



# 兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2018 年第 20 期 总第 40 期 · 宏观报告

## 2018 年上半年经济金融形势分析报告

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 08 月 01 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



### 内容摘要：

- ◆ 上半年，去杠杆、防风险下的中国经济高开低走，GDP 三驾马车无一起色，房地产经济却一枝独秀，严监管下的宽货币，积极财政下的基建收缩，无不显示出宏观政策组合的牵绊与无奈。当然，硬币的另外一面，缺芯事件的科技强国倒逼响应，工业、投资结构的调整优化，宏观杠杆稳步下降，对外开放有序推进，都是我们探寻经济转型升级的重要线索。
- ◆ 下半年，国内外经济形势“稳中有变”，宏观总基调“稳字当头”，财政政策更加积极，货币政策注重效率，供给侧改革侧重补短板，继续坚定去杠杆，改革和开放的力度进一步加大。应对中，大变局需要大智慧，不要在哀声一片中妄自菲薄、迷失自我，而要在实事求是中明确方向、苦练内功。

# 2018 年上半年经济金融形势分析报告

## 目录 CONTENTS

- 1 国际经济形势分析
- 2 国内经济形势分析
- 3 国内宏观政策分析
- 4 安徽省及合肥市情况
- 5 对策建议



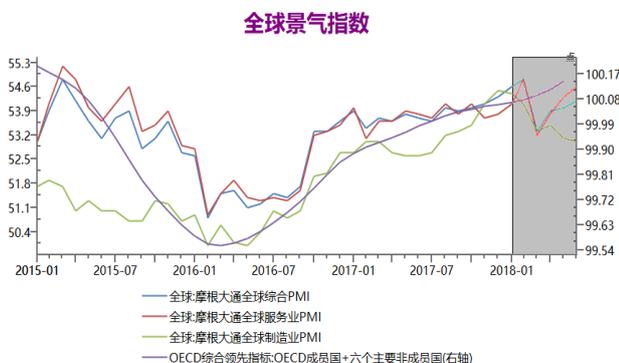
# 01

## 国际经济形势分析

景气指数、GDP、货币政策、两大风险



### 1.1 全球经济整体复苏向好态势不变

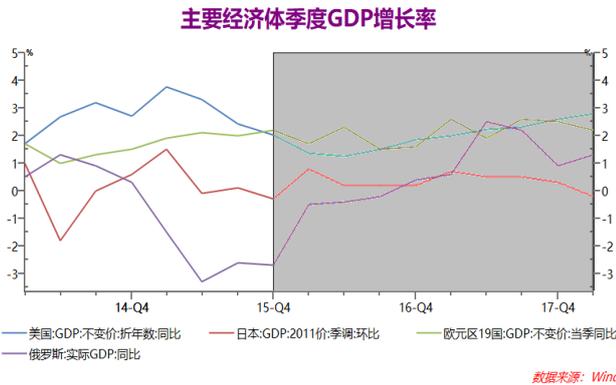


数据来源: Wind

- ✓ 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。
- ✓ 2018年上半年,全球主要经济体延续增长势头,主要经济体景气程度继续向上。
- ✓ 摩根大通全球综合 PMI 指数保持在 50 荣枯线以上。
- ✓ OECD综合领先指标依然继续向上。



## 1.2 主要经济体复苏态势不均衡



- ✓ 二季度美国GDP同比(折年)增长2.85%，环比折年率4.1%，为2014年以来新高。
- ✓ 欧元区、日本受出口疲软等因素影响，增长不及预期，维持周期性复苏态势。
- ✓ 印度、东盟等新兴经济体维持5%以上强劲增长，俄罗斯经济回升。
- ✓ 利率和汇率双重制约，以巴、阿等为代表的“双赤字”国家增长困难。



## 1.3 主要经济体货币政策继续分化

美国经济增长顶峰，支撑鹰派加息	欧洲经济复苏稳健，逐步退出QE	日本经济开始复苏，考虑退出QQE	新兴经济维持复苏，被动加息
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ GDP 同比增长 2.86%，为2015年9月以来新高。</li> <li>✓ 5月失业率为3.8%，为18年来最低。</li> <li>✓ CPI已连续8个月稳定在2%以上，OPEC减产支撑石油价格。</li> <li>✓ 6月会议上，预期加息次数为4次，已如期加息2次。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 欧元区2015年9月开始，连续两年正增长，2017年开始在2%附近震荡。</li> <li>✓ 2018年上半年欧元区增长较2017年有所放缓。</li> <li>✓ PMI稳定，CPI同比达1.9%。</li> <li>✓ 6月会议上，欧洲央行宣布将在2018年底退出QE，并保持利率不变至少到2019年夏季。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2018年一季度GDP实现同比正增长1.4%，尚不足以支持收紧货币政策。</li> <li>✓ 安倍晋三“三支箭”宽松的货币政策、灵活的财政政策 and 结构性改革吸引民间投资逐渐发挥功效。</li> <li>✓ 日本退出QQE至少在2019年以后，成为最后一个退出宽松的经济体。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 印度央行意外上调回购利率和逆回购利率0.25个百分点。</li> <li>✓ 菲律宾、土耳其等国纷纷加息。</li> <li>✓ 印尼央行则连续两次加息。</li> </ul>



## 1.4 下半年全球经济两大风险——贸易保护、货币政策

### 贸易保护

- ✓ 2016年以来的全球同步复苏中，全球贸易的恢复增长起到了关键作用。
- ✓ 美国的单边主义和保护主义行为成为影响国际贸易和投资信心的最主要风险。
- ✓ 全球直接投资数据显示，2017年全球FDI下降23%，美国、英国吸引外资规模分别下降了40%和92%。

