



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2018 年第 05 期 总第 25 期 · 宏观报告

2018 年宏观经济形势分析及对策建议

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 程丹润

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：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206

2018 年 02 月 26 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 金融危机已历十年，十年风雨，经历了痛苦调整之后，全球经济终于看到了复苏的曙光。中国经济同样如此，2017 年 GDP 实现 7 年来首次提速，经济增长转为投资和消费共同拉动，国民经济稳中向好、好于预期。
- ◆ 2018 年，在消费升级和外需向好的环境下，三驾马车将呈现“一升一缓一稳”格局，对经济平稳增长和结构转型提供支持。宏观经济运行的主线是旧动能的回落、新动能的提升，基建、房地产等“旧动能”或将逐步退出，而以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的新型服务业、以及装备制造业、高新技术行业等代表的工业投资的“新动能”对经济增速的拉动作用明显提升。

2018 年宏观经济形势分析及对策建议

2008 年的金融危机已历十年，十年风雨，经历了痛苦调整之后，全球经济终于看到了复苏的曙光。中国经济同样如此，2017 年 GDP 实现 7 年来首次提速，经济增长转为投资和消费共同拉动，国民经济稳中向好、好于预期。2018 年，中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，随着供给侧结构性改革的深入推进、新旧动能的加快转换，活力不断增强、结构不断优化，预期仍将保持韧性稳健增长。

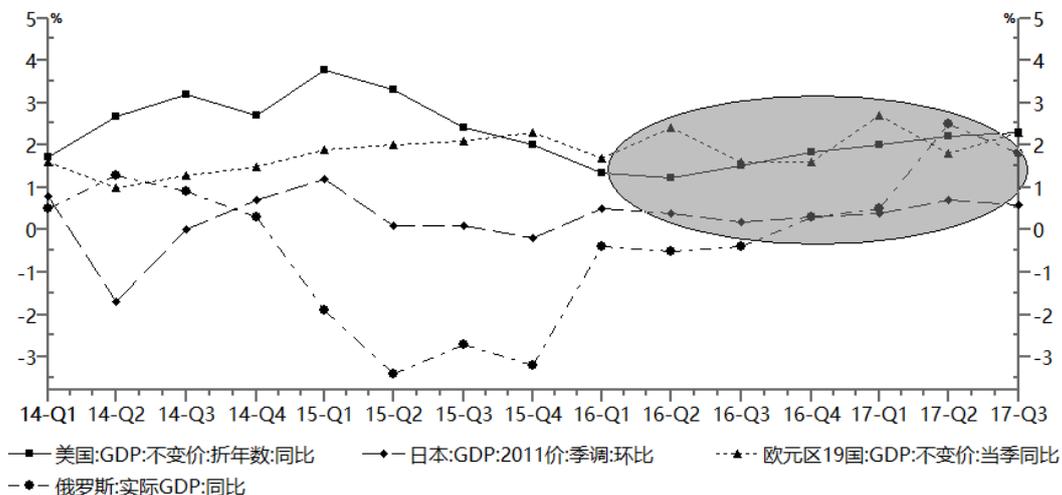
一、国际经济形势分析

(一) 主要经济体复苏延续，进入复苏换挡关键阶段

1. 主要经济体增速加快

哈佛大学卡门·莱因哈特和肯尼斯·罗格夫教授的长时间序列研究显示，**金融危机在发达经济体的持续期平均为 7.3 年，在新兴市场经济体的持续期平均为 10 年**。2007 年全球金融危机爆发至今已有十年，从 2016 年开始，世界经济开始出现复苏态势，2017 年呈现出略有加速情况，美国经济扩张继续加快，欧盟经济震荡上行，日本经济弱势复苏，俄罗斯经济企稳回升，目前来看，**弱势复苏将进入复苏换挡关键阶段，并有望借助政策搭配的重心转移，实现由“脆弱慢增长”向“稳健快发展”的长期状态转换。**

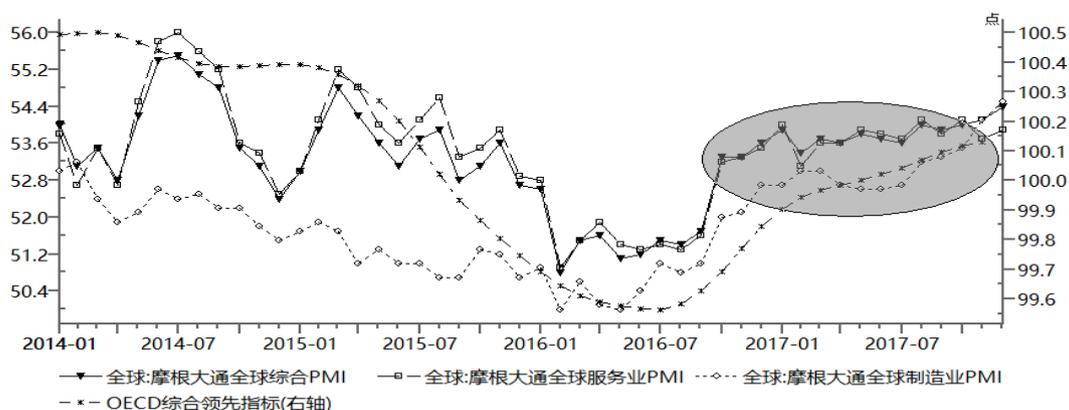
主要经济体季度GDP增长率



2. 景气指数明显提升

主要经济体 PMI 指数均位于荣枯线水平以上，2017 年 12 月摩根大通全球制造业 PMI 升至 2011 年 5 月以来高点 54.5，10 月 OECD 综合领先指标也升至 2015 年 7 月以来新高 100.1032。

全球景气指数



数据来源:Wind资讯

3. 主流预测相对乐观

2017 年, 国际组织均多次上调全球经济增速, IMF 针对 2018 年全球、中国、发达经济体、新兴市场和发展中经济体增速预测分别上调 0.1、0.3、0.2、0.1 个百分点。

IMF 全球经济增长预测 (2017 年 10 月)

年份	2016	2017	2018	较 2017 年 7 月预测变化	
				2017	2018
全球	3.2	3.6	3.7	+0.1	+0.1
发达国家	1.7	2.2	2	+0.2	+0.1
其中: 美国	1.5	2.2	2.3	+1.2	+0.2
欧元区	1.8	2.1	1.9	+0.2	+0.2
日本	1.0	1.5	0.7	+0.2	+0.1
新兴市场	4.3	4.6	4.9	+0.0	+0.1
其中: 中国	6.7	6.8	6.5	+0.1	+0.1
印度	7.1	6.7	7.4	-0.5	-0.3

(二) 宽松政策逐步退出, 货币政策继续分化

1. 美国货币正常化进程加速

2017 年美国 GDP 增速连续三个季度提升, 制造业 PMI 整体上升, CPI 温和, 货币正常化的进程加速, 全年加息 3 次。2018 年, 美国消费强劲有望继续保持, 税改对经济增长起到促进作用, 通胀预期上行, 货币收紧依然是主基调, **全年预测仍有三次加息。**

2. 欧洲货币政策料将收紧

2017 年欧洲经济受益于内外需求强势拉动开始回升, 制造业 PMI 持续走高, 为数据发布以来新高, 失业率重回下行趋势, 已降低至 2007 年的水平, 但通胀仍然表现低迷, CPI 增长在 1.5% 左右。2018 年, 欧元区经济增长强劲, 加上美联储加息政策的潜在影响, **欧洲央行将紧跟美联储逐步收紧政策 (比如缩小购债规模等), 但 QE 将持续运行至通胀路径出现“可持续的调整”, 加息短期不会来临。**

3. 日本继续大规模宽松政策

2017 年在海外形势良好的背景下，日本经济前三季度增速分别为 1.5%，1.5%，2.1%，虽保持增长，但仍低位徘徊。2018 年，预期增长在 1.5-2.0% 之间，且通胀目标距 2% 相去甚远，将继续推行当前大规模宽松措施，**但会调整国债购买来收紧银根。**

(三) 外需支撑出口，货币税改影响有限

1. 经济复苏对出口形成支撑

实证研究表明，**影响我国出口的主要因素是外需，而非汇率。**全球经济复苏，外需好转将继续支撑中国出口，并从需求端支撑中国经济增长，意味着对基建、地产的依赖下降，从而为国内去杠杆、强监管创造有利条件。

2. 货币收紧的外溢效应分析

尽管主要经济体货币政策仍处分化状态，但大都呈现收紧趋势，这将通过跨境资本流动对中国带来影响。直接影响是美债收益率上升，中美利差收窄，增加中国资本外流压力，进而推动人民币贬值，如经济下行压力加大，将形成**“利差收窄—资本外流—本币贬值—资本外流—本币贬值”**的恶性循环。但是，近期来看，国内金融环境趋紧造成利率上升，中美利差已经恢复到合意水平，人民币对美元贬值压力已大幅减小，同时，**在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定的不可能性三角之间，中国势必通过管控资本自由流动和提高汇率波动容忍度，来优先保证货币政策独立性。**因此，2018 年，全球市场加息及缩表节奏所带来的货币政策外溢效应，对中国货币政策会构成一定制约，但整体影响效果有限，中国货币政策不会亦步亦趋，主要考虑因素仍是国内经济增长和化解金融风险的需要。

3. 美国税改“虹吸效应”有限

2018 年税改实施已然板上钉钉，短期影响，海外利润兑换美元汇回，可能显著推高美元，对人民币产生贬值压力，但实际上 9000 亿美元的可汇美国海外利润仅有 10% 需要兑换，对汇率影响甚微。长期影响，**主要是存量的“内资外流”和“外资撤出”以及增量的直接投资减少**，应该来说，企业税 20% 的吸引力不如预期，且税收并非外资的唯一决定因素，广阔的消费市场才是，加上我国正在实施的结构性减税、降成本以及扩大对外开放政策，可以有效化解税改带来的不利影响。

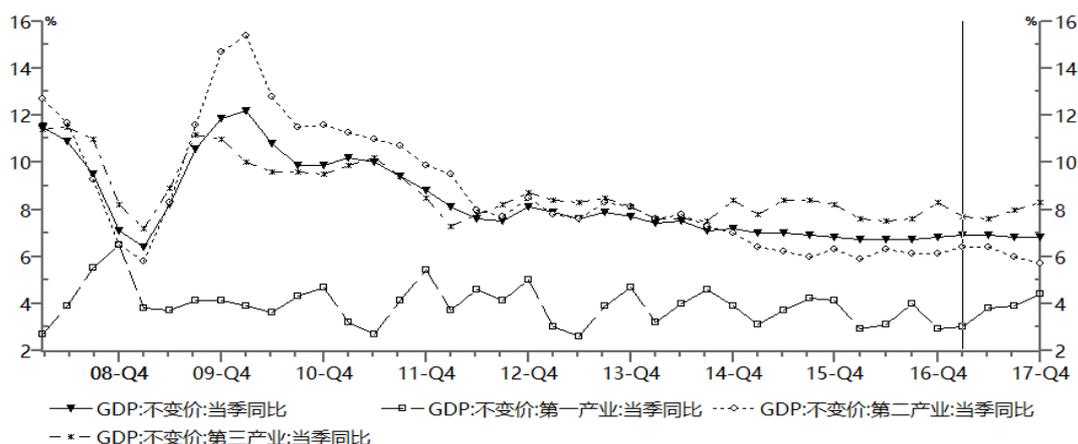
二、国内经济形势分析

(一) 经济增速超预期，经济韧性仍较强

1. 经济增速好于预期

2017 年四季度 GDP 同比增长 6.8%，和上季度持平，全年同比增长 6.9%，**经过近 7 年调整后首次实现回升**，超过年初设定的 6.5% 目标，好于预期，显示经济保持较强的韧性。分产业来看，四季度第二产业同比增长较上季度回落 0.3 个百分点，第一产业和第三产业同比增速分别为 4.4%、8.3%，分别提升 0.5、0.3 个百分点，2017 年**第二产业拉动 GDP 增长贡献度下跌 2 个百分点，第三产业提升 1.6 个百分点，显示经济结构已经在向服务业转型。**

全国GDP及三大产业不变价当季同比

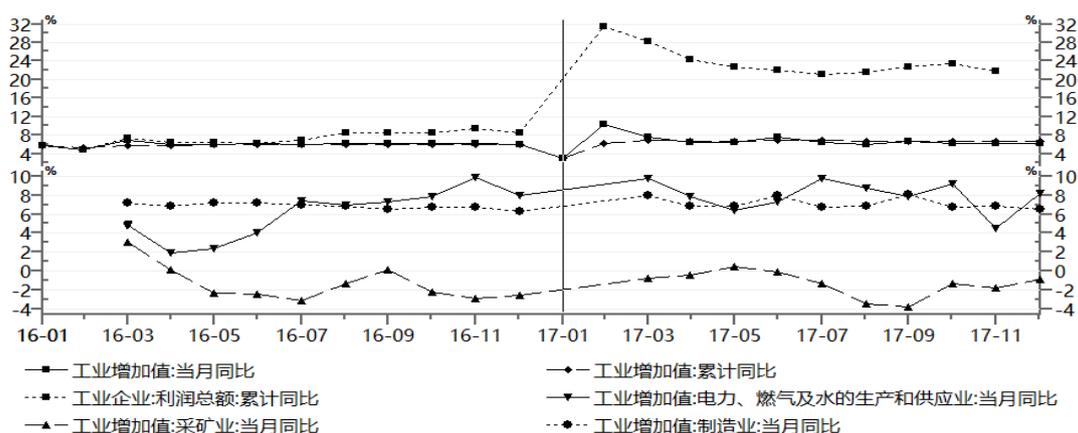


数据来源:Wind资讯

2. 工业增速前高后低

中国经济增长的波动主要来自于工业，12月工业增加值同比增速6.2%，较11月微幅回升，与12月发电量增速回升相一致。全年规模以上工业增加值同比增长6.6%，提升0.6个百分点，**总体呈现“前高后低”态势**。年初，随着我国深入推进供给侧结构性改革，钢铁、煤炭等高负债率行业不断清理过剩产能，工业生产质量得到加强，企业利润改善，需求回暖，促进工业生产稳步增长；而到了7月，大力开展环保督查行动，严格治理存在环境污染问题的企业，导致供应端收缩，粗刚、钢材、有色金属、水泥等主要工业品生产速度趋缓。**具体行业呈现出好坏参半、下游冷上游热的景象**，采矿业增加值下降1.5%，制造业增长7.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长8.1%，高技术产业和装备制造业分别增长13.4%和11.3%，显示高质量的经济成分表现稳健。**利润增速创2012年以来新高**，1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长21.9%，比上年同期加快12.5个百分点，有助于生产恢复以及投资增长。

