



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019 年第 71 总第 741 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209 室

2019 年 10 月 08 日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



一周经济评述.....	2
宏观经济.....	2
美国经济衰退担忧三重奏.....	2
欧盟经济继续放缓.....	3
美国将对欧盟部分商品征 25% 关税.....	3
中国 9 月末外汇储备 3.0924 万亿美元.....	3
前 8 个月中国基础设施投资增速回升.....	4
货币市场.....	4
央行个人住房贷款利率调整新规 10 月 8 日起施行.....	4
监管动态.....	4
国务院金融委召开第八次会议：加大逆周期调节力度.....	4
银保监会、国家知识产权局要求扩大知识产权质押融资.....	5
《商业银行代理保险业务管理办法》本月开始施行.....	5
我国注重发挥信用手段缓解中小微企业融资难融资贵.....	5
金融行业.....	6
多家城商行和农商行的银行股权将密集拍卖.....	6
银行理财子公司 600 万年薪“抢人”.....	6
国企改革.....	7
央企持续瘦身：累计减少存量法人 1.4 万户，占比 26.9%.....	7
江西省正式启动“百户国企”混合所有制改革攻坚行动.....	7
热门企业.....	7
科大讯飞等 8 企业被美列入“实体清单”.....	7
地方创新.....	8
浙江设立省级特色小镇基金 总规模 100 亿.....	8
深圳谋划和系统布局一批重大科技基础设施.....	8
深度分析.....	8
未来 10 年中国经济靠什么增长？.....	8

## 一周经济评述

**全球经济继续下行，政策继续处于降息潮之中。** 国庆期间公布的美国非农就业数据中新增非农就业和工资增速低于预期，而美欧日制造业 PMI 继续走弱，并明显低于荣枯线，显示全球经济继续下行。而随着全球经济下行压力的加大，各国央行继续降息。不仅美联储降息预期继续上升，年内降息预期在 1-2 次。而且澳大利亚、印度等央行在本周继续降息，均是今年以来多次降息的延续，全球政策继续处于降息潮过程中。

**国内经济弱平稳，短期冲击退出后或再度走弱。** 9 月制造业 PMI 小幅回升 0.3 个百分点至 49.8%，结合高频数据来看经济处于弱平稳状况。从需求面来看，前期地方债集中发行推动近几个月基建投资小幅回升，在地产投资尚未明显下滑之前支撑整体需求保持平稳。另一方面，近几年多次出现的经济数据在季末上升的状况在 9 月可能再度出现。因而 9 月实体经济数据可能保持平稳甚至小幅改善。但从趋势上看，这种回升难以持续。结构性政策下信贷社融将延续同比收缩态势，实体信用收缩趋势下，需求将继续放缓。而由于今年地方债额度已经基本用完，明年提前下发的额度落地尚需时日，最早也会在 4 季度后半段，因而地方债对基建的支撑将在 4 季度减弱，季末因素退出后经济数据将在 10 月份再度走弱，经济依然处在放缓趋势中。

**国际股市在国庆节期间基本平稳，但外部利率下行明显，人民币离岸汇率小幅升值，随着沙特复产，原油价格显著下跌。** 国庆节期间国际股市基本平稳，虽然期间有波动，但本周美国三大股指累计涨跌幅均未超过 1 个百分点，变化幅度有限。而海外利率却明显下行，特别是美债，美国 10 年期国债利率本周累计下行 17bps 至 1.52%，再度回到 8 月末 9 月初的低位附近。美元指数基本平稳，人民币离岸汇率小幅升值，节后在岸或将随之小幅升值。而随着沙特原油复产预计需求走弱，本周原油价格明显下跌，WTI 原油价格累计下跌 6% 左右至 50 美元/桶附近，其它大宗商品价格波动有限。

**10 月大事提醒：** 10 月（时间待定）四中全会召开；10 月 10-11 日国务院副总理刘鹤将率团赴华盛顿；10 月 15 日深证主板三季报预告披露截止日（有条件强制披露）、创业板三季报预告强制披露截止日；10 月 15 日 2500 亿关税升级生效；10 月中旬美国可能书面确认中国为汇率操纵国；10 月 20 日季度主要行业增加值初步核算报告；10 月 21 日加拿大第 43 个联邦大选日；10 月 24 日欧洲央行利率决议；10 月 31 日三季报强制披露截止日、中小板年报预告强制披露截止日；10 月 31 日美联储利率决议、日本央行利率决议；10 月底美国可能单方面宣布中国是发达国家。

## 宏观经济

### 美国经济衰退担忧三重奏

**美国 9 月制造业 PMI 创十年新低。** 10 月 1 日晚，美国 ISM 公布 9 月 PMI 数据，仅录得 47.8，大幅低于市场预期，创下 2009 年 6 月以来最低水平。其中，新出口订单指数仅为 41%，是自 2009 年 3 月以来最低水平；就业指数为 46.3%，是自 2016 年 1

月以来的最低水平。美国挑起的贸易争端已经实实在在地影响到国内制造业前景。值得注意的是，美国 PMI 指数连续六个月下降，并且连续两个月位于“枯荣线”下。数据公布后，美股大幅跳水，国际金价大涨，掀开国庆期间美国经济衰退担忧的第一章。

**美国 9 月非制造业 PMI 创三年来新低。**10 月 3 日晚，9 月份美国非制造业 PMI 指数较上月下跌 3.8 个百分点至 52.6，为 2016 年 8 月以来最低，大幅低于市场预期。相较于制造业，非制造业占美国经济比重超过 80%。尽管依旧处于扩张区间，制造业衰退扩散至服务业的担忧可能逐渐显露。市场避险情绪升温，当日现货金价大幅攀升，掀开美国经济衰退担忧的第二章。

**美国 9 月非农喜忧参半，美联储主席鲍威尔重申竭尽所能维持经济扩张。**10 月 4 日晚，美国非农数据喜忧参半，一方面是新增就业和薪资增速不如人意，新增非农就业为 13.6 万人，低于市场预期的 14.5 万人，今年以来月均新增 16.1 万人，远低于去年月均新增的 22.3 万人，平均时薪同比 2.9%，较上月放缓 0.3 个百分点。另一方面却是失业率录得 3.5%，较上月回落 0.2 个百分点，创 50 年来最低。但是从季度数据来看，二、三季度美国失业率均值分别为 3.62%、3.64%，呈小幅上升态势。黄金涨势主要来自美联储重要官员的鸽派发言，“大鹰派”波士顿联储主席兼 FOMC 票委罗森格伦对再次降息持开放态度，鲍威尔重申将竭尽所能维持美国经济扩张。衰退担忧第三章虽不及前两章，但是美联储官员的发言证明了美国经济存在加速下行的可能。截至 10 月 5 日，CME 的 FedWatch 显示 10 月降息概率为 76.4%。

## 欧盟经济继续放缓

**欧元区 9 月制造业 PMI 和 CPI 双双爆冷。**欧元区 9 月制造业 PMI 和 CPI 集体爆冷，欧央行降息仍未起作用。10 月 1 日公布的欧元区制造业 PMI 终值录得 45.7，高于预期的 45.6，但仍创下 2012 年 10 以来的最低水平（图 4）。此前公布的德国 9 月制造业 PMI 终值录得 41.7，继续处于不景气区间。随后公布的欧元区 9 月 CPI 为 0.9%，低于前值和预期值的 1%，表明欧元区通缩风险加剧。欧央行主席德拉吉清楚长期低利率已经严重影响到货币政策的刺激效用，反复对德国喊话希望其推出宽松财政政策，甚至表示如果有财政政策帮助，欧央行可以提前使利率正常化。据“欧洲央行观察”，虽然市场对欧洲央行 10 月降息的预期仍较低，但是已经将下一次降息的日期提前至明年 3 月份，此前市场预期的是四月份。

## 美国将对欧盟部分商品征 25% 关税

**WTO 裁定美国可对欧盟商品加税，欧盟提出警告；**10 月 2 日，WTO 对美国指控欧盟违规补贴飞机制造商做出裁决，批准美国对总值 75 亿美元的欧盟商品加征关税。USTR 随即宣布向欧盟的飞机征收 10% 关税，并向其他工业和农业商品征收 25% 关税。欧盟立即表示计划反制，先前已针对美国补贴波音公司提起类似诉讼，预计 WTO 将在明年年初做出决定。美国可能会通过阻止 WTO 仲裁法庭产生足够的法官人数，从而使 WTO 无法正常运转。不过，欧盟和法国等重要官员均表示，如果美国对欧盟商品加征关税，欧盟将坚决反击。

## 中国 9 月末外汇储备 3.0924 万亿美元

央行10月6日公布数据显示,中国9月末外汇储备3.0924万亿美元,预估为3.1056万亿美元,前值为3.1071万亿美元。中国9月末黄金储备为6264万盎司,环比增长19万盎司,为央行连续第十个月增持黄金储备。

外管局新闻发言人表示,我国外汇市场运行平稳,外汇储备规模小幅波动主要受估值因素影响,规模总体保持稳定;我国经济发展有巨大的韧性、潜力和回旋余地,长期向好的发展态势没有改变,并继续推进全方位改革开放,这将为外汇储备规模保持总体稳定提供有力支撑。

## 前 8 个月中国基础设施投资增速回升

据新华社报道,国家统计局近日发布的数据显示,1至8月份,基础设施投资同比增长4.2%,增速比1至7月份加快0.4个百分点。统计显示,基础设施投资中,生态保护和环境治理业投资增长42.2%,增速比1至7月份和上年同期分别加快1.2和7.3个百分点;道路运输业投资增长7.7%,增速比1至7月份加快0.8个百分点;铁路运输业投资增长11.0%。

