

2017 上半年宏观经济形势分析及对策

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

2017 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，全球经济延续复苏，主要发达经济体增速加快，在经济增长趋向乐观的同时，全球宽松政策正逐步面临退出，但全球通胀再度趋弱，对宽松货币政策的退出构成制约，主要经济体货币政策呈分化状态。
- ◆ 上半年，国内经济延续去年三季度以来的企稳回升态势，主要指标均好于预期，但从生产和供给端先行数据来看，阶段性高点已然显现，始随着 PPI 高点回落，制造业主动补库存结束，金融监管发酵，经济边际下行压力增加，预计全年经济增速 6.7-6.8%，呈现“前高后低”走势。
- ◆ 上半年，财政收支冲高回落，但心有余而力不足；货币政策中性偏紧，预期回归中性；“一行三会”、财政推进强监管，穿透式监管将根据“实质重于形式”原则对业务和行为实施全流程监管，金融工作会议明确服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三大任务。
- ◆ 操作建议包括但不限于，一是把握“L”型下小 V 上升及 A 下行的短期波动规律及特征。二是注重把握居民消费升级、“一带一路”实施、新兴产业崛起、信息化进程加快等新经济、新动能。三是注重网络消费、信息消费、旅游消费、体验效果、智能消费等消费发展新趋势。四是将风险防范作为债权股权业务的核心基准，在项目和企业选择中增加风险指标权重。五是加强财务规划管理，提高资金周转效率，加快构建服务新兴经济的全链条产业基金体系，打造政策性管理基金与市场化管理基金并行的基金丛林。六是聚焦政策要点，在发展股权融资、促进民营金融机构合作、践行普惠金融、发展绿色金融、科技金融等方面加大力度。

目 录

一、国际经济形势分析及展望.....	4
(一) 全球经济延续复苏，有望继续温和回升.....	4
1. 主要发达经济体增速加快.....	4
2. 全球经济景气度提升.....	4
3. 世界经济有望继续温和回升.....	5
(二) 宽松政策逐步退出，主要经济体货币政策分化.....	5
1. 美国货币政策正常化步伐加快.....	5
2. 欧洲短期内难以退出宽松.....	5
3. 日本仍维持政策不变.....	5
二、国内经济运行分析及展望.....	6
(一) 经济稳中有进，预期冲高回落.....	6
1. 经济增长边际改善，阶段性高点显现.....	6
2. 消费反弹与出口回暖，提升经济增长质量.....	6
3. 工业生产冲高回落，经济有望获得稳定支撑.....	7
4. 下半年经济或环比放缓，但下行幅度有限.....	7
(二) 固定资产投资上行回落，预期增速略降.....	7
1. 固定资产投资上行回落，料将小幅下行.....	7
2. 制造业投资增速有所提高，预计温和复苏.....	8
3. 房地产开发投资高位运行，预期增速放缓.....	8
4. 基建增速冲高回落，托底作用愈发明显.....	9
5. 民间投资回升企稳，预期难有起色.....	10
(三) 消费增速企稳回升，预期结构分化.....	10
1. 消费需求保持平稳，全年保持 10%以上.....	10
2. 房产相关类消费回落，结构愈加分化.....	11
(四) 外贸好于预期，有望继续高位运行.....	11
1. 进出口增速持续走强.....	11
2. 外贸继续保持“小阳春”.....	12
(五) 物价总体平稳，PPI-CPI 剪刀差预期收窄.....	12
1. CPI 先跌后涨，通胀预期降温.....	12

2. PPI 涨幅收窄，预期继续缓降.....	12
三、宏观经济政策分析及展望.....	13
(一) 财政政策积极发力，但心有余而力不足.....	13
1. 财政收支冲高回落，财政政策加力增效.....	13
2. 收支增长放缓，宽财政力度受限.....	13
(二) 货币政策中性偏紧，预期回归中性.....	13
1. 货币总量平稳增长，预计 M1、M2 增速双向回落.....	13
2. 贷款增长较快，企业短贷、居民中长贷此消彼长.....	14
3. 社会融资规模合理增长，债券融资下滑幅度大.....	15
4. 货币政策“中性偏紧”，料将保持“不松不紧”.....	15
(三) 多部门推进强监管，金融工作会议定调.....	16
1. “一行三会”强化金融监管.....	16
2. 财政监管整顿风暴开启.....	16
3. 金融工作会议定调.....	16
四、安徽省及合肥市经济金融发展情况.....	18
(一) 安徽省经济平稳运行、稳中向好.....	18
(二) 合肥市经济稳进十强、领跑全省.....	19
五、操作建议.....	19
(一) 经济发展阶段方面.....	19
(二) 经济增长速度方面.....	20
(三) 固定资产投资方面.....	20
(四) 消费需求方面.....	21
(五) 海外发展方面.....	21
(六) 供给侧改革方面.....	21
(七) 财政政策方面.....	21
(八) 货币政策方面.....	22
(九) 金融监管方面.....	22
(十) 金融和国企改革方面.....	22