规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



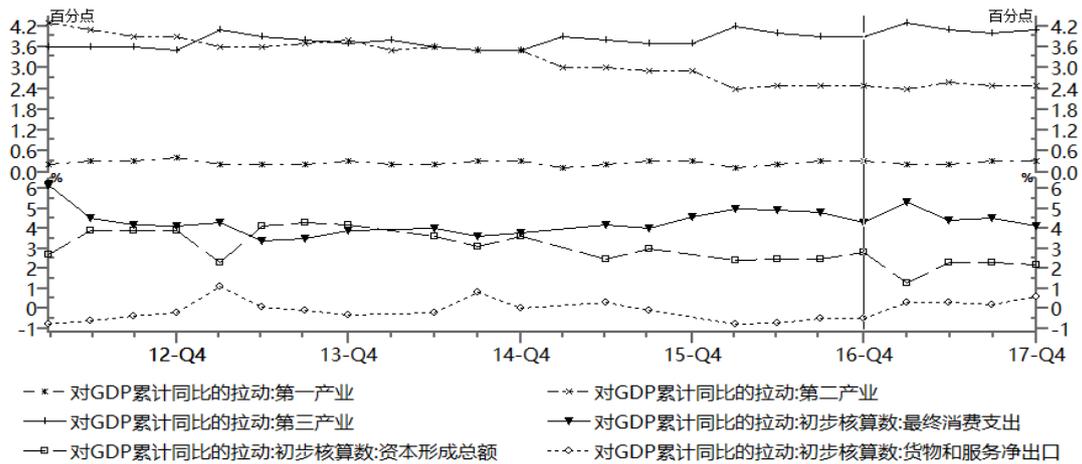
数据来源:Wind资讯

3. 外需支撑增长

2017年最终消费支出、资本形成、净出口对GDP增长的拉动分别为4.1%、2.2%、0.6%，消费和投资对GDP拉动减弱，而净出口拉动较2016年提升1.1个百分点，**尽管**

2017 年制造业、房地产投资一度明显超预期，但推动经济形势好于预期的关键因素在于外需。近年来，随着消费超过投资成为拉动经济增长的主要动力，我国经济增速的季度波动幅度明显缩小，2015-2017 年经济增速的季度波动幅度维持在 0.1 个百分点上下，这种由动能转换和韧劲增强带来的稳态在 2018 年仍会维持。2018 年，内需总体平稳、外需总体向好，供给侧改革带来的行业整合，以及新经济的加快成长，将推动工业增速保持一定水平，经济增长有望获得稳定支撑，但受价格贡献边际减弱及基数加大影响，利润增速将有所回落。

三产及三大需求对GDP累计同比拉动 (2012Q1-2017Q4)



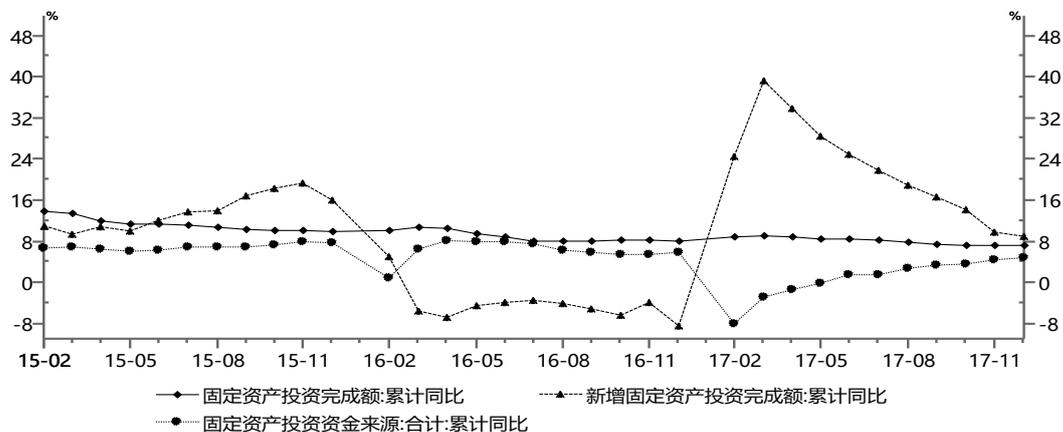
数据来源:Wind资讯

(二) 投资增速回落，呈现前高后低

1. 固定资产投资下滑

2017 年上半年，随着财政发力、各种 PPP 项目落地，固定资产投资增速开始反弹，最高反弹到 3 月的 9.2%，同时新增固定资产投资累计完成额增速高达 39.2%，创五年新高。下半年以来，**随着预算内资金提前透支，以及 PPP 项目的规范，固定资产投资呈下行趋势，全年呈现前高后低、稳中趋缓态势**，全年增速 7.2%，较 2016 年下降 0.9 个百分点，新增固定资产投资增速 9.0%，较上年提升 17.5 个百分点，固定资产投资资金来源全年增速 4.8%，较上年下降 1 个百分点。

固定资产投资及资金来源累计增速

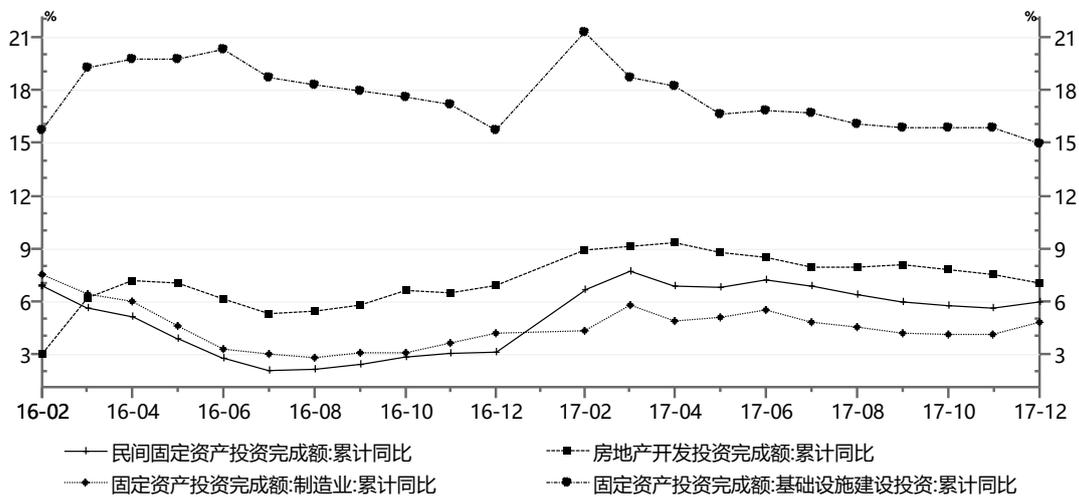


数据来源:Wind资讯

2. 基建支撑作用下降

2017 年基建投资增速继续领跑三大类投资，1-12 月累计同比增长 14.9%，增速较 1-11 月下滑 0.9 个百分点，是 2013 年以来最低值，或因稳增长压力不大，且财政支出进度前移，年底基建投资冲刺力度不及往年同期。与 2016 年相比，2017 年基建投资增速回落 0.8 个百分点，为全年固定资产投资增速下滑的主要拖累，年内走势总体亦符合前高后低特征，这与预算提前透支、政府稳增长压力淡出、地方政府债务监管强化、城投债净融资量大幅萎缩、资金面偏紧等因素有关。不过，2017 年 PPP 项目发力明显，即使在财预 87 号文和 92 号文的影响下，1-10 月 PPP 项目总投资额累计同比增长仍然高达 38.9%，10 月 PPP 项目落地率从 2016 年底的 31.6% 提高至 37.4%，对基建投资构成一定支撑。从经济理论来看，目前我国的要素禀赋从原来的资本稀缺、劳动力丰富向资本不再稀缺、劳动力稀缺转变。资本不再稀缺，边际回报下降，劳动力成本上升，刺激投资得不偿失，因此基建投资增速的下滑有其理论根据。

固定资产投资分项累计同比

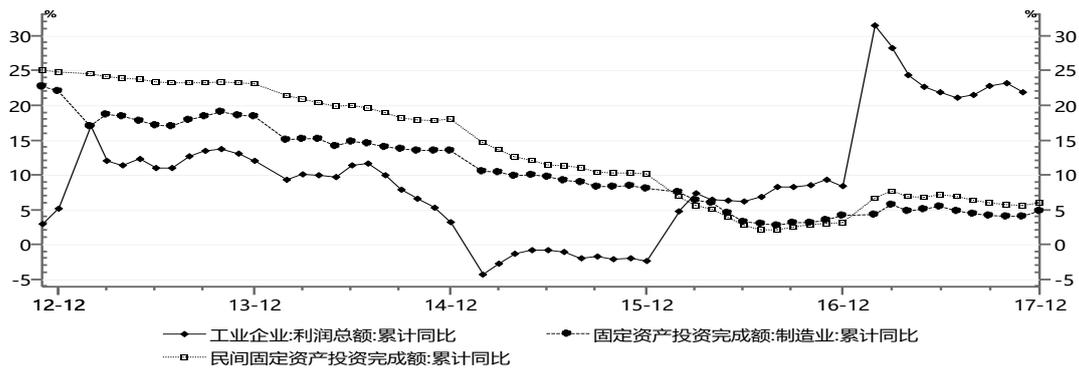


数据来源:Wind资讯

3. 制造业、民间投资有所加快

2017 年制造业投资在出口向好、利润修复等因素提振下有所加快，1-12 月累计同比增长 4.8%，增速较 1-11 月提高 0.7 个百分点，较 2016 年提高 0.6 个百分点。不过，对比长期历史趋势和 2017 年利润增长速度（2017 年 1-11 月，工业企业利润总额累计同比增长 21.9%，增速较 2016 年同期大幅回升 12.5 个百分点），制造业投资整体表现仍较为疲弱。主因是上游价格上涨挤压中下游利润，而盈利改善的上游企业扩大投资的空间和需求有限。民间投资摆脱了 2016 年以来的持续下滑，与制造业投资一样保持加快趋势，但增速超过制造业 1.2 个百分点，达到 6.0%，较 2016 年提升 2.8 个百分点，主要由于国十条的出台、降成本措施的推进，有效激发了民间投资活力。

制造业、民间固定资产投资、工业利润累计同比



4. 房地产投资增速略有加快

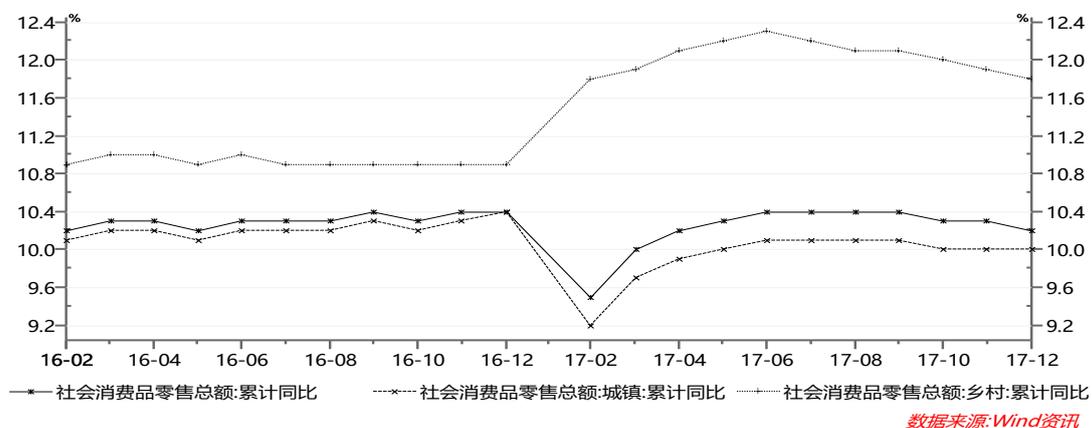
2017年房地产投资表现出较强韧性,1-12月累计增速7.0%,较2016年小幅提高0.1个百分点,主要受三、四城市去库存效果显现及土地购置高位运行支撑(受土地供应改善及房企增加土地储备拉动,2017年购置土地面积同比增长15.8%,增速较2016年大幅提高19.2个百分点)。但从年内走势来看,前高后低,增速下滑的拐点出现在5月,商品房销售大幅放缓对投资的传导效应持续显现,1-12月累计同比增长较上月下滑0.5个百分点,已为连续第四个月下滑。虽然11-12月商品房销售增速连续两月反弹,但这主要受低基数及新增供应增加影响,不代表市场景气回暖或调控松绑。

(三) 消费增速小幅放缓,预期结构分化

1. 高基数下的汽车零售额拖累消费增速

2017年1-12月社会消费品零售总额累计同比增长10.2%,增速较2016年同期小幅放缓0.2个百分点,保持平稳增长态势。2017年全国居民人均可支配收入同比名义增长9.0%,增速较2016年同加快0.6个百分点,为消费增长提供了基础性支撑。同时,1-12月CPI累计同比增长1.6%,低于2016年同期的2.0%,为居民消费创造了温和的通胀环境。12月社会消费品零售总额同比增长9.4%,3月以来首次低于10%,较11月下滑0.8个百分点,主要受2016年底汽车购置税减半政策到期导致汽车销售高基数影响,汽车零售额同比增速放缓2.0个百分点(汽车销售额占比例四分之一)。

