



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，却承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

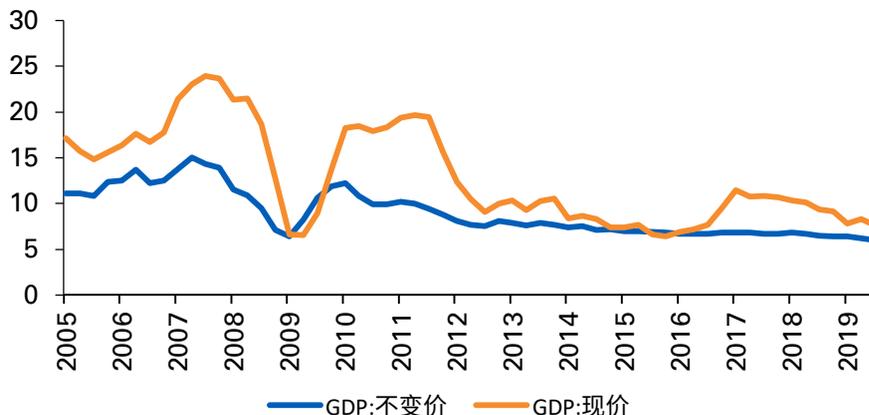
经济走势



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。

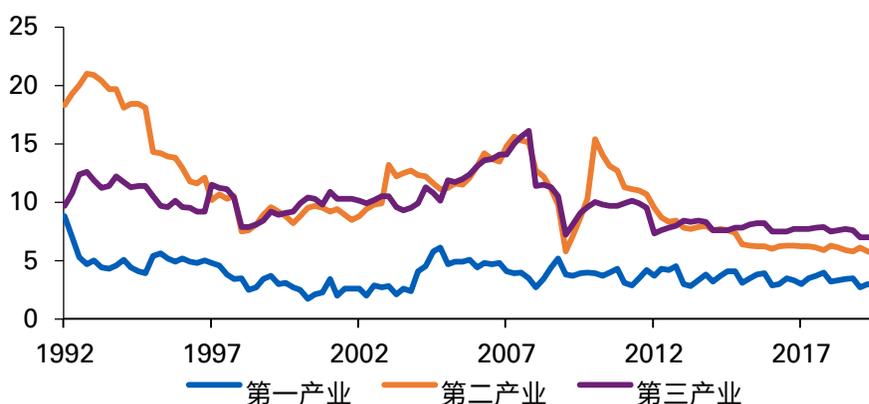
图1 GDP增速，当季同比，%



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，%

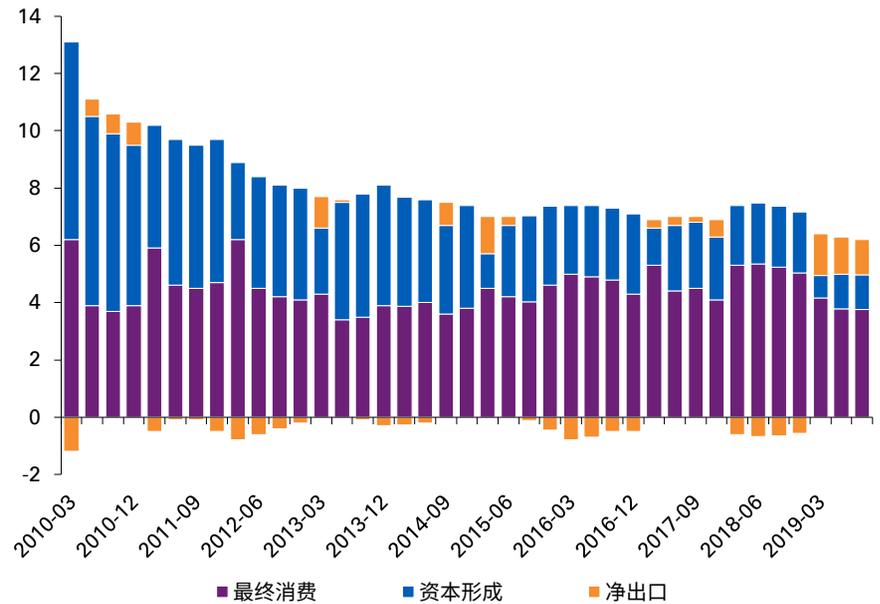


数据来源：Wind，毕马威分析



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。

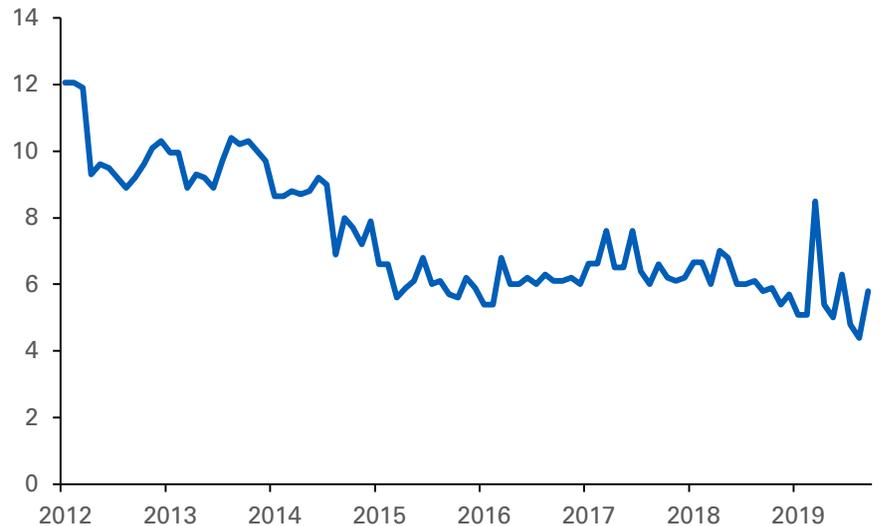
