



2019年第一季度中国宏观经济形势分析与预测报告



中国经济稳增长：从政策协调到改革驱动

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组

上海财经大学高等研究院

二〇一九年四月二十三日

报告导读：2019 年第一季度宏观经济数据日前公布，中国经济按可比价格计算同比增长 6.4%，与本课题组 2018 年 12 月发布《中国宏观经济形势分析与预测年度报告（2018-2019）——风险评估、政策模拟及其治理》中基准情境下的全年经济增速预测相一致。这与近一个时期的货币、财政政策红利效应有关，也与发展理念下自主以及外部贸易摩擦下倒逼的改革深化、开放扩大和发展动能转换有很大关联，经济结构转型升级趋势延续，内生增长动力有所加强，第三产业增长和最终消费支出增长对 GDP 增长贡献率均超过六成，分别达 61.3% 和 65.1%。

从一季度的月度数据看，中国经济呈现稳中有进的态势，但基础还不稳固，国际政治经济与贸易环境中不确定性依然存在，国内发展中不平衡、不充分的问题依然突出。尤其是 1-2 月全国规模以上工业企业利润同比下降 14%，尽管有季节因素，但其指标意义不容忽视，如何为企业营造良好环境、增强内生能力，事关“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定”政策目标的实现。中国经济要实现平衡充分的良性发展，对外需把握契机推动中美关系稳定发展，营造良好外部经济贸易环境并利用好开放的倒逼机制，对内在加强货币、财政与其他政策协调的同时，仍需深化经济市场化改革，改革驱动的增长才是可持续的。

接下来，本报告将从当前中国经济运行的主要特征、风险因素及其对策建议三个方面展开论述。

一、当前中国经济运行的主要特征

（一）消费回暖，消费者信心指数攀升，投资增速回升，贸易顺差较去年同期大幅上升，失业率有所上升，居民收入增速加快

（1）消费回暖，消费者信心指数攀升。2019 年一季度，社会消费品零售总额为 97790 亿元，同比增长 8.3%，相较 2018 年年底略微回升。总体而言，课题组认为第一季度消费回暖受以下两个主要利好因素的影响：第一，2019 年初的“两会”一系列政策释放出的积极信号——降税减费、保障就业、增加医疗养老保障、加大补贴力度——提振了消费信心。例如提高单位社保缴纳额度、确保新增就业人数、保证重点人群的就业率、推进保障性住房建设等有关民生政策的出

台消除了很多家庭的后顾之忧。第二，2019年初开始实施的个人所得税改革以及专项附加扣除方案均有效的增加了居民可支配收入，从而起到刺激消费的作用。

作为在社会消费品零售总额中超过10%的餐饮类，其第一季度同比增速达到9.6%，比2018年第四季度提高0.6个百分点。另一个在社会消费品零售总额中占比较高的类别——网上零售类，其占比超过四分之一，1至3月的同比增速为15.3%，却明显低于2018年第四季度，拖累消费0.95个百分点。限额以上企业第一季度同比增速为4.1%，而三月的增速达到5.1%，比2018年第四季度的2.7%明显回暖，拉动消费增长0.53个百分点。

在限额以上企业中，有关消费升级的类别涨势喜人。例如化妆品类的消费在经历了2018年后半年的持续跌落之后，其3月份的同比增速蹿升至14.4%。又例如通讯器材类消费继2018年底的负增长之后，其3月份的同比增速分别达到13.8%。同时，中医药品类以及家用电器和音像器材类的消费持续了2018年波动上升的趋势，在2019年3月份他们的同比增速分别达到11.8%和15.2%。除此之外，受房地产市场回暖的影响，建筑及装潢材料类的消费继续上涨，其2019年一季度同比增速高于去年第四季度1.4个百分点，同时也高于去年同期0.1个百分点。

消费者信心指数继2018年下半年持续攀升，于2019年2月达到126点，创历史新高。课题组分析认为这与“两会”一系列减税降费、加大补贴、促进就业等改善民生的政策所释放出的积极信号密不可分。

(2) 投资增速回升，基建投资回暖。全社会固定资产投资名义增速回升，实际增速比去年有所增加。2019年一季度全社会固定资产投资累计同比增长6.3%，比2018年全年累计增速提高了0.4个百分点。剔除价格因素后，一季度全社会固定资产投资实际增长2.7%，比去年全年提高了1.5个百分点。整体民间投资增速从2018年全年累计同比8.7%回落至2019年一季度的6.4%。

分区域来看，东北和西部地区投资增速回升，东部和中部地区有所回落。全社会固定资产投资中，东部地区投资同比增长4.3%，比2018年全年增速下降1.4个百分点。东北地区增长低位回升，2018年一季度投资增长2.9%，比2018年全年上升1.9个百分点。中部和西部地区增速较高，其中中部地区增长为9.6%，比

2018 年全年回落 0.4 个百分点，西部地区投资增速为 7.8%，比 2018 年全年增加 3.1 个百分点。

分大类来看，制造业投资增长 4.6%，比 2018 年全年增速回落 4.9 个百分点，基础设施建设投资同比增长 3.0%。比 2018 年全年提高 1.2 个百分点，房地产业投资累计同比增长 11.4%，比 2018 年全年提高 3.1 个百分点。具体来看，一季度政府支出中的基建相关支出大幅增长，交通运输支出、城乡社区支出、农林水支出增长均高于去年同期，支撑基建投资增速回升。制造业投资同比增长相比去年全年虽有回落，但仍高于去年同期 0.8 个百分点。房地产业投资虽保持较高增长，但领先土地购置费约一年的本年土地成交价款累计增速较 2018 年全年增速大幅回落 45 个百分点，领先于建安投资增速的房屋新开工面积累计增速较 2018 年全年回落 5.3 个百分点，将使得房地产开发投资在未来面临下行压力。