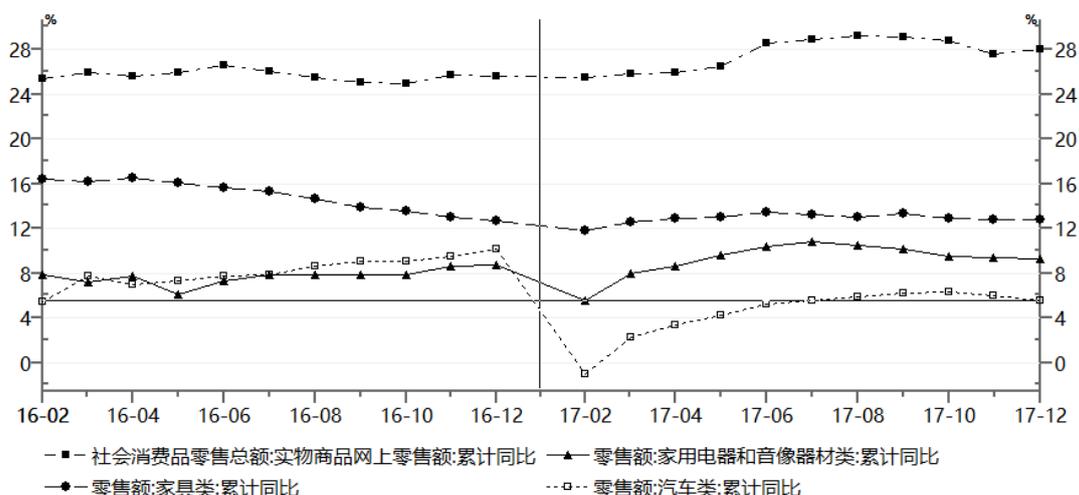
社会消费品零售总额累计同比



2. 消费结构愈加分化

城乡消费增速差距缩小，乡村消费品市场零售额比上年增长 11.8%，增速高出城镇市场 1.8 个百分点，乡村市场占社会消费品零售总额的比重为 14.2%，比上年提升 0.2 个百分点。**网上零售继续快速增长**，实物商品网上零售额增长 28.0%，增速比社会消费品零售总额高 17.8 个百分点，占社会消费品零售总额比重为 15.0%，比上年提高 2.4 个百分点。化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品、中西药品等类别零售额增速有所加快，**显示消费结构升级持续带动消费增长**；石油制品类零售额增速受油价回升拉动也有明显提升；汽车因购置税优惠退出下降 4.5 个百分点，家具、建筑及装潢材料等类别零售额增速有所回落，**受商品房销售放缓拖累**。

社会消费品零售总额分项累计同比



数据来源:Wind资讯

(四) 出口稳进口强，正向拉动预期乐观

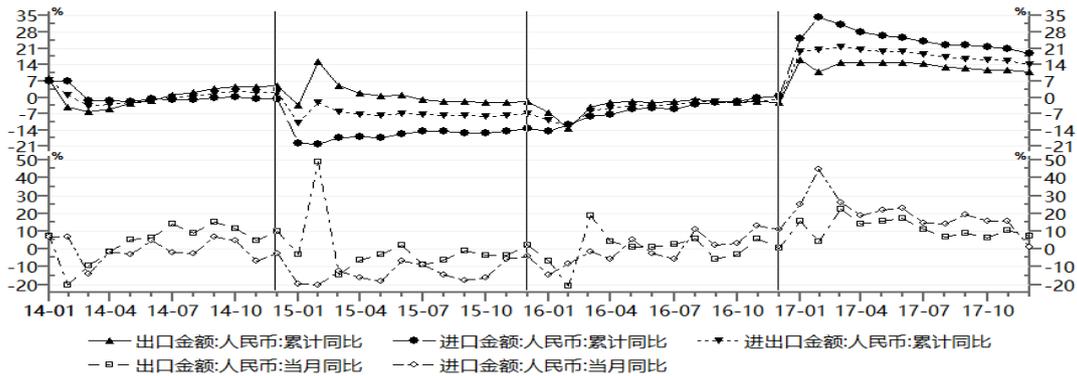
1. 净出口对经济增长实现正向拉动

2017 年以来，全球经济形势持续向好，特别是发达国家经济复苏强劲超出市场预期，为中国扩大出口提供了较好的外部环境支持。全年货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，同比增长 14.2%，**结束两年负增长的态势，2012 年以来首次实现两位数增长**。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。**尽管进口增速回升幅度超过出口增速，但因价格因素对进口增速的拉动作用远高于出口增速，2017 年 GDP 核算中净出口对经济增长的拉动由上年的-0.5 个百分点转为 0.6 个百分点，为 2017 年 GDP 增速回升的动力所在**。2018 进口价格因素趋弱，更加关注出口端，12 月 PMI 中制造业和建筑业的新出口订单指数同步走强，经济复苏带来的外需订单有望持续对出口规模带来正向贡献。

2. 月度增速趋缓、前高后低

单月出口增速高点出现在 3 月 22.3%，除了基数抬高原因外，也反映出主要贸易伙伴的经济复苏态势由强劲边际趋弱。进口 2 月创下 44.7% 的同比增速，随后增速维持在 14% 以上，而 12 月增速大幅回落，仅为 0.9%，主要是国内以基建和房地产投资走弱以及环保限产导致原材料需求减弱，叠加人民币升值因素。

进出口金额当月同比、累计同比



数据来源:Wind资讯

3. 发达国家出口回升

前五大贸易伙伴出口份额保持在 66%，与前期持平。美国作为我国第一大出口经济体，同比增速从-5.9%提升到 11.5%，借助“一带一路”为主导的国家战略，我国对新兴市场的出口规模也保持两位数增长。高新技术产品和机电产品进口占比 78.1%，回落 3.5 个百分点，大宗原材料价格上呈现 V 字形走势，数量上年末出现明显下滑，煤炭、原油、钢材等同比回落，可能由于国内需求趋缓和原材料价格上涨过快等影响。

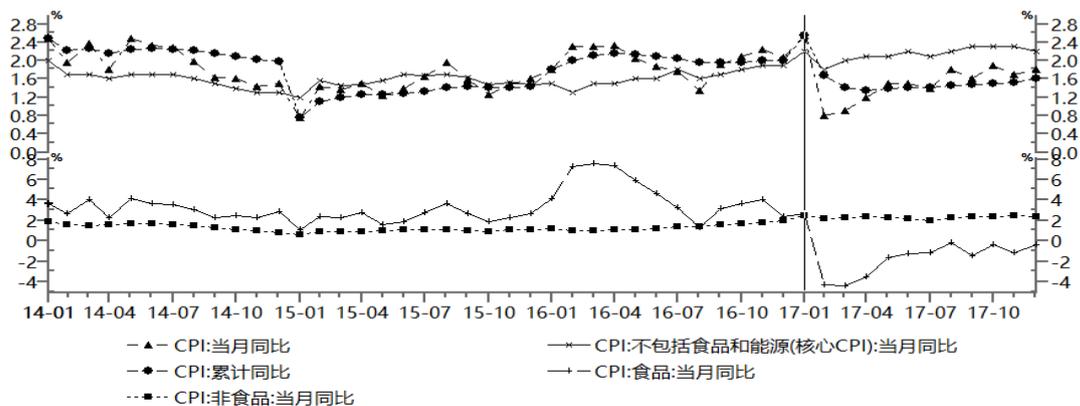
(五) 物价总体平稳，PPI-CPI 剪刀差预期收窄

1. CPI 同比低迷、PPI 高位运行

2017 年 CPI 同比低迷，PPI 高位运行，主要受食品价格拖累和生产资料价格上涨。12 月 **全国居民消费价格指数 (CPI)** 同比上涨 1.8%，全年 CPI 上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.4 个百分点。主要源于 2 月的食品价格持续负增长，食品价格下降 1.4%，是自 2003 年以来首次出现下降，远低于 2013-2016 年食品价格 3.7% 的平均涨幅，主要受猪肉和鲜菜价格下降较多影响，而非食品价格则持续位于高位，累计涨幅创近 5 年新高。

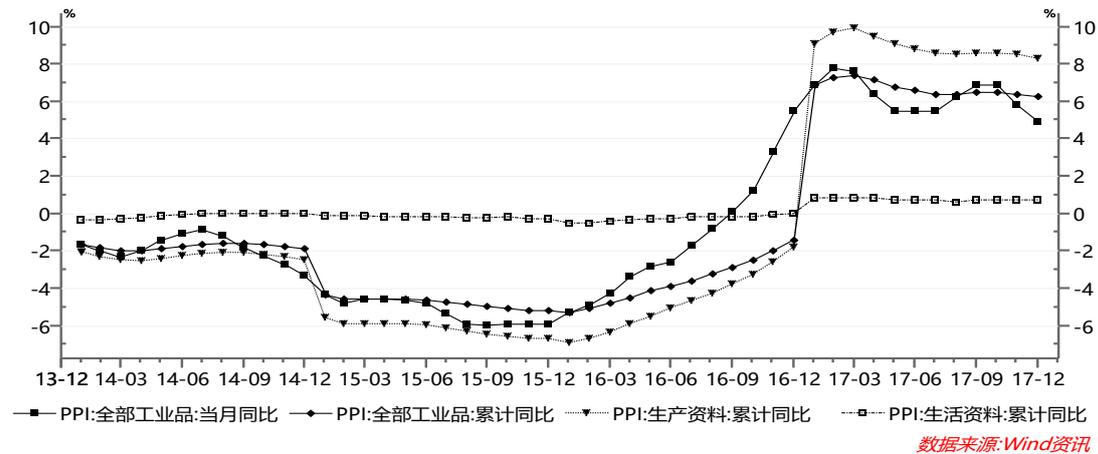
12 月 **全国工业生产者出厂价格 (PPI)** 同比上涨 4.9%，由去年下降 1.4% 到今年全年上涨 6.3%，结束自 2012 年以来连续 5 年的下降态势，原因在于全球经济复苏对商品需求的拉动以及国内供给侧改革，带来生产资料价格全年上涨 8.3%，影响 PPI 上涨约 6.13 个百分点，其中采掘工业和原材料工业生产资料涨幅分别达到 20.7%、11.5%。

CPI 当月同比与累计同比



数据来源:Wind资讯

PPI 当月同比与累计同比 (201401-201712)



2. CPI 中枢上移、PPI 预期走低

2018 年，推动 CPI 上行的影响因素主要有三，**一是食品价格的下行周期结束**。从历史数据判断，食品价格的下行周期大致 13-16 个月，此轮食品价格涨幅从 2016 年 3 月的高点 7.6%，到 2017 年 3 月的低点-4.4%正好 12 个月，此后降幅已经开始收窄，12 月已收窄至-0.4%，预期将成为 2018 年 CPI 上行的重要推手。**二是服务价格仍将保持历史高位**。一方面来自人工成本的居高不下，另一方面，则是来自消费升级背景下服务需求的扩张，服务价格同比涨幅难有收窄空间。**三是 PPI 向 CPI 传导**。2017 年由于有效需求不足，上游行业生产资料价格涨幅，很大程度上被中下游企业内部消化，PPI 向 CPI 传导不畅，但周期行业独角戏的经济注定不会走远，PPI 向 CPI 的传导纵然会迟到，但不会缺席。预期 2018 年 CPI 将会重回 2 时代，整体呈现前高后低。

就 PPI 来说，由于基数抬高原因，2018 年 PPI 涨幅预期走低，但在全球复苏对商品需求的拉动，以及煤炭钢铁等去产能政策继续推进的大背景下，回落幅度不会太大，预期全年涨幅在 4%左右。

三、宏观经济政策分析

(一) 财政收支运行平稳，积极财政相比减弱

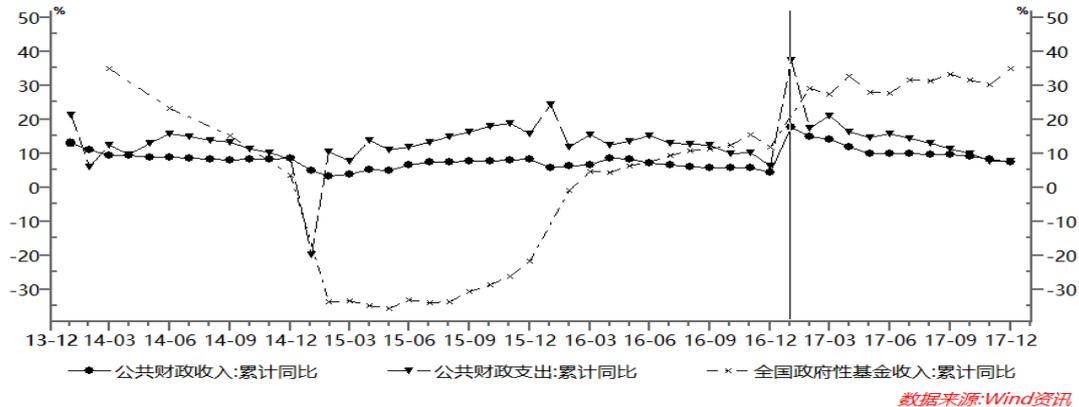
1. 财政收支增速加快

2017 年全国一般公共预算收入 172567 亿元，同比增长 7.4%，较 16 年低位(4.5%)回升，源于经济持续稳中向好，工业品价格较快上涨，部分大宗进口商品量价齐升，企业所得税、个人所得税、进口货物税、出口退税增速较快。非税收入同比下降 6.9%，受全面清理涉企收费、取消或减免部分行政事业性收费等因素影响。**17 年财政收入中税收收入的占比 83.7%，较 16 年提高 2 个百分点，扭转 10 年至 16 年一直以来的回落趋势**。全年全国政府性基金预算收入 61462 亿元，同比增长 34.8%。主要是受益于土地出让收入 52059 亿元，同比增长 40.7%。

2017 年全国一般公共预算支出 203330 亿元，同比增长 7.7%，较 16 年低位(6.3%)回升。其中，债务付息支出、节能环保支出、社会保障和就业支出、城乡社区支出增速较快。2010 年以来，除一般公共服务外，财政在社会保障和就业、城乡社区事务、

医疗卫生与计划生育、农林水事务、住房保障支出、资源勘探电力信息等事务等方面支出规模增速较快，侧重保障民生。

财政收支、政府性基金收入累计同比



2. 实际赤字有所降低

2017 年收支总量相抵，赤字 3.08 万亿元，超出 2.38 万亿赤字规模，实际赤字率 3.72%，低于上年 3.80%，上半年尤其是二季度财政积极投放以外，其他季度预算内支出力度均弱于 2016 年，固定资产投资中预算内资金增速也明显低于前两年，全国发行地方政府债券也比 2016 年减少 1.69 万亿元，显示积极财政政策的力度有所减弱。