## 货币市场

### 央行个人住房贷款利率调整新规 10 月 8 日起施行

10月8日起,新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率,二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。另外,商业用房购房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。公积金个人住房贷款利率政策暂不调整。

**北京个人住房贷款定价基准为:**首套个人住房贷款利率不低于相应期限LPR(贷款市场报价利率)+55基点,二套个人住房贷款利率不低于相应期限LPR+105基点。执行新政后,首套房贷款利率较之前提升了0.01个百分点,二套房贷款利率提升了0.02个百分点。

**上海首套房利率不低于LPR减20个点,最低4.65%。**上海作为一直以来房贷利率全国最低的城市,在本次房贷利率换锚之后,并没有在5年期LPR基础上加点,而是首套房减20个点,在业界意料之外。据两位沪上国有大行和股份行高管透露,房贷利率挂钩LPR之后,上海当前执行房贷利率初步为首套个人住房贷款利率不低于相应期限LPR减20基点,二套个人住房贷款利率不低于相应期限LPR+60基点,以9月20日公布的5年期以上LPR4.85%来计算,房贷利率为首套房最低4.65%,二套房最低5.45%。诸多上海银行业人士表示,减点只是暂时的,未来会逐步调整到相应期限LPR之上。

## 监管动态

### 国务院金融委召开第八次会议: 加大逆周期调节力度



国务院金融委召开第八次会议，研究深化金融体制改革、增强金融服务实体经济能力等问题，部署下一步重点工作。会议指出，当前我国经济运行总体平稳，增长动力加快转换，金融风险趋于收敛。金融体系要切实深化金融供给侧结构性改革，继续实施好稳健货币政策，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。要进一步深化政策性金融机构改革，发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用。要加快构建商业银行资本补充长效机制，进一步疏通金融体系流动性向实体经济的传导渠道。重点支持中小银行补充资本，有效引导中小银行下沉重心、服务当地，支持民营和中小微企业。要进一步扩大金融业高水平双向开放，鼓励境外金融机构和资金进入境内金融市场，提升我国金融体系的活力和竞争力。

## 银保监会、国家知识产权局要求扩大知识产权质押融资

银保监会、国家知识产权局联合召开知识产权质押融资经验交流（电视电话）会议。要求银行保险机构和各级银行保险监管部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于加快实施创新驱动发展战略的工作部署，积极支持科技创新。扩大知识产权质押融资，为科创企业、民营企业和小微企业提供充分支持。一是要充分认识发明专利等知识产权的战略价值、商业价值、市场价值，充分认识知识产权对创新驱动强国战略的重要意义。二是银行保险机构应当利用当前有利的政策、法律等外部环境，通过不断探索、创新知识产权质押融资服务，为科技进步提供持续的金融支持。三是银行保险机构和各级监管部门要坚持问题导向，坚持改革、探索和创新，在知识产权价值评估、处置变现等方面实现更大突破。

## 《商业银行代理保险业务管理办法》本月开始施行

银保监会办公厅印发《商业银行代理保险业务管理办法》，将自 10 月 1 日起施行。办法其中规定，商业银行代理销售意外伤害保险、健康保险、定期寿险、终身寿险、保险期间不短于 10 年的年金保险、保险期间不短于 10 年的两全保险、财产保险（不包括财产保险公司投资型保险）的保费收入之和不得低于保险代理业务总保费收入的 20%。

## 我国注重发挥信用手段缓解中小微企业融资难融资贵

发改委近日称，我国将深入开展“信易贷”，缓解中小微企业融资难融资贵问题，提高金融服务实体经济质效。根据发改委、银保监会联合印发的《关于深入开展“信易贷”支持中小微企业融资的通知》，我国将建立健全信用信息归集共享查询机制。依托全国信用信息共享平台，“自上而下”打通部门间的“信息孤岛”，降低银行信息收集成本。根据通知，我国将建立健全中小微企业信用评价体系。鼓励地方政府出台“信易贷”支持政策。

## 金融行业

### 多家城商行和农商行的银行股权将密集拍卖

10 月，多家城商行和农商行的银行股权将密集拍卖，而这些银行股权所有者多为遍布建筑建材、木业、陶瓷行业等民营企业，区域遍布山西、甘肃、江西、福建等地。拍卖标的中不乏包括中原银行在内多家 H 股上市银行，以及上海市唯一一家农商行、资产规模超 8000 亿的上海农商行股权。

近期银行股权拍卖一览 (不完全统计)

银行名称	持有股东	股份数量	起拍价	开拍时间	备注
浙江稠州商业银行	北京天瑞霞光科技发展有限公司	1亿股	4.4亿元	10月20日至21日	——
中原银行	山西鑫源兄弟实业集团	1.18亿股	2.23亿元	10月8日至9日	H股上市银行
上海农商行	上海吉联投资管理有限公司	1600万股	7865万元	10月15日至16日	A股IPO排队银行
安徽马鞍山农商行	上海威都实业发展有限公司	4500万股	7245万元	10月28日至31日	A股IPO排队银行
甘肃银行	甘肃XX有限公司	3589.9万股	6145万元	11月4日至7日	H股上市银行
湖南娄底农商行	湖南安石企业(集团)	3000万股	6000万元	10月10日至11日	——
哈尔滨农商行	黑龙江远东木业有限公司	4000万股	5647万元	10月6日至7日	——
内蒙古银行	包头市华银工程机械有限公司	1730万股	5325万元	10月9日至10日	——
重庆三峡银行	重庆万润建材销售有限公司	1853万股	3463万元	10月28日至29日	——
厦门国际银行	福建中成建设集团有限公司	720万股	3361万元	10月12日至13日	——
江西银行	景德镇景东陶瓷集团	373.74万股	1440万元	10月8日至9日	H股上市银行

### 银行理财子公司 600 万年薪“抢人”

随着银行理财子公司加快开业，多家银行理财子公司发出人才“悬赏令”，从目前来看，招聘的岗位从前台到销售，从研发到技术支持包罗万象。就薪资待遇而言，普通的岗位职工月薪一般在 2.5 万元左右，经理级别年薪多数落在 100-300 万元间。

除了光大银行外，截至目前，工农中建交五大行理财子公司悉数开业，并推出新产品，注册资本均在百亿元级。另有招商银行、邮储银行、兴业银行、宁波银行、杭州银行、徽商银行等多家银行获批筹建理财子公司。

随着银行系理财子公司陆续获批筹建及开业，人才队伍搭建成为当下工作的重中之重。在招聘岗位方面，已开业的理财子公司，招聘火力主要集中在技术、产品、投研、风险管理、金融市场、综合管理等板块。

就薪资待遇而言，普通岗位月薪一般在 2.5 万左右，经理级别年薪基本落在 100 万-300 万之间。从猎聘网公布的数据可窥豹一斑，某股份银行理财子公司的风险控制部经理薪资在 120 万-156 万。而资产过 2000 亿的某家上市银行理财子公司招聘负责人，开出的年薪在 300-600 万元之间。在资管方面颇有经验的券商和基金公司成为挖角的重点区域。

## 国企改革

### 央企持续瘦身：累计减少存量法人 1.4 万户，占比 26.9%

近年来中央企业持续深化供给侧结构性改革，把压缩管理层级、减少法人户数（“压减”），去产能、降杠杆、减负债等任务与国资国企各项改革协同推进，更加聚焦主业实业、持续“瘦身健体”。

来自国务院国资委的数据显示，目前中央企业已累计减少存量法人户数超过 1.4 万户，减少比例达 26.9%，央企业管理层级全部控制在 5 级（含）以内；已累计完成 1957 户“僵尸企业”处置和特困企业治理的主体任务，总体工作进展达 95.9%。

### 江西省正式启动“百户国企”混合所有制改革攻坚行动

涉及航空、有色、钢铁、军工、环保、中医药、新能源、新材料等领域，并计划到 2021 年年底推动“百户企业”基本完成混改，力争省属国企混改率达到 80%。

近日，江西省政府新闻办、省国资委联合发布“百户国企”混改攻坚行动有关方案，计划在全省遴选 103 户企业开展混合所有制改革，力争到 2021 年底前，基本完成“百户国企”混改，省属国企混改率达到 80%。

混改是深化国企改革的重要突破口。纳入“百户国企”混改攻坚行动的 103 户企业，都是有前景、有潜力的国企，涵盖航空、有色、钢铁、军工、环保、中医药、新能源、新材料等多个领域。其中，有省属国企子公司的混改，也有各设区市、县属国企的混改；有单个项目的合资合作，也有产业园区的合资合作；既有工业传统产业项目，也有文化旅游类新兴产业项目。

推进国企混改主要方式，一是股改上市模式；二是内联外引模式，通过增资扩股、核心员工持股方式，在引进外部战略投资者的同时，对内同步实施员工持股；三是合资新设模式，与各类所有制资本以新设立的方式成立合资（合作）公司，各方股东按照章程来行使权利；四是联合重组模式；五是参股民企模式等。

## 热门企业

### 科大讯飞等 8 企业被美列入“实体清单”

10月8日,美国商务部产业安全局(BIS)在其官网上宣布,将28家中国组织和企业列入“实体清单”,其中包括海康威视、科大讯飞、旷世科技、大华科技、厦门美亚柏科信息有限公司、依图科技、颐信科技有限公司共8家人工智能公司。

