

上海金融系列重点课题  
上海市金融工作局  
中欧陆家嘴国际金融研究院

CEIBS LUJIAZUI FINANCIAL REVIEW 2018

# 中欧陆家嘴金融评论

---

## 2018

主编 盛松成 副主编 刘功润

责任编辑：王效端 王 君

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

### 图书在版编目 (CIP) 数据

中欧陆家嘴金融评论. 2018/盛松成主编. —北京：中国金融出版社，2019. 7

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0111 - 1

I. ①中… II. ①盛… III. ①金融—文集 IV. ①F83 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 091064 号

中欧陆家嘴金融评论. 2018

Zhong Ou Lujiazui Jinrong Pinglun. 2018

出版 **中国金融出版社**

发行 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 15.25

字数 280 千

版次 2019 年 7 月第 1 版

印次 2019 年 7 月第 1 次印刷

定价 57.00 元

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0111 - 1

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编辑部邮箱: [jiaocaiyibu@126.com](mailto:jiaocaiyibu@126.com)

# 编 委 会

顾 问：姜建清 李铭俊

丁 远 张维炯

主 编：盛松成

副主编：刘功润



# 前 言

2018年，我国经济增长呈现“前高后低”的特征。目前大部分人对2019年的中国经济较为悲观，但我们认为2019年全年经济增速可能“前低后高”。2018年12月的中央经济工作会议强调，要看到经济运行稳中有变、变中有忧。“变中有忧”说明高层对经济下行压力有了清晰的认识。中国的国情是执行力特别强，只要认识正确，我国经济运行中的困扰和问题就有望得到解决。我们判断，目前我国经济已在底部区间运行，中美贸易摩擦还存在一定的不确定性，我国投资可能加快，并且结构逐渐优化，消费也有望回升，有关方面已经开始采取一系列稳增长、调结构的政策措施。我们认为，从消费、投资、对外贸易和相关政策措施来看，我国经济第二季度有望企稳。

第一，消费已成为我国经济增长的主要驱动力。

改革开放以后的相当长一段时间，我国是投资拉动型和出口导向型经济，投资和净出口在我国GDP的增长中占较大比重。最近几年情况发生了较大的变化，投资和净出口对GDP增速的贡献率在逐渐下降，而消费对经济的拉动作用则在逐渐上升。2018年，最终消费对GDP增长的贡献率达到76.2%。目前消费已经成为我国经济增长的主要驱动力。

从国际比较来看，我国服务业发展有很大潜力，这对于稳定消费非常有利。经济总量排名前15的国家中，服务业增加值占GDP的比重2017年平均为63.8%，我国这一比例仅为51.6%，较平均值低12.2个百分点。由于我国服务业采用收入法统计，核算不全容易造成增加值低估，服务业占比实际可能在55%左右，但从全球看依然很低，仅比印度（48.9%）略高。值得注意的是，中国人均GDP已达到9500美元左右，而印度则不到我国的1/3。我国服务业增加值在GDP中的占比更是远低于美国（82.6%）。实际上，服务业和制造业是密不可分的。制造业中的高端部分，如研发、设计、专利、品牌、版权、销售、服务，绝

大多数是生产性服务，是中国目前最薄弱、最需要发展的环节。没有高科技和优质的服务业，就不可能有先进的制造业。2018年，我国服务业占GDP比重为52.2%，较2017年提高了0.6个百分点。未来我国服务业在经济中的地位将持续提高，这将为我国经济增长提供可持续的驱动力。

在大方向上坚持房地产调控，控制住房价，将有利于消费企稳。此外，减税也有望提高居民消费能力。日前出台的减税政策，针对的是最有消费能力的群体，即20~40岁的青年。子女教育、继续教育、大病医疗、首套房贷款利息或住房租金、赡养老人等6项个人所得税扣除对这部分人群具有很广的覆盖度，减税将有助于增强消费能力。我们预计2019年还会出台一系列促进消费的政策。

还有一个积极的变化，近年来，居民收入增速已同步于甚至高于GDP增速，收入分配开始向居民转移。同时在细分消费领域，即便是在2018年的情况下，包括医疗卫生等服务型消费领域都有比较强劲的增长，说明我国消费升级的后劲是充足的。事实上，统计局最新的数据显示，2018年12月社会消费品零售总额同比增长8.2%，已经较11月回升了0.1个百分点，若扣除汽车和石油制品，则较11月回升了0.6个百分点。12月汽车销售同比下降了1.2%，降幅也开始收窄。汽车是价值较高的消费品，且价格敏感度很高，在汽车厂商主动去库存的背景下，预计促销会对汽车销量起到促进作用。发改委官员近期讲话谈到鼓励消费的政策，若政策落地，更有助于消费企稳。