(二) 货币政策中性偏紧，总量收缩结构分化

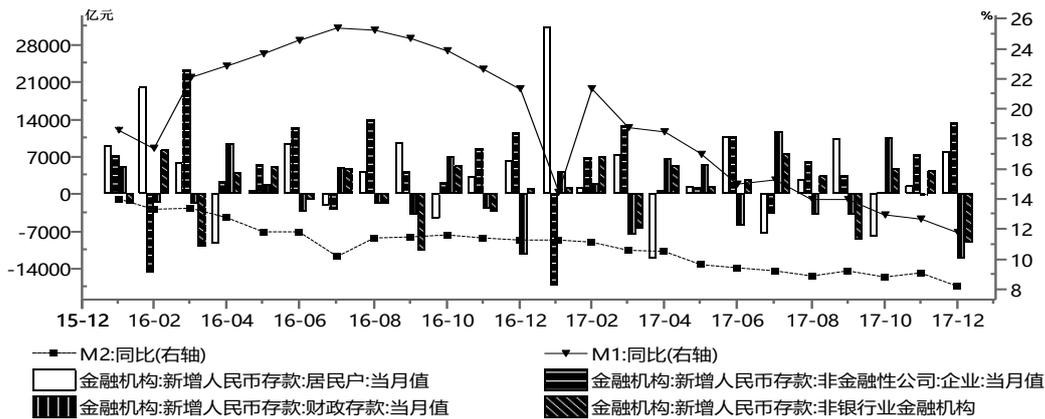
考察特定时期的金融数据，有四个方面，一是 **M0、M1、M2**，反映的是货币供应量，根据流动性的从大到小，将货币供应量划分为 M0、M1、M2 三个层次加以测量，M0 流通中现金，即在银行体系以外流通的现金，与消费变动密切相关，M1 狭义货币供应量=即 M0+企事业单位活期存款，反映居民和企业资金松紧变化，经济周期波动的先行指标，M2 广义货币供应量，即 M1+准货币（企事业单位定期存款+居民储蓄存款），反映的金融体系向社会提供的流动性。M2 是负债端，反映的是**存款性公司（包括中国人民银行和银行业存款类金融机构）的资产负债表中的负债端，M2 是存款性公司负债的最主要构成部分，占比超过 80%**。二是**社会融资规模**，是实体经济（境内非金融企业和住户）从金融体系获得的资金，社会融资规模=金融机构表内业务（人民币贷款+外币贷款）+金融机构表外业务（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）+直接融资（企业债券+非金融企业境内股票）+投资性房地产+其他。社会融资规模指标是金融机构多元化发展的产物，针对的金融机构更广，是**从资产端来统计的**。特别注意的是，社会融资规模中的本外币贷款是指一定时期内实体经济从金融体系获得的人民币和外币贷款，不包括银行业金融机构拆放给非银行业金融机构的款项和境外贷款。三是**人民币存款**。人民币存款数据与 M2 一样，是金融机构的负债端，但与 M2 有重合也有区分，包括居民户、非金融性公司、财政存款、非银行业金融机构四个对象的存款。四是**人民币贷款**。人民币贷款与社会融资规模一样，是金融机构的资产端，包括住户部门、非金融企业及机关团体、非银行金融机构三个对象的贷款，与社会融资规模中的人民币贷款相比，范围更大，包括银行业金融机构拆放给非银行业金融机构的款项。

1. M2 增速创历史新低

2017 年 12 月末 M2 余额 167.68 万亿元，同比增长 8.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.9 个和 3.1 个百分点，创下该统计指标有史以来最低值，大幅偏离 12.0% 的目标。从 2016 年初开始，M2 增速开始不断下滑，从 14% 下滑到 8.2%，原因主要有两个，**一是统计因素**，传统以现金、存款形式存在的货币不断转向以新型金融产品的形式存在，比如理财、基金、信托、资管、互联网金融等产品，导致现有 M2 统计的货币量逐渐难以反映整体货币体系的变化。**二是货币创造变革**，金融监管趋严，基础货币增长受限，银行通过非银金融机构创造货币的活动大幅放缓。具体到 12 月，联系到同样代表金融机构负债端的人民币存款数据，住户存款与非金融性公司存款分别较上月增 0.78 亿元和 1.33 万亿元，而非银行业金融机构存款、财政存款大幅减少 0.91、1.2 万亿元，显示 M2 增速降低的主因并非实体经济层面，而是银行压缩了同业理财、货基和同业产品的投资，流动性创造从央行经由商业银行流入非银的传导链条出现异化。

2018 年，虽然对银行理财、非银机构、互联网金融的监管和限制的监管趋严，有助于货币从银行表外向表内回归，助推 M2 提升，但银行通过非银创造货币的渠道被全面封堵，货币创造变革的影响更大，M2 低增长仍是大概率事件，未来 M2 目标依据 GDP 增速加上 CPI 加上 2-3 个百分点的资金漏损来制定的思路会有所调整。

M1、M2 及人民币存款数据 (201601-201712)



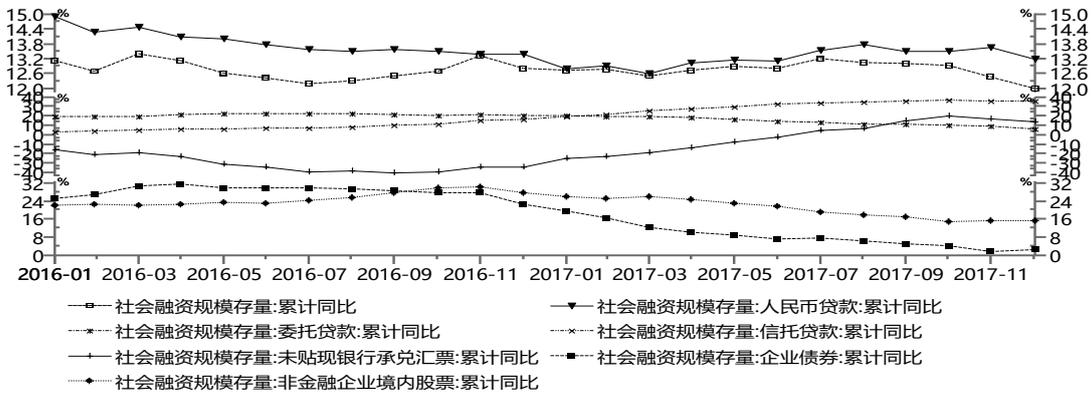
数据来源:Wind资讯

2. 社会融资规模“三多三少”

2017 年社会融资规模增量累计为 19.44 万亿元，比上年多 1.63 万亿元，连续两年刷新有统计数据以来的新高，12 月累计增速从 11 月的 12.5% 下降至 12.0%，恰恰与 2017 年初所制定的社会融资规模目标一致，表明与 M2 目标不同，**社融数据已逐渐成为宏观调控的硬约束目标**。具体来看，呈现出“三多三少”，即**实体经济本外币贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票多增**，占比分别为 71.2%、11.6%、2.8%，同比高出 1.4、6.8、13.8 个百分点，在严监管下，资金从银行表外回流表内，导致表内信贷、信托贷款扩张，占比达到历史新高。**委托贷款、企业债券、股票融资少增**，占比分别为 4%、2.3%、4.5%，同比低出 8.3、14.6、2.5 个百分点，影子银行监管导致委托贷款大幅下降，发债利率上升过快，IPO 审核趋严，导致直接融资长期不振。12 月份社会融资规模增量为 1.14 万亿元，比上年同期少 4999 亿元，下滑主要是表内贷款下滑的带动，委托贷款和信托贷款规模仍然较高，两者均为四季度以来最高，主因是银行理财在年末集中冲了一把非标规模。

2018 年，由于名义 GDP 增速可能较 2017 年出现下降，为控制宏观杠杆率，**社会融资规模增速目标也将有所下调，社会融资规模实际增速或将低于 2017 年。**随着金融监管政策的实施，尤其是对通道和非标业务的约束，未来**表外委托贷款和信托贷款的增量可能会下滑**，融资需求进一步向表内贷款转移，随着贷款利率上升，债券的比价效应改善，**债券发行可能部分恢复。**

社会融资规模及分项累计同比 (201601-201712)



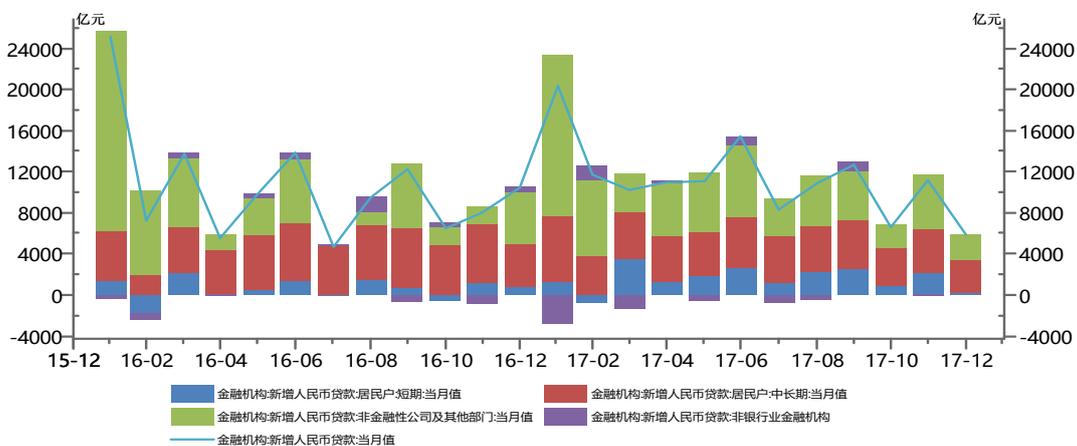
数据来源:Wind资讯

3. 新增贷款年末放缓

2017 年全年人民币贷款增加 13.53 万亿元，同比多增 8800 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7.13 万亿元，同比多增 8000 亿元，可见 2017 年**居民部门加杠杆的力度**，其中，短期贷款增加 1.83 万亿元，同比多增 1.18 万亿元，与**消费贷盛行有关**，中长期贷款增加 5.3 万亿元，同比少增 3800 亿元，与**房贷收紧有关**。非金融企业及机关团体贷款增加 6.71 万亿元，同比多增 6100 亿元，反映实体经济融资需求不弱，非银行业金融机构贷款减少 3183 亿元，与**非银监管趋严有关**，与 M2 数据相印证。

若考量 2017 年 12 月单月的信贷数据，新增人民币贷款仅为 5844 亿元，乃全年最低，并不是实体融资需求下降引发的，而是**由于信贷额度监管指标考核压力所致**，从结构上来看，随着房贷利率走高、去杠杆政策推行，居民加杠杆速度仍将趋缓，特别是居民短期贷款 12 月份仅增加 181 亿元，消费贷管控效果明显。2018 年，尽管国内需求有所减弱，但实体经济仍具韧性，央行 2017 年第四季度的贷款需求指数仍呈上升趋势，其信贷需求的降低将是相对缓慢的过程。

金融机构新增人民币贷款 (201601-201712)

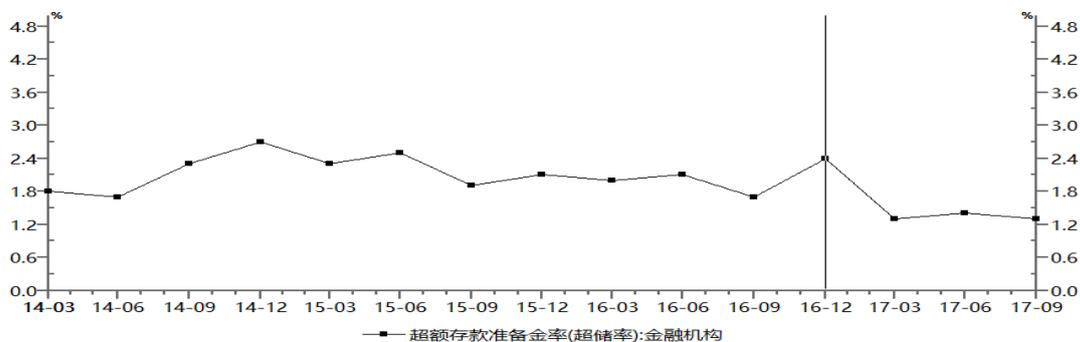


数据来源:Wind资讯

4. 货币政策中性偏紧

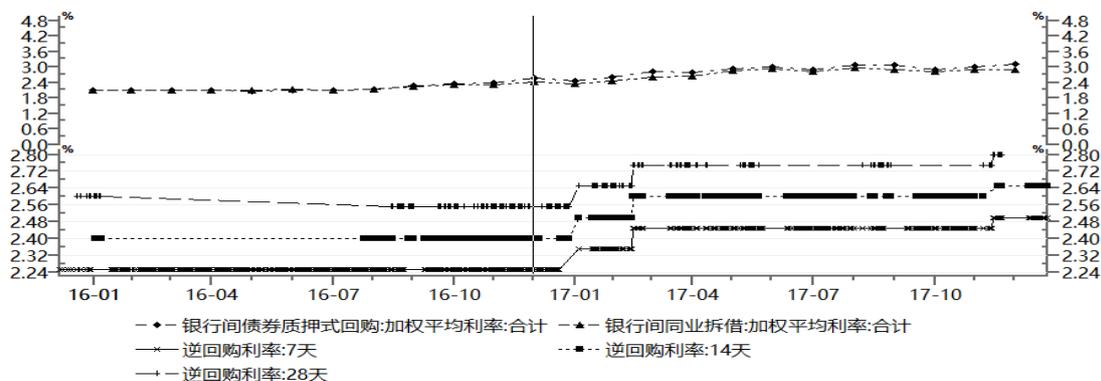
近年来货币政策稳健,有几方面变化需要关注:一是央行对于降息的使用较审慎,对新型货币政策工具则更依赖,二是随着新工具的使用,央行操作也更娴熟、更具前瞻性,三是在稳增长、去杠杆目标下,央行货币政策更重结构。2017年,货币政策首次引入“中性”一词,导致了总量性的收缩方向(区别于前期的中性偏松)和结构上的分化结果(区别于前期的“一刀切”)。**总量性收缩更多是和经济基本面相关联**,伴随着经济增速的高涨,货币政策由中性偏松调整到了切实中性,无论从量的信号(超额准备金率从2.4%下跌至1.3%),还是从价的信号(银行间同业拆借加权平均利率从2.44%上升到2.91%,银行间债券质押式回购平均加权利率从2.56%上升至3.11%,央行已经三次上调公开市场操作利率)都是如此,以OMO、SLF等货币政策工具利率和10年期国债利率为代表,我国已经进入加息周期。**结构性分化则更多和防风险目标相关联**。在缺乏外汇占款这种“普惠性”流动性供给的背景下,中央银行也没有选择准备金这种同样具有“普惠性”特征的工具,而是采用了MLF为代表的“粉”类工具来提供货币流动性,这种定向式的流动性工具自然造成了货币市场的分层,流动性注入大型银行,再分层注入中小机构手中,这种**定向式、分层式的模式造成了流动性传导中的剧烈结构性摩擦,形成了总量不紧,局部紧张的矛盾局面,以期待通过流动性的结构性失衡状态来抑制中小金融机构的扩张行为**。此外,下半年以来,随着经济下行趋势出现,央行在季末增加28天逆回购,9月份增加MLF投放和提前重启28天逆回购,10月下旬,首次推出2个月逆回购,减轻高频续作压力,同时缓解银行跨年、跨节资金紧张现象,货币政策中性从紧有所缓和。