2017 上半年宏观经济形势分析及对策

2017 年上半年，面对错综复杂的国内外形势，国家坚持稳中求进工作总基调，坚定不移地推进供给侧结构性改革，积极推进结构调整和新旧动能转换，国民经济延续总体平稳、稳中向好的发展态势，经济发展的协调性和稳定性增强。下半年，国外发展环境整体有所好转，但国内经济向好的周期性因素减弱，经济结构调整的任重道远，将给经济带来深刻而复杂的影响。

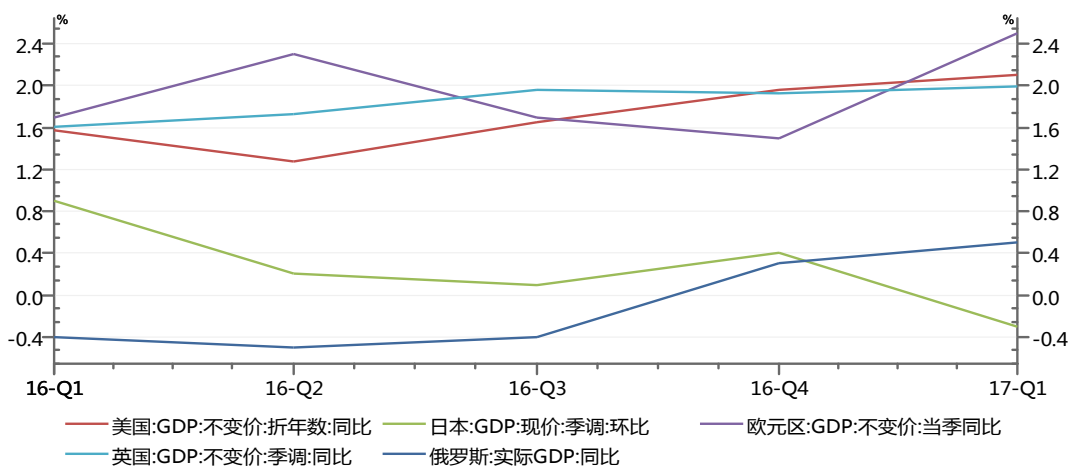
一、国际经济形势分析及展望

(一) 全球经济延续复苏，有望继续温和回升

1. 主要发达经济体增速加快

上半年，随着荷兰、法国、韩国等大选有惊无险平稳度过，全球经济延续复苏态势，除日本以外，主要发达经济体如美国、欧盟、英国等经济扩张速度继续加快。

主要经济体GDP增速 (2016Q1-2017Q1)

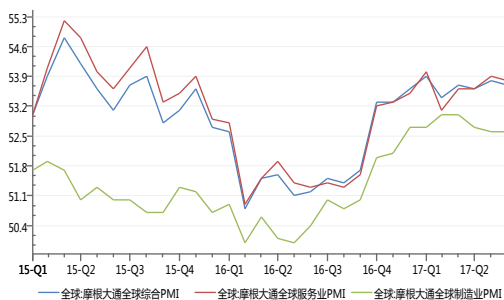


数据来源:Wind资讯

2. 全球经济景气度提升

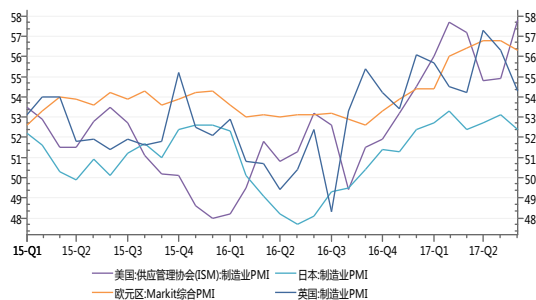
截至6月，全球制造业 PMI 为 52.6，全球服务业 PMI 为 53.8，全球综合 PMI 为 53.7，均维持在近年来高位，美国、日本、欧洲、英国等主要经济体 PMI 指数均位于荣枯线水平以上，景气度明显提升。

全球制造业服务业PMI指数 (2015Q1-2017Q6)



数据来源:Wind资讯

主要经济体制造业PMI指数 (2015Q1-2017Q6)

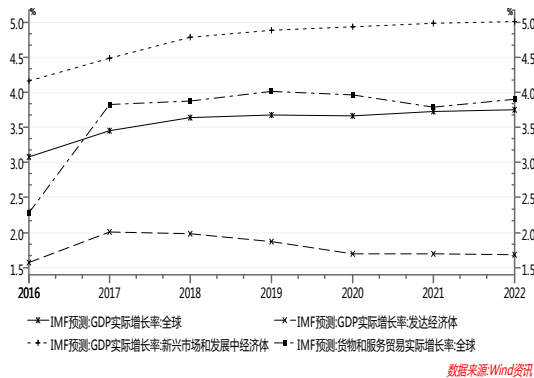


数据来源:Wind资讯

3. 世界经济有望继续温和回升

下半年，随着全球制造业和贸易的复苏，国际融资环境趋于良好，全球经济增长有望继续温和回升。主流预测均相对乐观，IMF 于 4 月将 2017 年全球经济增长预测由此前的 3.4% 上调至 3.5%；OECD 亦于 6 月将 2017 年全球经济增速预测由此前的 3.3% 上调至 3.5%。与此同时，主要经济体同样上调对自身经济增长的预测，美联储 6 月将 2017 年美国 GDP 增长预测由此前的 2.1% 上调至 2.2%，欧洲央行 6 月将 2017-2019 年欧元区经济增长分别从此前的 1.8%、1.7%、1.6% 上调至 1.9%、1.8%、1.7%。