### 货币政策

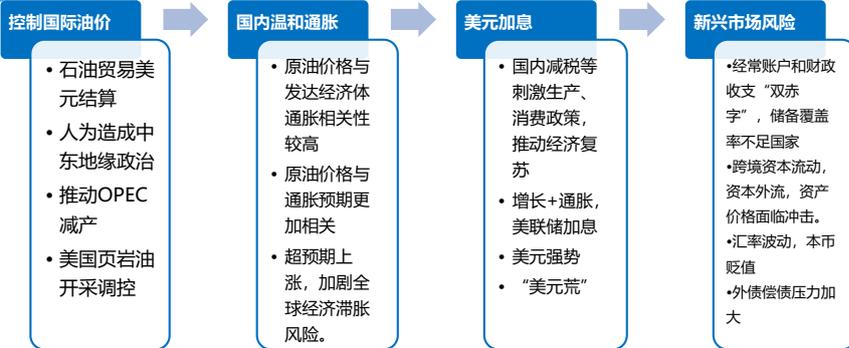
- ✓ 自2015年12月以来，美国已连续7次加息，全球流动性“总闸门”，Libor-OIS利差屡创新高，“美元荒”愈演愈烈。
- ✓ 股价、房价上涨导致美国金融市场风险不断累积。
- ✓ 由于全球流动性收紧、融资成本上升引发的金融风险不容忽视，美联储货币政策、美元指数和全球流动性变化往往是新兴市场金融动荡的直接诱因。(拉美债务危机、亚洲金融危机)
- ✓ 4月以来阿根廷、土耳其、巴西、印尼等国货币汇率大幅贬值、股市债市双双下跌，值得警惕。



### TIPS1: 油价、通胀、货币政策与新兴市场金融风险



20 世纪 70 年代的两次石油危机（中东产油国、拉美、日本）、1998 年亚洲金融危机（亚洲四小龙）和 2008 年全球金融危机（中国、俄罗斯）等，都是源于美联储提升短期利率速度较快，而最终的结果都是新兴市场经济国家的衰退，屡试不爽。



## 02

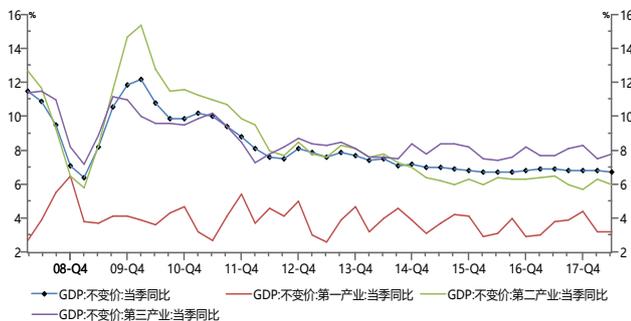
## 国内经济形势分析

GDP、工业、投资、消费、进出口、物价指数、景气指数



### 2.1 经济增长延续放缓

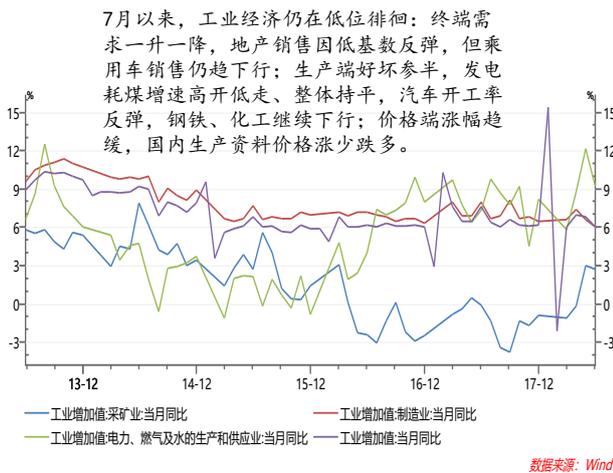
全国GDP及三大产业不变价当季同比



数据来源: Wind

- ✓ 2018年1-2季度6.8-6.7，上半年6.8%，同比回落0.1，“L型”保持稳定。
- ✓ 三大产业同比回落，分别回落0.3、0.3、0.1。
- ✓ 始于 2016 年底的企稳回升是新旧动能同时发力共同支撑的，是经济增长的短期波动而不是“新周期”。
- ✓ 2017 三季度以来的经济下行6.8-6.8-6.8-6.7，既有财政金融政策的主动收缩，也有贸易战等外部需求动能减弱因素。

## 2.2 工业低位徘徊



- ✓ 官方：工业生产基本稳定，工业增长总体平稳，结构继续优化，利润稳升。
- ✓ 上半年规上工业增加值累计同比 6.7%，同比下降 0.2 个百分点。
- ✓ 6月当月规上工业增加值同比增长 6.0%，下降幅度较大 6.8-6.0，源于制造业同比增速下滑。
- ✓ 上半年，全国规上工业企业利润同比增长 17.2%，新增利润主要来源于钢铁、建材和石油开采等行业
- ✓ 2012年后规上工业增加值同比增速降至一位数，并持续下降。



下游

### 下游行业

地产：6月地产销售量缩价升，7月上中旬41城地产销售反弹。  
乘用车：6月汽车产销增速双双下滑，经销商库存大幅回补。  
家电：6月限额以上家电零售增速续升，需求强劲反弹。  
纺织服装：6月限额以上零售增速回升，子行业出口普遍上行。  
商贸零售：6月零售增速反弹，必需普遍回升，汽车拖累明显。  
文体娱乐：上周电影票房人次环比增速转负，需求略有回落。

中游

### 中游行业

钢铁：6月粗钢产销均降，上周钢价涨、开工率降、库存去化。  
水泥：上周全国水泥均价环比跌幅收窄，库存比略有回落。  
化工：上周PTA产业链价格全线回升，负荷率有平有跌。  
电力：6月发电量增速回落，7月中旬发电耗煤增速大幅回落

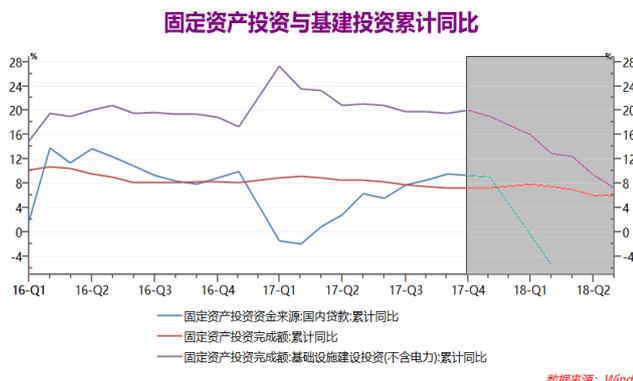
上游及  
交运

### 上游行业和交通运输

煤炭：上周煤价有平有降，电厂库存回补、钢厂库存去化。  
有色：上周LME铜、铝价格均降，铜库存降、铝库存升。  
大宗商品：上周原油价格回落，CRB指数下行，美元指数回升。  
交通运输：6月公路货运量增速续降，港口货物吞吐量增速回升。



