省份固定资产投资下降，即新疆、内蒙古、宁夏、海南、天津、北京、甘肃、黑龙江，同比分别下降35.7%、30.3%、18.13%、14.7%、9.4%、7%、5.1%、4.3%。其中有7个省份位于北方地区，仅海南1省位于南方。消费方面，前三季度，北方15个省份中有11个省份社会消费品零售总额增速低于全国平均水平(9.3%)，南方16个省份中仅4个。吉林、北京等地消费增速比上年同期下降幅度较大，降幅分别为2.9和1.3个百分点。

图 26：2018 年 1-10 月固定资产投资出现下降的省份

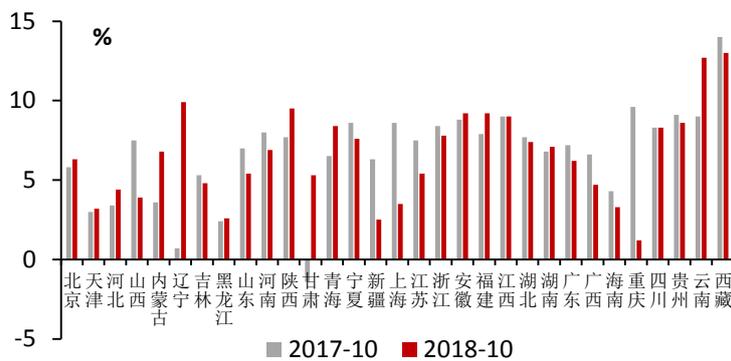


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

(3) 南北方供给方面差距不断扩大，工业生产“南强北弱”

2018年前10月，北方有9个省份规模以上工业增加值增速低于全国平均水平（6.4%），其中天津、山西、黑龙江等地工业增速同比增长仅为3.2%、3.9%和2.6%。南方仅有6个省份规模以上工业增加值增速低于全国平均水平，且云南、西藏、贵州等地工业生产表现亮眼，增速达12.7%、13%和8.6%。

图 27：各省份规模以上工业增加值增速



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

(4) 南北方城市发展差距不断扩大，城市竞争力“南强北弱”

从城市竞争力看，中国一线城市中，仅北京为北方城市，上海、广州、深圳均为南方城市。在2018年6月中国社科院发布的《中国城市竞争力第16次报告》中，前十名中国最具竞争力城市仅北京、天津两座在北方，绝大多数长期为南方城市。从城市群发育程度看，长三角城市群和珠三角城市群发育已经比较成熟，成为带动区域经济发展的重要增长极，上海、广州与周边城市的融合度较好，形成“众星拱月”的繁荣景象；而北方只有一个京津冀城市群，且各城市处于相对孤立的状态。

2. “南强北弱”经济差距扩大是多种因素共同导致的

(1) 产业结构转型升级的速度差异

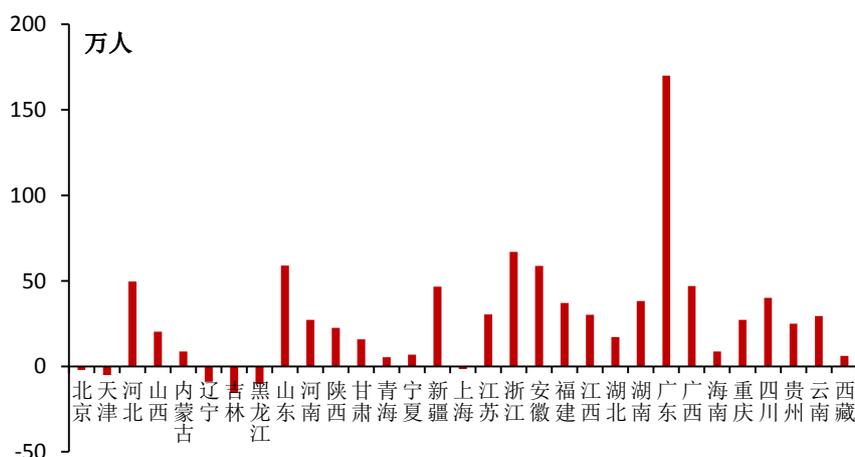
南方地区以制造业为主，经济外向度相对较高，国际金融危机倒逼南方产业结构升级。广东、浙江、江苏等地大力推动人工智能、互联网、智能制造发展，成功实现了转型升级和提质增效，特别是高端制造业和生产性服务业，形成了产业的良性循环。同时，四川、贵州、湖北等西南、中南地区积极调整发展策略，加强承接产业转移，实现了逆势快速发展。