未来固定资产投资增速的回升可能受益于减税降费措施的落地对制造业投资的改善和基建投资补短板的力度，面临的风险可能来自于房地产投资面临的下行风险。

(3) 对外贸易增速下滑，贸易顺差较去年同期大幅上升。2019 年第一季度进出口增速出现较大幅度下滑。其中，进出口总额为 10272.1 亿美元，同比增长 -1.5%；出口总额为 5517.6 亿美元，同比增长 1.4%；进口总额为 4754.5 亿美元，同比增长 -4.8%。进口增速慢于出口增速，贸易差额为 763.1 亿美元，相比 2018 年同期增加 314.6 亿美元。受 2018 年以来人民币汇率波动的影响，以人民币计价的进出口增速略高于以美元计价的进出口增速，2019 年第一季度，进出口总额、出口、进口的人民币值增速分别为 3.7%、6.7%、0.3%。进出口增速出现大幅下滑的原因是：第一，2019 年一季度，内、外部需求均保持较低水平，是进出口增速下滑的主要原因；第二，2018 年贸易摩擦引发的提前出口和提前进口对 2019 年一季度进出口形成挤压，从而导致进出口增速下滑；第三，2018 年进出口增速较高，基数效应影响下，2019 年进出口增速相对较低。分贸易方式来看，无论是加工贸易还是一般贸易，进口增速均低于出口增速；无论是出口还是进口，一般贸易增速均好于加工贸易增速。分国别来看，出口增长动力主要来自欧盟、东盟、韩国等国家，对新兴市场的出口增速出现明显下滑，延续了去年的趋势，说明新型市场的需求未出现明显回升；进口方面，从巴西进口增速较高，从美国进口增速出现大幅下滑，从其他国家的进口增速差异不大，进口增速的普

遍下滑主要由内需的下降引起。对美国出口增速和从美国进口增速均出现大幅下降，可见，持续的中美贸易摩擦及其引发的汇率波动已经对中美双边贸易造成一定的负面影响。服务贸易进、出口均略有下滑，服务贸易逆差基本保持稳定，服务贸易结构仍需改善。2019年1至2月，服务贸易总额为7540.0亿美元，同比增长-4.3%，其中，服务贸易出口总额为3713.6亿美元，同比增长-4.6%；服务贸易进口总额为3826.3，同比增长-4.0%。结构方面，占我国服务贸易较大比重的依然是一些传统的低附加值行业，如旅行、运输、加工服务等。在金融业扩大对外开放的背景下，金融、保险等行业的服务贸易增速或将有所上升。

(4) 失业率有所上升，居民收入增速加快，外出务工农村劳动力增加。2019年一季度，全国城镇新增就业人员324万人，同比下降1.82%。1、2、3月份全国城镇调查失业率分别为5.1%、5.3%、5.2%，同比分别上升0.1、0.3、0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率分别为4.8%、5.0%、5.1%。相对于2018年，就业形势稍显严峻，但整体稳定。一季度，全国居民人均可支配收入8493元，同比名义增长8.7%，实际增长6.8%，同比增加0.2个百分点，超过实际的GDP增速（6.4%）。其中，城镇居民人均可支配收入11633元，实际增长5.9%；农村居民人均可支配收入4600元，实际增长6.9%。城乡收入比值为2.53，同比下降0.02，城乡差距变小。3月末，外出务工农村劳动力总量17651万，同比增加210万，增长1.2%，增速比上年同期加快0.1个百分点；月均收入总体呈现上升趋势，一季度工资同比增长7%，同比增速降低0.3%。

城镇调查失业率数据从2018年4月开始正式公开发布。2018年，全国城镇调查失业率保持在5%左右。2019年一季度的失业率均在5%以上，一方面，由于春节前后为更换工作高峰期，许多人尤其是农村进城务工人员在节前辞去工作，节后重新寻找工作，摩擦性失业增加带动失业率上升。自2016年全国月度劳动力调查开展以来，每年春节前后城镇调查失业率均有所上升。更重要的一方面是，1、2月份企业需求疲软，这是导致失业率短期上升的主要原因。作为反映劳动力市场整体供求关系的重要指标，求人倍率（需求人数与求职人数的比值）从2016年下半年以来持续上升，并且这一趋势一直持续到2018年年底。2018年四季度求人倍率约为1.27，比2017年同期上升0.05，这个趋势显示了企业的劳动力需求疲软而导致这一季度的失业率增加。综合来看，失业率短期上升表现出就业形势稍显严峻，但是随着各项稳就业政策不断落地见效，税费改革效应

显现，春节后求职者逐渐找到工作，3月份失业率开始下降，就业形势将进一步改善，劳动力就业市场整体平稳。

一季度，城镇居民人均可支配收入实际增长低于全国水平，农村居民人均可支配收入实际增长高于全国水平，城乡收入差距持续变小。一方面，得益于农村的建设也发展加快，另一方面，一季度基础设施建设以及房地产投资加大使得外出务工人数与人均收入均增加。

（二）价格总体平稳

2019年1、2、3月份CPI同比增速分别为1.7%、1.5%、2.3%，一季度平均同比增幅为1.8%，其中扣除食品和能源的核心CPI一季度增速为1.9%，而2018年年均核心CPI增速为1.9%，价格总体稳定。正如课题组2018年度报告所预测的（预测值为1.7%），2019年第一季度CPI同比增速较2018年年均2.1%的增速有所下降，这主要是由非食品价格同比增速下降所致。事实上，2019年第一季度非食品价格同比上涨1.7%，明显低于2018年年均2.2%的上涨速度。相反，第一季度食品价格同比上涨2.2%，高于2018年年均1.8%的上涨速度。

2019年1、2、3月份CPI同比增速波动主要受食品价格波动影响。1、2、3月份食品价格同比增速分别为1.9%、0.7%、4.1%，影响CPI上涨约0.38、0.14、0.82个百分点，其中3月份的快速上涨主要受鲜菜和猪肉价格同比增速大幅变化所影响。春季是蔬菜上市的淡季，加之受多地低温阴雨天气影响，3月鲜菜价格上涨较快，同比上涨16.2%（1-2月同比涨幅仅2.8%），影响CPI上涨约0.42个百分点；另一方面，受猪周期和非洲猪瘟疫情的叠加影响，3月猪肉价格同比上涨5.1%（1-2月同比涨幅为-4.0%），为同比增速连续25个月为负后首次转正，影响CPI上涨约0.12个百分点。与之相比，1、2、3月份非食品价格同比增速变化较小，分别上升1.7%、1.7%、1.8%，影响CPI上涨约1.36、1.36、1.44个百分点。