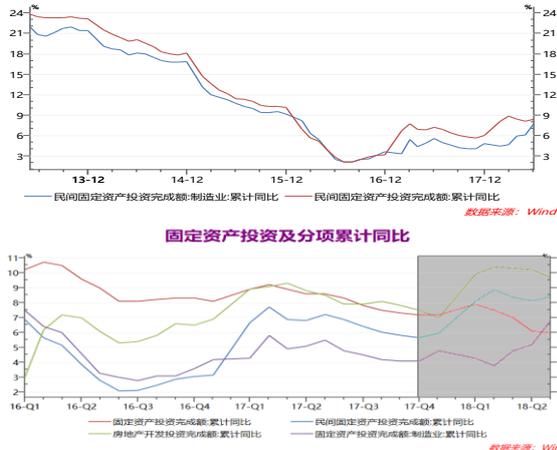
## 2.3 固定资产投资下滑，基建是主因



- ✓ 上半年，固定资产投资增速 6%，基建投资 7.3%，分别同比下降 2.6，14.3 个百分点。
- ✓ 基建投资断崖式下跌：
- ✓ 一是非标、PPP、城投债、公益性基建项目融资等渠道收紧；
- ✓ 二是财政支出较去年明显偏缓，上半年财政支出增速 7.8%，低于收入 10.6%。
- ✓ 三是新增地方债规模明显偏少，上半年只有 3328.7 亿元。



## 2.4 制造业、民间投资触底回升，房地产投资稳定



- ✓ 制造业投资和民间投资持续回升，并超过固定资产投资增速，为 2013 年以来首次。
- ✓ 政府投资的放缓和收入分配政策重新向企业部门倾斜双重利好，预计今年民间投资在总体投资中的占比将持续回升。
- ✓ 传统制造业可能依旧保持低位，高技术制造业投资增长高于整体增速。
- ✓ 房地产投资保持稳定，民间房地产投资占民间投资累计同比回升力度的86%。



### TIPS2: 下半年房地产市场怎么看?

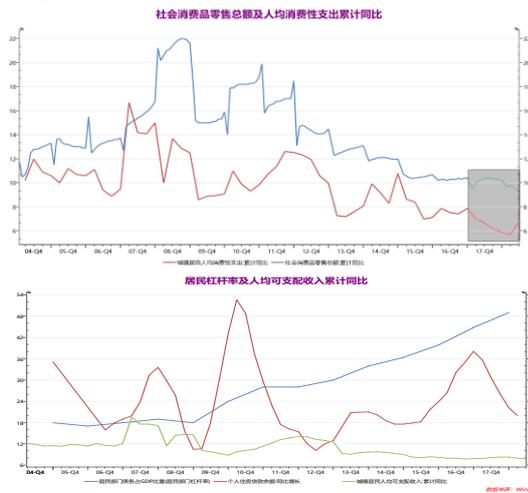


房地产市场长期看人口（城镇化、人口净流入）、中期看土地（土地供给和开工）、短期看金融（资金来源、房贷首付、利率、棚改货币化安置）。

- 6月房地产投资累计同比9.7%，同比提升1.2个百分点，环比下降0.5个百分点。
- ✓ **房地产投资依赖土地购置费**，1-6月土地购置面积同比增长7.2% (+5.1)，土地成交价款增长20.3% (+4.3)，但是剔除土地购置费，实际用于房地产开发的投资累计同比增速仅为-2.73%，真实房地产投资拉动能力较弱。
- ✓ **房地产投资先行指标依然不弱**。1-6月，企业房屋施工面积同比增长2.5% (+0.5)，房屋新开工面积增长11.8% (+1)，房屋竣工面积下降10.6% (-0.5)，商品房销售面积同比增长3.3% (+0.4)，商品房销售额增长13.2% (+1.4)。
- ✓ **房地产资金来源依赖销售回款，棚改货币化安置调整影响深远**。房地产开发企业到位资金同比增长4.6% (-0.5)，定金及预付款、自筹占比扩大、增速提升，国内外贷款和个人按揭占比下降、增速下降，利用外资大幅下降（发债受限）。棚改货币化安置比例下降，显著影响三四线城市房地产市场格局。
- ✓ 下半年，尽管有棚改政策转向和非标收缩限制开发资金来源因素，考虑到低库存和预算资金、地方债融资改善，后续地产和基建投资有望维持平稳。



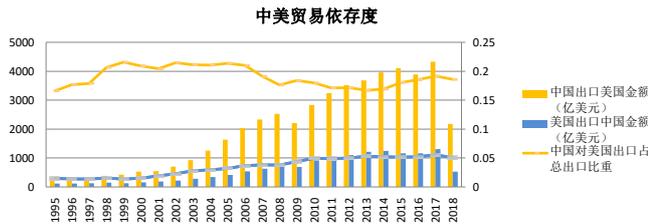
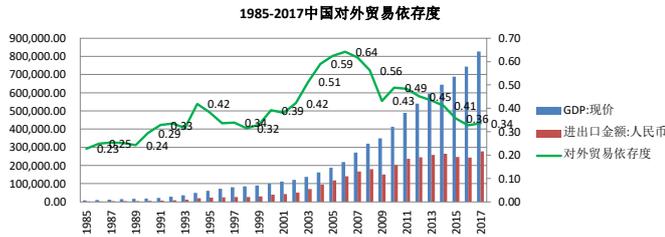
## 2.5 消费增速中枢下移，社会购买力不足



- ✓ **官方：居民消费支出增长较快，服务消费升级势头明显**
- ✓ 上半年社消增长9.4%，同比放缓1个百分点，其中5月社消增长8.5%，远低于预期，创下自2003年5月以来最低，居民消费性支出同样呈下降趋势
- ✓ 一方面居民居民杠杆率高企（2008年的18%攀升至2018年一季度50%），一方面居民可支配收入增速下降，社会购买力下降，消费动能减弱