对于美国商务部产业安全局的做法,多家企业已发布公告作出回应。科大讯飞表示,公司拥有人工智能核心技术全部来自于科大讯飞的自主研发,拥有自主知识产权,列入实体清单不会对科大讯飞的日常经营产生重大影响。“我们对于此情况已有预案,将继续为客户提供优质的产品和服务。”

## 地方创新

### 浙江设立省级特色小镇基金 总规模 100 亿

为充分发挥政府产业基金的引导作用,吸引社会资金投资浙江省特色小镇重大项目建设,日前,浙江省发展改革委同省财政厅制定了《浙江省特色小镇产业金融联动发展基金组建运作方案》(以下简称“方案”)。据悉,浙江省特色小镇产业金融联动发展基金(以下简称“省特色小镇基金”)总规模100亿,由浙江省转型升级产业基金出资10亿元,带动市县以及社会资本共同投资。

根据方案内容,省特色小镇基金投资方向主要是围绕省级特色小镇中的实体企业开展投资,为特色小镇产业发展提供专业投融资服务及智力支持。采取定向基金、非定向基金相结合的模式,与其他出资人同股同权。省市县政府产业基金合计出资比例原则上不高于定向基金的40%,与产业项目方非关联的独立第三方社会资本(即与该产业项目方无控制、被控制及受共同控制关系)出资比例不低于定向基金规模的20%。特别重大项目经省转型升级基金管委会审定后不受上述规模和出资比例限制。省特色小镇基金首期出资到位1年内,非定向基金在省级特色小镇内实际投资额达到省转型升级产业基金认缴出资额。非定向基金投资期原则上不超过5年。

### 深圳谋划和系统布局一批重大科技基础设施

目前,深圳谋划和系统布局一批重大科技基础设施,加快提升源头创新能力和支撑重大科技突破,力争在重大科技领域实现跨越发展。深圳市科技创新委有关负责人表示,到2020年,将引进不少于10名自然科学领域诺贝尔奖科学家来深组建实验室。目前,深圳已授牌格拉布斯、中村修二、科比尔卡、盖姆、杰曼诺夫等9个诺奖实验室,力争在重大科技领域实现跨越发展,跟上甚至引领世界科技发展新方向。

## 深度分析

### 未来 10 年中国经济靠什么增长？



姜超 等 (姜超宏观债券研究)

文章来源: 新浪财经 2019 年 10 月 7 日

今年是建国 70 周年, 在祖国的生日, 我们观看了令人震撼的国庆阅兵式, 见证了祖国的日益强大。我们还看到了刷爆朋友圈的小红旗, 过去一年的多事之秋, 激发了大家浓浓的爱国热情, 我们都为祖国的伟大成就感到骄傲, 身为中国人感到自豪!

### 未来发展面临挑战。

过去中国经济长期高速发展, 主要有人口红利、城镇化以及加入 WTO 带来的全球化等动力的支撑, 但是目前这些红利都面临拐点, 未来中国经济还能靠什么发展呢?

#### 一、从人口红利到工程师红利

首先第一个挑战就是人口红利的消失。

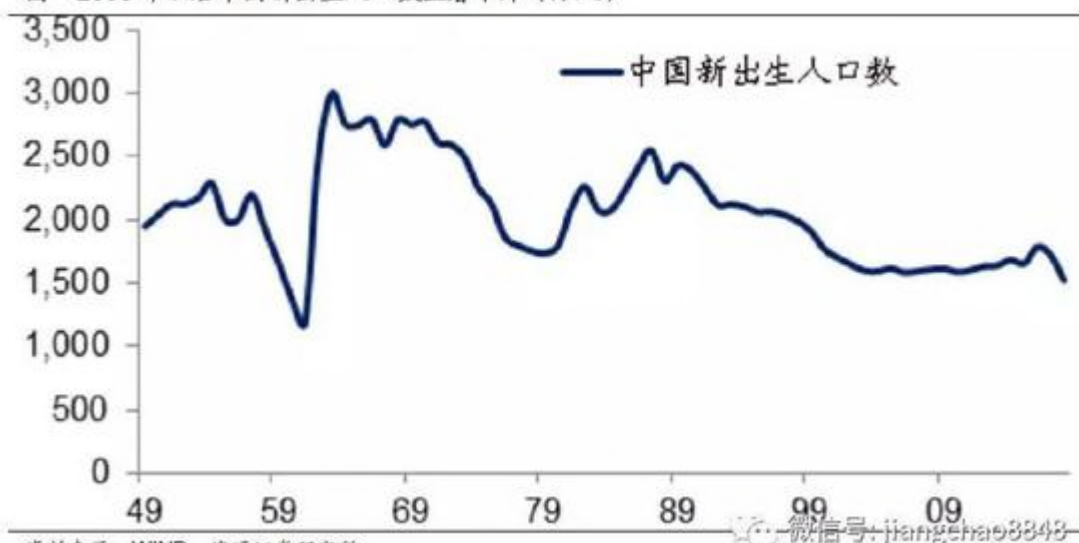
#### 人口红利消失。

在人的寿命周期中, 儿童阶段由于身体发育不成熟, 不具有劳动能力; 而在老年阶段, 由于身体逐渐衰老而丧失了劳动能力。因此, 人体只有在年轻的阶段才具有劳动能力, 从事经济活动。在经济学上, 通常把 15-64 岁的人口定义为劳动年龄人口。

改革开放以来, 我国经济保持了 30 多年高速发展, 背后一个重要动力就是在上个世纪 60 到 90 年代出生的大量人口, 给中国带来了丰富的劳动力资源。

在 1960 年代, 我国每年出生人口数为 2500 万; 而在 1970 和 1980 年代, 我国每年出生人口数为 2200 万; 到了 1990 年代, 我国每年出生人口数为 2100 万。但是到了 2000 和 2010 年代, 我国每年出生人口数降至 1600 万。

图 2000 年以后中国新出生人口数显著下降 (万人)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

反映在就业上, 从 1978 年到 2013 年, 我国平均每年新增 1300 万年轻劳动力, 就业人口年均增长 2%, 单纯就业人口的增长就足以贡献每年 2% 的 GDP 增速。

而在 2014 年, 2000 年左右出生的人口开始加入劳动力大军, 而这批人口的数量远低于以往任何一个时期, 甚至抵不上每年变老的人口数量, 这就使得我国的劳动力人口数量在 2014 年以后首次出现了负增长, 而我国的就业人口增速也逐渐降至了零增长, 甚至在 2018 年首次出现了负增长。