金融机构超额率



数据来源:Wind资讯

货币市场加权平均利率DR和公开市场操作利率



数据来源:Wind资讯

（三）金融监管强势推进，财政整顿深入推进

1. 金融监管从分业到协同

2017 年是金融监管大年，从上半年银行业委外监管风暴，到政治局会议、全国金融工作会议、十九大、中央经济工作会议多次强调防控金融风险，再到 2018 年开年以来金融监管部门再次密集出台金融监管举措，一行三会等监管机构针对资管行业、银行、公募、保险等出台一系列金融监管政策，强监管、严处罚成监管新常态，特别是以国务院金融稳定发展委员会成立为标志，金融统筹监管和监管协调顶层设计得以建立，各方监管也开始竞争性紧缩，发布一系列严厉政策，对金融经济活动中的风险点予以整顿治理，引导金融回归服务实体本源，由此标志着自 **2012 年以来，以金融自由化、影子银行、资管繁荣为特征的金融扩张周期迎来分水岭，金融周期正进入下半场收缩的新时代。**

从目的上看，金融监管的核心目的是引导资金进入需要支持的产业和企业，配合实体经济供给侧改革和制造业升级。其一，限制资金在金融体系内部空转。如加强对银行同业业务约束，防止银行监管套利。其二，防止资金流向违反宏观调控政策的领域（房地产、地方融资平台及“两高一剩”等行业），如加强对表外业务监管，对委托贷款的资金来源和投向进行严格约束。

从效果上看，强监管政策已经取得实质性成效，金融去杠杆效应明显。**一是宏观杠杆率整体回落，银行资产扩张增速回归到与 M2、信贷等实体需求相一致的水平。**“银行资产-信贷”增速差由+10 个百分点到-1 个百分点，银行对银行、非银的债权扩张与银行对企业部门的债权增长之差+15 个百分点到-4.8 个百分点。**二是债市微观杠杆大幅下降，无风险利率快速上行。**利率债、NCD 等走高超过 150bp，银行间和交易所回购成交明显回落，严监管和去杠杆对债市冲击，已开始从流动性与利率层面转向信用层面。**三是股份行和中小行资产扩表放缓甚至缩表，同业、理财、非标、委外业务全面收缩。**股份行、城商行总资产增速大幅回落 8.6 和 7.5 个百分点至 6%和 16.6%，中小银行理财扩张大幅放缓，城商行、农商行理财增速较 16 年同期骤降 47.4 和 105.7 个百分点，同业理财累计缩水超过 2.2 万亿，前 11 月新增委托贷款较 16 年少增 1.06 万亿。**四是券商资管、基金子公司等影子银行通道业务断崖式缩水。**银行对非银机构净债权新增规模缩水 2 万亿，通道业务主要走券商定向资管、基金子公司资管计划、信托收益权等通道，基金子公司总规模缩水 2.54 万亿，券商资管净缩水 2036 亿，较 16 年同期少增 4.07 万亿。

2017 年以来重要监管会议及“一行三会”、财政部相关监管条文

时间	会议及监管条文
2017/4/25	中央政治局集体学习“维护国家金融安全”：维护金融安全作为治国理政的一件大事，提出深化金融改革、加强金融监管、处置风险点、创造良好金融环境、提高领导干部金融工作能力、加强党对金融工作领导 6 大任务。
2017/7/14	全国金融工作会议，设立国务院金融稳定发展委员会，强化宏观审慎和系统性风险防范责任，提出四大金融工作重要原则，明确三大主要任务。
2017/7/24	中央政治局会议部署下半年经济工作，“整治金融乱象”，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平。
2017/10/18	党的十九大，深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。
2017/12/8	中央政治局会议分析研究 2018 年经济工作，提出防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强。

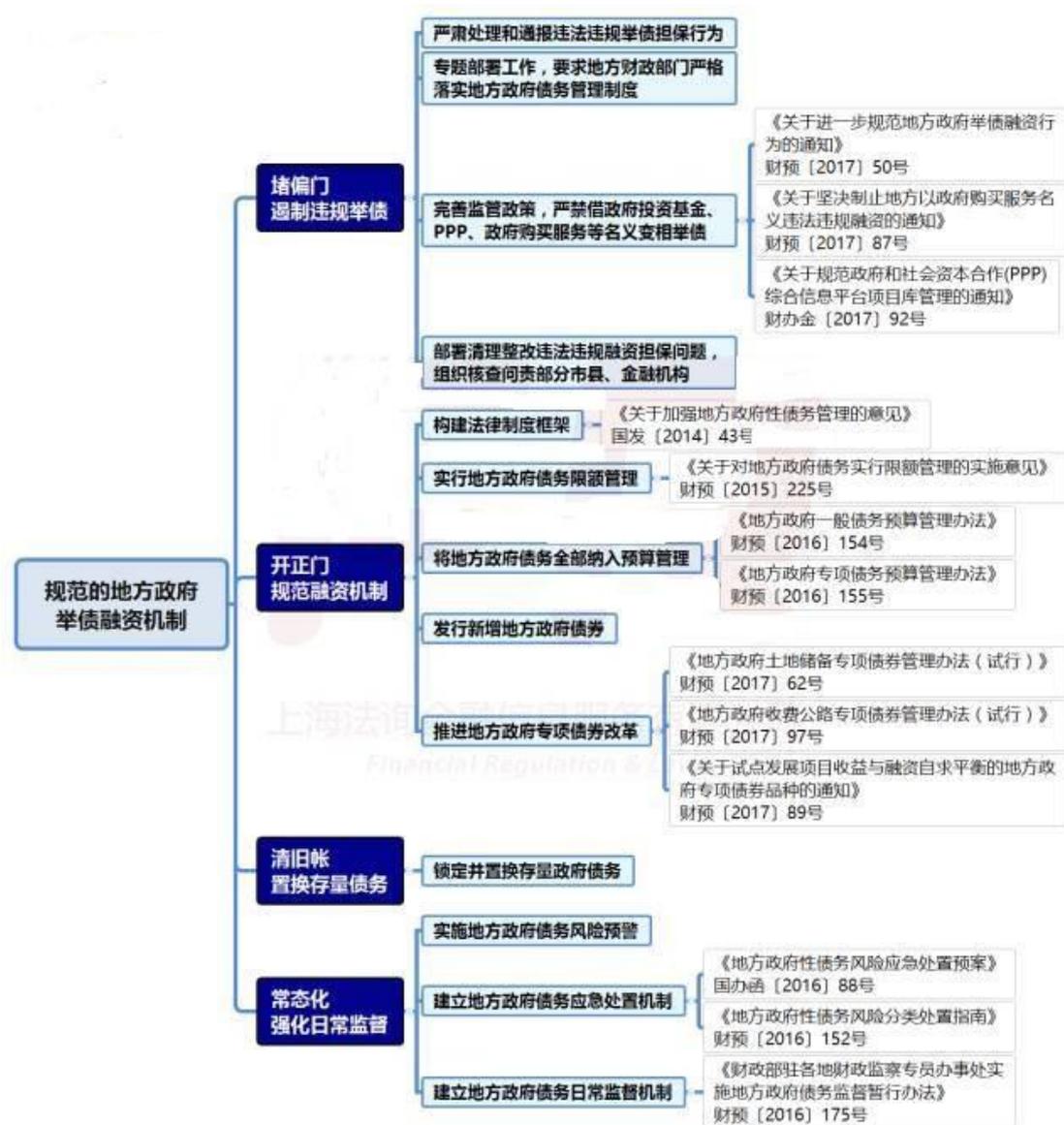
	2017/12/18	中央经济工作会议 ，今后 3 年要打好防范化解重大风险，精准脱贫、污染防治三大攻坚战，稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，守住不发生系统性金融风险的底线。
央行	2017/1/1	表外理财正式纳入 MPA 考核
	2017/8/11	2 季度货币政策执行报告：部分同业存单即将纳入 MPA 考核
	2017/8/31	央行公告（2017）第 12 号，金融机构不得新发超过 1 年的同业存单
	2017/12/1 日	央行、银监会《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》
	2017/11/17	央行联合三会及外汇局《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）
	2018/1/3	央行重新设定 2018 年同业存单年度备案额度测算公式
	2018/1/5	一行三会《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》
银监	2017/1/5	《关于民营银行监管的指导意见》
	2017/1/25	《关于规范银行业服务企业走出去加强风险防控的指导意见》（1 号文）
	2017/2/23	《网络借贷资金存管业务指引》
	2017/3/23	《关于开展商业银行“两会一层”风控责任落实情况专项检查的通知》（银监办发〔2017〕43 号）
	2017/3/28	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》（45 号文）
	2017/3/28	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》（46 号文）
	2017/3/30	《关于开展销售专区“双录”实施情况专项评估审查的通知（银监办发〔2017〕47 号）
	2017/4/6	《关于进一步排查企业互联互通贷款风险隐患的通知》
	2017/4/6	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（53 号文）
	2017/4/7	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》（银监发〔2017〕5 号）
	2017/4/7	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》（4 号文）
	2017/4/7	《关于银行业风险防控工作的指导意见》（6 号文）
	2017/4/10	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》（7 号文）
	2017/4/26	《关于印发商业银行押品管理指引的通知》（16 号）
	2017/6/21	《关于进一步规范银行业金融机构吸收公款存款行为的通知》
	2017/8/23	《关于印发银行业金融机构销售专区录音录像管理暂行规定的通知》
	2017/12/6	《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》
	2017/12/22	《关于规范银信类业务的通知》（55 号文）
	2018/1/5	《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》
	2018/1/5	《商业银行股权管理暂行办法》（2018 年第 1 号）
2018/1/6	《商业银行委托贷款管理办法》	
2018/1/13	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	
证监	2016/5/18	《证券投资基金管理公司子公司管理规定》
	2016/5/18	《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》
	2016/5/18	证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订版，征求意见稿）
	2016/8/12	保本基金新规
	2017/2/9	《关于组织“自查自纠，规范整顿”专项活动的通知》
	2017/2/10	《关于避险策略基金的指导意见》
	2017/2/17	《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要》
	2017/3/17	《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》
	2017/3/31	《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》
	2017/4/21	《期货公司风险监管指标管理办法》
	2017/5/3	《区域性股权市场监督管理试行办法》
	2017/5/26	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（9 号）
	2017/6/6	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》
	2017/1/4	《保险公司合规管理办法》
	2017/1/24	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》（保监发〔2017〕9 号）
	2017/4/7	《关于加强相互保险组织信息披露有关事项的通知》
	2017/4/20	《关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知》

	2017/4/23	《关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》（35号）
	2017/4/28	《关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知》
	2017/5/3	《区域性股权市场监督管理试行办法》
	2017/5/7	《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》
	2017/5/15	《关于2017年继续开展打击损害保险消费者合法权益行为“亮剑行动”的通知》
	2017/7/6	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》
	2017/7/7	《关于修改〈中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法〉的决定》
	2017/9/1	《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》
	2017/11/17	《证券交易所管理办法》
保 监	2017/5/7	《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》
	2017/6/23	《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》
	2017/12/15	《保险资产负债管理办法（征求意见稿）》
	2018/1/5	《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》
	2018/1/17	《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战总体方案》
	2018/1/18	《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》
财 政	2017/5/2	《财政部、农业部、中国银监会关于做好全国农业信贷担保工作的通知》（40号）
	2017/5/3	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（50号文）
	2017/6/2	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87号文）
	2017/6/7	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》
	2017/11/10	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》
	2017/12/23	《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》
	2018/2/8	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》

2. 财政规范“堵偏门开正门”

2017年5月以来，随着《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》的发布，财政领域监管整顿风暴正式开启，监管重点是地方隐性负债和影子融资，严禁借政府投资基金、政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等名义变相举债，清理整改违法违规融资担保问题，对规范财政行为、防范债务风险、严肃财经纪律起到了一定功效。

2018年，从《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》可以发现，防范地方债务风险仍然是财政工作的重点。**一是有效抑制地方不具备还款能力的项目建设**，严禁建设形象工程、政绩工程以及脱离当地财力可能的项目，强化PPP项目财政承受能力论证（11月包头地铁叫停）。**二是管控新增项目融金融“闸门”**，对没有稳定经营性现金流作为还款来源或没有合法合规抵质押物的项目，金融机构不得提供融资，通过金稳委的协调，强化对于违规提供融资的金融机构处罚力度。**三是分类审慎处置，与金融监管部门合力加强处罚力度**，继续整改违法担保，纠正政府投资基金、PPP、政府购买服务中的不规范行为，鼓励地方政府合法合规增信，防范存量债务资金链断裂风险。**四是适度增加项目收益与融资自求平衡的专项债务限额**，支持有收益的公益性事业，发挥第三方专业中介组织作用，提高地方政府债务市场化水平。**五是鼓励地方政府规范运用PPP、政府投资基金等方式**，但严禁新设融资平台公司，严禁PPP异化为新的融资平台，坚决制止地方政府将公益性事业单位演变为融资平台，严禁政府投资基金、政府购买服务异化为“二财政”。**六是支持市场化融资和担保，通过担保公司将原来地方政府提供担保的或有负债形成的政府信用转为企业信用**，政府仅以出资额为限承担责任。**七是加强重点督查和审计**，实行终身问责、倒查责任，坚决查处问责违法违规行为。



四、安徽省及合肥市经济金融发展情况

(一) 安徽省经济稳中向好、稳中见快

2017 年, 全省主要经济指标增速位次稳居全国和中部前列, 经济运行的质量效益趋优。**经济总量突破** 2.7 万亿元, 增长 8.5%, 高于全国 1.6 个百分点, 增速位居全国第 6 位, 四个季度经济增长波动在 0.2 个百分点以内, 总体保持季度间稳中见快的趋势。**工业支撑作用突出**, 对全省经济增长贡献率为 44.2%, 提高 2 个百分点, 规模以上工业增加值增长 9%, 比全国高 2.4 个百分点, 居全国第 6、中部第 2 位。**固定资产投资较快增长**, 全年固定资产投资增长 11%, 比全国高 3.8 个百分点, 居全国第 11、中部第 3 位, 房地产开发投资增长 21.9%, 比全国高 14.9 个百分点, 商品房销售面积和金额分别增长 8.2%、16.5%, 分别高出全国 0.5、2.8 个百分点。**消费品市场平稳运行**, 全年社会消费品零售总额增长 11.9%, 比全国高 1.7 个百分点, 居全国第 6、中部第 2 位。**进出口总额快速增长**, 全年进出口总额增长 23.7%, 增幅比全国高 9.5 个百分点。

