

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

# B

# 金融蓝皮书

BLUE BOOK OF FINANCE

No.15

# 中国金融发展报告 (2019)

主编/王立民 杨涛

ANNUAL REPORT ON CHINA'S FINANCIAL  
DEVELOPMENT (2019)

 社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2019  
版

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

金融蓝皮书

 **BLUE BOOK OF  
FINANCE**

# 中国金融发展报告 (2019)

---

ANNUAL REPORT ON CHINA'S FINANCIAL DEVELOPMENT  
(2019)

主 编 / 王立民 杨 涛



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

## 图书在版编目(CIP)数据

中国金融发展报告. 2019 / 王立民, 杨涛主编. --  
北京: 社会科学文献出版社, 2019. 5

(金融蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 4652 - 4

I. ①中… II. ①王… ②杨… III. ①金融事业 - 经  
济发展 - 研究报告 - 中国 - 2019 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 065176 号

金融蓝皮书

## 中国金融发展报告 (2019)

---

主 编 / 王立民 杨 涛

出 版 人 / 谢寿光

责任编辑 / 冯咏梅

文稿编辑 / 王春梅

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: [www.ssap.com.cn](http://www.ssap.com.cn)

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367083

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 20 字 数: 302 千字

版 次 / 2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 4652 - 4

定 价 / 128.00 元

---

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究



权威·前沿·原创

皮书系列为  
“十二五”“十三五”国家重点图书出版规划项目

## 主编简介

**王立民** 现任中国社会科学院金融研究所党委书记。曾长期在中央纪委监察部工作，后转任直辖市区委书记、中国保险报业股份有限公司董事长等职。学术专著《效能论》入选中青年经济学家文库并多次再版，是国内首部系统阐述效能与监管的著作。在《人民日报》《哲学研究》《世界哲学》《紫光阁》等国家级报刊上发表学术论文数十篇，多篇文章被《新华文摘》《人大复印报刊资料》《中国社会科学文摘》《经济管理文摘》收录。主编《艾思奇哲学思想研究》《中国金融发展报告（2018）》《中国金融发展报告（2019）》等。荣获中国社会科学院优秀对策信息奖、优秀党务工作者荣誉称号。

**杨涛** 研究员，博士生导师。现任中国社会科学院金融研究所所长助理、产业金融研究基地主任、支付清算研究中心主任，兼任国家金融与发展实验室副主任。主要研究领域为宏观金融与政策、金融市场、产业金融、支付清算等。主要学术兼职：中国银行间市场交易商协会交易专业委员会委员、中国保险行业协会学校教育专业委员会副主任委员、中国人民银行支付结算司外部专家、中国投资协会理事、金融科技50人论坛首席经济学家等。

## 摘 要

《中国金融发展报告（2019）》是中国社会科学院金融研究所组织编写的年度性研究报告，旨在对2017年第四季度至2018年第三季度中国货币金融政策、金融运行、金融改革与发展的主要情况进行概括和分析，对此期间的主要金融事件进行剖析和评论，以期厘清中国货币金融运行的内在机理和运作机制。本报告由四部分组成，其中“总报告”探讨了2018年的宏观金融形势和国际收支状况。第二部分和第三部分为综合性报告，分别对2018年的“中国金融业发展”“中国金融市场运行”进行了系统回顾和梳理。同时以“专题报告”的形式对部分热点、焦点问题进行了深入研究。此外各报告还对2019年的情况进行了简要展望。本报告可为金融监管部门、各类金融机构、院校与科研机构等提供重要的研究参考，也有助于国际机构和学者及时了解中国金融体系的最新改革进展。

# 目 录



## I 总报告

- B.1** 2018年的中国宏观金融形势····· 费兆奇 / 001
- B.2** 2018年的中国国际收支····· 林 楠 / 024

## II 上篇 中国金融业发展

- B.3** 2018年的中国银行业····· 曾 刚 / 044
- B.4** 2018年的中国证券投资基金业····· 张跃文 / 058
- B.5** 2018年的中国保险业····· 郭金龙 朱晶晶 / 068
- B.6** 2018年的中国信托业····· 袁增霆 / 083
- B.7** 2018年的中国金融租赁业····· 何海峰 杨博钦 / 099
- B.8** 2018年的中国金融基础设施····· 尹振涛 夏诗园 / 118