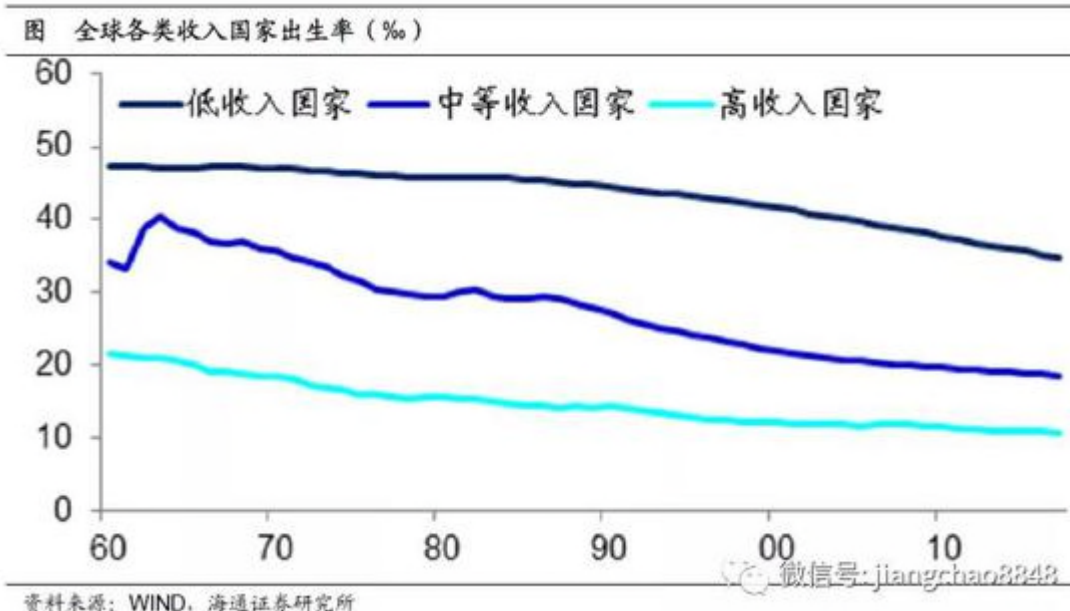


这意味着简单的人口数量变化已经不再能贡献新的经济增长, 人口的数量红利已经彻底消失。

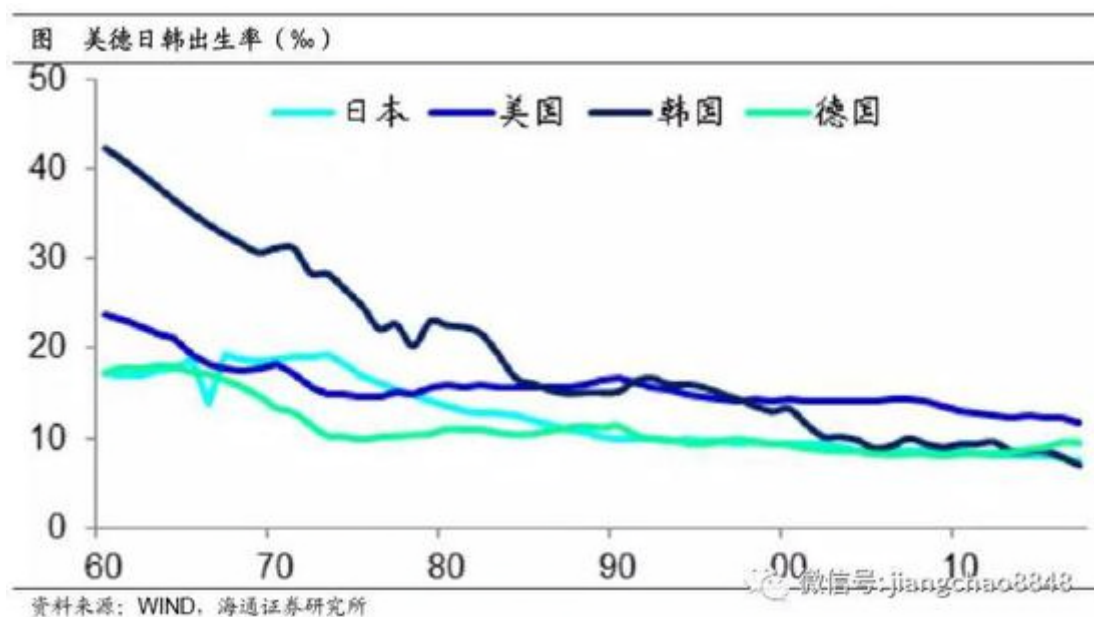
#### 工程师红利崛起。

但是上帝在关上一扇门的同时, 必然也会打开一扇窗。

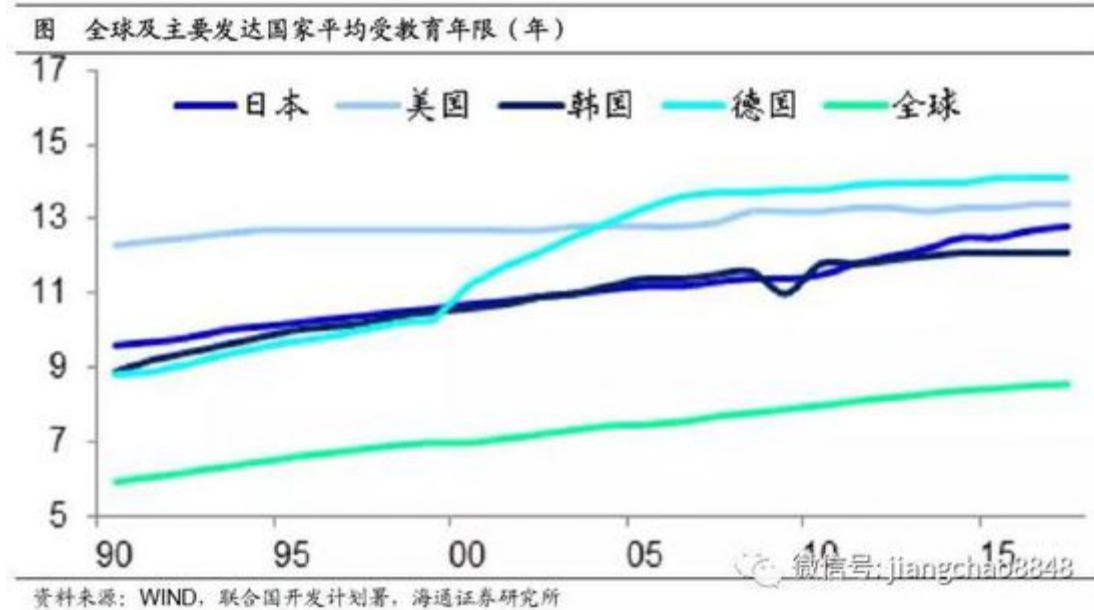
事实上, 导致出生率下降的一个重要原因就是经济发展。从全球来看, 过去 50 年的经济稳定增长, 因而全球出生率都在持续下降。而从出生率的区域分布来看, 收入越高的国家往往出生率越低, 2017 年高收入国家的出生率仅为 10.5%, 而低收入国家的出生率高达 34.8%。



其实目前美国的出生率也仅为 11.8%, 韩国、日本和德国的出生率也都在 10% 以下, 但是并不妨碍其保持发达国家的地位, 尤其美国、韩国和德国的经济增长并不算慢。这背后有一个重要的原因在于, 发达国家投入到教育的资源远高于发展中国家, 这使得其劳动力生产效率更高, 从而可以享受更高的人均收入。



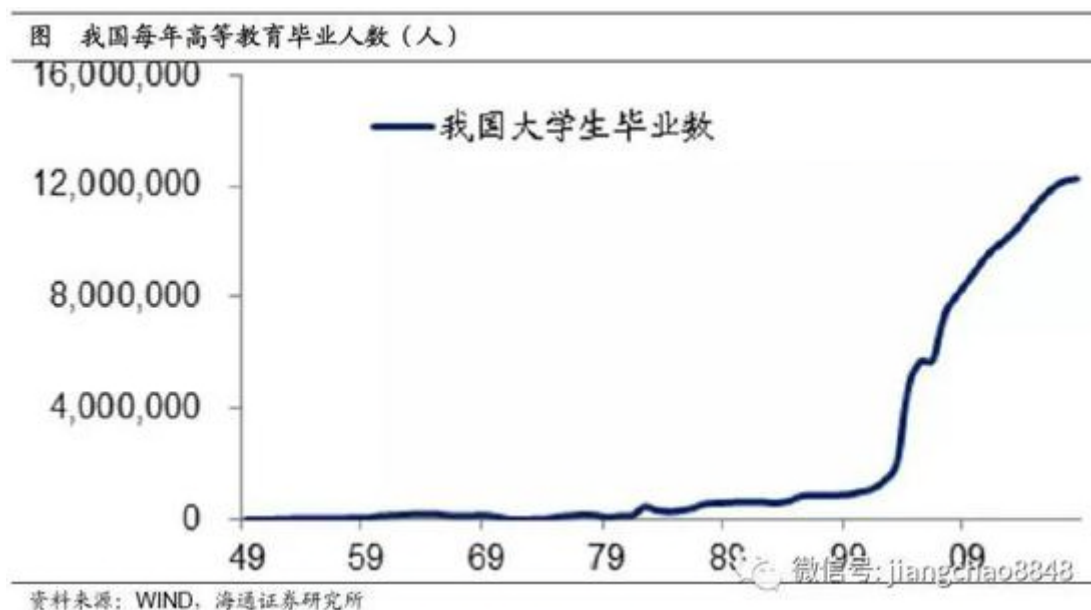
按照联合国开发计划署的数据, 截止 2017 年, 韩国、日本、美国、德国的平均受教育年限分别为 12.1、12.8、13.4 和 14.1 年, 显著高于全球 8.6 年的均值水平。



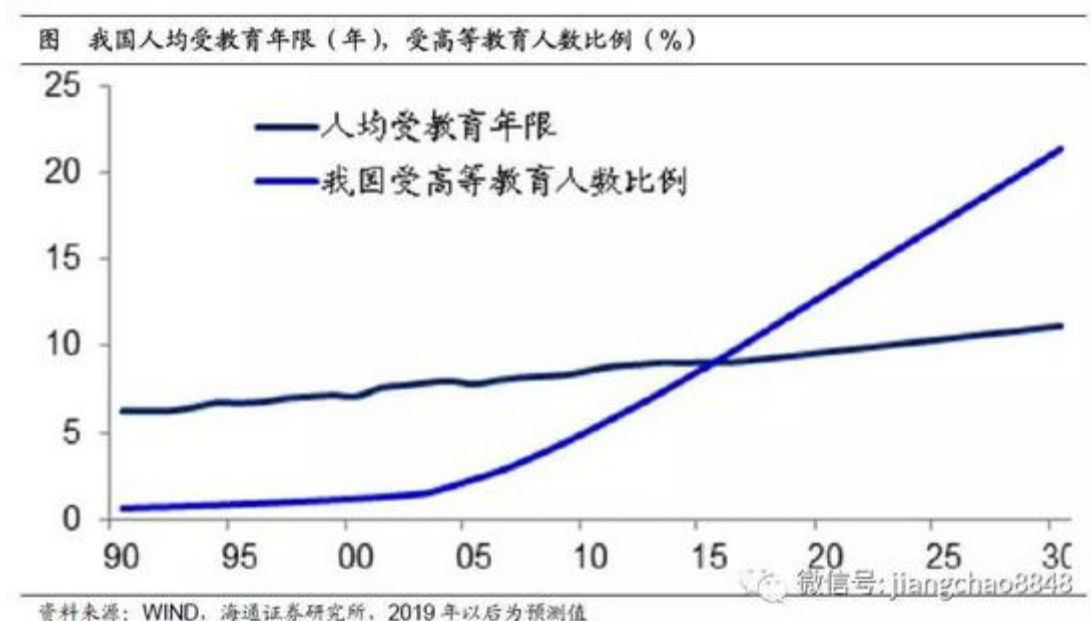
而中国人口出生率的下降除了计划生育政策以外, 经济的发展也是重要的原因。2018 年我国人口出生率降至 10.9%, 相当于韩国 2001 年以及日本 1985 年左右水平, 而当年韩国和日本的人均 GDP 也在 10000 美元左右, 与中国目前基本相当。