从非食品分类来看，交通和通信、医疗保健的影响较大。2019年第一季度交通和通信价格同比上升为-0.8%，比2018年年均1.7%的同比增速减少约2.5个百分点。医疗保健价格一季度同比上升为2.7%，比2018年年均4.3%的同比增速减少约1.6个百分点。此外，2019年第一季度居住、生活用品及服务价格同比增速小幅低于2018年年均同比增速，均减少约0.3个百分点；而衣着、教育

文化和娱乐等价格的同比增速均小幅高于 2018 年年均同比增速，分别增加 0.6、0.4 个百分点。

因此，2019 年第一季度 CPI 同比增速依然处于合理区间。受增值税下调和医改效应减弱等因素的影响，课题组预计 2019 年扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速较 2018 年将略有下降。不过，考虑到猪肉等食品价格的影响，特别第二季度猪肉价格的上升叠加低基数效应将对 CPI 同比增速产生显著的拉动作用，预计 2019 年部分月份 CPI 的同比增速可能超过 2018 年。综上所述，课题组预计 2019 年 CPI 总体平稳，通胀风险可控。

2019 年 1、2、3 月份 PPI 同比增速分别为 0.1%、0.1%、0.4%，同比涨幅略有扩大；环比增速分别为-0.6%、-0.1%、0.1%，历时 4 个月为负后首次转正。第一季度 PPI 平均同比增速为 0.2%，大幅低于 2018 年年均 3.5%的同比增速。PPI 同比和环比增速的上升主要受生产资料价格的影响。1、2、3 月份生产资料价格同比增速分别为-0.1%、-0.1%、0.3%，分别导致 PPI 上涨约-0.07、-0.07、0.22 个百分点；生活资料同比增速为 0.6%、0.4%、0.5%，分别导致 PPI 上涨约 0.16、0.12、0.14 个百分点。进一步分析发现，第一季度生产资料中采掘业和原材料价格同比和环比增速上升较快。具体来说，1、2、3 月份采掘业价格同比增速分别为 1.2%、1.8%、4.2%，环比增速分别为-1.2%、1.1%、1.7%；1、2、3 月份原材料价格同比增速分别为-1.6%、-1.5%、-0.6%，环比增速分别为-1.5%、0.1%、0.3%。因此，2019 年一季度 PPI 同比增速较 2018 年大幅回落，但一季度内同比涨幅略有扩大。

分行业来看，多数工业行业价格小幅上涨。2019 年第一季度 30 个主要行业中，22 个行业产品价格同比上涨，其中涨幅低于 1%的有 9 个，高于 3%的仅有 4 个。第一季度内，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业价格涨幅快速扩大；黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格跌幅收窄；煤炭开采和洗选业、非金属矿采选业涨幅回落；造纸和纸制品业跌幅扩大。与 2018 年相比，仅黑色金属矿采选业，计算机、通信和其他电子设备制造业，燃气生产和供应业等 7 个行业同比增速上升，其中上升最快的黑色金属矿采选业也仅上升 2 个百分点；而在同比增速下降的行业中，石油和天然气开采业较 2018

年年均增速下降 23.1 个百分点，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 15.7 个百分点，黑色金属冶炼和压延加工业下降 11.4 个百分点。

因此，受基数效应和原油价格等因素的影响，2019 年一季度 PPI 同比增速较 2018 年快速下滑，尽管 3 月份较 1、2 月份有所上升，但上升幅度依然很小。尽管 2019 年第一季度国际油价保持上涨趋势，但考虑到国际油价上涨空间有限以及 2018 年较高的基数效应等各种因素的影响，课题组预计 2019 年原油对 PPI 的拉动作用将较 2018 年显著减少，相应地 PPI 同比增速亦将明显下降。

（三）货币供应增速保持平稳、实体部门融资需求回升

从货币供应来看，2019 年一季度 M1 和 M2 的同比增速分别为 4.6% 和 8.6%，均处于近年来较低水平。其中，1 月的 M1 同比增速仅为 0.4%，但其一季度整体反弹明显，这主要是单位活期存款增速自 2 月开始结束了持续 24 个月的下滑，并且回升幅度较大；而 M2 同比增速则整体平稳，这主要是因为其他类存款的增速进入 2019 年以来大幅下滑，抵消了 M1 增速的反弹对 M2 增速的拉动。总体而言，一季度 M2 的增速与 6.4% 的 GDP 实际增速和 2.3% 的 CPI 是相匹配的。基于当前的工作重点在于稳增长的基础上防风险，预计年内货币供应增速将总体保持平稳。

从融资需求来看，在信贷政策和财政政策共同发力的作用下，实体部门的融资需求进一步回升。从社会融资规模存量的增速来看，一季度增速为 10.7%。其中，人民币贷款和地方政府专项债券的增速高于总体增速，分别为 13.8% 和 40.4%；其他分项的增速则低于总体增速。从社会融资规模的增量来看，一季度新增 8.2 万亿元，同比多增 2.3 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 6.3 万亿元，同比多增 1.4 万亿元；企业债券净融资 9250 亿元，同比多 3848 亿元；非金融企业境内股票融资 535 亿元，同比少 748 亿元；表外融资增加 606 亿元，同比少增 1942 亿元；外币贷款折合人民币增加 241 亿元，同比少增 251 亿元；地方政府专项债券净融资 5391 亿元，同比多 4622 亿元。需要注意的是，一季度新增地方政府债券发行已占提前下达新增债务限额的 85%，占全年债务限额的 38.5%，预计未来地方政府融资需求增速将有所回落，难以持续成为拉动融资需求的主要动力。随着经济下行压力的缓解，金融市场预期的改善，债券和股权融资有望接棒地方政府专项，和人民币贷款一起拉动社会融资需求的增长。

在流动性投放方面,虽然1月人民银行两次调降存款准备金率共1个百分点,约释放长期流动性1.5万亿元,但是一季度人民银行在公开市场净回笼资金8400亿元,且中期借贷便利(MLF)余额同比减少1.2万亿元。总体而言,在市场流动性总体平稳的同时,央行回收了部分流动性,这一点从银行间质押式回购利率上也得到验证。例如,截至3月末,DR007的加权平均值为2.85%,进入2019年以来呈现整体回升的趋势。虽然金融机构的融资成本有所回升,但实体部门,除了个人房贷利率,其他利率均呈下行趋势。具体地,截至2018年12月,金融机构人民币贷款加权平均利率为5.63%。其中,一般贷款的加权平均利率为5.91%,票据融资的加权平均利率为3.84%,个人住房贷款的加权平均利率为5.75%。可见,前期金融系统内部利率水平的下降开始逐渐传导至实体经济。基于当前我国经济下行压力已有所缓解,房地产市场持续回暖,预计短期内货币政策边际上不会更加宽松,中长期的政策取向还将取决于经济运行状况。