## III 中篇 中国金融市场运行

- B.9** 2018年的中国货币市场····· 蔡 真 / 131
- B.10** 2018年的中国股票市场····· 尹中立 姚 云 / 153



- B. 11** 2018年的中国债券市场 ..... 张运才 / 168
- B. 12** 2018年的中国期货市场 ..... 马晓旭 付 蓉 任梦扬 / 192
- B. 13** 2018年的中国外汇市场 ..... 宣晓影 / 206
- B. 14** 2018年的中国财富管理市场 ..... 王增武 唐嘉伟 / 221

## IV 下篇 专题报告

- B. 15** 2018年的中国金融科技发展 ..... 董 昀 李 鑫 / 236
- B. 16** 2018年的中国上市公司  
——兼论供给侧结构性改革的微观评估 ..... 徐 枫 郭 楠 / 250
- B. 17** 2018年的中国房地产市场及房地产金融 ..... 蔡 真 崔 玉 / 265
- Abstract ..... / 289
- Contents ..... / 290

皮书数据库阅读**使用指南**

# 总 报 告



## General Reports

### B. 1

## 2018年的中国宏观金融形势

费兆奇\*

**摘 要：** 全球经济在本轮复苏中经历了2016年的企稳和随后两年的持续改善，但2018年的经济运行呈现逐步逼近短周期顶部的迹象。2018年以来中国经济的下行压力有所凸显，只有通过制度改革提高全社会资源的配置效率和加快企业的技术进步，进而提高全要素生产率对增长的贡献水平，才能实现中国经济可持续和高质量的发展。从中国的金融运行情况看，货币供给增速继续放缓；表外融资下降幅度收窄，新增社会融资规模收缩步伐放缓；金融贷款增长较快，上市银行资产质量持续改善；货币市场利率中枢明显下行，市场交易活跃；股票市场量价齐跌，债券违约风险增多；人民币汇率贬值幅度加大，外汇

\* 费兆奇，经济学博士，中国社会科学院金融研究所货币理论与货币政策研究室副研究员。



储备出现连续负增长。无论从长期趋势还是短期波动的角度看，2018年以来中国经济增速的稳步、适度下行，有助于经济恢复其自身内在的运行规律。综合考虑当前相对宽松的宏观金融形势，人民币短期的贬值压力，国内经济持续推进供给侧结构性改革的需要，以及导致实体融资困境的主要因素等，货币政策需要坚持“稳健中性”的定力，将金融支持实体经济的工作重心放在疏通货币政策传导机制上。同时，积极的财政政策需要“减税”与“增加支出”并行。

关键词： 宏观经济 金融形势 货币政策

## 一 2018年的宏观经济形势

全球经济在本轮复苏中经历了2016年的企稳和随后两年的持续改善，但2018年的经济运行呈现逐步逼近短周期顶部的迹象。主要体现在：2018年全球经济持续改善的动能有所衰竭，IMF近期将2018年、2019年经济增长的预测值均下调至3.70%，与2017年的增长水平基本持平；全球贸易增速出现了显著下滑，从2017年的5.2%下降至2018年的4.2%，预计2019年将继续下探；虽然2018年的原油价格增速再创新高，但非燃油价格增长已显露疲态（见图1）。主要原因在于金融危机以来，人口老龄化危机、全要素生产率显著下降这些严重制约着全球潜在增长率的问题尚未得到根本性解决；再加上2018年全球不断升级的贸易摩擦、地缘政治冲突、金融环境持续收紧等因素，全球经济的持续复苏面临越来越多的不确定性。

在主要经济体中，美国经济自次贷危机以来的复苏是最为稳健的，主要源于推动经济复苏的宏观经济政策实现了有效切换。第一阶段是以量化宽松为代表的非常规货币政策，但随着美联储加息和缩表进程的持续推进，奥巴马时期的需求端刺激逐步转向第二阶段的特朗普时期以减税为代表的供给侧