同样以韩国为例, 虽然其出生率自从 2004 年以后就降至 10% 以下, 但同期人口的平均受教育年限从 11.2 年升至 12.1 年, 这意味着其劳动者素质的显著提升。

而中国的高等教育在过去 20 年取得了长足的发展。在 2000 年时, 我国每年毕业的大学生不到 100 万, 而在 2018 年, 我国毕业的大学生数量超过了 1000 万, 包括 750 万普通高校高校毕业生, 218 万成人高校毕业生, 以及 195 万网络高校毕业生。



根据我们的测算,我国受高等教育人数的比例已经从1980年的0.3%升至2018年的11.4%,同时我国的人均受教育年限也从1982年的5.2年升至2017年的9.2年。如果保持目前每年1000万大学生毕业数不变,我们测算到2030年时,我国受高等教育人数的比例将上升至21.4%,同时我国的人均受教育年限也将上升至11.2年,平均每年上升1.5%左右。



也就是说,虽然我国的人口数量红利消失了,但由于人均受教育水平的持续提升,从而带来了新的工程师红利,这其实就是人口的质量红利。

## 二、从城镇化到城市化

第二个挑战就是城镇化的放缓。

### 城镇化步入尾声。

改革开放之初的1978年,我国城镇常住人口仅为1.7亿,常住人口城镇化率仅为17.9%。而在过去的40年中,中国有6.6亿农村人口进城,常住人口城镇化率提升了41.7%。

劳动力在农村从事的主要是农业,在城镇则可以从事工业和服务业,而工业和服



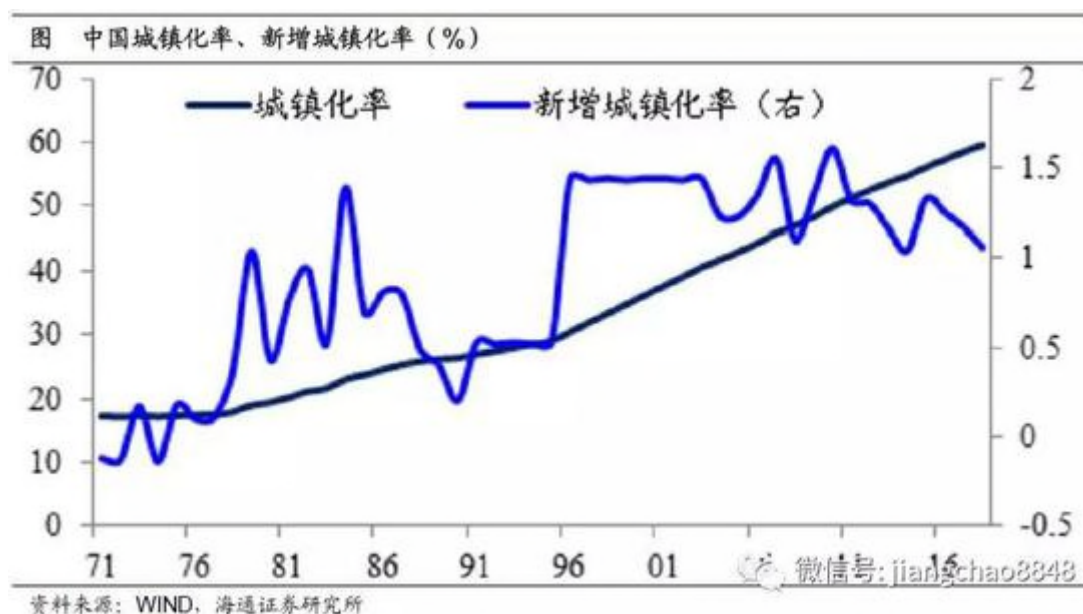
务业的产出效率远高于农业。在过去 40 年,我国工业和服务业的人均产出大约是农业的 5 倍到 6 倍左右,因而随着劳动力从农村进入城市,首先带来的是生产效率的提升。

1978 年我国第一产业就业占比高达 71%,但是仅贡献了 27% 的 GDP。而到 2018 年我国第一产业就业占比已经下降至 26.1%,第一产业占 GDP 的比重也降至 7.2%。城镇化的快速推进使得我国就业从农业持续转向工业和服务业,也推动了经济的持续增长。

另一方面,劳动力在农村处于小农经济自给自足的状态,只需满足衣食等基本需求。但是在劳动力进入城镇以后,会带来住行等升级需求。而在过去 20 年,城镇化带动了房地产和汽车两大行业的大发展,房地产也成为中国工业化的主要驱动力。

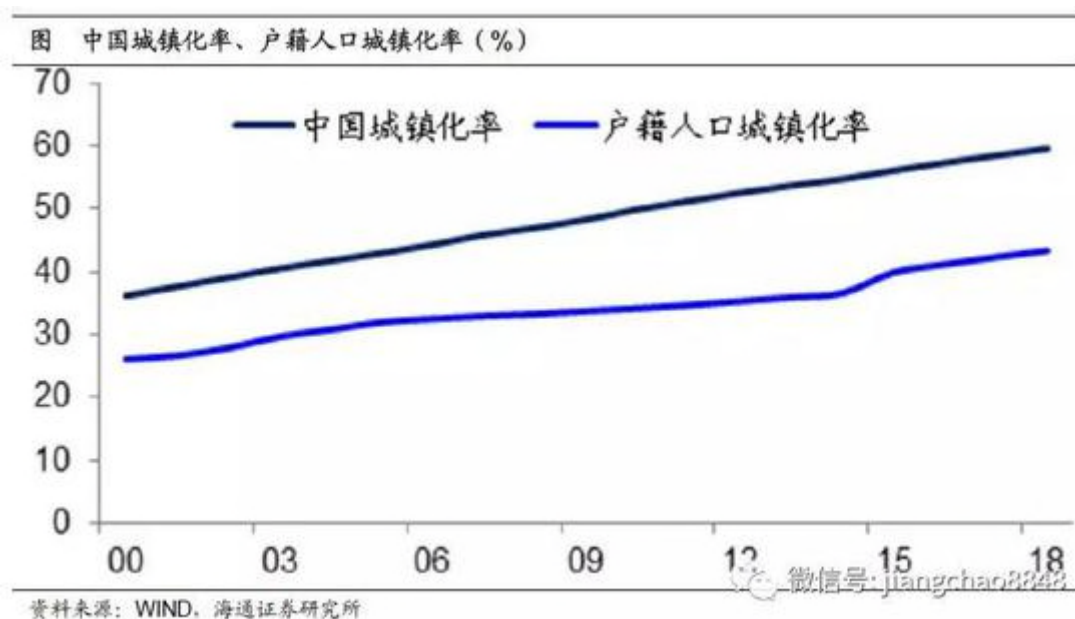
但是到了 2018 年,我国城镇常住人口已经升至 8.3 亿,常住人口城镇化率升至 59.6%。从国际经验来看,城镇化率达到 70-80% 左右将会进入成熟期,这意味着中国的城镇化进程也将步入尾声阶段。

从 2000 年至 2010 年,我国城镇化率年均升幅为 1.4%,其中 2010 年当年的城镇化率就增加了 1.6%。而从 2010 年到 2018 年的年均升幅降至 1.2%,2018 年当年的升幅仅为 1.06%,这意味着城镇化的进程正在显著放缓。



### 城市化大有可为。

虽然中国的常住人口城镇化率已经达到 60%,但是户籍人口城镇化率仅为 43.4%,这意味着有 2.2 亿人口常住在城镇,但是户籍依然在农村,因而无法在城镇安家,其住行和教育医疗等服务需求都会受到影响。



十八大三中全会明确提出,“坚持走中国特色新型城镇化道路”。2014 年的《国家新型城镇化规划(2014~2020 年)》指出新型城镇化的核心是“以人为本”,要让广大人民群众共同分享城镇化的成果,通过改革户籍制度,有序推进农业转移人口市民化,努力实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖,实现产业结构、就业方式、人居环境、社会保障等一系列由“乡”到“城”的重要转变。

16 年 10 月,国务院正式印发《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》,提出要全面放宽重点群体落户限制。《2018 年新型城镇化建设重点任务》提出,中小城市和建制镇要全面放开落户限制。《2019 年新型城镇化建设重点任务》进一步提出,II 型大城市(100 万—300 万)要全面取消落户限制,I 型大城市(300 万—500 万)要全面放宽取消重点群体落户限制。

这意味着除了北上广深等 4 个建成区常住人口超过 1000 万的超大城市,以及武汉、重庆等 10 个建成区常住人口超过 500 万的特大城市以外,包括西安、哈尔滨等在内的 13 个 I 型大城市的重点群体落户限制将全面取消,包括乌鲁木齐、贵阳、石家庄、福州等在内的 65 个 II 型大城市的落户限制将全面取消,而剩余的 500 多个县级以上城市的落户限制也将全面取消。

与此相应,中国的城镇化发展也将步入新阶段,从发展中小城镇转到发展大中型城市。

在过去的 40 年,我国发展最快的是中小城镇。从 1978 年到 2018 年,我国县级以上城市的数量从 193 个增加到 672 个,增长 2.5 倍;而同期建制镇从 2176 个激增到 21297 个,增长了近 9 倍。

表 1978-2018 年中国城镇数量变化(个)