在对小微企业发放贷款方面,2018年随着我国经济下行压力的不断增大,商业银行的风险偏好下降,小微企业贷款余额占商业银行所有贷款余额不断下降,2018年末较2017年末低约1个百分点。从贷款增速来看,2018年6月之前,商业银行中小微企业贷款增速和所有贷款的增速保持相同的趋势,可是进入2018年三季度,二者出现分化,在所有贷款增速开始回升的同时,小微企业贷款的增速却持续下降。可见,小微企业融资难的问题截至2018年末不但没有明显改善,甚至有进一步加重的趋势。进入2019年以来,人民银行在利用定向降准和定向中期借贷便利(TMLF)等工具的基础之上适当提高了对小微企业贷款不良率的容忍度,预计今年小微企业融资难的问题将有所缓解。

(四) 企业贷款需求旺盛, 融资缺口加大

贷款总体需求指数是反映银行家对贷款总体需求情况判断的扩散指数,其取值范围在0-100%之间,数值高于50%以上反映企业贷款需求处于向好或扩张状态。中国人民银行发布的调查报告显示,较2018年第四季度,2019年第一季度的企业贷款需求指数大幅提升,由63%上升至70.4%,提高了7.4个百分点。与此相关联的是银行贷款审批指数,它是反映银行家对贷款审批条件松紧的扩散指数,其取值范围在0-100%之间,数值高于50%以上反映银行贷款审批条件相对宽松。中国人民银行发布的调查报告显示,较2018年第四季度,2019年第一季度的银行

贷款审批条件指数上升了1.6个百分点，达到51.4%，处于自2013年以来最宽松水平，说明银行放贷审批标准有所放松。从企业角度来看，随着减税降费、补短板调结构以及扩大高水平开放等一系列重大措施的推进，企业投资意愿增强，贷款融资需求旺盛。从银行角度分析，2018年中国人民银行在实施4次定向降准之后，2019年1月再次推行全面降准政策，货币政策保持了偏松的基调；加之，中国人民银行支持商业银行多渠道补充资本金，引起银行风险偏好提升，贷款审批条件放松，放贷意愿增强，对信用扩张起到了积极作用。然而，贷款需求指数和贷款审批指数的差值为19%，较2018年第四季度上升5.8个百分点，说明银行贷款资金有效供给不足，仍无法满足企业融资需求，企业融资缺口持续扩大。

分企业规模看，各类规模类型企业贷款需求指数均上升，其中，大、中型企业贷款需求指数分别为58.3%和60.8%，相较于2018年第四季度，分别提高4.3和4.2个百分点；小微型企业贷款需求指数为71.8%，比2018年第四季度提高3.9个百分点，创2014年第三季度以来新高。一直以来，小微企业的贷款需求普遍高于大、中型企业的贷款需求，尤其是2018年第四季度之后，小微企业与大、中型企业的贷款需求指数之差进一步扩大。由不同规模类型企业的贷款需求指数可看出，一系列惠及民企、小微企业融资的货币金融政策相继出台，如增加民营企业信贷、支持民营企业发债、研究设立民营企业股权融资支持工具，虽然可以激发民企、小微企业的贷款需求，却难以充分满足它们的融资需求，其融资问题仍十分严峻。

（五）人民币汇率波动或将增大

自2018年第二季度，人民币遭遇了自2015年“8.11”汇改以来的第二次贬值。2018年第四季度人民币汇率会不会“破7”成为市场的普遍担忧。进入2019年，随着中美贸易谈判的积极进展，市场情绪好转，人民币中间价从1月初的6.85升至目前6.7左右的水平，之间更一度升值突破6.7。2019年，在岸与离岸的汇差（离岸减去在岸）较2018年第四季度有明显的缩小，从去年年底250个基点左右上升至今年3月末的107个基点左右，其间更有负值的情况出现，显示人民币做空压力的大幅减缓。此外，2019年第一季度，中国外汇储备规模保持每个月小幅上升的趋势，3月中国央行公布的最新外汇储备规模数据显示，中国3月外汇储备30987.6亿美元，环比增加85.8亿美元，增幅为0.3%。近期人民币升值走势主要有以下几个影响因素：首先，美元指数的强弱表现是人民币汇率调整的外部压力来

源。其次，美联储暂停加息进程，中美利差有望在一段时间内维持在一个稳定区间，这将会提振人民币资产的吸引力。第三，中国积极的实行金融市场对外开放，将会吸引国际资金流入中国资本市场。尽管如此，人民币的贬值压力仍不可忽视。首先，尽管美国经济有趋缓的迹象，美元指数在第一季度仍在高位震荡，美国经济仍在全球处于领先地位；全球地缘政治风险显现，美元避险功能依然重要。其次，短期看国内经济下行压力犹存，基本面弱化对人民币汇率产生压力。另外，对未来中美贸易摩擦的走势应该给予更多的关注。

在金融对外开放方面，2月28日MSCI将A股纳入因子从5%上调到20%；富时罗素GEIS指数集合将在2019年6月（纳入因子5%）、9月（纳入因子15%）和2020年3月（纳入因子25%）分三步纳入A股；彭博从4月开始分20个月将中国债券纳入彭博巴克莱全球综合指数，这些将鼓励更多的国际资金流入中国资本市场。除此之外，1月31日的中美经贸问题高级别磋商中，人民币汇率是一个重要议题；2月24日第七轮中美经贸高级别磋商后，官方表态“双方在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等具体问题取得实质性进展”；3月10日的央行两会记者会上，人民币汇率被提问多达5次。由此窥探，中国汇率市场化是一个必然趋势。从上海财经大学高等研究院构建的指数可以看出，2019年第一季度，央行直接干预汇市的痕迹不多，人民币此次的升值多是市场外汇供求的影响。综上所述，课题组认为2019年人民币汇率的波动将增大。