北方地区则以资源能源和重工业为主，产能过剩问题较为严重，承担了大部分去产能的任务，给经济带来明显压力。随着生态环保越来越受重视，北方重工业地区经济发展与环境容量间的矛盾日益突出。此外，近年来全球原油价格大幅度下滑，导致资源型产品价格持续低位徘徊，对北方经济形成较大冲击。

(2) 对科技创新、高端人才的重视程度差异

从创新投入看，北方地区研发经费投入低，约占全国总量的 40%。黑龙江、宁夏、吉林、内蒙古、新疆、青海等北方省份研发经费占地区生产总值的比重低于 1%。从创新成果看，如果除去北京市，北方其他 14 个省份专利授权量、技术市场的成交额不到全国的 30%。南方的高新技术企业的数量是北方的 2.18 倍，有效专利数量是北方的 2.51 倍。

图 28：2016-2017 年各省份常住人口变动情况



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

从对人才的重视程度看，南方的研发人员是北方的 1.75 倍。作为全国一线城市，深圳、广州在人才引进方面仍保持了很大力度，2017 年南方除上海的其他省份均保持了正的常住人口净流入，而辽宁、黑龙江等东北省份则面临较大的人口净流出压力。

(3) 体制机制改革推进力度的差异

由于改革开放率先在南方地区展开的历史原因，南方地区市场经济发展一直都相对更为成熟。近年来，在深化体制机制改革的浪潮中，南方地区商事制度改革步伐较快，部分地区率先推进群众和企业到政府办事“最多跑一次”的改革，城市营商环境改善明显。北方部分地区则由于土地、电力等前期条件落实困难，发展观念更为滞后等原因，营商环境改善的进程相对缓慢。在普华永道发布的《2018 中国城市营商环境质量报告》中，中国城市营商环境质量指数排名前十的城市中，仅北京、西安为北方城市，其余 8 座城市均在南方。

表 3：城市营商环境质量指数排名

2018 年排名	城市	所在省 (市)	2018 年得分
1	深圳	广东省	100.0
2	北京	北京市	98.4
3	上海	上海市	96.4
4	成都	四川省	92.7
5	广州	广东省	86.3
6	西安	陕西省	83.0
7	杭州	浙江省	81.3
8	宁波	浙江省	76.2
9	重庆	重庆市	75.8
10	长沙	湖南省	73.3

资料来源：《2018 中国城市营商环境质量报告》

(4) 对外开放进程的差异

南北方经济差距一定程度上源于对外开放进程的差异。南方地区沿海面积广阔，拥有大量海外华侨优势，且改革开放初期中央设立的深圳、珠海、汕头、厦门经济特区均在南方。基于良好的自然条件、人文优势和历史机遇，南方地区经济对外开放程度明显领先于北方。

近年来，南方地区在对外开放进程方面成果丰硕。已设立的前三批共 11 个自由贸易区中，仅天津、辽宁、河南、陕西 4 个省市位于北方。此外，随着海南自由贸易港的设立、粤港澳大湾区建设的不断推进，南方地区对外开放进程将进一步提速。

3. 促进南北地区经济协调发展的对策建议

(1) 深化改革和体制机制创新，充分发挥市场机制决定性作用

在市场经济条件下，生产要素的跨区域自由流动是促进区域协调与一体化发展的关键。要进一步加快市场经济体制改革，促进生产要素的合理流动，破除限制要素自由流动的各种体制机制障碍，打破地区封锁和垄断，建立统一开放、竞争有序的市场体系，促进资源在各区域间的优化配置。北方地区应进一步深化国企改革、财税体制改革、金融体制改革等领域的一系列政策措施的实施与突破，促进各类市场主体行为更加活跃，形成区域经济持续快速发展的内在机制。同时，应注重发挥资源丰富的比较优势，进一步改善交通、能源、电信等基础设施，简政放权，提高行政效能，健全市场法律制度，依法保护投资者合法权益，优化区域营商环境。