	城市数量	地级市以上	县级市	建制镇
1978	193	101	92	2176
2018	672	297		

资料来源: WIND, 海通证券研究所

但是如果未来全面放开县级以上大中型城市的落户限制,由于城市拥有更好的教育和医疗资源,其户籍的完全放开将吸引人口从农村和乡镇流入,农村和乡镇人口或将持续萎缩,而大中型城市有望继续扩张。

也就是说, 如果未来城市化能够顺利接棒城镇化, 人口能从农村和乡镇进一步向城市和都市圈集中, 人口的进一步集中必然会带来生产效率的提升, 以及相应住和教育医疗等服务需求的增加, 就可以支撑中国房地产销售不至于出现崩塌, 同时也足以支撑居民消费的稳定增长。

### 三、从外贸加工到内需创新

第三个挑战来自于全球化的逆转。

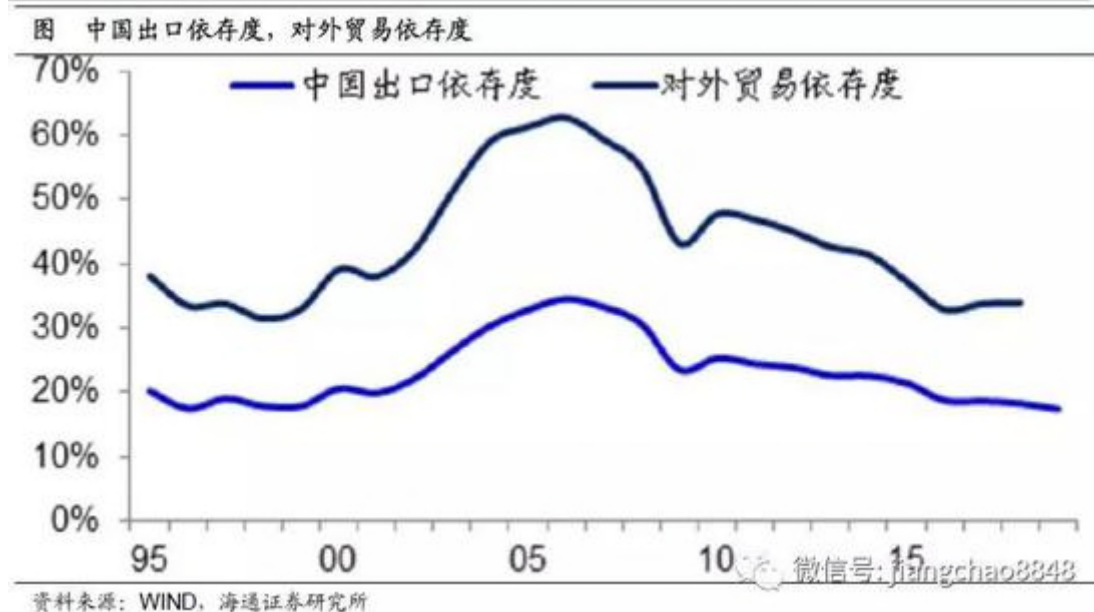
#### 全球化的逆转。

在经历上个世纪的两次世界大战和接近半个世纪的冷战之后, 全球都对战争和冲突进行了深刻的反思, 而全球化开始大行其道。随着关税贸易总协定 (GATT) 以及世界贸易组织 (WTO) 等的相继成立, 全球各国都开始降低关税税率, 从而推动了全球贸易的持续发展。

而我国在 1978 年改革开放之后, 在 2001 年正式加入 WTO, 从而搭上了全球化的顺风车, 对外贸易的大发展使得中国成为了全球制造业工厂。

对外经贸一方面帮助中国引进了稀缺的资金, 2018 年底, 我国累计设立外商投资企业 960725 家, 实际使用外商直接投资 21492 亿美元。而外商直接投资最大的行业是制造业, 最近两年外商投入信息软件业的资金也大幅上升, 外商对制造业和高新产业的投资也带来了技术外溢效应, 使得中国企业得以模仿先进的技术和管理经验。

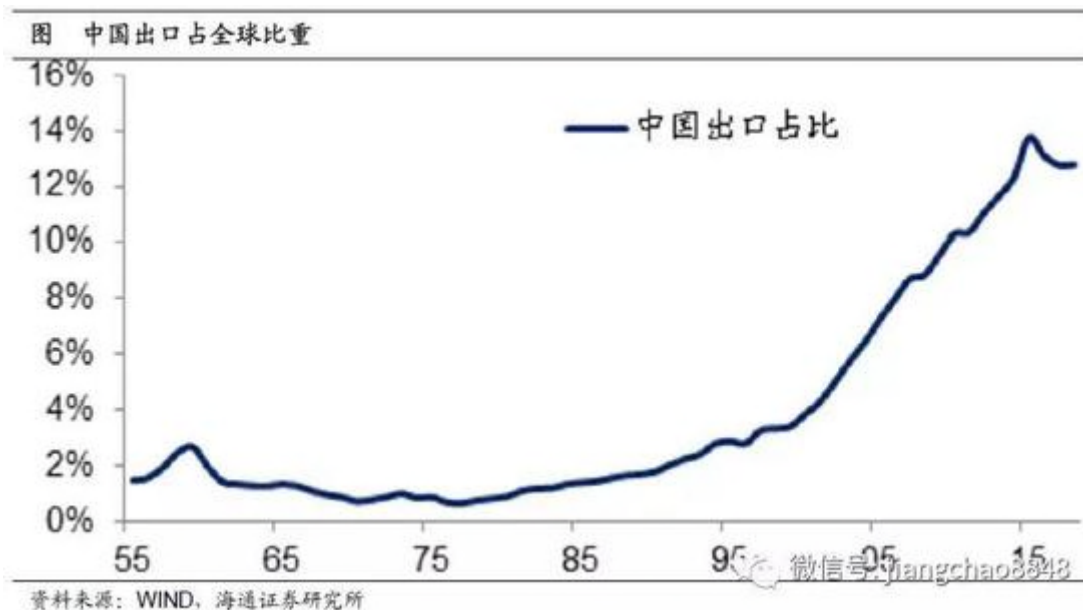
对外经贸也极大地推动了中国的经济发展。虽然从对 GDP 增速的贡献来看, 过去 40 年净出口贡献的 GDP 增速平均只有 0.15%, 但是外贸对中国经济的贡献绝不止于此。2018 年中国的对外贸易依存度仍有 34%, 06 年最高曾达到 63%。按照商务部部长钟山的介绍, 外贸带动的相关就业达到 1.8 亿人, 占中国总就业人口的 23%。



全球化的动力在于通过发挥各国的比较优势, 提升了全世界的生产效率, 而中国廉价劳动力的优势通过世界工厂发挥的淋漓尽致。但是有得必有失, 与中国制造业大发展相对应的是美国等发达国家制造业就业的持续萎缩, 产生了铁锈地带等诸多社会问题。



而特朗普的上台主要靠的就是讨好铁锈带的工人, 因而其上台之后中美贸易摩擦愈演愈烈。也正是在 2016 年以后, 中国出口占全球的比重开始下降, 从 15 年最高的 13.8% 降至 18 年的 12.8%。



而对外经贸摩擦的一个焦点问题在于技术引进, 为了打消外资的疑虑, 我国在 2019 年出台了《外商投资法》, 明确保护外商的知识产权, 禁止行政机关及工作人员利用行政手段强制转让技术。

这其实也就意味着, 靠外贸扩张以及模仿技术来发展经济的时代已经落幕。

### 拥抱消费内需。

而新的希望在于拥抱内需, 尤其是消费需求。

我国有着近 14 亿人口的庞大内需, 目前消费占 GDP 的比重刚刚超过 50%, 其中居民消费占比仅为 40%, 相比之下美国居民消费占比高达 70%。中美的人均 GDP 相差 6 倍, 但是人均消费相差 10 倍, 这意味着中国的消费仍有着巨大的发展空间。

在过去靠投资和外贸拉动经济的时代, 中国的消费占比持续下降。但是在投资和外贸减速之后, 消费的占比从 13 年左右开始回升, 重新成为经济发展的中流砥柱。在



2019 年, 得益于大规模减税降费, 消费保持了稳定高增, 前 8 个月的社会消费品零售总额增速高达 8.2%, 远高于投资增速的 5.5% 和出口增速的 0.4%, 成为拉动经济的主要力量。

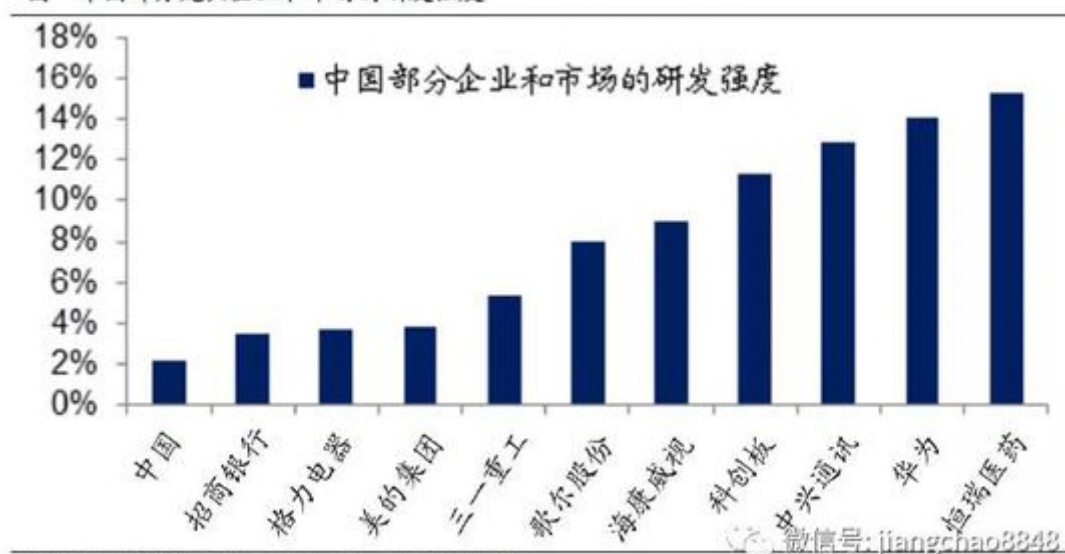
刚刚过去的国庆小长假, 我国电影票房已经突破了 40 亿, 成为史上最强国庆档。而在国庆的前 4 天, 全国共计接待国内游客 5.42 亿人次, 同比增长 8.02%; 实现国内旅游收入 4526.3 亿元, 同比增长 8.58%。国内消费依旧充满着活力。