人民币贬值压力仍不可忽视。首先，中国外汇储备仍然具有弱点，纵使相较进口额度以及短期外债，外汇储备均十分充足，大大高于IMF所提供的警戒线。但是外汇储备/M2比例近来呈现下降趋势，3月只有11%，远低于IMF建议资本账户开放国家所该具备的20%（或是比对亚洲国家平均约有25%）。自2015年“8.11汇改”以来，尽管我国实行了严格的资本管制，净误差与遗漏项所隐含的资本流出从2015年接连3年呈现了2000多亿美元的规模，2018年下降到1600亿美元左右。其二，中国经济下行压力犹存。其三，尽管美元指数上升势头已明显趋缓，仍需注意其后续影响。最后，需要关注中美贸易摩擦的进一步发展。

贬值预期若使用人民币无本金交割远期外汇交易衡量，一年与两年远期外汇交易显示近期人民币的贬值预期相对稳定，与2018第四季度对比，贬值压力大幅趋缓（1年NDF：2018/10：1.2%；2018/12：0.7%，2019/3：0.5%，2年NDF：2018/10：

2.3%；2018/12：1.3%，2019/3：0.98%）。另外，过去一个月，三年的远期外汇交易价格指向约1.63%的贬值幅度，长期贬值预期仍不可忽视，但与2018年相比，贬值压力已大幅释放。

更长期汇率走势将受到中国货币政策的目标、各国货币政策、中国经济转型发展以及供给侧结构性改革是否到位等基本面影响。

（六）财政政策力度加强，收支缺口明显上升，债务发行提速

2019年一季度以来，减税效果非常显著，在很大程度上维持了家庭，企业 and 市场活力，财政收入总体保持平稳。财政收入结构有所改善，质量有所提高。公共财政预算收入一季度累计同比增长6.2%，增幅比2018年同期下降7.7个百分点。其中税收收入累计同比增长5.4%，比2018年同期降低11.9个百分点。降幅主要来自个人所得税和增值税，其中个人所得税累计增长幅度为-29.7%，增值税增长幅度为10.7%，比去年同期下降9.4个百分点。此外，企业所得税累计增长15.9%，增幅比上年同期上升4.2个百分点，消费税累计增长29.3%，增幅比上年同期小幅上升1.3个百分点。受贸易战影响，关税收入继续收缩，下降6.7%，上年同期为正增长6.3%。特朗普政府的贸易政策具有较强不确定性，但中美两国从经济到政治从合作迈向竞争的大环境不仅将继续对企业利润和双边贸易造成冲击，也会进一步影响到相关税收收入。

房地产相关收入降低3.9%，增速同比大幅回落36个百分点。其中，契税收入增长6.8%，增幅比上年同期大幅回落11.1个百分点；土地增值税增速-0.98%，比上年同期下降1.3个百分点；耕地占用税收入小幅上升0.48个百分点。另外，土地转让金收入降低5.3%，增速比上年同期减少46个百分点。随着房地产市场持续降温，地方政府卖地收入将受到制约，部分地方政府债务压力提高。

非税收入方面，第一季度非税收入累计6950亿元，同比上涨11.8%，占公共财政收入的比重小幅上升至13%，比去年同期上升了0.7个百分点，离金融危机前的个位数水平还有较大差距，有必要加快制度建设，进一步规范涉企收费。

公共财政支出增速明显上升。一季度全国预算支出5.86万亿元，其中地方支出5.17万亿元，同比增速均为15%。政府支出已完成全年预算23.52万亿元的24.92%，高于去年同期进度0.6个百分点。其中基建相关支出增幅大幅上升：交通运输支出增长47.4%，增幅比上年提高19个百分点；城乡社区支出增长22.8%，

增幅比上年提高 12.8 个百分点；农林水支出增长 14.6%，增幅比前值提高 9.9 个百分点。2019 年铁路基建投资目标为 8000 亿元，比 2018 年初目标提高 680 亿元，考虑到川藏线建设，预计铁路投资将明显上升；公路水运基建投资目标为 1.8 万亿元，与上年持平。根据中央经济工作会议精神，基建投资将从传统的“铁公机”扩展到包括 5G、人工智能、物联网等数字化基础设施领域。二、三季度财政支出将有望维持较高增速。

财政收支缺口 4973 亿元，比上年同期大幅增加 4500 亿元。占比较高的主要支出项目中，社会保障支出增长 7.6%，增速比上年同期下滑 4.6 个百分点，但因为占比较大（16.89%），仍然为总支出增速贡献 2.5 个百分点；教育支出占比约 14.5%，累计同比增速为 14%，比上年同期大幅上升 5.9 个百分点。此外，债务付息支出继续保持较快增长，增幅为 8.5%。随着 15 年和 20 年长期债券的逐步推出，政府债务结构可望优化。

地方债方面，2019 年发行节奏明显提速，一季度共发行 1.4 万亿元，同比增加 5.4%，其中新增发行 1.18 万亿元（2018 年一季度没有新增发行记录，全部为置换债券），已经达到全年总量的 38.5%。截至 4 月 15 日，2019 年地方政府累计发行债券 363 支，发行总额 1.49 万亿元，比上年同期的 0.38 万亿元同比增加 286%。2019 年，全国人大批准地方政府债务限额为 24 万亿元，比上年增加 3.08 万亿元。截至 3 月末，地方债务余额为 19.63 万亿元，直接债务总体规模控制在限额之内，考虑需要置换的非债券形式债务后，债务全年留存的债券发行空间仍有 4 万亿元。分地区看，青海、贵州两省的债务余额占 GDP 比重均超过 50%，高于全国平均水平 25.7%的还有海南、云南、内蒙古、辽宁、新疆、甘肃、宁夏和广西等八个省份。债券发行在财政发力和货币政策宽松的背景下提速，短期内有助于经济企稳，但是在中长期可能带来较大的偿付压力。在合理安排新增债务规模的同时，仍然需要进一步强化限额管理、预算管理、风险管理和应急管理的相关制度，重点防范和化解高负债省市的隐性债务风险。

（七）商品房销售回暖，房价企稳回升

2019 年第一季度，全国商品房销售面积累计同比下降 0.9%，降幅较上个月收窄 2.7 个百分点，销售额累计同比增长 5.6%，增幅较前两个月上升 2.8 个百分点，销售整体回暖。