改革，这进一步拉长了经济复苏的周期。如果特朗普的减税和基建等经济政策能同时发力，那么美国经济在未来两年的复苏仍将保持强势。但问题在于，尽管政府赤字的扩张推动了美国2018年的经济增长，但美国如果不尽快放缓债务增长，就势必对未来两年的增长带来较大的阻碍。同时，贸易摩擦升级引发的美国输入型通胀，叠加减税、基建投资的需求拉动型通胀，可能倒逼美联储在未来两年持续加息，进而增加发债的财务成本。在此背景下，如果政府债务的增长受限，大规模基建投资便会存在很大的不确定性，经济复苏在边际上很难继续走强。种种迹象表明，依靠量化宽松或债务拉动型的增长模式难以长期持续，全球经济的可持续增长或全面复苏，最终只能依靠提升劳动生产率和全要素生产率得以实现。

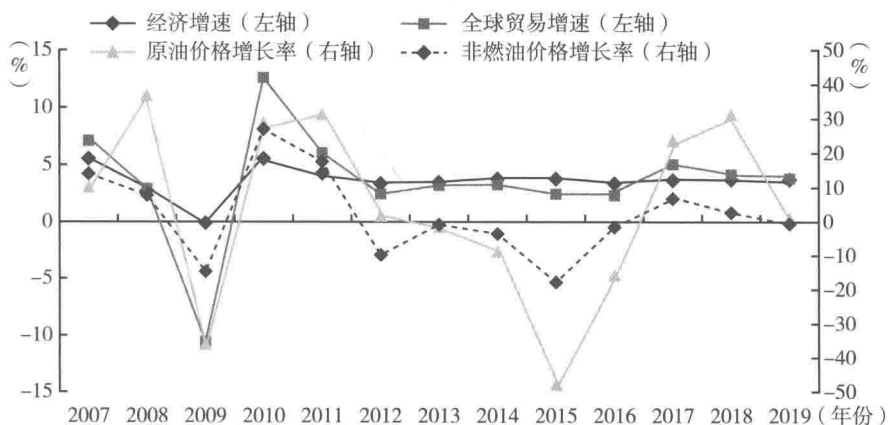


图1 全球经济运行情况

注：2018年和2019年数据为IMF预测值。

资料来源：根据IMF数据整理。

在国内供给侧结构性改革和需求端拉动的合力下，中国经济与全球经济的本轮复苏保持了同步，即2016年企稳和2017年持续改善。但2018年以来中国经济的下行压力有所凸显，前三季度经济增速逐步下移，并于第三季度录得6.5%，略高于2009年第三季度的最低值6.4%。然而，经济下行压力并没有撼动中央政府推进供给侧结构性改革和以防范化解重大风险为首的三大



攻坚战的决心。经过近两年的努力，中国经济的结构性问题不断改善，例如，中国工业过剩产能初步出清，工业企业的盈利能力逐步增强，房地产库存明显去化，宏观杠杆率趋稳。这为中国经济的可持续发展提供了坚实的基础。

引致 2018 年经济增速趋势性下行的主要因素有三。其一，净出口成为中国经济近两年的主要扰动项，其对经济增长的贡献率从 2016 年的 -9.6%，跃升至 2017 年的 9.1%，再跌至 2018 年第三季度的 -9.8%。在中美贸易争端长期化及我国主动扩大进口的趋势下，货物和服务净出口可能持续收窄，进而会继续对第四季度的经济增长产生负向的拉动作用。其二，2018 年以来的基础设施建设投资增速出现了大幅下滑，从而带动全社会固定资产投资增速持续走低。主要原因是在防控地方政府债务风险的背景下，“堵偏门”和“开正门”等相关政策没能实现有效衔接。受《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）和政府财政整顿的影响，地方政府的融资渠道受到极大限制；然而，地方政府举债的“正门”却未及时扩容，地方政府债的发行量不仅没有相应增长，反而在 2018 年前 8 个月呈现萎缩的趋势。随着第四季度地方政府债发行的提速，基建投资增速有望企稳，进而缓冲由基建投资不稳引发的经济下行压力。其三，实体融资遭遇困境。在经济下行压力增大时，中小企业融资通常较为困难。但 2018 年以来导致实体融资困境的因素还有以下两点。首先，资管业务一直是中小企业成本相对较低的重要融资渠道，在银行“回表”之后，部分中小企业失去了通过表外融资的渠道，但由于缺乏资质又无法通过传统信贷或标准债权等方式获得融资。其次，部分实体部门融资需求受到管控。在去杠杆的背景下，对地方政府隐性债务的管控会持续加强；此外，从房地产企业杠杆率居高不下和中央“严控房价上涨”的政策导向看，房地产的融资政策在短期内也较难改变。实体经济两个主要融资部门的需求受到抑制，导致实体经济融资需求水平降低。