另一个有利的变化是，近年来农村居民纯收入增速开始高于城镇居民可支配收入增速。2018年，城镇居民可支配收入名义增长7.8%，而农村居民纯收入名义增长8.8%，整整高了1个百分点。反映在消费支出上为农村居民人均消费支出名义增长10.7%，比2017年加快了2.6个百分点，比城镇居民人均消费支出名义增速6.8%高了近4个百分点，而城镇居民人均支出同比增速也加快了0.9个百分点。农村居民的收入和支出快于城镇居民，这也是中国消费的潜力和韧性之一。

第二，投资增速可能加快。

其一，基建投资反弹的确定性较强，将带动投资增速回升。长期以来，投资主要靠基建拉动，基建投资增速一度超过25%，但最近一年多基础设施投资增速快速下降，2018年仅为3.8%，而2017年为19%，增速回落了15.2个百分点。基建投资大部分是地方政府投资。2018年地方政府债务清理和去杠杆导致地方政府资金紧缺，从而拖累了基建投资增速。中央经济工作会议提出加大专项债发行，明确基建增量资金来源，“宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，“较大幅度增加地方政府专项债券规模”，“加大基础

设施等领域补短板力度”。全国人大常委会已授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增债务限额 1.39 万亿元，这意味着年初地方政府就可以发债进行基建投资。

总体来看，地方政府专项债作为基建资金来源的主要增量之一，有助于解决“没钱干”的问题。2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局会议指出的“激励干部担当作为，加强学习和调查研究，创造性贯彻落实党中央方针政策和工作部署”，将解决“不想干”的问题。考虑到 2018 年基数较低，2019 年基建投资反弹的确定性较大。

其二，制造业投资结构优化。2018 年制造业投资增长 9.5%，而 2017 年仅增长 4.8%。尽管如此，民企“融资难，融资贵”仍常见诸报端。小微民营企业确实很困难，但近来行业的集中度明显提高，形成头部效益，大企业投资在增加，且一个大企业投资超过上百个小企业，所以民间投资增速不低。目前小微企业融资难问题已经得到高度重视，预计未来也有望改善。从制造业投资结构来看，改建大于新建，新建大于扩建，这往往代表着产业升级的趋势，结构上的升级换代不是简单的扩大产能和补库存。

从制造业各细分行业投资来看，2018 年，计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业、金属制品业、电气机械及器材制造业，以及通用设备制造业分别增长 16.6%、15.4%、15.4%、13.4% 和 8.6%，显著高于 5.9% 的平均增速。这些与高新技术和创新密切相关的五个行业贡献了制造业投资增长的近 50%。与此同时，传统的纺织业、食品等增速比较低。

因此，我国经济正在由量的增长向质的提高转变。先进制造业发展比较快，但由于目前高新技术总量不够大，中国的先进制造业真正在总量上占主体地位仍需时日。

其三，预计 2019 年房地产投资不会大幅下降。房地产投资 2018 年增速是 9.5%，而 2017 年是 7.5%，提高了 2 个百分点，尽管房地产调控这么严厉，但房地产投资还在增加。我们预计 2019 年房地产投资不会大幅下降，这是因为，第一，我国目前房地产库存水平较低。2018 年年末，我国商品房的库存已经降到 2013 年的水平，按照狭义的计算口径，目前库存只有两个月左右。第二，我国仍处于城市化进程中。第三，在“房住不炒”的方针下，平稳房价、建立长效机制需要增加供给。加上保障性住房、租赁住房的投资，预计 2019 年的房地产投资增速也不会低。

第三，对外贸易不必太悲观。

按美元计，我国 2018 年外贸进出口总值创历史新高，同比增长 12.6%。其中，出口增长 9.9%，该增速创 2011 年以来新高；进口增长 15.8%，首次突破 2

万亿美元。2019 年 1 月，我国贸易顺差 391.6 亿美元，较 2018 年同期扩大 112.64%。尽管中美贸易摩擦的不确定性增强，美国的贸易保护主义措施会对中国经济造成一定影响，但我国完全可以克服。

我国对外贸易呈现多元化特征。欧盟、美国和东盟是我国前三大贸易伙伴。2018 年，三者在我国进出口总额中的占比分别约为 15%、14% 和 13%，我国对欧盟、美国和东盟的进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%。2019 年 1—4 月，我国外贸出口同比增长 4.3%，其中对欧盟、东盟等出口都出现了大幅增长。此外，我国对“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，其中对俄罗斯、沙特阿拉伯和希腊进出口分别增长 24%、23.2% 和 33%。而我国进出口的商品结构也在持续优化，2018 年机电产品出口占出口总值的 58.8%。总体来看，对我国的对外贸易不必太悲观。