(2) 加强区域合作，建立更加有效的区域协调发展新机制

纵观世界其它经济体，意大利、德国等均存在区域经济发展不平衡的问题。这是区域经济发展的规律使然，需要我们在尊重规律的基础上，有所作为。打破区域行政壁垒，建立更加有效的区域协调发展新机制，从过去的单个区域发

展，转向推进多区域跨区域协调发展，增强区域发展的协同性、联动性、整体性。创新区域合作机制，按照优势互补、互利共赢的原则，支持开展多层次、多形式、多领域的区域合作。进一步加快基础较好的南方地区经济发展，通过深化区域合作带动南北方联动发展。鼓励北方地区积极探索飞地经济模式和利益共享机制，吸引南方优势产业转移落地，带动北方产业转型升级。

(3) 充分利用新技术成果，加快推进区域协调发展

随着新一轮技术革命的推进，未来应积极把握新技术革命发展进程，注重利用新技术成果加快推进区域协调发展。一是推动互联网、大数据、人工智能与传统产业深度融合，加快北方地区经济结构的调整。力争突破装备制造、电子信息、医药化工、航空航天、新能源、新材料等领域关键技术，着力培育新产业、新业态、新模式。二是通过互联网与大数据、云计算、物联网等新一代信息技术的广泛应用，将创新链、要素链、产业链、价值链等连接成为跨区域和城际联动发展的纽带，进一步强化不同区域经济、技术联系，为区域协调发展提供强有力的技术支撑。

(4) 进一步提升对外开放水平，优化区域开放布局

在纷繁复杂的形势下，我们要坚持对外开放不动摇，坚定不移扩大开放。要坚持引进来和走出去并重，促进双向投资协调发展。针对对外开放水平北方落后于南方的现状，未来在进一步提升南方对外开放水平的过程中，要重点推进北方地区的对外开放。落实京津冀协同发展、长江经济带发展等区域协调发展战略，服务雄安新区、粤港澳大湾区建设。推动“一带一路”建设走实走深、行稳致远，在推动各国加强政治互信、经济互融、人文互通的同时，提高西北、东北等国内沿线省份的参与度。要扎实推动北方地区重点开发开放试验区、沿边国际口岸、边境经济合作区和跨境经济合作区等功能平台的建设，推动沿边开发迈上一个新台阶。

（二）去杠杆和防风险背景下融资难融资贵问题分析与建议

2018年11月1日，习近平总书记在民营企业座谈会上指出，要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，逐步降低融资成本。在国内外经济金融形势出现了一些新变化、国内继续推进去杠杆和防风险的背景下，本专题基于实地调研和对1000家企业所做的调查问卷，分析了当前企业融资难融资贵问题的一些新表现，并提出了一系列政策建议。

1. 宏观货币信贷条件发生重大变化，社会融资渠道收紧

“三去一降一补”是近几年供给侧结构性改革的重点任务，虽然去产能、去库存取得了明显成效，但去杠杆效果总体上并不明显。2017年以来中国宏观政策更加强调去杠杆和防风险，2017年4月的中央政治局集体学习、7月的全国金融工作会议以及2018年的政府工作报告，均突出了去杠杆和防风险。相关部门也陆续出台了一系列规范和治理金融乱象的政策，其中以“资管新规”和“理财新规”为代表。在监管政策和货币政策从紧趋严的影响下，2018年以来社会融资渠道总体收紧，甚至出现了所谓“融资渠道荒”，成为宏观经济下行、实体企业经营和融资困难的重要原因。