从供给端看，表 1 描述了要素投入和全要素生产率（TFP）对中国经济增长的贡献情况。其一，中国经济的潜在增长率自次贷危机以来出现了显著的下滑，但资本存量的增速没有跟随潜在增长率下滑，反而小幅上升，这就导致资本效率大幅下滑，即资本边际收益递减。其二，在人口老龄化背景

下，劳动投入的增长在危机后也呈现大幅下滑的迹象，进而导致劳动投入对潜在增长的贡献下滑。其三，在经济潜在增速下滑的同时，TFP对增长的贡献率也出现显著的下降。上述数据说明，次贷危机以来的经济增长主要依靠大规模刺激资本积累的方式得以实现。但是，在人口老龄化和资本边际收益递减的背景下，如果不能扭转TFP对增长贡献率较低的现状，经济的潜在增长率就会持续下滑。为此，只有通过制度改革提高全社会资源的配置效率和加快企业的技术进步，进而提高TFP对增长的贡献水平，才能实现中国经济可持续和高质量的发展。

表1 中国经济生产函数分解

单位：%

指标	1978~2018年	1978~2007年	2008~2018年
潜在生产率(生产函数拟合)三因素	9.50	10.03	8.08
资本贡献份额	71.96	64.83	87.05
劳动贡献份额	8.73	11.84	2.23
TFP贡献份额	19.58	23.33	10.72
资本投入增长率	10.99	10.96	11.04
劳动投入增长率	2.27	3.26	0.50
TFP增长率	1.86	2.34	0.87
资本效率	0.24	0.30	0.08
劳动生产率增长率	3.74	3.88	3.43

资料来源：中国经济增长前沿课题组《迈向中高端的结构变革》，载李扬主编《中国经济增长报告（2016~2017）》，社会科学文献出版社，2017。

## 二 2018年中国金融运行态势

### （一）货币供给和社会融资规模概况

前三季度我国经济增长虽总体平稳，但稳中有变，面临的形势依然复杂严峻，如消费和投资双双走弱、中美贸易摩擦加剧、企业亏损面扩大等。在此背景下，中国人民银行紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险和深化金融



改革三项重点任务，运用多种货币政策工具，把好货币总闸门，保持流动性合理充裕，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。2018年以来，货币供给和社会融资规模呈现如下鲜明特点。

第一，货币供给增速继续放缓。截至2018年9月末，M2余额为180.17万亿元，同比增长8.3%，增速比2017年同期低0.7个百分点；M1余额为53.86万亿元，同比增长4%，增速较2017年同期低10个百分点。近年来，M2增速持续下滑（见图2），从2010年的27.7%下降至2018年9月末的8.3%，自2017年4月跌至9.8%的个位数增速以来，一直在8%~9%的低位运行。M2增速放缓的主要原因在于：在金融业加速去杠杆的背景下，以“去杠杆”为核心的监管政策频频出台，银行资金购买同业理财、资管计划以及其他通道类业务大幅度减少，资金多层嵌套和资金空转明显减少，更多的资金流向实体经济。

M2增速放缓的主要影响如下。一是企业资金趋紧。2017年下半年以来，通道类业务大幅萎缩，拖累企业表外融资总额增速，企业融资环境持续承压，甚至导致债务违约频发。二是银行负债增速放缓。M2增速放缓，一般性存款在银行资金来源中的占比呈现下降趋势，银行为增加资金来源，加大主动负债力度，如通过发行大额存单等方式吸收资金。同时，主动负债成本相对较高，其占比的增加也拉高了银行总体的资金成本。三是企业融资成本上升。随着银行负债成本的上升，上浮利率的贷款占比也在总体上升，无疑增加了企业的融资成本。