分地区看，一季度各地销售走势相仿。3 月份东部地区销售面积同比降幅 6.8%，较上月收窄 2.9 个百分点，销售额增长 1.1%，较 1-2 月增长 2.3 个百分点。同期中部地区商品房的销售面积和销售额同比累计分别增长 2.8%和 10.9%，较 1-2 月分别提高 3.4 和 4.3 个百分点。西部地区的销售面积和销售额同比累计分别增长 4.3%和 12.2%，较 1-2 月分别提高 2.1 和 2.0 个百分点。东北地区的销售面积和销售额同比累计分别增长 0.3%和 6%，较 1-2 月分别提高 5.1 和 3.6 个百分点。

在销售回暖的带动下，全国房价企稳回升。3 月份 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长 11.3%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，环比增长 0.6%，新房价格较去年年末累计上涨约 1.7 个百分点；同期二手住宅价格同比增长 7.9%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，环比增长 0.5%，二手房价格较去年年末累计上涨约 1.0 个百分点。

分城市看，一季度各线城市的房价普遍上涨。3 月份共有 65 个城市新建住宅价格环比上升，较 2 月份增加 8 个城市；4 个城市环比下跌，较 2 月份减少 5 个城市。从二手房看，3 月份共有 57 个城市环比上升，较 2 月份增加 10 个城市，10 个城市环比下跌，较 2 月份减少 4 个城市。其中，二、三线城市一季度的新建商品住宅价格较去年年末分别上涨了 2.0 和 1.7 个百分点，二手住宅价格较去年年末分别上涨 0.9 和 0.9 个百分点，是驱动房价上涨的主力军。一线城市的新建商品住宅价格环比连续 5 个月增长，其中 3 月环比上涨 0.2%，一季度房价较去年年末累计上涨 0.9 个百分点。3 月份一线城市的二手住宅价格则环比上涨 0.3%，较 2 月份扩大 0.2 个百分点，呈现出企稳回升的态势。

为了避免忽视房产异质性导致的房价的“被平均”问题，课题组基于公开数据，在控制了住房特征（如朝向、装修情况、楼龄等）和房产所在区域等属性后，构造了更能反映真实房价走势的可比指数。据此数据，2018 年下半年一线城市的房价下行局面已发生了扭转，截止今年 3 月中旬，北京、上海、广州和深圳的房价较去年末分别上涨了 4.1%、2.5%、2.4%和 1.4%，其中北京、上海分别实现了 4 个月和 3 个月的连涨，广州、深圳的房价则在年初企稳后，在 3 月份加速上涨。可比房价指数进一步支撑了一线城市房价企稳回升的判断。

房地产市场的波动与调控政策密切相关。去年第四季度的中央政治局会议和中央经济工作会议释放了楼市调控淡化的信号，相应地，多地对楼市调控实行了边际放松，如菏泽取消了限售政策、广州放松了针对商住房的限购政策、珠海放宽了社保缴纳年限限制等等，进入 2019 年以来，广州、海口、常州、西安、石家庄等多地放宽入户门槛，进一步对楼市调控进行了稀释。于此同时，信贷政策也有所放松，多地下调了房贷利率。在政策面的影响下，今年一季度各地楼市纷纷回暖。另外，4 月 17 日，国家发改委发布文件，要求对大城市的落户限制进行放松，可以预计，未来房价的上涨压力仍将持续。然而，中央维持房价稳定的目标仍未发生改变，为了使房价在较为稳定的区间内波动，各地的楼市调控政策预计也将发生边际调整。

以北京这个全国楼市风向标为例，自 2018 年以来，多次出现楼市调控的调整，如在 2018 年第一季度、第四季度楼市较为疲软时，通过“人才新政”、降低房贷利率等政策提振房价，而在 2018 年第二、第三季度房价处于较高水平时，通过提高房贷利率、加强公积金贷款限制等政策，抑制房价的上涨，显示出逆周期调节的特性。不出意外地，随着今年第一季度的楼市“小阳春”，4 月 12 日，北京调整了国管公积金政策，明确对二套房贷款实行“认房又认贷”，并调高了国管公积金的首付比，释放了楼市调控再度边际收紧的信号。从全国层面来看，4 月 19 日的中央政治局会议重申了“房住不炒”的定位，并要求落实好“一城一策、因城施策、城市政府主体责任”的调控机制，预示着整体楼市调控可能又会出现边际收紧。在此局面下，课题组预计年内房价走势将保持整体平稳，应不会出现过大起伏。

然而，各项行政式的房地产调控手段本质上仍属于短期政策，其效果是暂时的和边际递减的，其目的在于避免已处于高位的房价再度发生过大波动、损害社会和经济的稳定发展。随着人口的减少，整体房价在长期中存在下行压力。为了避免楼市泡沫的破裂，还需要从供给侧和长效机制的角度出发，通过落实财税、户籍制度改革、扩大土地供给、发展租赁市场、有序推动房地产税出台、以及提高居民收入等政策，使经济发展水平尽快实现与房价的协调匹配。

二、中国经济面临的主要风险因素

当前，中国经济面临的风险因素依然很多，下面主要从中美贸易摩擦、家庭债务等相对比较突出的风险维度进行剖析。

（一）对外贸易面临的不确定性

第一，中美贸易摩擦仍是对外贸易面临不确定性的主要来源。2018年以来，中美贸易摩擦愈演愈烈。尽管中美双边经过多轮贸易谈判，阶段性共识有望在二季度达成，但长期来看，中美在贸易领域的障碍仍然存在，在一些具体行业的竞争和利益冲突难以通过谈判解决，中美贸易摩擦和谈判仍将持续较长时间，中美双边贸易的不确定性因素也难以消除，比如双边贸易政策的改变、贸易谈判条件的改变等。以上不确定性将为中美贸易带来较大负面影响，2018年以来，中美贸易增长的波动性加剧；2019年以来，中国对美出口增速和从美国进口增速均出现大幅下滑，中美贸易的波动性持续存在，并开始对双边贸易额产生负面影响。