### 自主创新发展。

未来虽然技术引进和模仿受限, 但是自主创新大有可为。

中美贸易摩擦的爆发, 让国人认识到了华为公司的伟大之处, 以一己之力对抗全球最发达国家的无理制裁, 就是凭借着每年 1000 亿人民币的研发投入, 华为依然屹立不倒, 而且还发布了 5G 手机、AI 芯片, 实现了最新旗舰手机完全不依赖美国零件。华为成为了中国企业的榜样, 而任正非也成为中国企业家的偶像。

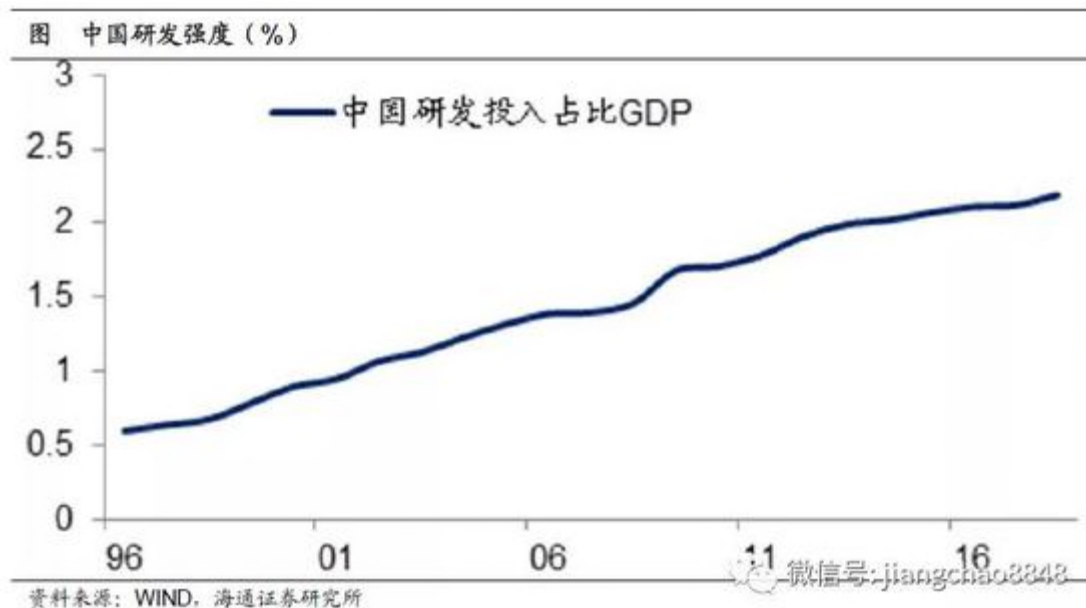
图 中国部分龙头企业和市场的研发强度



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据为 2018 年

我们看到, 市场上出现了一大批向华为学习的企业, 例如立讯精密 19 年上半年投入研发 15.8 亿, 同比增长 70%; 中兴通讯 19 年上半年投入研发 64.7 亿, 同比增长 27.8%; 比亚迪 19 年上半年投入研发 25 亿, 同比增长 20%。

2018 年, 中国研发投入总额达到 19679 亿, 占 GDP 的比重达到 2.19%, 我国的研发强度已经连续提升了 20 年。而根据普华永道思略特发布的全球创新 1000 强报告, 2018 年全球创新 1000 强的研发支出总额上升了 11.4%, 达到 7820 亿美元。中国企业研发支出增长 34.4%, 达到 600.8 亿美元, 增幅领跑全球。2018 年中国上市公司 500 强企业累计研发投入 3181 亿元, 同比增幅也达到 29%。



而研发支出其实就是给研发人员发放的经费和工资, 目前我国每年的大学毕业生数量高达 1000 万, 只要愿意增加研发投入, 其实就可以用好这一特殊的工程师红利, 助推中国经济自主创新发展。

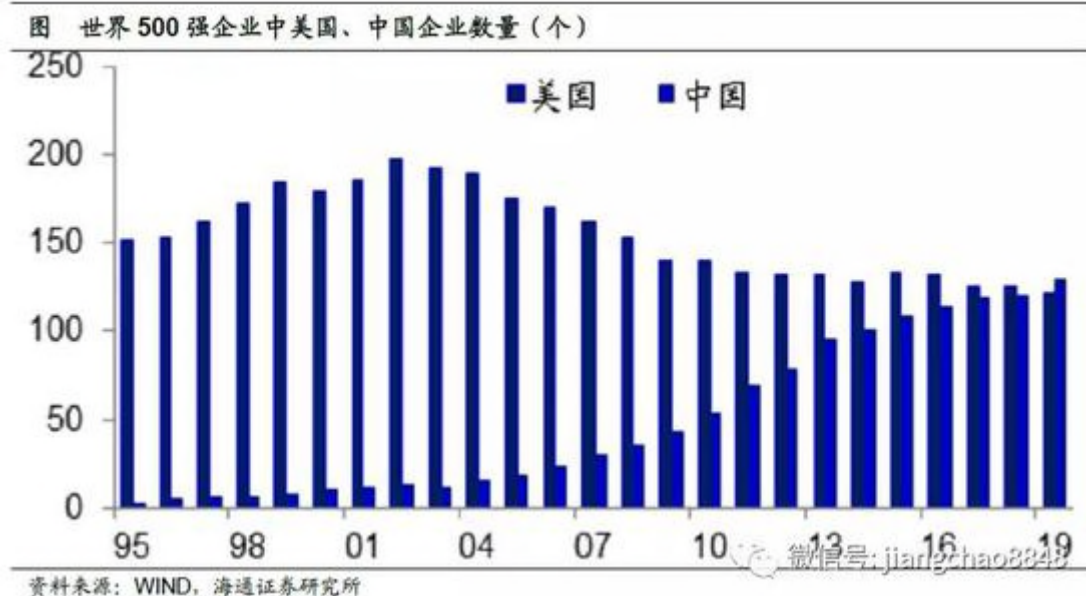
#### 四、从高速增长到高质量增长

##### 过去高速度发展, 房地产受益。

过去中国经济的三大红利其实都是数量上的红利, 比如人口红利意味着年轻劳动力数量越来越多, 城镇化意味着农村转移到城市的劳动力越来越多, 而全球化助推中国外贸占全球的比重越来越高, 与此相应的就是中国经济保持了长期高速增长。

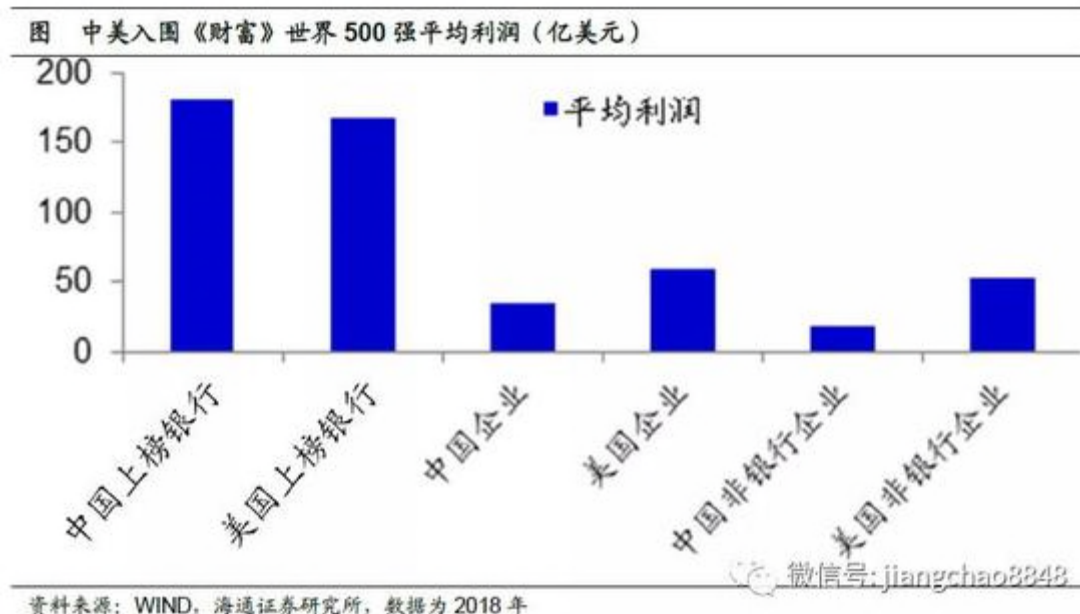
为了支撑经济的高速发展, 我国的货币和债务增速也保持了高速增长, 而且在 08 年金融危机之后货币和债务增速一度超过了经济增长。