我们预计，中国人民银行未来一段时间的货币政策将继续坚持稳健中性的基本取向，既不会“放水”，也不会收紧，总体保持货币供应量适度增长和市场利率水平基本稳定。理由如下：一是目前总体流动性保持合理充裕；二是金融去杠杆大方向不变，需要稳健中性的货币政策环境；三是美联储持续缩表，并多次加息，也要求我们保持一个稳定的政策环境。

第二，表外融资下降幅度收窄，新增社会融资规模收缩步伐放缓。前三季度，社会融资规模增量累计为15.4万亿元，较2017年同期少增2.32万亿元。结构上呈现如下鲜明特点。一是人民币贷款快速增长。前三季度发放

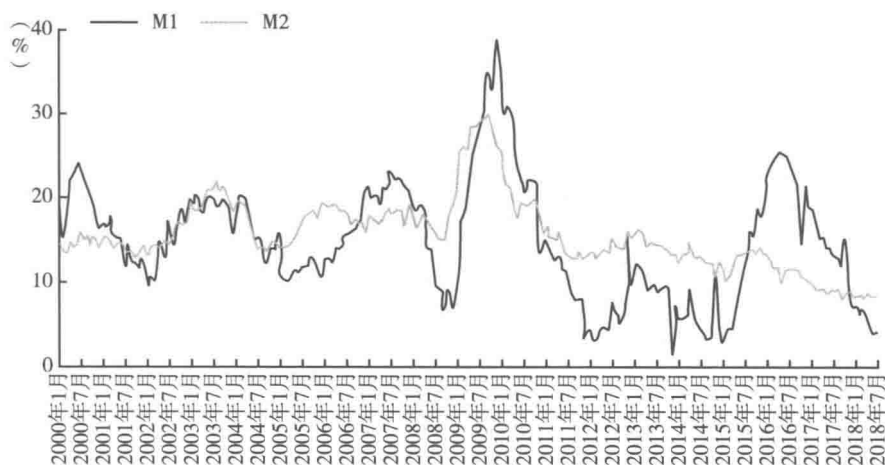


图2 M1和M2同比增速变化趋势

资料来源：Wind 资讯。

本外币贷款 12.6 万亿元，同比多增 1.2 万亿元，但人民币贷款和外币贷款呈现分化态势。人民币贷款增加 12.8 万亿元，同比多增 1.34 万亿元，占到社会融资规模增量的 83.2%，较 2017 年同期提高 18.4 个百分点。人民币贷款能够实现较快增长，主要原因在于部分表外融资回归表内。但外币贷款减少 1913 亿元，同比多减 1608 亿元，占到社会融资规模增量的 -1.2%。二是表外三项同比均显著减少。前三季度，表外三项融资减少 2.3 万亿元，同比多减 5.2 万亿元，占社会融资规模增量的 -14.9%，同比下降 31.5 个百分点。其中，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少 1.16 万亿元、4652 亿元、6786 亿元，同比分别多减 1.84 万亿元、2.25 万亿元、1.14 万亿元，分别占社会融资规模增量的 -7.5%、-3%、-4.4%，同比分别下降 11.4 个、13.1 个、7 个百分点。三是资本市场分化明显，企业债券融资同比增加，但股票融资减少。前三季度，企业债券融资为 1.59 万亿元，较 2017 年多 1.41 万亿元，占社会融资规模增量的比重提高 9.3 个百分点。但是，与企业债券融资表现不同，股票融资较 2017 年减少 2918 亿元，占社会融资规模增量的比重下降 1.4 个百分点（见表 2）。



总体来看，在资管新规等强监管背景下，表外融资大幅度萎缩，进而拖累了社会融资规模的增速，信贷逐渐回归为实体经济服务。我们预计，一是未来表外融资会继续回表，非标转表仍然是主要趋势。二是随着资管新规和《商业银行理财业务监督管理办法》（简称“理财新规”）的落地以及债券融资的增加，表外融资的收缩态势会有所缓解，但下行趋势仍将延续。