第二，国际贸易环境正发生深刻变化，WTO的多边贸易框架面临一系列挑战，贸易规则的不确定性增加。国际贸易环境正发生变化，作为世界第一大经济体，美国正试图在WTO的多边框架协议之外，展开一场对其主要贸易伙伴国的多场双边贸易谈判。例如，2018年，美国对中国发起贸易摩擦，并就双边贸易的多个领域展开贸易谈判，试图在WTO框架外，重新建立中美双边贸易规则；2019年4月，美国政府提出针对部分欧盟商品加征关税，作为反击，欧盟公布了对美国近200亿美元的商品加征关税列表。美欧之间的贸易摩擦或大概率延续2018年以来中美贸易摩擦的发展路径，即在互相加征关税的基础上，双方进行贸易谈判，并最终在WTO框架之外达成双边贸易协定；与此同时，美国和日本的新双边贸易协议也在谈判中。美国正试图与其贸易伙伴国建立一对一的双边贸易协议，在此影响下，国际贸易规则正发生重大变化，中国对外贸易面临的贸易秩序和贸易规则的不确定性在增加。

（二）家庭债务持续累积，新增存款暴涨值得关注

家庭债务方面，受房地产市场回暖影响，一季度家庭债务新增额明显回升，特别是中长期贷款方面，从2019年1月份开始，家庭中长期贷款新增额占总贷

款新增额的比例结束三个月的下行，已连续三个月上涨，在3月达到27.2%。虽然受新增贷款总量增加的影响，该比例仍处于低位，但贷款新增量巨大，更是在2019年1月创下6969亿元的单月最高新增记录。而家庭短期债务新增额在经历了2月份的大幅下跌后，在3月份也创下4294亿元的单月最高新增记录。综合来看，一季度家庭部门新增债务1.8万亿元，其中短期债务新增0.43万亿元，中长期债务新增1.38万亿元。在防范系统性风险，且银行流动性充足的大背景下，家庭部门会继续承接大量的新增贷款。

家庭债务在持续累积。根据国际清算银行的测算，截止到2018年第三季度，家庭债务占GDP的比重已经达到51.5%，继续以近一个季度1个百分点的速度攀升，伴随着家庭债务新增额的回升以及经济增速的放缓，这一累积速度可能会进一步加快。在债务额方面，截止到2019年3月份，家庭部门已经累积近49.7万亿元的债务，其中中长期债务就有35.8万亿元。无论是课题组在之前的报告中利用宏观数据，以及中国家庭追踪调查数据(China Family Panel Studies, CFPS)这一微观数据，还是最近其他学者利用中国家庭金融调查(China Household Finance Survey, CHFS)的研究，¹均揭示了家庭债务累积对于实体经济，特别是家庭消费的负面影响。而家庭债务累积速度的加快无疑会进一步放大该负面影响。

家庭部门在累积债务的同时，家庭部门的新增存款也在增加。一直以来，每年的第一季度都是家庭新增存款最多的一个季度，而今年更是如此。2019年第一季度家庭新增存款6.07万亿元，比去年同期增加1.8万亿元，同比增速高达40%左右，远超其他年份同期规模。受家庭存款的增加的影响，同2018年末相比，2019年第一季度大部分省份家庭部门杠杆率（家庭债务与家庭存款之比）均有所下降，尽管仍要比去年同期有所上升。同时由于杠杆率下降与杠杆率呈现负相关关系，导致区域杠杆率持续分化。

课题组认为，家庭存款快速增加的原因有两个，一是二手房市场的火爆传导到三四线城市，买房者增加债务的同时，卖房者增加了存款，而在以往的中国三四线房地产市场，家庭以购买新房为主，很少购买二手房，这一家庭偏好的转移值得关注。二是劳动力市场需求端的持续走弱使得家庭预防性储蓄动机上升。在

¹ 见 Kaiji Chen, Qing Wang, Tong Xu, Tao Zha, Aggregate and Distributional Impacts of Housing Policy: China's Experiment, 2019, working paper.

2018 年终报告中，课题组着重强调了企业经营困难导致的劳动力需求的疲软，而这一疲软仍未见明显改善。截止到 2019 年 3 月份，PMI 从业人员指数仍低于 50% 的荣枯线，即便非制造业部门的从业人员指数略有上扬，但制造业部门的从业人员指数持续走低。当家庭面临更大的失业风险时，家庭的预防性储蓄动机就会变强，使得家庭增加储蓄，因此，“稳就业”是一项长期必要的任务。

三、短期对策及中长期改革建议

展望二季度及下半年，中国经济机遇与挑战并存，课题组对中美贸易摩擦与磋商的走向持谨慎乐观态度。从美国与加拿大、墨西哥达成的新北美自由贸易协定之后的经济纷争看，单单一纸协议恐无法让美国取消早前所作出的关税安排。尽管如此，课题组认为中美之间以零关税、零壁垒、零补贴为努力目标和以加强知识产权保护、创造公平竞争营商环境为重点的磋商依然应加以推进，因为这些目标重点与新时期中国全面深化改革、扩大开放的目标是相一致的。中美关系具有世界影响，双方合作和互利的根本前提是增加信任而不是逐渐失去信任，双方此次如能籍中美建交 40 周年的契机顺利达成协议，恢复信任，最大化共同利益，将给双边和世界经济注入更多的确定性，也有利于通过经济全球化开放倒逼中国进行进一步的经济市场化改革，二者相辅相成。

当然，解决中国经济增长的稳定性、可持续性问题以及经济发展中所面临的不平衡、不充分问题，关键还是要靠自己。中国经济要实现稳中求进，实现更加平稳、持续的经济增长，更加平衡、充分的良性发展，需要处理好政策协调与改革驱动之间的辩证关系。一季度在货币政策宽松、财政政策积极的支持下，信贷规模激增、基建投资反弹、消费增速回升，经济增长的势头良好。但是，复苏反弹的微观基础还不牢固，并且从历史经验看，宽松政策刺激的经济增长效应往往是短期的，甚至可能会有中长期的负面效应。唯有扩大经济全球化开放、深化经济市场化改革，推动中国从要素驱动向效率驱动、创新驱动的转型，才能确保经济增长的稳定性和发展的高质量。具体而言，课题组有如下建议：