图3 各部门对GDP的增长拉动，累计值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

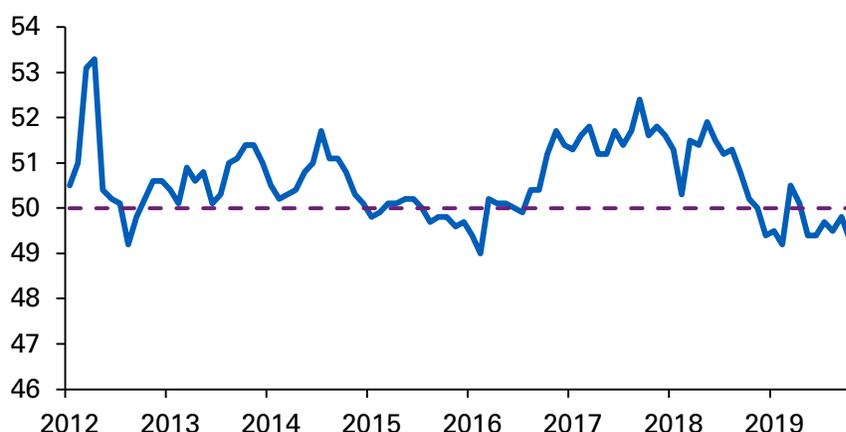
产出方面，三季度规模以上工业增加值增速5.6%，较去年同期的6.4%和二季度的6.0%均出现回落。9月工业同比增速由上月的4.4%回升到5.8%，但制造业采购经理指数（PMI）自5月起再次进入收缩区间，10月PMI录得49.3，仍位于50的枯荣线下方，预示未来工业生产依然面临压力。

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

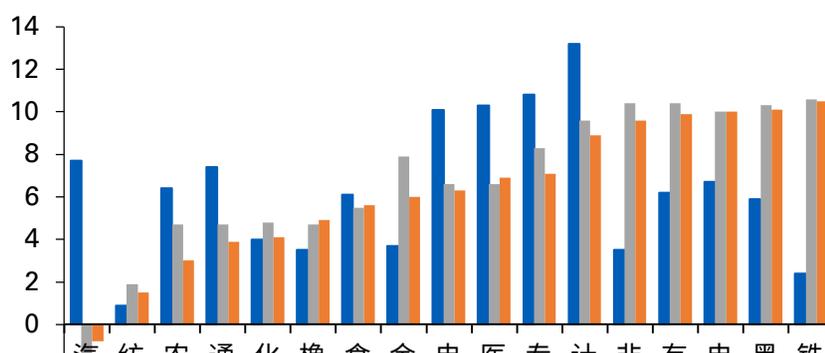
图5 中国制造业采购经理指数 (PMI) ，当月值，%



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，%



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8727