2. 去杠杆和防风险背景下企业融资难融资贵问题的新表现

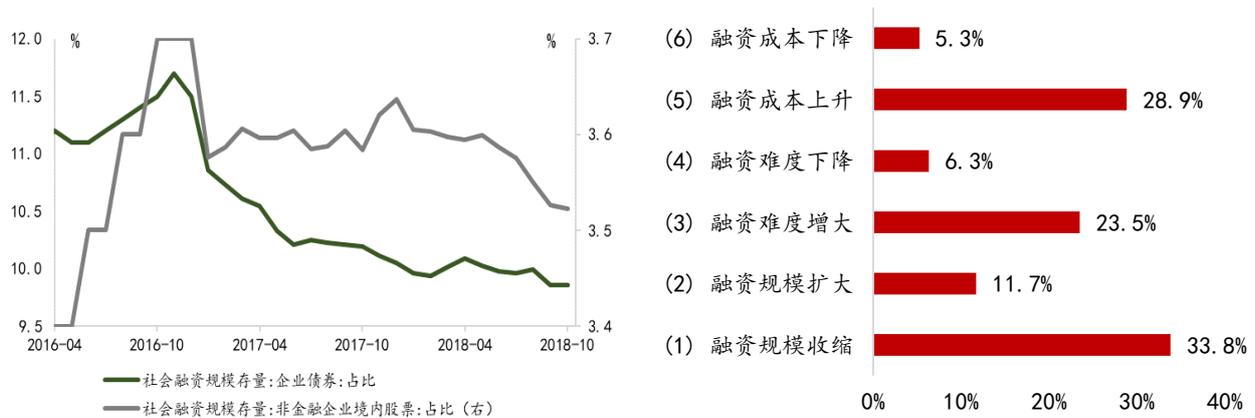
现场调研与问卷调查均发现，2018年以来实体企业综合融资成本居高不下甚至有所上升，这与2016年社会融资成本总体下降形成了鲜明对比。

（1）社会融资渠道显著收缩，企业融资难问题更加突出

随着治理影子银行等新政实施，信托贷款、委托贷款等融资渠道显著收缩，实体企业融资难问题更加突出。由于严监管导致其他融资渠道受限，许多企业融资向银行贷款迁移，这一方面导致银行贷款增速加快，贷款利率上升，银行贷款占社会融资总量的比重上升；另一方面，信托贷款、委托贷款、债券、股

票等渠道融资规模显著减小。2018 年前 10 个月，企业债券和非金融企业境内股票占社会融资规模存量的比重分别为 9.9% 和 3.5%，分别比上年同期下降 0.3 和 0.1 个百分点（图 29）。中国银行调查显示，超过 90% 的企业未通过债券市场、影子银行、民间借贷、互联网金融等其他渠道获得过融资，仅有 13% 从信托、证券、租赁和私募渠道获取了少量融资。34% 的企业认为 2018 年以来银行以外的融资渠道收缩，24% 的企业认为银行外的融资难度增大（图 30）。

图 29：债券和股票占社会融资的比重 **图 30：银行以外融资渠道变动**



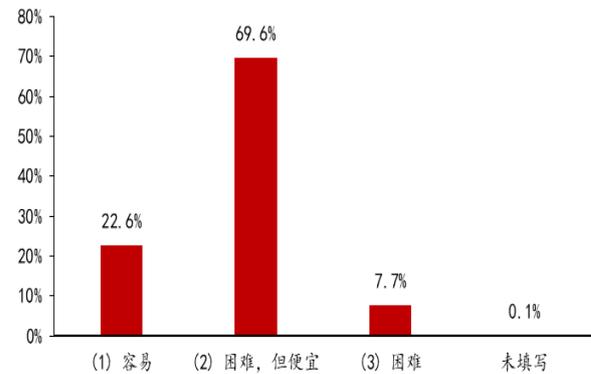
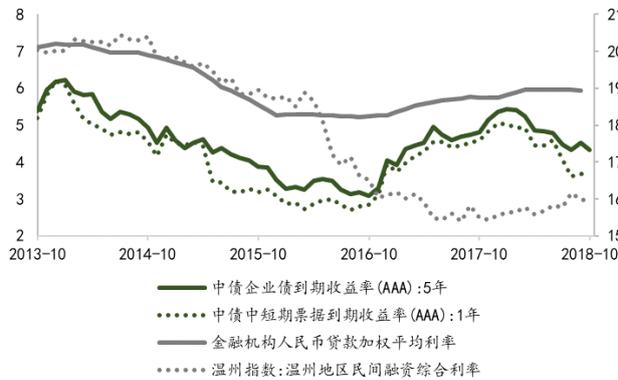
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