总体来看,全省经济稳中有进的趋势明显,但也存在一些较为突出的矛盾和问题。**一是服务业增速趋缓,对经济增长的影响较大。**全年服务业增加值增速虽分别高于同期 GDP、工业增加值增速 1.2 个和 0.8 个百分点,但对全省经济增长的贡献率由上年的 49.9% 回落到 45%。**二是金融、房地产业贡献减弱。**金融业增加值增长 10.9%,比上年回落 4 个百分点,对全省经济增长的贡献率为 7.5%,回落 2.1 个百分点;房地产业增加值增长 4.7%,比上年回落 7.3 个百分点,对全省经济增长的贡献率为 2.2%,回落 3.2 个百分点。**三是投资增速持续回落,发展后劲不足。**2017 年,全省固定资产投资累计增速逐季回落,新开工项目个数、民间投资增速持续回落的局面尚未好转,投资后劲亟待增强。**四是企业效益分化明显,中小企业生存状况不乐观。**全省规模以上工业企业中的中型企业利润仅增长 1.7%,低于大型企业 41.2 个百分点,占全省规模以上工业新增利润的不到 2 成,中小企业受益有限,且面临成本进一步增加的可能。

(二) 合肥市经济稳进十强、增速放缓

2017 年,合肥市**经济实力再上新台阶**,生产总值突破 7000 亿元、增长 8.8% 左右,分别高于全国和全省 1.9、0.3 个百分点,但由于名义增长率低于全省 2.5 个百分点,导致对全省经济增长的贡献率较上年下降 0.6 个百分点至 25.4%。**主要指标稳居全国省会城市前十**,GDP 总量位居省会第 10,增速居长三角城市群副中心城市和省会城市前列,1-11 月规模以上工业增加值总量省会第 9、增速第 8,固定资产投资总量居省会第 6,工业投资总量和增速均居省会第 4,财政总收入居省会第 10,进出口总额居省会第 9、增速第 8,境内外上市公司数量居省会第 7。**创新驱动实现重大突破**,综合性国家科学中心加快推进,新建工程(技术)研究中心、企业技术中心、重点(工程)实验室 258 家,近 5 年全社会研发投入占 GDP 比重 3.1%,国家级高新技术企业达到 1357 家,发明专利申请量 25895 件,自主创新主要指标位列全国省会城市第 7 位,新技术产业增加值突破 1400 亿元,战略性新兴产业对工业增长的贡献率达到 50%。

与此同时,经过十年的高速发展,合肥经济进入瓶颈期,发展不平衡不充分的问题比较突出,主要表现在:**一是固定资产投资下滑较快。**全年增速 5%,分别低于全国、全省 2.2、6 个百分点,其中房地产开发投资增速持续下行,同样低于全省 6 个百分点,2016 年合肥固定资产投资规模曾位居长三角 26 城市之首,达到了 GDP 的 104%,随着房地产调控和经济转型,投资拉动型经济增长模式将难以为继。**二是现代服务业发展相对滞后**,一个省会城市经济增速的提升,不是光靠投资、工业,单纯依靠工业做大做强经济的时代已经渐渐远去,而现代服务业则是衡量一个城市综合竞争力和现代化程度的重要标志(贵阳就凭借盈利性服务业发展位列全国省会省市增速第一),作为一个新型工业城市,合肥现代服务业发展相对滞后,缺少能够起到带动作用的主引擎、大项目,特别是现代金融服务业发展不足,金融资源调控能力有限,将成为经济超越的重要制约。**三是新经济发展不足**,由新一轮科技革命和产业革命所催生的新产业、新业态、新模式、新产品等“新经济”,代表着经济的发展方向,更能赋能未来发展的新速度,而合肥在移动支付、大数据、人工智能、虚拟现实、金融科技等新经济发展方面的不具优势,最能代表新经济的独角兽企业尚未出现。**四是居民收入和消费水平不高**,这些年合肥的居民收入水平,未能赶上城市的扩容和房价的高涨速度,大规模的贷款负债更是削弱了居民的消费能力,导致社会消费品零售总额在省会城市排名靠后,频频出现购物中心、大型商业体倒闭关门的现象。

2017 年全国、安徽、合肥经济指标对比

	全国 (%)	安徽 (%)	合肥 (%)	26 个省会城市对比
GDP 增速	6.9	8.5	8.8	1-3 季度总量居省会第 10, 增速第 7
规模以上工业增加值	6.6	9.0	9.0	1-11 月总量居省会第 9, 增速第 8
社会消费品零售总额	10.2	11.9	11.8	1-3 季度居省会第 15, 增速第 7
固定资产投资	7.2	11.0	5	1-11 月总量居省会第 6, 增速第 21
房地产开发投资	7.0	21.9	15.9 (1-11 月)	1-11 月总量居省会第 10, 增速第 8
工业投资	3.6	12.7	11.6 (1-11 月)	1-11 月总量居省会第 4, 增速第 4
商品房销售面积	7.7	8.2		
商品房销售额	13.7	16.5		
财政总收入	7.4	11.1	12.3	1-11 月总量居省会第 10, 增速第 12
财政支出	7.7	12.3	12.1%	
进出口总额	14.2	23.7	27	1-11 月总量居省会第 9, 增速第 8
人民币存款余额 (较年初)	9	11.6	7.2 (1-11 月)	1-11 月总量居省会第 11, 增速第 12
人民币贷款余额 (较年初)	12.7	14.2	10.9 (1-11 月)	1-11 月总量居省会第 12, 增速第 10
消费价格指数 (CPI)	1.6	1.2		
生产价格指数 (PPI)	6.3	8.0		
城镇常住居民人均可支配收入	6.5	8.5	9.2 (1-11 月)	1-11 月总量居省会第 12, 增速第 2
农村常住居民人均可支配收入	7.3	8.9	8.3 (1-11 月)	1-11 月总量居省会第 10, 增速第 15
境内外上市公司			46 家	总量居省会第 7
新三板挂牌企业			104 家	总量居省会第 11

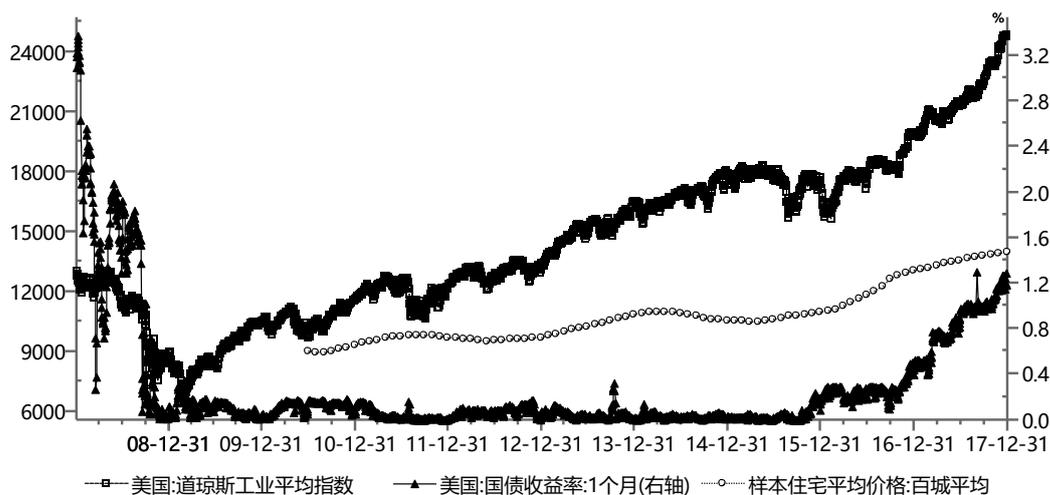
五、2018 年的十个猜想

(一) 十年一轮回的金融危机还会重演吗?

从历史上看, 大致每十年, 金融危机就会给全球经济带来冲击 (1977-1978 年的美元危机, 1987-1988 年的“黑色星期一”, 1997-1998 年亚洲金融危机, 2007-2008 年的美国次贷危机), 而今年距离 2008 年次贷危机正好 10 年。目前, 正值全球经济复苏步伐加快, 中国经济稳中向好, 世界经济增长前景乐观, 似乎刚从上一轮金融危机的泥潭里走出, 下一次金融危机出现更是毫无征兆。但危机往往都是悄然而至, “灰犀牛”也都不会提前打招呼, 全球经济发展并非高枕无忧, **一是债务问题依然突出**, 无论是公共债务还是私人债务, 债务都是高风险因子, 尤其是在信贷繁荣时期出现的债务。**截至 2017 年 9 月, 全球债务总额超过 233 万亿美元, 债务/GDP 占比高达 318%**, 各国政府债务水平仍然处于后危机时代的高点, 美国联邦政府 2018 年新增债务将达 6 年来最高水平, 中国虽在遏制债务过度增长, 但仍占新增债务份额最大, **2017 年 9 月中国债务总额 27 万亿美元, 债务 GDP 占比达到 294%**, 2012-2016 年均增长达 17 个百分点。2018 年底, 发展中国家需要对 1.7 万亿美元的债券、银团贷款进行再融资或偿还, 由于美元加息, 偿债压力和债务成本将大幅攀升。**二是市场利率持续攀升**。根据经济周期标准十阶段经济周期模型 (提高货币利率-债券价格下跌-股票价格下跌-商品价格下跌-房产价格下跌-货币利率较低-债券价格上涨-股票价格上涨-商品价格上涨-房产价格上涨), 股票、商品、房产价格上涨往往带来货币利率上升, 由此带来下行周期。目前, 欧美股市、房市不断走高, 美联储加息步伐加快、欧盟 QE 退出预期

明确，按照上述周期模型，可能已经处于下行周期的边缘，如果全球市场利率上升过快，金融状况趋紧将影响全球资产价格和资本流动，导致拥有较高的债务再融资需求和未对冲美元负债的经济体陷入金融困境。**三是资产价格在低利率环境下的估值过高。**美国股市 2009-2018 年间涨幅超过 300%，市盈率超 2007 年金融危机之前，位居历史第三高位（仅次于 2000 年互联网泡沫和 1929 年大衰退之前），15 个发达市场等权重的债券和股票投资组合估值已达历史最高水平，资产价格（美国股市债市、中国房市等）在低利率环境下出现估值过高迹象，严重收缩的期限溢价提高了资产价格调整的可能，或将引发“负财富效应”，导致消费主导的全球经济遭受沉重打击。

美国主要资产价格指数



数据来源: Wind

由于政府危机治理和危机传导趋弱的存在，普通民众对于金融危机的感知一般都是后知后觉的，有时甚至会难以察觉，而作为金融企业，处于市场端口最前沿，受到的影响将是全方位的，融资环境的收紧、市场利率的变化、金融监管的加强、资产价格的下降、不良贷款的增多，等等，都会对企业经营产生革命性变化，有时候可能会带来整个行业“繁荣与衰退”的生死转换。

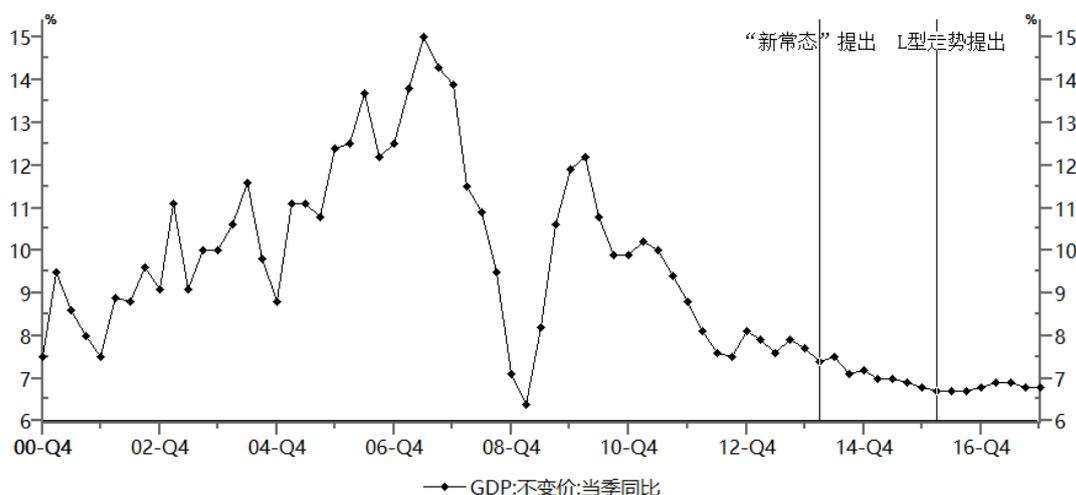
2018 年，即使没有金融危机的到来，债务、利率、价格的大幅调整势必会如期而至，需要做到**“高筑墙，深挖坑，广积粮”**，“高筑墙”就是筑牢风险控制安全墙，重新认识安全性、流动性、效益性三者配比关系，从公司治理、内部控制、风险管理等多个方面实现各类风险适时、有效、全程管控。“深挖坑”就是坚持多元化的综合经营战略，积极拓展新的业务领域，发挥节约交易成本、获得协同效应、容纳金融创新的多重功效，避免单一业务模式带来的经营风险。“广积粮”就是，坚持以审慎保守的理念为经营基调，注重资本和流动性管理，健全资本管理机制和多元资本补充渠道，提高综合实力和对外信誉。

（二）中国经济“新周期”还是“新常态”？

2014 年初，习近平总书记首次提及“新常态”，至今已有近四年时间，回想当时的经济走势，下行压力不可谓不大，季度 GDP 增速一直从 10.2% 回落到当时的 7.4%，“新常态”以及 2016 年权威人士提出的 L 型经济走势，起到的是一个稳定预期的作用，自此之后，季度 GDP 增速始终在 6.7-6.9% 的区间整理，2017 年 1-2 季度，随着发达经济体复苏加快，外需扩张型经济提速势头确立，由此引发关于“新周期”的讨论。不

管是“供给出清新周期”，还是“朱格拉周期”、“库兹涅茨周期”，都认为中国经济进入一个新的上升周期。

中国GDP不变价当季同比



数据来源: Wind

基于经济增长的理论，不管是亚当斯密(分工促进增长)、马尔萨斯(人口决定)、马克思(资本论)的古典增长理论，还是熊彼特(创新)、索洛(技术进步)的新古典增长理论，都离不开生产+消费的经济闭环，任何经济周期成立的核心要素，永远只会是需求，目前各项需求看都不具备持续回升的动力，任何没有需求买单的供给压缩，都无法形成闭环传导，而是短暂的局部繁荣，新周期缺乏理论支撑。**基于政治经济学的角度**，两个翻番目标基本无忧(今后3年年均增速在6.3%以上即可实现2020年比2010年翻番的目标)，国民经济核算方法的修订(R&D支出计入)，十九大淡化GDP增长目标，强调经济由高速增长转向高质量发展，提出未来三年的三大攻坚战，都表明中央层面无意提升经济增速，反而会在适当时候有保有压。今后的几年至少是2018-2020三年，新周期都不会出现，还是权威人士所说的：L型是一个阶段，不是一两年能过去的，经济指标回升不要喜形于色，经济指标下行也别惊慌失措。