而中国的企业也受益于经济和高货币的高增速, 规模迅速变大, 在国际上的地位也在迅速提升。1995 年, 中国大陆仅有 1 家企业入围全球 500 强, 同期美国高达 151 家企业入围。而在 2018 年, 中国大陆有 119 家企业入围全球 500 强, 与美国的 121 家基本相当。



但货币高增带来的隐患是企业债务高企, 最终反过来吞噬了企业的利润, 使得中

国的企业大而不强。同为世界 500 强企业，中国企业的户均利润大约只有美国企业的一半，而非银行企业的户均利润大约只有美国同类企业的 1/3。



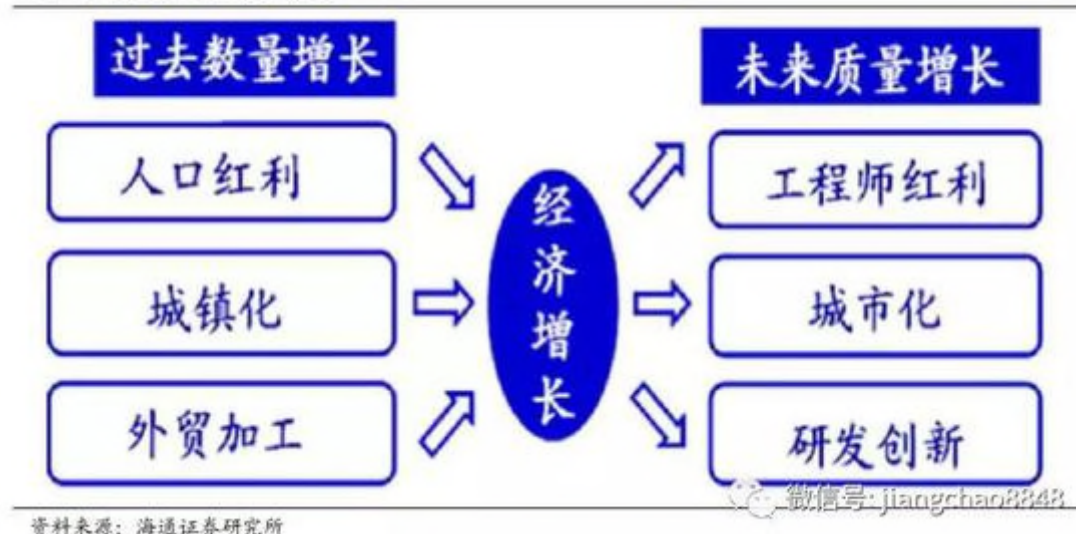
而在数量发展时代，最为受益的是房地产，因为房地产只与货币的数量有关，而与经济的质量关系不大。



### 未来高质量发展，资本市场为王。

展望未来，中国经济将迎来工程师红利、城市化以及研发创新等三大新动力的支撑，而这些全部都是质量上的红利，劳动力的受教育程度越来越高，人口继续从农村和乡镇向城市转移，研发投入持续增加，这意味着中国经济有望迎来高质量发展的时代。

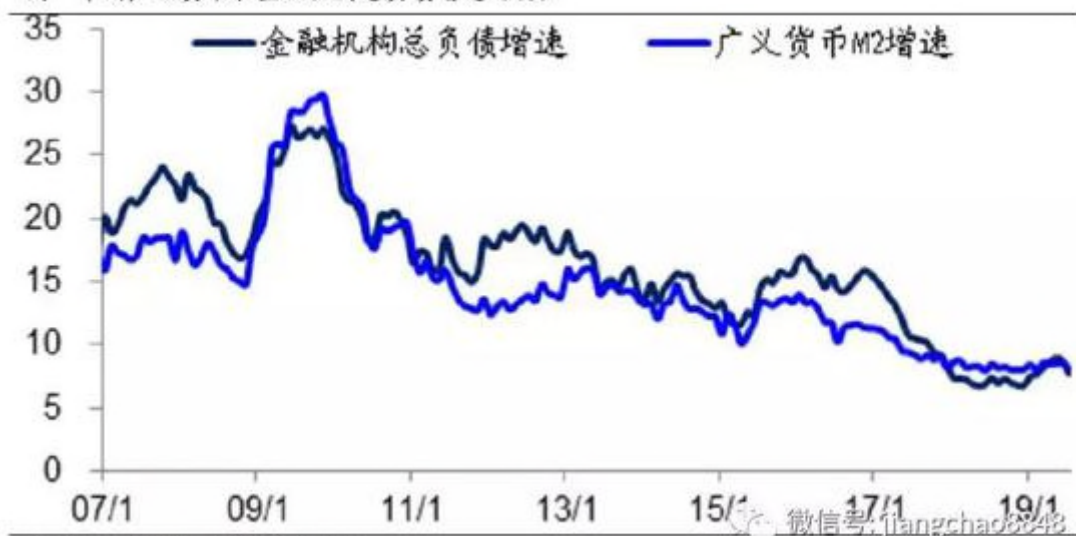
图 中国经济增长动力转变



资料来源: 海通证券研究所

与之相应,我们就无需保持高货币增速,19年以来的广义货币增速已经降至8%,仅为过去10年平均增速的一半左右。货币低增使得地产泡沫不再,19年的全国房价明显滞涨,同时企业的扩张速度也显著变慢。

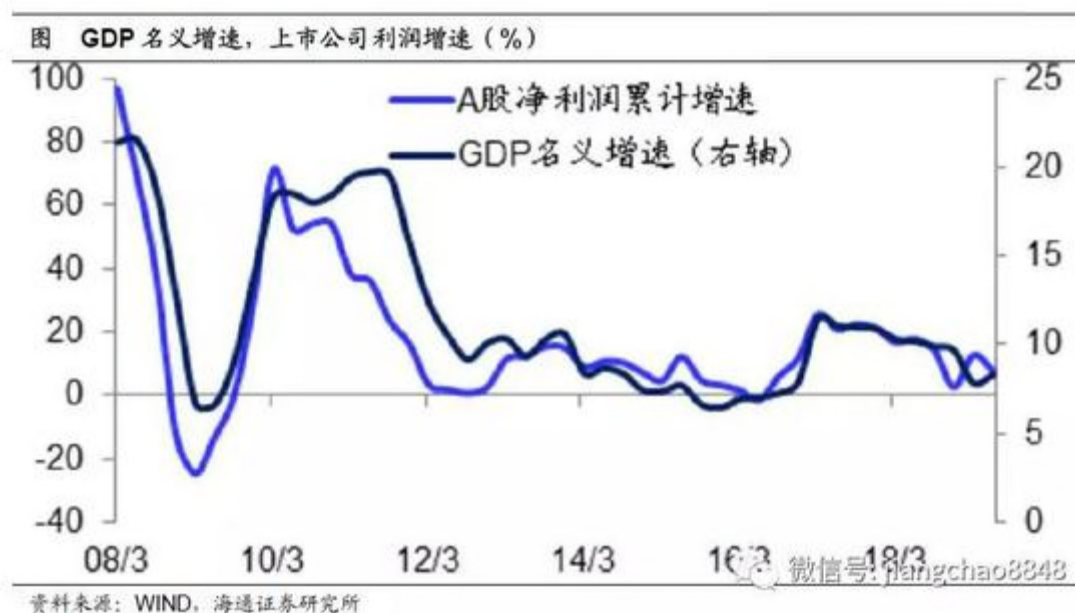
图 中国广义货币和金融机构总负债增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

但与此同时,中国经济的质量明显提升。虽然19年上半年中国的经济增速仅为6.3%,创下27年新低,但是同期A股上市公司净利润同比增长7.8%,19年以来沪深300指数(3837.679, 23.15, 0.61%)(3837.6791, 23.15, 0.61%)上涨26.7%,这一表现在过去10年中也可以排到前两名。





我们相信, 在三大新红利的支撑下, 中国经济在未来 5-10 年有望保持在 5-6% 左右的中速增长, 再加上每年物价温和上涨 2-3%, 中国 GDP 名义增速有望保持在每年 7-8% 左右。而中国的企业盈利也有望保持在类似增幅, 再加上每年 2% 左右的股息率, 中国股市有望每年提供 10% 左右的回报率。

在 7-8% 的经济名义增速之下, 中国的企业债务融资利率有望降至 5-6%, 国债利率保持在 3-4% 左右, 中国债市也可以提供 4-5% 左右的长期回报率。

表 未来 10 年经济表现以及股市和债市回报预测

	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP 名义增速	货币增速
债市 19-30 年	4-5%				8%	8%
股市 19 年-30 年	10%	0%	2%	8%	8%	8%

微信号: jiangchao8848

资料来源: WIND, 海通证券研究所

与之相应, 中国的资本市场或将取代房地产市场成为未来居民财富增值的主角。理由也很简单, 高质量发展的主要体现就是企业质量的提升, 而股权和债权是与企业有关的两大核心资产, 最能受益于企业质量改善, 而房地产的受益程度则相对有限。

我们相信, 在高质量发展的模式之下, 只要我们不走货币超发的老路, 以国人的勤奋努力和聪明才智, 只要搞对了研发创新的方向, 就必然会继续创造出财富, 而财富不会消失, 如果不在房地产市场中体现, 就必然会在资本市场中体现。

所以, 我们相信未来 10 年的中国经济依然充满希望, 而资本市场更是大有可为。

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。