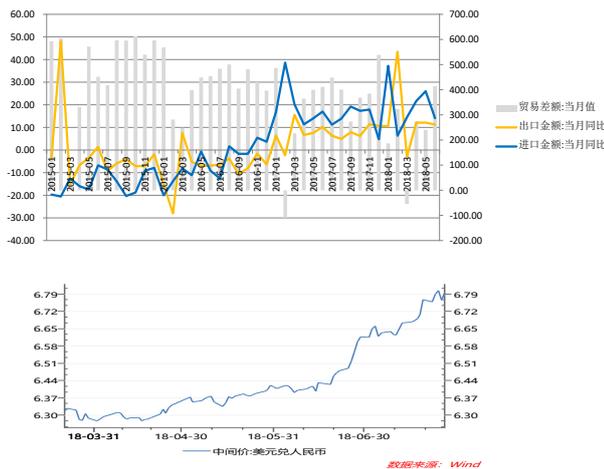
## 2.6 贸易战短期影响有限，长期影响大



- ✓ 贸易不平衡问题由来已久，2001年以来外贸扩张带来的经济增长动力在全球金融危机后快速消退，外贸依存度已下降到加入WTO之前的水平，贸易战可能会带来长久的衰退。
- ✓ 2017年中国总出口金额为2.2万亿美元，其中出口到美国的金额为4331亿美元，在当前的贸易规模下，贸易战引发的直接贸易损失是有限的，汇率贬值及关税豁免都会降低贸易战实际影响。
- ✓ 贸易战只是美对华战略的一部分，中国缺少还击的实力，产业内竞争实力不及当年的日本。贸易战可能遏制中国经济转型升级的步伐。



## 2.6 贸易战短期影响有限，长期发展受限



- ✓ 上半年对外贸易继续向好。出口累计增速 12.7% (同比+5)；进口累计增速 19.9% (+1.1)；6月当月进口增速 14.1% (环比-12) 当月出口增速 11.3% (环比-1.3)；进口大幅减速或主要与降关税政策前企业倾向于推迟进口有关。
- ✓ 中美贸易战具有长期性，美欧日签署了零关税自由贸易协定，中国需韬光养晦，加快经济提质增效的步伐，继续推进东盟10+1的自贸区建设，推进贸易便利化，做实“一带一路”，做好打持久战的准备。
- ✓ 下半年，进口依然强劲（政策），出口预期回落（外需回落、PPI下行、基数抬升，贸易战影响回落斜率）



# 03

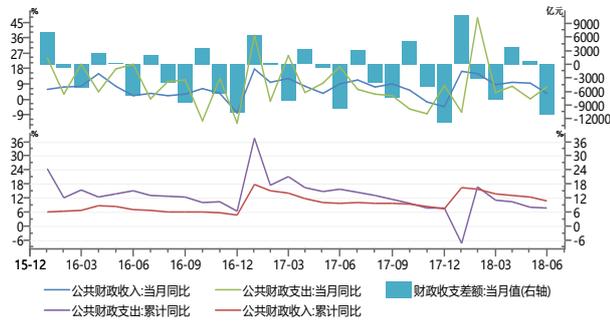
## 国内宏观政策分析

财政收支、金融数据、财政政策、货币政策、财政监管、金融监管



### 3.1 财政收支保持平稳，减税增支因素增多

财政收支当月、累计同比及收支差额



数据来源: Wind

1-6月财政收入增速10.6%（去年同期9.8%），6月财政收入增速明显放缓，同比增长3.5%（环比回落6.2），与近期减税降费措施开始加速落地有关。**下半年，减税降费力度明显加大，财政收入承压。**

1-6月财政支出增速7.8%（去年同期15.8%）支出进度加快（年初预算的53.2%，高于去年50.9%），6月财政支出增长7.0%（环比回升6.5），适应积极财政发力的呼吁，**下半年，财政支出或在精准脱贫、乡村振兴、三农小微、新型基建、生态环保等“补短板”领域进一步结构性发力。**



### 3.2 财政监管回顾与展望

#### 上半年

- 国有金融资本管理
- 规范金融企业对地方政府和国有企业投融资
- 加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理
- 地方政府债务管理
- 地方政府违法违规举债担保问责
- 试发地方政府棚户区改造专项债
- 财政重点补贴调整：新能源汽车、光伏
- 严格城市轨道交通条件

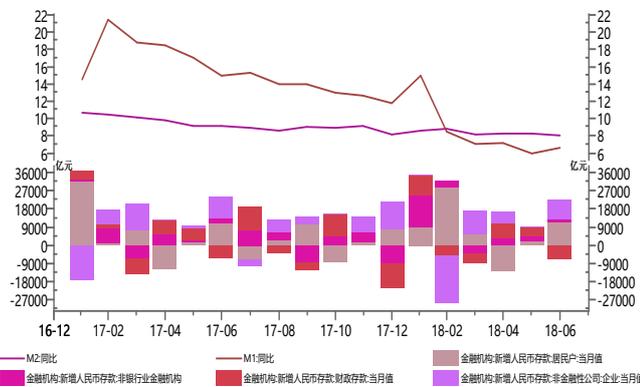
#### 下半年

- 地方隐性债务清理、整顿
- 制止违法违规融资担保行为
- 规范政府投资基金、政府购买服务
- 规范PPP项目发展
- 地方专项债发行加速
- 财政扶贫资金监管
- 创新绿色财政
- 财政信息公开



### 3.3 M2 增速跌至 8.0%，创历史新低

M1M2及金融机构存款结构



数据来源: Wind

6月M2同比增速下降0.3个百分点至8.0%创下历史新低，M1抬升0.6个百分点至6.6%。

**从M1-M2剪刀差来看**，货币活化程度边际改善，在去杠杆、严监管的大背景下，整体融资环境依然较紧，信用派生能力弱化。

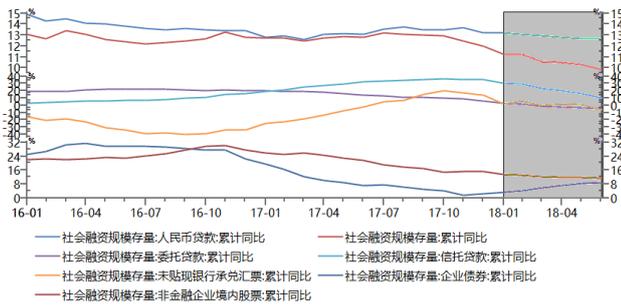
**从结构来看**，上半年，企业存款同比少增11530亿元，与企业信贷同比多增形成反差，表明企业借新还旧、负债压力较大；非银存款同比多增11800亿元，流动性创造从央行经由商业银行流入非银的链条仍然存在，金融监管边际放松。