第四，松紧适度的货币政策将使 M2 和社会融资规模增速回升。

松紧适度的货币政策对经济增长特别重要。最近一两年的金融强监管和去杠杆导致社会融资规模和 M2 增速均大幅下降。2018 年年末，M2 同比增速为 8.1%，社会融资规模存量同比增速为 9.8%，创历史新低，主要原因就是金融去杠杆和表外融资大量萎缩。而随着金融去杠杆逐步到位，这一趋势将会扭转。2019 年 1 月，M2 和社融增速已分别回升至 8.4% 和 10.4%。

2018 年年中，金融去杠杆导致表外融资大幅收缩，引起社会融资规模增量的大幅回落，随后社会融资规模增速也持续下降。但是，合理适度的影子银行是银行正常贷款的补充，它往往是小微企业贷款的渠道，不应将其赶尽杀绝。不久前中国人民银行易纲行长也指出，依法依规经营的影子银行是金融市场的必要补充。

目前，人民银行已经推出一系列稳增长、调结构、支持小微企业和民营企业的政策措施。例如，引导设立民营企业债券融资支持工具，创设定向中期借贷便利等，本质都是促进金融机构对小微企业和民营企业的贷款。

2019 年 1 月 15 日和 25 日，人民银行分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8 000 亿元，既不大水漫灌，又降低了金融机构的资金成本，促进金融机构贷款。一方面，法定存款准备金率年利息 1.62%，相比中期借贷便利（MLF）3.3% 的利率水平，降准将使商业银行的成本大幅下降，通过市场化的手段促进商业银行增加企业贷款。另一方面，存款准备金下调以后变成长期资金，替代了 MLF 和常备借贷便利（SLF）等中短期工具，可以激励商业银行的长期贷款。另外，永续债补充资本金的政策，也为银行增加贷款创造条件。贷款增加本身就是信用创造的过程，随着贷款、表外融资、地方政府债务的回



升，同时考虑基数效应，预计 M2 和社会融资规模增速将有所回升。

财政政策对促进需求也至关重要，因为货币层面的缓解在 2018 年 8 月就开始了。应当说，积极的财政政策要进一步趋向积极，稳健的货币政策应松紧适度。所谓的“松紧适度”是一个区间，太紧的时候需要松一点，过松的时候需要紧一点。货币政策与财政政策要相互配合，通过定向调控，疏通政策的传导机制，避免资金淤积在商业银行和房地产。我们认为，不仅货币政策和财政政策要相互协调，货币政策和监管政策也要相互配合。相信企业家和投资者的信心会逐渐恢复。

从政策实施到实际影响经济需要一段时间，尽管由于多方面原因，本轮调控的时滞会比以往略长，但不必过于悲观。

眼前呈现给大家的《中欧陆家嘴金融评论 2018》是中欧陆家嘴国际金融研究院与上海市金融工作局联合组织编撰的年度研究报告结集。管中窥豹，见微知著。其间述及的许多经济金融热点问题，有的已形成了阶段性结论，有的本身是未尽的开放性议题，值得持续关注。

感谢上海市金融工作局对中欧陆家嘴国际金融研究院一如既往的信任，将上海金融系列重点课题委托给我们。本书是集体智慧的结晶，课题的立项、论证、调研、撰稿及结题，凝聚了上海市金融工作局领导及其他金融界专业人士的建设性建议和帮助，课题如期结题也得到了诸多专家的指导。同时，还要感谢中国金融出版社王效端主任及编辑团队认真严谨的工作。

我们的研究提供了一种参考视角，囿于观察及学识的局限，肯定存在诸多不足，敬请读者不吝批评指正。

盛松成

上海市人民政府参事

中欧国际工商学院经济学与金融学教授

中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长

2019 年 2 月



# 目 录

国际发达金融中心城市最新动态研究 .....	1
关于异地企业及机构在沪开展金融活动及其风险研究 .....	12
国际金融中心建设中的金融消费者隐私保护法律问题研究 .....	23
自由贸易港的金融立法豁免问题研究 .....	54
上海房地产金融风险防范研究 .....	66
金融开放新形势对上海国际金融中心建设的机遇与挑战 .....	94
监管科技与地方金融监管研究 .....	111
如何更好地发挥金融法院的作用	
——论金融审判理念与原则的国际化 .....	119
金融支持高质量发展研究 .....	131
应坚持防范化解金融风险 and 金融服务实体经济	
——中美贸易摩擦对上海金融业的影响及其应对 .....	141
长三角地区普惠金融供给机制的现状、原因与改善方向 .....	157
数字普惠金融的效率研究 .....	184
上海如何建设成为国际保险中心 .....	196