(2) 实体企业融资成本上升，不同融资渠道利率分化

近年来，实体企业的综合融资成本呈上升趋势。这与 2016 年的情况完全相反，当时社会综合融资成本呈下行态势，商业银行贷款加权利率下降也较为明显。在 1000 家样本企业中，29.6% 的企业认为过去两年融资成本上升，30.4% 的企业认为融资成本占营业收入的比重提高。同时，不同融资方式的资金成本出现分化：金融机构贷款加权平均利率由 2017 年 3 月的 5.53% 上升至 2018 年 9 月的 5.94%，提高了 41 个 BP；票据和债券收益率自今年以来有所下行，但仍处于较高水平（图 31）。同时，大多数中小企业的融资渠道还是以银行贷款为主。2018 年银行贷款利率高企，其原因是在其他融资渠道收紧的同时，银行贷款满

足不了庞大的市场需求，资金供给有限和需求短期猛增，加之经济下行背景下银行风险偏好变化，进而导致银行资金成本有所上升。

图 31：不同融资方式的利率变化 **图 32：银行贷款与其他融资方式比较**



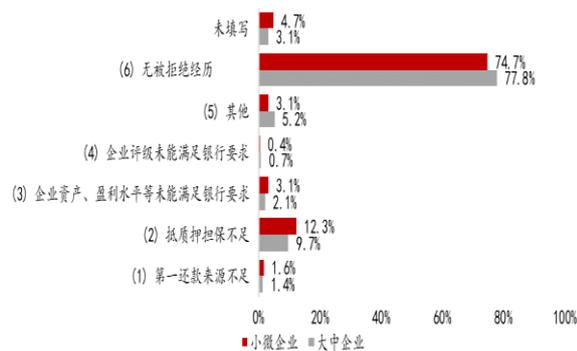
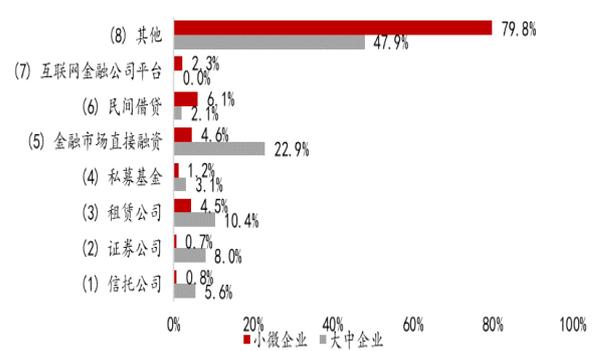
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

调查还显示，企业普遍认为商业银行提供给中小企业的资金并不“贵”，约70%的企业认为银行贷款与其他融资方式相比更便宜、但更难获得，企业融资“贵”主要“贵”在民间借贷等其他融资渠道（图 32）。2018 年 10 月末温州民间借贷综合利率为 17.1%，远高于银行贷款、债券、票据等渠道的融资成本。浙江省湖州市某企业负责人反映，在当地民间借贷市场紧急拆借 100 万元，要付息 1500 元/天，年息高达 54%。部分企业在新旧贷款“接续期”，不得不利用民间借贷等过桥资金满足资金需求。担保费、审计费、评估费、保险费等也是企业融资不小的支出。另外，银行对抵质押物要求较为严格，并要求企业提供担保，这原本是出于防控风险的需要，但企业为了获得银行贷款往往进行相互担保，形成“互保链”，既推高了企业综合融资成本，又埋下了很大的连带风险隐患。

(3) 不同的主体、行业和区域融资问题表现不同，小微企业、传统制造业企业和中西部地区的融资问题更加突出

分主体看，大中企业资产规模较大、经营实力强、信用度和市场认可度高，通常可通过贷款、债市、股市等多种渠道融资，融资问题并不突出，融资难和

融资贵问题更多集中在小微企业。这是因为：一方面，小微企业获取银行贷款需支付的利率往往更高。中国银行调查显示，83%的小微企业贷款利率水平在基准利率上浮 10%或更多，而大中企业样本中该比例仅为 37%。另一方面，小微企业普遍存在不动产抵押物不足的问题，部分企业刚成立，能用于抵押的不动产有限；有的还处于租赁资产经营阶段，缺乏合格资产作为抵押物。调查显示，12%的小微企业曾因抵押担保不足而被拒绝贷款，而大中企业这一比例为 9%（图 33）。大中企业更多通过直接融资等渠道来满足资金需求。调查显示，23%左右的大中企业通过金融市场直接融资，而小微企业的这一比例仅为 4.6%（图 34）。