表 2 2018 年前三季度社会融资规模增量

指标	社会融资规模增量	人民币贷款	外币贷款	委托贷款
前三季度	15.4 万亿元	12.8 万亿元	-1913 亿元	-1.16 万亿元
同比增减	-2.32 万亿元	1.34 万亿元	-1608 亿元	-1.84 万亿元

指标	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	股票融资
前三季度	-4652 亿元	-6786 亿元	1.59 万亿元	3099 亿元
同比增减	-2.25 万亿元	-1.14 万亿元	1.41 万亿元	-2918 亿元

资料来源：中国人民银行。

## （二）金融贷款增长较快，上市银行资产质量持续改善

第一，贷款继续保持较快增长。9月末，金融机构各项贷款为138.9万亿元，同比增长12.8%。境内贷款为135.2万亿元，其中住户贷款和非金融企业及机关团体贷款分别为46.2万亿元和88.1万亿元（见表3）。一是中长期贷款占比高。从期限看，无论是住户贷款，还是非金融企业及机关团体贷款中的中长期贷款占比均比较高。二是信贷结构继续优化，小微企业贷款持续发力。普惠领域小微企业贷款快速增长，2018年前三季度已经超过2017年全年的增量水平，而且中国人民银行持续引导金融机构加大对小微企业的信贷投放力度，可以预见，未来支持小微企业的政策效果还将进一步显现。三是贷款利率总体保持稳定。在严监管背景下，委托贷款、信托贷款等低成本表外融资大幅度萎缩，但银行贷款和债券在全部融资中的占比上



升，确保社会综合融资成本保持基本稳定。由于受到美联储加息及部分经济体货币政策变化影响，外币存贷款利率有所提升。四是房地产部门贷款同比延续负增长，融资压力持续增加，到位资金来源以销售回款为主。

表3 金融机构信贷收支

单位：万亿元

指标	2016年 9月	2016年 12月	2017年 3月	2017年 6月	2017年 9月	2017年 12月	2018年 3月	2018年 6月	2018年 9月
一、各项贷款	109.5	112.1	116.6	120.2	123.2	125.6	130.5	134.8	138.9
(一)境内贷款	106.4	108.8	113.1	116.7	119.8	122.2	127.0	131.2	135.2
1. 住户贷款	31.8	33.4	35.2	37.2	39.1	40.5	42.3	44.1	46.2
(1)短期贷款	9.4	9.6	10.0	10.5	11.1	11.4	11.9	12.5	13.2
消费贷款	4.7	4.9	5.3	5.9	6.4	6.8	7.1	7.6	8.2
经营贷款	4.8	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.7	4.9	5.0
(2)中长期贷款	22.3	23.8	25.3	26.6	28.0	29.1	30.4	31.6	33.0
消费贷款	18.7	20.1	21.4	22.6	23.8	24.7	25.8	26.8	28.0
经营贷款	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0
2. 非金融企业及 机关团体贷款	73.6	74.5	77.2	78.9	80.0	81.0	84.1	86.2	88.1
(1)短期贷款	27.5	27.6	28.6	29.2	29.2	29.2	29.8	30.1	29.9
(2)中长期贷款	38.6	39.6	42.3	43.8	45.1	45.9	48.2	49.5	50.7
(3)票据融资	5.7	5.5	4.4	3.9	3.7	3.9	3.8	4.3	5.1
(4)融资租赁	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	2.1	2.1	2.2
(5)各项垫款	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
3. 非银行业金融 机构贷款	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.9	0.9
(二)境外贷款	3.1	3.3	3.5	3.5	3.4	3.4	3.5	3.6	3.7

资料来源：Wind 资讯。

第二，上市银行资产质量持续改善。前三季度，26家上市银行继续保持稳健发展态势，盈利增速创近年新高，不良贷款率有所下降，拨备覆盖率、资本充足率水平继续上升，风险抵补能力进一步增强。一是不良贷款率继续延续下降态势。截至2018年9月末，26家上市银行整体不良贷款率为