**下半年**，在金融机构去杠杆取得明显成效基础上，M2增速降幅趋缓，预计年内继续维持个位数低增速。



### 3.4 社融增速创新低，表外融资进一步萎缩

社会融资规模及分项累计同比



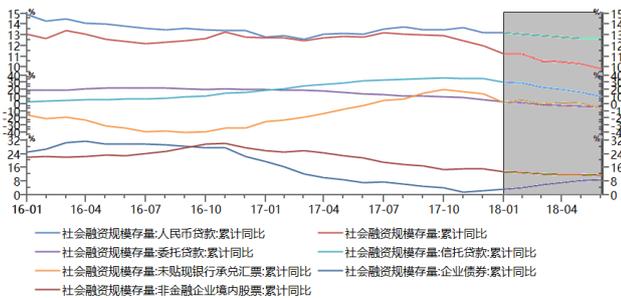
上半年，社会融资规模增量累计为9.1万亿，比上年同期少增2.1万亿，累计同比9.8%，比上年同期下降3个百分点，历史首次低于10以下。  
**结构上**，新增非标融资（委托贷款、信托贷款、未承兑票据）较去年下降3.7万亿，是社融下滑主因；新增人民币贷款较去年上升5503亿；新增债券融资上升1.4万亿。  
**增速上**，人民币贷款累计增速高于整体（12.7%），委托贷款、信托贷款、未承兑票据累计增速呈下降趋势（-4.6%、10.1%、-6.7%），债券融资累计增速加快（8.7%），股票融资增速仍偏低。

表内信贷发力并不足以完全抵消表外融资的持续低迷，信贷扩张对实体经济的支撑效力还不显著，面对3.7万亿的非标收缩，针对实体经济的信贷扩张仅有5503亿，且在整体的信贷扩张中，非银机构对信贷额度的耗用也有所攀升，与M2非银存款多增相一致。社融增速的萎缩对实体经济增长的潜在负面影响可能逐步显现，去杠杆背景下货币政策空间相对有限。



### 3.5 表内信贷阶段性发力，票据融资大增

社会融资规模及分项累计同比



上半年新增人民币贷款9.0万亿，同比多增1.1万亿。  
**分期限看**，票据融资是主要增长来源，同比多增2.0万亿，短期贷款同比少增6196亿元，居民多增而非金融公司少增，中长期贷款同比少增8100亿元，居民多增而非金融公司同时少增。  
**分部门看**，非金融性公司和非银金融机构是新增信贷的主力，分别多增7400万亿、4821亿元。

表内信贷发力“有效性”不足。票据融资同比大幅多增，相对普通贷款融资风险更小，风险事件频发背景下商业银行的无奈之举。居民短期贷款多增，与消费贷回暖相关；居民中长期贷款占全部中长期贷款比重升高，不利于经济转型。中长期贷款占比继续下降，是源于“产能过剩行业中长期贷款增速持续放缓”和“住户房地产贷款增速回落”。非金融企业中长期贷款同比少增，企业盈利能力弱化、叠加实际利率的提升，限制企业的贷款能力。



### 3.6 货币政策与宏观审慎双支柱：由紧货币到紧信用

#### 货币政策：宽货币

货币政策侧重物价稳定、经济增长、就业以及国际收支基本平衡。  
**流动性管理**：逆回购、MLF续作、扩大MLF担保品，常备借贷便利SLF，公开市场操作OMO利率上行。  
**普惠金融**：定向降准（1月25日普惠金融定向降准、4月25日定向降准置换MLF、7月5日“债转股”和小微企业融资定向降准），信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款。

#### 宏观审慎：紧信用

宏观审慎侧重于金融稳定和逆周期调控，金融去杠杆。  
**宏观审慎评估**，同业存单纳入MPA同业负债，逆周期宏观审慎资本流动管理政策回归中性，定向降准目标纳入MPA考核，资管新规。

**去杠杆**：一是金融机构，二是实体经济中负债比较多的部门，如地方政府、国企以及居民等等。**2017政策重心**：“紧货币”，通过收紧货币条件的方式来影响金融机构的行为，促金融机构降杠杆。**2018上半年政策重心**：“紧货币”转向“紧信用”转变，金融机构的资产负债端已出现明显的调整（委外收缩、久期错配加杠杆风险降低），银行负债压力上升需货币条件宽松来对冲（银行表外资产回表，大行资本、存款压力均在上升），而解决地方政府、国企债务问题，“紧信用”进入实质性实施阶段（4月2日中央财经委员会第一次会议）。**2018下半年“松货币、紧信用”政策搭配**，一方面，通过收紧信用结构性去杠杆，限制高杠杆企业融资，规范政府融资，抑制居民杠杆率过快上升。另一方面，松紧适度的货币条件降低企业的融资成本，加大有利于普惠金融、绿色金融“补短板”。



### 3.7 金融监管回顾与展望



### TIPS3: 这一次, 我们不一样?



二季度6.7%是2009年一季度(6.4%)以来的次低, 与2016年一二三季度连续三个6.7%的情况极为相似, 都是受净出口增长负贡献, 此次内外部形势更为严峻(贸易战影响不可测)。当时靠的是供给侧改革(房产去库存、去产能全球贸易好转), 这一次我们靠什么?