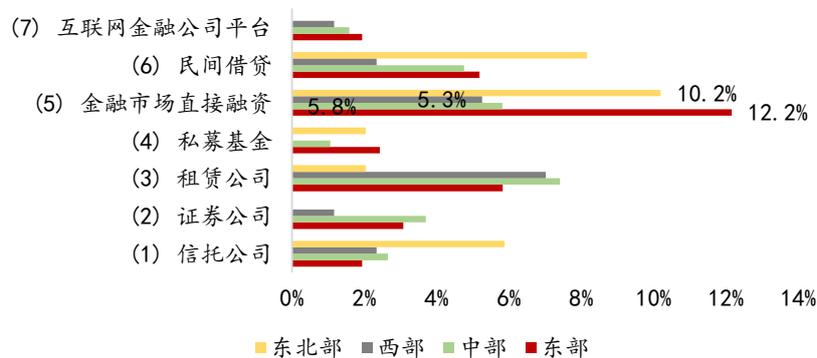
图 33：不同企业被拒贷及原因对比

图 34：不同企业其他融资渠道对比


资料来源：中国银行调查数据

分行业看，稳健经营的企业不存在融资难融资贵问题，而产能过剩企业则面临这一问题，部分传统制造业如纺织、化纤及橡胶等上下游企业资金较为紧张。中国银行调研发现，浙江、江苏等地的服装加工企业希望降低资金成本的愿望更为迫切，这类企业净利润率较低（仅为 3%-5%），在当前国内外环境趋紧、市场需求低迷的情况下，融资问题更加突出。

分区域看，中西部地区以及前期不良贷款上升较快的地区融资难问题更加突出。东部地区金融市场发展相对发达，多元化金融供给充分，信用环境较好，企业可以较为容易地找到合适的融资渠道。中国银行调查显示，东部地区 12%的企业通过金融市场直接融资，远高于中、西部的 5.8%和 5.2%（图 35）。

图 35：不同地区企业银行贷款以外其他融资渠道对比



资料来源：中国银行调查数据

(4) 金融供给与融资需求存在脱节现象

近年来，金融机构加大服务实体经济力度，支持小微企业融资，但提供的产品和服务还未能很好地满足小微企业需求。一是信贷门槛高，小微企业获取银行贷款难度较大。出于风险控制考虑，商业银行授信在抵押、放款审核方面要求都比较严格，小微企业一般处于初创或成长期，难以迈入银行信贷门槛。中国银行调查显示，近 80% 的小微企业表示获取银行贷款困难。二是流程繁琐，难以满足小微企业“短、频、快”的融资需求。抵押物价值评估需经过外评、内评等双重环节，授信发起审批和落实放款需经过双重流程，环节较为复杂，无法满足企业临时性、紧急性资金需求。三是贷款期限小于企业生产周期。多数小微企业只能获得流动资金贷款，贷款期限通常短于 1 年，而企业从投入到获得收益往往需要 2-3 年。中国银行调查显示，约 84% 的小微企业所获银行贷款期限在 1 年以内。四是重资产抵押，轻企业信用。银行对小微企业的授信仍主要基于土地、厂房、机器设备等有形的资产抵押，提供的信用贷款较少。

3. 缓解企业融资难融资贵问题的政策建议

(1) 鼓励商业银行加快产品和服务创新，提高支持中小企业、外贸企业度过难关的积极性

一是充分发挥商业银行的主渠道作用。鼓励商业银行从审批流程、产品创新、提升效率等多方面努力，帮助实体企业解决融资难融资贵问题。优化审贷批贷流程，创新贷款方式，降低实体企业过桥贷款等直接成本。根据中小企业融资特点，建立专门针对小微企业的管理体系、授信体系和产品体系。对于“走出去”企业，支持境内外中小企业发挥各自的比较优势，借鉴中国银行“跨境撮合”经验提供企业国际化发展的金融产品和服务。