（一）加强财政政策、货币政策、宏观审慎政策与其他政策之间的协调

2019年中国宏观经济政策的总目标是“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定”，尤其要注重稳增长与防风险的辩证统一和良好平衡。财政政策和货币政策在进行逆周期调节的同时，也要注意财政金融风险的防范与化解。一季度，增值税和个人所得税减税力度较大，而全年的减税降费目标近2万亿，财政收支的平衡性需要统筹考量，要避免地方政府债务的再度膨胀，最终还是通过增税来补偿，落入“黄宗羲定律”陷阱。所以，在减税的同时，更重要的是要加快补贴政策的调整、营商环境的改善、竞争中性的确立，增强企业在竞争性环境下发展的内生动力，培植税源，夯实税基。同时，在向市场注入流动性的同时，需要把好货币供给闸门，并注重利率政策与汇率政策协调配合，健全货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架，防范和化解重大金融风险。

（二）加快构建升级版的双边多边自由贸易协定扩大中国经济全球化开放

中国经济的发展得益于经济全球化开放，进入新时期零关税、零壁垒、零补贴、加强知识产权保护、创造公平竞争营商环境等正成为开放体系下全球经济贸易和投资的目标和重点，其中关于“三零”也许短期内还达不到，但是作为努力目标是一个很好的方向，从更加长期的角度，或者说更加开放、以开放倒逼改革的角度去权衡和考量，这对中国经济的发展也是有利的。中国应该以中美经济贸易磋商为牵引，加快推进中欧、中日韩、中韩、中日、中英等主要多边双边自由贸易协定的谈判或升级谈判，形成支持多边主义、自由贸易的统一战线。只有这样，才能在对全球贸易规则的重新制定过程中充分保障自身的利益，才能未雨绸缪地以开放倒逼国内改革做好针对性的应对准备，也才能通过国际经济利益的再调整促进新的全球自由贸易体系的形成。

（三）深化以效率驱动和创新驱动高质量发展为导向的经济市场化改革

与改革开放前40年相比，当前我国要素资源禀赋结构和约束条件已发生变动，要素投入边际收益递减规律也持续发生作用，传统发展模式的增长红利面临衰竭。我国正面临人口老龄化加快、资源和能源短缺、环境容量濒临警戒线等严峻形势，这些都意味着单纯依靠要素驱动的发展模式不可持续，必须通过深化经济市场化改革来加快转变经济发展方式，实现向高质量发展阶段的迈进。经济市场化改革的根本就是让市场在提高资源配置效率上发挥决定性作用，以激发微观

主体尤其是民营企业的活力，依靠技术进步、人力资本提高来勃发创新力，提高全要素生产率，不断提升我国经济发展的质量、效益和国际竞争力。在此过程中，需要进一步落实放管服的改革来转变政府职能，减少审批事项和环节，强化事中事后监管，给企业更多经济上的自主权和灵活度。

上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”课题组：

负责人：田国强 首席顾问：盛松成 首席专家：黄晓东

本期分析报告撰写人（按姓氏拼音排序）：

陈旭东、付宁、李倩、李双建、刘子熙、宁磊、唐荣胜、王小雯、王玉琴、吴化斌、杨轶波、张同斌、赵琳、朱梅

本报告联系人：陈旭东（021-65903125，chen.xudong@mail.shufe.edu.cn）

分析内容	撰稿人
全国消费数据分析	李倩 副教授（美国纽约州立大学石溪分校经济学博士） 付宁 助理研究员（美国兰德公司研究生院政策分析学博士，南加州大学政策学院博士后）
全国固定资产投资数据分析	王小雯 助理研究员（香港大学经济学博士）
全国家庭债务数据分析	宁磊 助理研究员（上海财经大学高等研究院博士后）
全国劳动力市场数据分析	唐荣胜 副教授（美国圣路易斯华盛顿大学经济学博士）
全国金融数据、人民币汇率走势分析	王玉琴 助理研究员（美国南伊利诺伊大学经济学博士）
	刘子熙 助理研究员（德国法兰克福大学经济学博士）
	李双建 博士后（南开大学经济学博士）
全国财政数据分析	吴化斌 助理研究员（上海财经大学经济学博士）
	张同斌 副教授（西班牙巴塞罗那自治大学博士）
全国房地产数据分析	杨轶波 博士后（上海财经大学高等研究院博士后）
对外贸易数据分析	赵琳 助理研究员（中国科学院管理学博士）
全国CPI、PPI与消费数据分析	朱梅 副研究员（北京大学金融数学博士）

上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”项目组

上海财经大学高等研究院于 2009 年底发起成立“中国宏观经济形势分析与预测”项目组，对中国宏观经济的发展趋势与潜在风险进行长期跟踪研究，定期发布最新的中国宏观经济形势分析与预测报告，为政府及社会各界提供有丰富参考价值的经济洞见、对策建议和长期治理方案，得到政府有关部门和社会各界的关注，被《人民日报》、新华社等重要媒体广为报道和引用分析结果。

项目组总负责人为田国强教授，其现为上海财经大学高等研究院院长、经济学院院长。项目组首席顾问为盛松成，现为上海市人民政府参事、曾任中国人民银行调查统计司司长。首席专家为黄晓东教授，其现为上海财经大学高等研究院常务副院长，曾任美联储堪萨斯分行高级经济学家、美联储费城分行经济顾问等职务。项目成员团队包括数位现任或曾任美联储高级经济学家的国际知名宏观经济专家，多位毕业于海内外顶尖经济学学术重镇的博士。

2015-2016 年度报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/e1/45/ae4c740d492085da4efa823fe94e/94f3ecd3-90a1-418f-8145-3848cb1b8cbd.pdf>

2016 年年中报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/bd/f2/158db78d47bba8c9146abdf21af2/0d4a48cf-9c17-461e-823f-3fa49a2b010c.pdf>

2016-2017 年度报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/c8/a7/46b2d3d64b24877c16393cf1d126/281490ed-eaf7-45f8-a3dd-78f6a0358a6d.pdf>

2017 年年中报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/e0/83/b580e42f4ed39d38f7f81a984f12/b3aea260-913b-420e-9c6e-13d958ba0e2e.pdf>

2017-2018 年度报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/e1/0e/a278148442a7a75acd4acd54db63/3dfbeef2-d7d6-4312-abb1-3e1e6ca73912.pdf>

2018 年中报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/40/97/5757326640728ce062f6461fa59d/a95feca1-2773-4575-bff0-69b5457b3e5d.pdf>

2018-2019 年度报告下载地址为：<http://iar.shufe.edu.cn/upload/article/files/5b/7e/34a2d6874805941d583148c073dd/66012430-d77a-4e44-9cab-3622ab51e1fd.pdf>