具体到2018年，在消费升级和外需向好的环境下，三驾马车将呈现“一升一缓一稳”格局，即出口增速回升、投资增速放缓、消费增速平稳，从而对经济平稳增长和结构转型提供支持。宏观经济运行的主线是“返璞归真”，即旧动能的回落、新动能的提升，“有质量的增长”，原先对经济增长起到支撑左右的基建、房地产等“旧动能”或将逐步退出，而以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的新型服务业、以及装备制造业、高新技术行业等代表的工业投资的“新动能”对经济增速的拉动作用明显提升，经济将在增速回落可控的背景下呈现结构优化的新特征，预计经济增速小幅回落至6.7%左右，并呈现“前高后低”趋势。

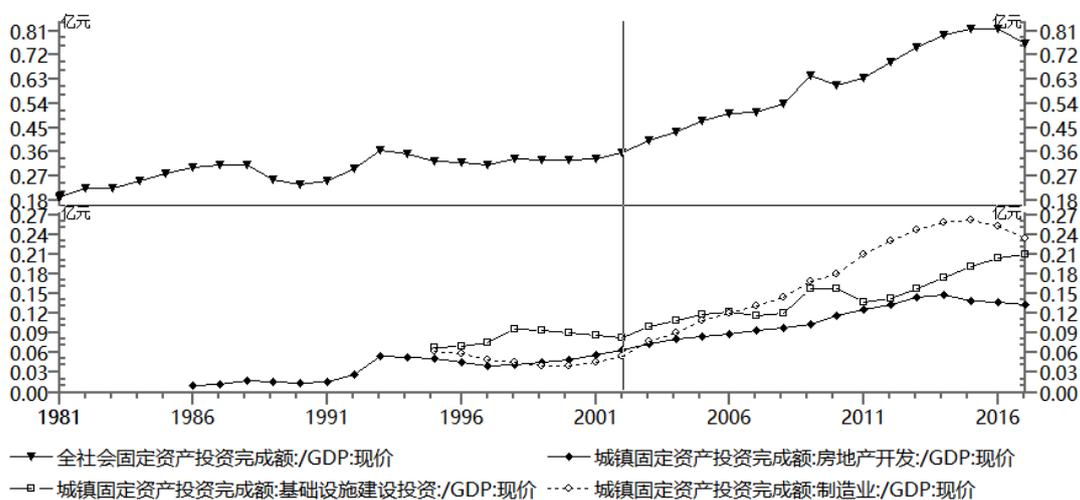
金融是经济的核心，同时也根植于经济，经济的新旧动能转换同样为金融的转型升级提供了方向指引。**行业、企业分化将是常态**，旧动能退出意味着，地产、基建、传统产业债权股权项目需谨慎涉入，新动能转换意味着，居民消费升级、新型城市化、物联网、大数据、人工智能等新经济、新动能将是业务拓展提供新的方向，需提前布局这些方向的潜力公司和优质项目。

（三）经济增长能够扭转“投资依赖症”吗？

投资作为经济增长的“三驾马车”之一，生产投入的基本手段，政府调控的重要工具，其重要性自不待言。但投资特别是政府投资，涉及到权力和利益的分配，一旦形成某种格局，就存在“路径依赖”，不论是从其重要性来看，还是从其权益属性来看，都容易出现“投资依赖症”，通常用固定资产投资率（固定资产投资/GDP）来衡量，发达国家在 20%左右，新兴经济体在经济高速增长时期在 40%左右，若长期维持在 50%（警戒线）以上，则意味着经济增长存在“投资依赖症”。

中国的投资率从 2002 年的 36%左右开始飙升，一直到 2016 年的最高值 82%，连续十年维持在 50%的警戒线以上。从投资的三大块（制造业占 30%、基础设施占 25%、房地产占 20%）来看，投资率的攀升主要源于 2008 年以后的基建投资加码和 2010 年以后的房地产投资加快。2017 年，随着制造业、房地产投资增速下滑，总体投资率近十年首次出现下滑，能够从根本上扭转经济增长存在“投资依赖症”吗？

历年固定资产投资率



数据来源：Wind

2018 年，**基建投资方面**，财政赤字难大幅上行、城投债净融资额缩水、PPP 面临清理整顿，叠加土地出让收入增速大概率回落，会对基建投资形成一定的抑制作用，大概率将延续下行趋势，预测增速 13%-15%之间，但不会出现失速，重点领域在精准脱贫、道路交通运输、水利管理、生态环保、公共设施管理等领域。**房地产投资方面**，调控易紧难松，面临房企资金端的“供”（商品房销售下滑-融资难度加大-新开工面积增速下滑-施工面积增速下滑）与居民端的“需”（需求过度释放、房贷利率上升、消费贷控制）的双受限，且国家棚改规模下调，即使一、二线城市土地供应改善带动土地购置高位运行，也难以根本改变房地产投资的下滑趋势。**制造业投资方面**，市场准入负面清单制度将全面实施，有利于激发民间投资活力，加上外需强劲复苏及企业盈利改善，带动制造业投资增长，但考虑国内到终端需求不会明显扩增、环保政策、企业去杠杆压力较大，预计 2018 年制造业和民间投资增速略有加快。综上，源于经济增长向高质量转变的思路，内外需对经济增长的强支撑，固定资产投资对经济的拉动需求减弱，料将继续保持下滑趋势至 7.0%左右，较上年小幅下降（7.2），经济增长对投资的依赖预期得以改善，但将是一个逐步缓降的过程，且受国内外发展大环境的影响。

对合肥来说，投资依赖症的表现尤为突出，2017 年固定资产投资增速仅为 5%，下降幅度较大，房地产投资增速的下滑值得关注。

（四）下一个社零消费亮点在哪？

近年来，中国经济转型的主要表现之一就是消费拉动作用的提升，2017 年消费对经济增长的贡献率为 58.8%，拉动 GDP 增长 4.1 个百分点，虽低于 2016 年的 64.6% 和 4.3 个百分点，但继续发挥基础性作用。2018 年，消费增长将继续受到**居民收入增加（高于经济增速）、消费结构升级和城镇化（常住人口城镇化率达到 58.52%，70% 为成熟期）**推进的支撑。同时，伴随房地产市场降温、居民加杠杆受限，**房地产对消费的挤出效应将会减弱**，预计社会消费品零售总额名义增速 10.0% 左右，消费仍将对经济增长发挥基础性作用。分项来看，受房地产投资和商品房销售面积增速回落，**建筑及装潢材料类同比下降，家具类、家用电器和音像器类受益消费升级保持稳定。**

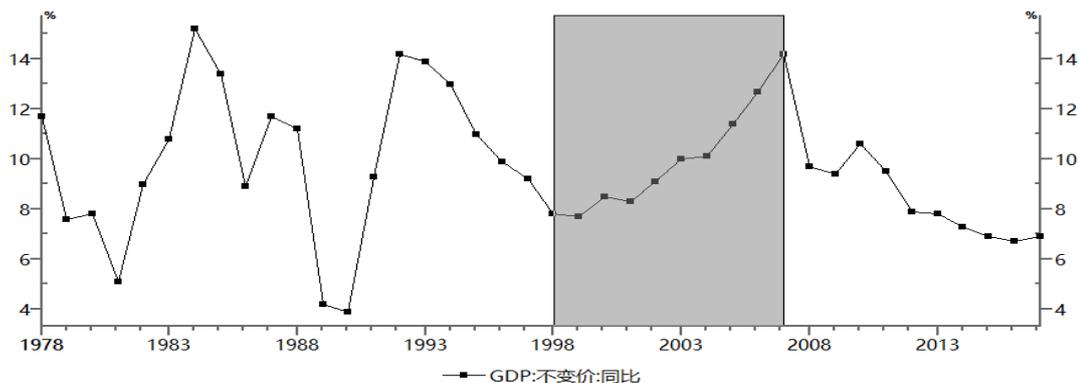
值得注意的是，作为社消的主力（占比 1/4），汽车购置税优惠取消，汽车消费可能拖累整体增速，但从大的趋势来看，主要矛盾变化所带来的**是消费转型和升级将形成消费增长的有力支撑**。根据《经济学人》的统计，中国中产阶级（家庭年收入在 7.66 万-28.6 万人民币之间）人数增长到今日的**2.25 亿，占全球中等收入群体 30%，相当于美国人口总数，未来这部分人的消费结构升级新动能有望得到充分释放**，比如汽车消费，虽然小排量车购税优惠取消，但去年 SUV 增速 20%、新能源汽车增速 50%，比如老龄化社会、二胎放开，医疗健康、养老保健、教育等服务业消费将会崛起。比如，90 后、00 后日渐成为消费主体，网络、休闲旅游、文体娱乐消费将会得到蓬勃发展。

消费的变革对金融发展的影响是巨大的，近年来金融领域的风口无不是与消费有关，比如网络消费带来的 P2P、消费升级带来的消费金融、超前消费带来的现金贷等等，未来消费变革既需要金融发挥独特作用，也为金融创新提供了广阔的空间，消费金融理应成为一个可能的风口（2016 年短期消费信贷占居民最终消费的比例为 17.1%，美国为 28%）。需要进一步把握消费转型升级方向，适应 90 后、00 后新消费主体的个性化、多样化、高品质、体验式消费需求，充分运用互联网、金融科技、大数据等技术手段，占据成本、信息、获客以及风控方面的竞争优势。

（五）外贸能否成为经济增长的持久动力？

亚当斯密的古典经济增长理论认为，国际贸易促进国际分工，从而带来经济增长，1998-2007 年被公认为我国经济增长的黄金十年，很大程度上源于加入 WTO 所带来的全球制造业价值链分工红利，而 2008 年美国金融危机的最大影响不是金融体系，而是外需的萎缩，联系 2017 年三驾马车的经济增长贡献率，外贸无疑动力所在，那么 2018 年甚至更长时间，外贸能够成为支撑经济增长的持久动力？

经济增长黄金十年



数据来源：Wind

外贸对经济增长的支撑，主要体现在规模和价格上，规模由外需决定，价格则由供需决定。2018 年，世界经济整体复苏明显，美、日、欧等主要经济体复苏，国外消费需求具有稳定的支撑，央行适度引导人民币汇率预期，汇率变化对进口节奏的影响会逐渐减小，外贸在**规模上支撑**。年底中央经济工作会议将“推动形成全面开放新格局”列为 8 项重点工作之一，更加注重提升出口质量和附加值，下调部分产品进口关税，**政策上有保障**。但是，2017 供给侧改革外溢和大宗商品涨价带来的进出口价格效应将不复存在，美国对华贸易摩擦逐渐升温，全球贸易保护主义抬头加剧，以及制造业竞争激烈程度上升，人民币有效汇率稳中有升，都将对中国对外贸易产生一定负面影响，考虑基数原因，2018 年外贸维持两位数较快增长的难度增大，但是对 GDP 的正向拉动预期乐观，在经济增长目标淡化的背景下，有利于为三大攻坚战和供给侧结构性改革营造良好环境。

2017 年以来一系列超预期的金融开放政策措施（**债券通、内外一致的银行业股权投资比例规则、证券、基金、期货投资比例限制放宽至 51%**），金融业进入一个全面开放的新时代。

（六）供给侧结构性改革与“三大攻坚战”是什么关系？

2015 年底中央经济工作会议提出“三去一降一补”的供给侧结构性改革，两年后的十九大报告仍将“深化供给侧结构性改革”放在建设现代化经济体系的首要位置，而在 2017 年底的中央经济工作会议上，提出今后 3 年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，两者有何内在的逻辑关系？

应该来说，过去两年来的供给侧结构性改革在去产能（压缩传统产业产能-大宗商品价格上涨-上游企业利润高涨-国企效益改善）、去库存（全面去库存-三四线城市去库存）方面取得了较好的成效，而“去杠杆、降成本、补短板”效果不甚明显。基于此，中央提出三大攻坚战正是为了着力推动这三个领域的供给侧结构性改革，只不过指向更加明确和具体，防范化解重大风险属于“去杠杆、降成本”，精准脱贫、污染防治属于“补短板”。

在具体靶心上，“**去杠杆**”将在 2018 年步入下半场，既从单纯的“金融去杠杆”切换到“经济去杠杆”，宏观杠杆率的四个部门：**非金融企业、居民、政府、金融**，其中，**政府部门、居民部门杠杆率**绝对水平不高，但政府部门中央低地方高，居民部门源于 2016 年房产去库存杠杆率快速上升，2018 年政府部门杠杆率将继续对存量债务进行置换处置（8 月前完成），对增量债务进行控制（发改办财金〔2018〕194 号），居民部门杠杆率将随着房产调控长效机制继续保持回落态势。**非金融企业部门杠杆率**高企最为突出，在主要经济体中位列第一，主因是预算软约束、政府隐性担保、城投替代政府举债、银行间接融资“抓大放小”所带来的非金融国企和重工业部门盲目加杠杆，供给侧改革以来，外需、价格等外部因素支撑下，杠杆上升势头得以遏制，2018 年，预期将通过强化国企债务约束、城投剥离融资功能、市场化债转股、处理僵尸企业等综合手段，从内部因素上降低杠杆率。**金融部门杠杆率**源于影子银行快速崛起，两年来的去杠杆主要集中于此，随着货币回归中性、锁短放长、资管新规、同业存单、金融稳定委员会成立等等，目前影子银行缩表，M2 增速下降，去杠杆成效显著，2018 年金融“金融去杠杆”政策逐步回归常态化、制度化，力度和操作趋于平缓，重心转向“服务实体、防范风险”。

此外，“**降成本**”将从降低融资成本、税收成本升级为降低实体经济成本，降低制度性交易成本，还包括能源和物流成本。“**补短板**”既包括补齐“生产短板”即提

高供给体系质量、扩大优质增量供给，也包括补齐“生活短板”即精准脱贫，更包括“生态短板”即打赢污染防治攻坚战。

金融属于现金流速度较快的行业，其本质之一就是杠杆，杠杆率相对于其他行业较高，以资产负债率来衡量，一般以 50-70% 为宜。降低金融企业杠杆率，**一要**根据资本结构和发展阶段实际，建立严格的分行业负债率警戒线管控制度，在年度经营业绩考核中增加资产负债率的权重。**二要**控制财务杠杆，超过警戒线、偿债能力比较弱的企业，要从开支规模、投资规模、薪酬、成本费用（招待费、管理费）从严控制。**三要**控制投资规模，对于高杠杆企业，要严格把关超越财务承受能力的主业投资，严禁非主业投资，禁止安排推高负债率的投资项目。**四要**控制业务风险，对存在风险的业务要严格管理，包括应收账款、存货占用、各类垫资（对外担保、委托贷款）、融资性贸易等等。同时，还要通过大力发展股权融资、市场化债转股、提高资本积累等做大分母的方式，降低整体杠杆水平。