二是建立健全补偿激励机制，提高商业银行支持中小企业、外贸企业度过难关的积极性。在中美贸易摩擦持续升级的背景下，可根据相关金融机构对外贸企业贷款规模或占比，给予其发行更大规模特殊金融债的指标。可考虑实行“累进制”定向降准，根据银行普惠贷款的规模或占比，将存款准备金下浮比例逐级增大。完善金融机构考核指标体系，有针对性地向小微企业倾斜。通过差异化监管政策，适当提高对小微企业贷款的不良率容忍度。弱化对普惠金融事业部门单一指标的考核，增强金融机构服务小微企业的内生动力。

（2）完善服务实体企业的多层次金融体系，充分发挥政策性金融机构作用

一是引导银行业走差异化、分层化的发展道路，避免过度同质化。从政策、监管等方面引导中小银行、地区性银行进一步加大对小微企业的服务力度。二是扩大实体企业直接融资渠道。打通资本市场融资通道，促进更多的小微企业尤其是创新型和创业期小微企业通过创业板、中小板、新三板和科创板融资。大力发展债券市场，丰富企业债券品种，扩大企业债券发行规模。三是充分发挥政策性金融机构的作用。明确政策性金融机构的政策性定位，适当提高风险容忍度，更多地为小微企业融资提供担保、保险等金融服务。

（3）加快运用金融科技等手段提升对实体企业的服务效率

充分利用金融科技，为金融机构收集处理中小企业信息、强化风险判断和管理提供支持。用大数据技术抓取生活场景、社交等非金融交易信息，以获得

更多信用数据点，便于金融机构更准确把握金融交易风险点，实现对风险的精准管理。搭建国家层面的信息共享平台，金融机构间对客户征信信息、不良企业黑名单互通有无，提高中小企业信息透明程度，为各地金融机构加大对中小企业的融资支持提供信息服务保障。运用数字科技对质押物的价值进行评估和动态调整，提高评估准确性；运用区块链技术优化银行信贷审批；利用关系图谱技术勾画企业间的关联关系，提高风险预判能力。

（4）完善对中小企业的政策性担保，尽快完善再担保体制

一是政策性融资担保机构要注重发挥引导作用，加强与各商业银行的合作，创新合作方式、拓展合作领域，推出更多适合中小企业多样化融资需求的金融产品和服务项目，积极引导商业银行的信贷资金投向。二是要以政府产业政策为导向，重点支持处于成长期、有前景的科技型、创业型中小企业。三是完善担保机构绩效评价体系，重点考察政策性担保机构支持小微、“三农”业务规模、放大倍数、担保费率、风险控制等指标。四是鼓励担保机构业务多元化，重点发展企业债券等低风险的直接融资担保，探索发展“担保+PPP”、“担保+专项建设基金项目”等新兴业务。五是完善再担保体制，形成财政与担保机构共担风险的长效机制，对政策性担保的财政投入要形成制度化，以调动各方积极性。六是中央与地方政府要形成合力，上下协调、合理分工。当前政策性担保机构主要是地方政府运营的，要加大对国有担保公司的建设与扶持力度。当前国家融资担保基金已经开始运营，财政实力较强的地方政府应积极配合设立政府性担保基金，以促进政策性担保业务更好的开展。

（5）多措并举改善小微企业的经营生态环境

整体来看，政府已经出台了不少支持小微企业的政策。下一步要加强督导检查，完善配套法律法规，推动小微企业扶持政策真正落地。一是降低小微企业税收负担。进一步降低小微企业税收优惠条件，扩大减税覆盖面。二是统筹

相关基金使用。合并各类政府性中小企业基金和补贴，统一使用，加强基金统筹配置，提高基金使用效率。加大对小微企业研发、创业、就业等方面的补贴力度。三是控制人力和房租等成本过快上涨。严格落实阶段性降低企业社保缴费费率和住房公积金缴存比例，进一步研究专门针对中小微企业的社保缴费政策，精简归并“五险一金”，适当调低缴费比率。抑制房价过快上涨，制定法律法规，对房租涨幅加以限制，为实体经济发展减负。

免责声明

本研究报告由中国银行国际金融研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行国际金融研究所可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行国际金融研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行国际金融研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行国际金融研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



国际金融研究所

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592779

传真：+86-10-66594040