- ✓ 7月23日, 国务院常务会议, 部署更好发挥财政金融政策作用等, 坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。联想到的是15年1月, 总理达沃斯论坛时表示就是积极财政和稳健货币, 不会搞大水漫灌。但事后看, 6次降息、5次降准, 并开启房地产大牛市, 这一次我们不一样?
- ✓ “有水但不漫灌”: 08年降息5次降准3次, 12年降息2次降准3次, 15年降息6次降准5次, 这一轮定向降准3次, 没有降息, 有放水没有漫灌。
- ✓ “不走地产老路”: 地产投资是影响中国经济的最重要动力, 住建部称控制棚改货币化安置的比例, 以及统计局称加快推进房地产税相关政策举措。
- ✓ “基建只会托底”: 积极财政政策要更加积极, 一个重要落脚点是基建投资, 表外影子银行(基建信托, PPP融资)受限, 新增来源主要是地方政府专项债和融资平台贷款两个正门, 但受财政预算及银行资本充足率影响, 只会启到托底作用。而且本质上还是在让政府和国企加杠杆, 边际效益递减。
- ✓ “减税理应更多”: 鼓励研发创新, 刺激高端制造业投资, 力度仍有限。



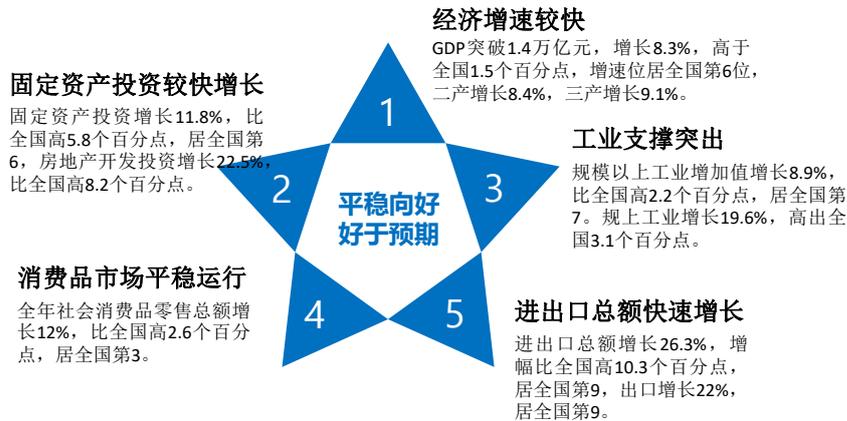
## 04

### 安徽省及合肥市情况

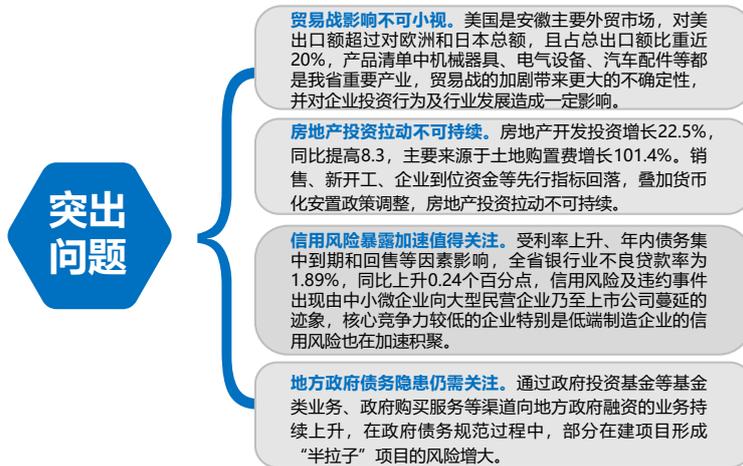
安徽省经济运行、突出问题, 合肥市经济、工业、金融、信贷分析



### 4.1 上半年安徽经济平稳向好、好于预期



### 4.2 下半年安徽经济面临的突出问题



### 4.3 上半年合肥经济不及全省，工业强，金融弱





# 05

## 对策建议

GDP、财政政策、货币政策、三大攻坚战、地方融资平台、国有金融资本管理、中美贸易战、人民币汇率



### 5.1 小周期新起点，GDP失速或无忧？

2014年新常态  
2016年L型走势  
2017年初新周期  
2018年上半年下行  
2018年下半年？

4年间一个小周期  
新起点，是失速还是  
无忧，抑或  
台阶式下行？

**工业生产保持韧性。**下半年受环保限产、去产能，以及不断上升的生产经营成本影响，供给存在收缩压力，随着供给侧结构性改革的推进，政府可能加大降成本、补短板力度，这将使供给保持韧性。

**投资同比增速可能企稳。**财政政策或将结构性发力，基建投资有望回暖；随着土地购置费增速高位回落，房地产投资可能继续缓慢下滑；传统制造业投资增速保持低位，高端制造业投资维持高速增长。

**消费保持平稳。**消费升级配合供给侧结构性改革来实现供给需求的匹配，但从过去的房地产与基建投资拉动经济增长的模式转向以居民消费作为主要贡献力量的后工业化时代经济模式，仍需时日。

**进口依然强劲，出口预期回落。**扩大进口的力度和决心，可能会有更多类似政策出台，受贸易战、外需回落及基数影响，出口可能回落，贸易顺差收窄可能成为常态。

**宏观政策转向。**重心转向“防范处置风险的风险”的意图明确，积极财政政策加大减债和基建，货币政策保持流动性合理充裕。

**预期：**估计2018年下半年和2019年GDP将分别为6.6-6.7%；6.4-6.5%。金融货币政策调整和扩内需背景下财政的重新扩张可能会形成一定对冲。

- ✓旧动能退出，地产、基建、传统产业债权股权项目需谨慎涉入。
- ✓新动能转换，居民消费升级、新型城市化、物联网、金融科技、大数据、人工智能等新经济、新动能，提前布局潜力公司和优质项目。

规避旧动能  
布局新经济



### 5.2 积极财政政策，如何才能更加积极？

4月23日，中央政治局会议：把加快调整结构与持续扩大内需结合起来  
7月23日，国务院常务会议：积极财政政策要更加积极

- ✓起因：二季度数据出炉，经济形势不好，宏观调控难度加大。
- ✓导火索：《完善金融国有资本管理的指导意见》，财政部扩权。
- ✓论战：央行研究局徐忠《多个现象表明积极的财政政策不是真积极》，青尺《财政政策为谁积极？如何积极？》。
- ✓结果：国务院常务会议各打三板，财政政策更加积极，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。
- ✓已经够积极：狭义赤字率两年3%，广义财政赤字率超9%，税收高速增长（依法征收、价格上涨）不可持续（金融和房地产业是货币向税收转化的媒介，下半年都面临限制），上半年财政支出进度（53.2%）、财政支出/财政收入（107%），“以收定支”下“更多在下半年体现”。
- ✓如何更加积极？“防风险、稳地方政府杠杆”仍是重点（地方债、PPP、政府购买服务、政府引导基金），基建托底（预算内加强、预算外规范中发展，引导金融机构合理支持“地方融资平台”），减税（小微、三农、周期性行业扩大资本开支、高科技企业）而不是增支来提高赤字率，补短板（政策担保、小微融资、社保、医疗）