（七）“宽财政”接力“宽货币”的空间和力度何在？

2018 年，全球经济视角来看，金融危机以来的货币宽松逐步退出或减弱，“宽财政”接力“宽货币”实现攻防互换，以美国为代表开始尝试用减税等“宽财政”政策来接力。而中国的情况更为复杂，次贷危机后发达经济体普遍采用“宽货币”与“稳财政（降低企业和政府负债）”搭配，而中国采取的是“宽货币”（08 年适度宽松-11 年稳健但实质偏松）和“宽财政”（四万亿-营改增结构性减税-赤字率飙升）搭配，在“宽货币”大趋势减弱的前提下，“宽财政”接力支撑经济增速的空间和力度值得探究。

2008 年开始，中国积极财政政策已经延续了 11 年，2008-2013 年，中央经济工作会议对于财政政策的定位都是“继续实施积极的财政政策”，2014 年提出“要有力度”，2015 年要“加大力度”，2016 年“更加积极有效”，2017 年的提法是“积极的财政政策取向不变”，措辞相比与前几年较为缓和，“**增强可持续性**”成为新的关键词，预计 2018 积极财政政策力度和空间都将出现一定程度的削弱。

2008-2017 年中央经济工作会议财政货币政策表述

	财政政策	货币政策
2008 年	实施积极的财政政策 较大幅度增加公共支出 实行结构性减税	适度宽松的货币政策 促进货币信贷供应总量合理增长
2009 年	继续实施积极的财政政策 突出财政政策实施重点 继续从严控制一般性支出	适度宽松的货币政策 把握好货币信贷增长速度 积极扩大直接融资
2010 年	继续实施积极的财政政策 下决心压缩一般性支出 加强地方政府性债务管理	实施稳健的货币政策 把好流动性这个总闸门
2011 年	继续实施积极的财政政策 继续完善结构性减税政策 严格财政收支管理 加强地方政府债务管理	稳健的货币政策，适时适度预调微调 保持货币信贷总量合理增长 发挥好资本市场的积极作用 有效防范和及时化解潜在金融风险
2012 年	实施积极的财政政策 结合税制改革完善结构性减税政策 严格控制一般性支出	稳健的货币政策，适当扩大社融总规模 保持贷款适度增加 降低实体经济发展的融资成本
2013 年	继续实施积极的财政政策	稳健的货币政策

	调整财政支出结构 完善结构性减税政策	保持货币信贷及社会融资规模合理增长 改善融资和信贷结构，提高直融比重
2014 年	继续实施积极的财政政策 积极的财政政策要有力度	和稳健的货币政策 货币政策要更加注重松紧适度
2015 年	积极的财政政策要加大力度 实行减税政策 阶段性提高财政赤字率 适当增加必要财政支出和政府投资	稳健的货币政策要灵活适度 降低融资成本 保持流动性合理充裕和社融总量适度增长 扩大直接融资比重，优化信贷结构
2016 年	财政政策要更加积极有效 预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。	货币政策要保持稳健中性 调节好货币闸门，维护流动性基本稳定 防控金融风险放到更加重要的位置
2017 年	积极的财政政策取向不变 调整优化财政支出结构 压缩一般性支出 切实加强地方政府债务管理	稳健的货币政策要保持中性 管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长 促进多层次资本市场健康发展 守住不发生系统性金融风险的底线

首先从狭义财政来讲，即一般预算收支来看，价格和进出口因素的增收作用可能减弱，减税降费措施的累积效应将给财政收入增长带来压力和挑战，加上近几年财政赤字率已上升至 3% 的上限（2012-2017 年分别为 1.6%、2.0%、2.1%、2.3%、3% 和 3%），可能会出现“紧一般预算”，即下调或保持预算赤字率，保持在 2.6%-3% 之间，赤字规模在 2.38-2.73 万亿之间，中央经济工作会议时隔 5 年后重提压缩一般性支出、切实加强地方政府债务管理，也从侧面反映了“紧一般预算”的政策取向。同时，在减税降费方面，2017 年已达万亿规模基础上，2018 年针对高新技术产业、高端制造的结构性税收优惠扩围值得期待，在 15% 的基础上进一步降低优惠税率、扩大高新技术企业认定范围均是可能的降税措施；增值税更可能以完善、扩大抵扣范围为主；无论是税收政策还是财政支出结构，都将更多向高新科技产业、精准扶贫、乡村振兴等领域进行倾斜。

其次在广义财政方面，包括政府和社会资本合作（PPP 模式）、政策性银行专项贷款、专项基金、地方债置换以及专项债等等，资金投向涉及基建投资、棚改项目、河北雄安新区建设等。考虑到经济发展思路的转变将对地方政府违规借债，泛用滥用 PPP、政府投资基金、政府购买服务等名义变相举债以撬动更大杠杆的现象带来较强的收缩，广义财政同样面临下滑压力。具体来看，PPP 模式项目落地率将进一步上升，民间资本参与度提升将是新亮点；非政府债券形式存量政府债务 1.73 万亿元 8 月底前完成置换，作为“开前门”的手段之一的政府专项债（土地储备、政府收费公路、轨道交通）将加快推进发行，新增限额有望接近 1.5 万亿，重点打造中国版的地方政府市政项目“收益债”，但相对于 25 万亿以上的城投债，仍然相比规模较小。

（八）延续一年多的中性偏紧货币政策可有松动？

2016 年底中央经济工作会议上首次提出“要适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门”，“防止货币供应过于宽松而产生的杠杆效应和放大资产泡沫”。2017 年 5 月，广义货币 M2 的同比增速终于结束了一直维持在两位数的高速增长水平，标志着货币政策已经转向。伴随货币的边际收紧和全球进入加息周期，以 OMO、SLF 等货币政策工具利率和 10 年期国债利率为代表，表明我国已经进入加息周期。

2018 年，经济短期偏弱，但仍有韧性，通胀中枢小幅抬升，中央对货币政策的表述依然为稳健，不同在于货币闸门由“调节”转向“管住”，意味着央行将站在更高

的视角、更宏观地进行货币供给，并在稳增长、调结构、防风险、去杠杆和抑制资产泡沫之间进行平衡，货币政策量价工具将配合维持中性的流动性环境，通过预调微调，精准发力，有针对性地解决结构性问题。在双支柱的金融调控体系下，**货币政策将更多的回归本源，关注宏观经济基本面的变化，主要针对物价和经济增长，以监管为代表的宏观审慎政策重点在健全金融监管体系，防范金融风险。**

货币政策方面，保持货币政策的稳健中性，管住货币供给总闸门，综合运用价、量工具加强预调微调，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，**一是延续实施名义稳健中性、实际偏紧货币政策**，一方面与美联储等全球主要央行货币政策转向有关，一方面是国内金融去杠杆、强化金融监管、推进结构性改革的需要，M2 增速回落到 8-10% 左右，社融增速存在一定的下行压力，但金融服务实体经济的力度不会减弱。**二是“操作利率上调+定向降准”组合拳或明年再现**，具体到价格型和数量型调控工具的运用上，除非出现超预期的因素，调整存贷款基准利率和全面降准的概率不大，更加注重结构性和边际调整，“上调公开市场操作利率+定向降准”仍是可以期待的稳健中性货币政策的组合拳。**三是“削峰填谷”维护流动性合理稳定**。综合考虑金融监管政策的宏观效应及对金融业态和市场运行格局的影响，灵活运用多种货币政策工具组合，维持流动性的紧平衡操作，起到逐步去杠杆的目的，在公开市场操作上保持流动性中性适度。**四是实行结构性的信贷政策，向鼓励和支持性产业实施信贷倾斜，支持制造强国建设，助力经济结构调整和新旧动能的转换。**

货币政策调整和转向对金融企业来说，可谓“牵一发而动全身”，**货币供给偏紧导致银行信贷额度紧缩，企业负债难度加大，市场利率上升，负债成本和债权收益相对较高，经营风险较大，中小金融机构将面临现实版的压力测试。**在这种情况下，评级较高、资质较好、财务状况健康、融资渠道健全的公司将更能获得高质量的发展。需加强财务规划和现金管理，加强资金调拨和调剂，由分散化向集中化管理转变，盘活存量资金，提高资金周转效率，在资产流动性、盈利性和安全性之间做好平衡，加强资产证券化业务开发，加快构建多层次、多元化的融资支持体系。同时，随着扩大直接融资比重的呼声越来越高，但债券融资受较高利率影响，股权融资的优势进一步凸显。

（九）财政金融监管政策会再度加码？

这一轮财政金融强监管政策，始于 2017 年 4 月的三会重点领域和薄弱环节风险防控，之后一直到年底，除了财政领域的政府购买服务、PPP 整顿，金融领域的消费贷整治，监管政策似有放松之势，大多研报预测监管政策趋于平缓。直到 12 月开始，一行三会密集出台的现金贷、资管、银信业务、股权管理等一系列重磅政策，力度之大、影响之远超出预期，业内普遍转而认为 2018 年监管政策会继续加码。

金融监管是宏观审慎支柱的重要内容，监管政策的出台不是散乱无章的，而是有一定内在逻辑的。本轮监管以金融稳定发展委员会的成立为标志，分为两个阶段：**一是分业监管**，主要是 2017 年上半年，三会各自加强对业内突出重点领域和薄弱环节的风险防控，比如银监会的“三三四”检查，其主要制约的是银行间的同业业务，对近两年大幅扩张的“同业存单-同业理财-委外”这一同业套利链条产生较大冲击。**二是协同监管**，主要是“金融稳定发展委员会”成立之后，《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》制约银行和公募基金套利，《流动性风险管理办法》制约表内与非银业务合作，《委托贷款》和《银信业务》制约通道业务，《资管业务指导意见》规范大资管业务，更多地旨在搭建整个金融体系的监管框架。

放眼 2018 年甚至更长时间，考虑到风险防范在三大攻坚战中居首，未来金融监管总体基调难松，金融体系内部、金融与房地产、金融与实体经济的关系都将面临变革。但我们认为 2018 年可能会出现一定程度的边际缓和，其理由包括：**第一**，当前金融去杠杆已然收效显著，资金空转、加杠杆、科目腾挪、信贷出表等行为均有较大收敛。**第二**，与上述对货币政策进行预判的理由一样，实体经济融资成本已出现上升苗头，明年实体经济走弱可能与强监管周期形成共振，由此监管力度边际缓和的可能性相对较大。**第三**，近期出台的资管新规在刚兑、期限错配等领域的严格规定对未来理财规模、非标流动性等的影响将是颠覆性的，继续出台严苛新政的概率相对较小，以更多给予相关部门调整空间。资管新规征求意见出台后，新华社就曾征对“处置风险的风险”专门发声，要求“结合实际进行综合考量、稳妥推进”。

具体内容而言，**金融监管**政策将以全面去通道、降杠杆、破刚兑为重要手段，以防范系统性金融风险为主要目标，发挥国务院金融稳定发展委员会作用，加强影子银行、房地产金融等的宏观审慎管理，将同业存单、绿色金融纳入 MPA 考核，预期出台金融控股公司监管规则，把国有企业降杠杆作为重中之重，深入推进市场化法治化债转股。**财政监管**政策的重点是有效防控地方政府债务风险（发改委、财政部《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》），坚决制止违法违规融资担保行为，坚决遏制地方政府隐性债务增量，严禁以政府投资基金、政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等名义变相举债。

2018 年，强监管下，金融机构设立准入难度加大（保险公司新设立停止，证券公司新设立极少，公募基金公司设立缓慢，信托公司转让停止，第三方支付公司只减少不增加，征信机构暂批一家，金融租赁准入停止，消费金融公司准入很慢，民营银行准入放慢，商业保理设立受限），金融机构市场准入难度加大，债券发行利率升高，等等。面对这些监管措施，**一要将全面风险管理放在更加重要和突出的位置**，将坚守不发生金融风险作为发展的底线和红线。**二要谨慎开展业务创新**，需对过去所谓“创新业务”进行规范和清理整顿，金融创新将以组织创新和“补短板”为主。**三要加速回归本源、专注主业**，切实提升对实体经济的服务能力。

（十）“国有企业”向“国有资本”转变有何新意？

十九大报告及中央经济工作会议，对 2018 年的国资国企改革有了不少新的要求，其中，将做强做优做大“国有企业”转为做强做优做大“国有资本”是最大的变化，这意味着国资国企改革将**由现行的企业范畴内的改革转向资本范畴内的改革**。2018 年，遵从这一要求，国资国企改革的可能路径主要有：**一是**围绕管资本为主加快转变国有资产监管机构职能，改革国有资本授权经营体制。**二是**中央和地方将在更大程度和更广范围内推行混合所有制改革，通过引进战略投资者、推行员工持股、撬动社会资本等方式实现混改目标。**三是**国企资产证券化将掀起新高潮，此前多地都在推进国企改革相关文件中提出了到 2020 年的国有资产证券化率目标，预计 2018 年资产证券化进度将加快，以确保资产证券化率目标得以如期实现。**四是**降低国企债务，以处置僵尸企业为主要抓手破除无效供给，规范央企参与 PPP，国企债务扩张将进一步受限。

2017 年合肥市出台了《关于深化国资国企改革的实施意见》，对国资国企改革提出了明确要求。**一是在混合所有制方面**，一方面，探索整体上市、核心资产上市、开放性市场化重组联合、员工持股等方式，推进国资适当退出；另一方面，通过市场化方式，对发展潜力大、成长性强的非国有企业进行股权投资（例如葛洲坝集团参股 30 多家环保类民企，使得环保产业快速上升为主要产业），推行国资战略性进入。**二是重组整合方面**，需积极谋划全市国有金融资源集中的方案及实施步骤。**三是瘦身健体**

方面，向国有资本运营公司转变，控制法人子公司数量，整合相关业务模块，探索并行集团化管理模式。**四是去杠杆、减负债、防风险方面**，包括严格落实投资项目负面清单管理要求，严禁超越自身承受能力的投资行为，采取多种方式压降企业产成品占用资金和应收账款资金（“两金”）规模，严控企业负债规模快速增长，提升国有资本保值增值率、回报率，降低企业流动资产周转率、资产负债率。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。