- ✓政策性担保：把握政策性要求，拓展小微企业融资担保规模、降低融资担保费用，市级融资担保基金，融资担保体系建设，再担保机构建设
- ✓减税降费：针对科技型企业的客户挖掘、产品开发、风险控制
- ✓政府融资平台项目融资：有甄别、有筛选、有重点，涉及重大战略以及精准扶贫、生态环保、棚户区改造等项目

政策性担保  
减税降费  
融资平台项目



### 5.3 货币政策微调，如何避免大水漫灌？

“保持流动性合理稳定”变为“稳健的货币政策要松紧适度，保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕”

上半年3次定向降准，

✓**背景：**一是经济下行趋势确立，大部分靠货币驱动的传统经济都在减速。二是去杠杆导致的信用收缩，债务违约激增，上半年债券市场新增13个违约主体，7%是地方国企，而民营企业比例高达93%，P2P行业6/7月爆雷的平台超过100家，多家上市公司股东公告质押股票存在强平或者面临强平风险。

✓**已经放了点水：**6月份货币政策例会表态保持流动性“合理充裕”，3次定向降准释放2.3万亿基础货币（央行35万亿的总资产），创设MLF抵押品机制，鼓励购买低等级信用债，从央行换取流动性。

✓**大水漫灌的可行性：**08年、12年和15年的前车之鉴，广义货币M2总量超过美国2倍，作为放水对象的居民、企业、政府三部门举债空间没有。

✓**怎么办？**可以降准（宽货币，法定准备金率依然高达15.5%历史低点6%），不要降息（宽信用），去杠杆节奏适度放缓（资管新规，给予影子银行缓冲时间），财政更大程度减税。

- ✓多元化融资渠道建设，做好发债时机选择和成本控制
- ✓做好流动性压力测试
- ✓做好前十大客户融资风险排查
- ✓探索市场化债转股
- ✓加快不良资产收购与处置

融资渠道  
压力测试  
风险排查  
债转股、不良资产



### 5.4 供给侧改革、三大攻坚战，如何演化？

2015年底，供给侧结构性改革，三去一降一补

2017年底，十九大“三大攻坚战”

✓**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），**去库存**（全面去库存-三四线城市去库存），接近尾声。

✓**去杠杆（防范化解重大风险）：**政府（存量债务置换，增量债务严控），非金融企业（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），居民部门（控制房贷、消费贷），金融去杠杆（资管新规、强监管），杠杆率基本控制，遇经济下行，变为稳杠杆。

✓**降成本（防范化解重大风险）：**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（精准脱贫、污染防治）：**补齐“生产短板”即提高供给体系质量、扩大优质增量供给，补齐“生活短板”即精准脱贫，补齐“生态短板”即打赢污染防治攻坚战。

✓防范金融风险不会妥协，但会考虑市场承受度，避免发生处置风险的风险。扶贫攻坚将带动广大中西部地区和贫困地区的基建扩张（总量西藏考察表态）。环保相关的投资机会仍具有很强的可持续性。

- 传统产能过剩行业：**即使产能出清，也需尽量规避
- 房地产及建筑行业：**短期无忧，中长期难以大发展，适度退出
- 扶贫地区：**精准扶贫、全面脱贫项目，资金、政策、舆论有保障
- 环保企业：**只会越来越受重视，攻坚战临近，近两年可能迎来风口

传统产能过剩行业  
房地产及建筑行业  
扶贫地区  
环保企业



### 5.5 地方融资平台，刚兑信仰回来？

7月23日，国常会：有效保障在建项目资金需求，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。

云南资本、河北融投信托产品违约

城投信用再起？

✓打破当前金融和融资平台之间的融资僵局，对于缓解融资平台面临的风险因素（包括再融资风险、债务违约风险）等具有积极作用。

✓**什么是在建项目？**本轮地方政府债务风险严监管开端是2017年的7月15日全国金融工作会议，划断时间可能在此，这个时间点之前，经相关投资主管部门依照有关规定完成审批、核准或备案手续，并开工建设的项目。

✓**什么是必要的在建项目？**优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目、符合产业发展和产业园区发展规划、涉及民生需要的公益性项目

✓**什么是市场原则？**严格按照项目实际而不是政府信用提供融资，按照“穿透原则”加强资本金审查、确保其自有经营性现金能够覆盖应还债务本息，实际上要剥离传统地方政信类项目中的“地方政府隐性担保”。

✓**什么是合理的融资需要？**一是在建项目的“存量融资需求”，包括授信额度内的资金拨付，不能盲目抽贷、压贷、停贷，还包括存量债务重新确定贷款期限。二是在建项目的“增量融资”，主要是超授信额度之外的增量融资，包括采用PPP模式继续融资，以及地方债资金解决增量融资需求。

- ✓**公益性：**融资对应项目的公益性以及融资平台承担职能的公益性，比如中央政策支持的重大项目（棚改、扶贫、重大水利工程），涉及地方重大民生的项目（地方综合管廊、十三五规划项目），或者地方专项债对应项目。
- ✓**重要性：**一是唯一性、二是参与比较多的重大公益性项目。
- ✓**关注园区平台：**主要是开发成熟、现金流稳定的“物业型”园区平台，投资压力很小，一般具有垄断园区内公共事业业务的优势，带来稳定的现金流。

公益性  
重要性、唯一性  
关注园区平台



## 5.6 国有金融资本管理，推进路径？

6月30日，中共中央、国务院发布的《关于完善国有金融资本管理的指导意见》，强调财政部门履行国有金融资本出资人的主体责任，扎实推进国有金融资本的集中统一管理。

- ✓ **国有金融资本分层及配置。**根据国有金融机构四个层次“有进有退”（开发性和政策性、涉及国家金融安全、外溢性强的金融基础设施类、具有重要影响的、处于竞争领域的其他）。进的方向：加大对非银金融机构的布局，加大对新金融基础设施类机构布局（蚂蚁金服、联清算公司、白行征信）。退的方向：处于竞争领域的其他国有金融机构，面向民间资本（混合所有制、上市、员工持股、股权转让），面向境外资本（对外开放）
- ✓ **产业与金融隔离原则。**严格规范金融综合经营和产融结合，国有金融资本管理应当与实业资本管理相隔离，建立风险防火墙，避免风险相互传递。
- ✓ **竞争性国有金融资本的市场化原则。**一是管理的市场化。国资委行政干预式的“监督管理”转为中央汇金式的市场化“履行出资人职责”，可能会成立一个或多个国有金融资本投资运营平台集中管理。二是股权的市场化，金融企业国有产权市场化流转更加方便、更加规范。三是经营的市场化，混合所有制、员工持股、薪酬改革、市场化职业经理人等加快破题。
- ✓ **减少对国有金融资本的过度占用。**改变资金脱实向虚，防止地方政府债务金融化，规范和约束以政府或财政信用为背书的金融机构。

- ✓ **坚持金融主业：**推进金融资源集聚，提升金融资产占比，金融资本和非金融资本之间建立防火墙
- ✓ **市场化方向：**探索推进员工持股、薪酬改革、混合所有制等
- ✓ **国有金融资本运营公司：**金融资产管理平台、金融国企股权管理平台

金融主业  
市场化方向  
国有金融资本运营公司



## 5.7 金融业对外开放，孰喜孰忧？

有序开放银行卡清算等市场，放开外资保险经纪公司经营范围限制，放宽或取消银行、证券、基金管理、期货、金融资产管理公司等外资股比限制，统一中外资银行市场准入。  
**坚持优胜劣汰，杜绝劣币驱逐良币**

- ✓ **目的：**一是贸易战的回应，二是增强人民币计价资产吸引力，拓宽人民币回流渠道，在我国金融市场开放与“一带一路”战略实施进程中，逐步形成人民币输入与输出的闭环模式。
- ✓ **银行业：**股权限制放开象征意义（国有金融资本管理办法要求），外资银行中间业务为主难以撼动国内“息差”模式，国内银行较高ROE，财务投资选择更优，中小规模的地方性银行可能收外资青睐。
- ✓ **券商：**投行业务和经纪业务分别是合资券商、本土券商的收入来源，放开经纪业务冲击不小。
- ✓ **保险：**开放力度最大，保险代理人、银保渠道、团险渠道等内外一致，专业的经纪提升保险消费体验。
- ✓ **类金融：**金融供给渠道增多、方式多样，更加压缩类金融发展空间。

- ✓ **经营管理：**在中间业务、风险控制、个人消费贷款、家庭部门贷款、中小企业贷款等方面提前布局、取长补短，提高竞争优势和盈利能力。
- ✓ **市场化竞争：**适应高标准的监管约束，改变金融服务同质化，提升价格以外的竞争能力，进一步鼓励产品和服务的创新，发挥金融消费引领作用，通过提升企业的治理水平达到提升企业竞争力。

经营管理  
市场化竞争



### 5.8 中美贸易战，应对之策？

7月6日，中美340亿美元部分商品加征关税措施正式实施。  
7月11日，美国发布针对中国2000亿美元商品的加增关税计划。

- ✓ **全球化路径的反抗和清算。**不只是为了中期选举，不要完全归因于修昔底德陷阱，认识到是对过去 40 年全球化路径的反抗和清算，“从包容、多元化与全球化向反建制、反文化多元化、反全球化的方向演变”。
- ✓ **持久战思维。**市场经济地位、最惠国、汇率操纵、反倾销，双方博弈的手段，本质是中美在产业链、价值链、劳动生产率、核心技术的全面竞争。
- ✓ **不要盲目乐观。**反击手段有限。比如，报复大飞机（最近国际航空航天展340亿美元大单），每年折旧量很大，需求量巨大，C919关键零配件不容缺失。比如抛售国债，利息高，不缺潜在接盘者。
- ✓ **四个方面应对。**一是履行世贸承诺，降关税开放，金融、汽车开始，化工、石化、公共采购（GPA）跟进。二是减少使用重商主义的财政补贴，减税，限制有限资金资源流向政府平台、房地产、无效国企，让产业链更低成本获得资源和信用要素。三是加快核心技术突破，进口替代，向价值链高端爬升，减少台日韩高端代工厂造成的逆差，四是有条件地开放数字和服务贸易市场，争取谈判筹码（FACEBOOK杭州分公司、特斯拉北京基地）。中国对美国的 GAFA（Google、Amazon、Facebook、Apple）树壁垒，美国对中国的华为、中兴建高墙。

- ✓ **重点行业风险管控：**钢铁、铝、化工、机械、有色金属与非金属矿制品、电气设备、家电、钢铁及纺织服装
- ✓ **外向型企业风险排查：**以美国为主要进出口市场
- ✓ **财政补贴改革：**光伏、新能源、国企补贴，政府投资基金，黄箱到绿箱

认清重要行业  
关注重点企业  
适应重大改革



### 5.9 人民币汇率破七，指日可待？

四月以来，人民币汇率进入贬值通道。特别是六月中旬以来，受中美贸易摩擦升级的影响，美元兑人民币汇率快速攀升，7月25日跌破6.80，下跌至近13个月新低。

- ✓ **美元指数对人民币汇率的牵制作用可能“迟到”，但并不会“缺席”。**此轮贬值是对前期美元指数破位上升（95）的滞后反应，美国经济持续复苏动能减弱，美元指数上行空间有限，不会达到2016年底（103）。
- ✓ **人民币汇率走势大致遵循利率平价。**美国加息、中国降准，资金将从低利率国流向高利率国谋取高收益，造成人民币贬值，但是紧信用的政策环境，国内信用债发行利率大幅攀升，房地产企业和政府平台企业海外融资规模大增（1-5月同比增长4倍），资金调回国内结汇支撑人民币汇率。
- ✓ **金融加快开放带来的国际资本流入也对人民币汇率形成有效支撑。**伴随资本账户进一步开放，证券项下的国际资本流入显著提升，境外机构已连续16个月增持人民币债券，北上资金净流入。
- ✓ **贸易战下，提升出口竞争优势，对冲风险。**
- ✓ **综合来看，经济增速不低于 6.5%，美元指数不高于105，人民币兑美元汇率年内不会“破七”。**

- ✓ 在美元指数出现趋势反转迹象前，美元兑人民币将继续维持在高位，甚至出现阶段性贬值超调，一旦超调可抓住结汇机会。
- ✓ 购买美元看涨期权或远期外汇进行风险对冲。

# 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。