IMF 预测全球 GDP 实际增长率 (2016-2022)



IMF 对 2017 主要经济体预测变化

	2016 年 10 月	2017 年 1 月	2017 年 4 月	调整幅度
全球	3.4	3.4	3.5	+0.1
美国	2.2	2.3	2.3	+0.0
欧元区	1.5	1.6	1.7	+0.1
英国	1.1	1.5	2.0	+0.5
日本	0.6	0.8	1.2	+0.4

(二) 宽松政策逐步退出，主要经济体货币政策分化

在经济增长趋向乐观的同时，2008 年金融危机以来的全球宽松政策正逐步面临退出，但全球通胀再度趋弱，对宽松货币政策的退出构成制约，主要经济体货币政策呈分化状态。

1. 美国货币政策正常化步伐加快

2017 年美联储加息节奏明显加快，3 月、6 月已经分别加息 25BP，并在 6 月议息会议明确缩表开始的第一年缩减资产负债表规模 3000 亿美元，此后每年缩减 6000 亿美元，缩表周期约 4 年左右，联储货币政策正常化的进程已经是长期趋势。下半年看，尽管特朗普的政策落实不及预期，但美国经济维持复苏态势，尤其是就业市场复苏良好，给了美联储行动空间，后续加息和缩表大概率会沿着美联储预定的路径进行，美联储货币政策正常化的进程将继续加快。

2. 欧洲短期内难以退出宽松

上半年，随着马克龙当选法国总统，欧元区上半年最大的不确定性消除，欧洲基本面的好转日渐明朗。欧洲央行也已开始考虑宽松货币政策的退出，3 月欧洲央行如期将 QE 规模缩减至 600 亿欧元，并一度传出欧央行开始考虑加息，但近期欧元区通胀的走弱则给了欧央行更多回旋的空间，货币政策正常化尚未提上日程。下半年，在欧元区通胀预期没有进一步改善之前，欧洲央行宽松政策的退出将是缓慢的，但欧央行货币政策逐步走向正常化的方向难有变化。

3. 日本仍维持政策不变

相对于美联储和欧央行，日本央行维持宽松政策的态度依然明确，尽管近期日本央行同样确认日本经济的复苏，但对通胀低迷更为担忧，防止通缩重现比围绕货币刺激持续时间的顾虑更为重要。因此，日本讨论货币政策正常化为时尚早，下半年日本央行的政策方向难有变化。

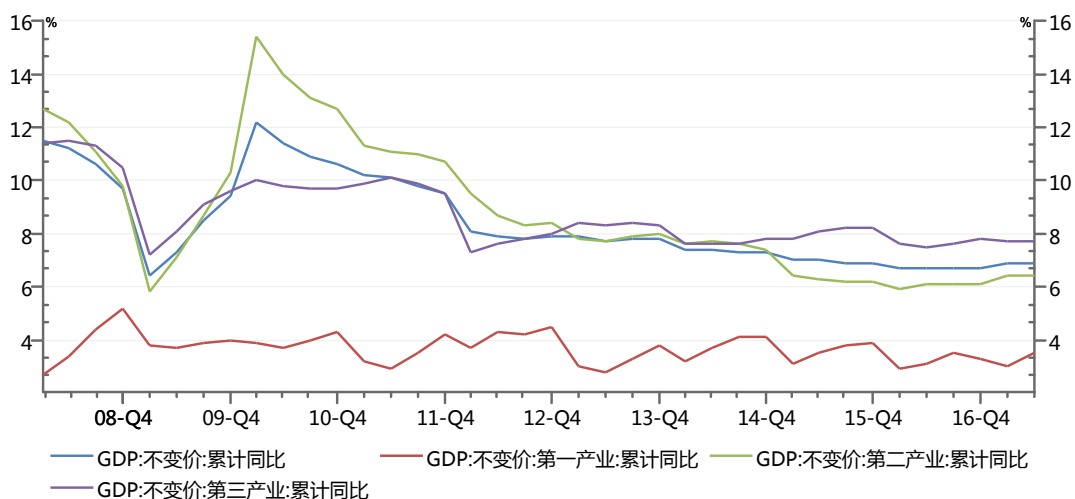
二、国内经济运行分析及展望

(一) 经济稳中有进，预期冲高回落

1. 经济增长边际改善，阶段性高点显现

上半年，国内经济延续去年三季度以来的企稳回升态势，稳中有进的态势逐步明朗，主要指标均好于预期，一、二季度 GDP 同比增长均为 6.9%，增速创 2015 年 9 月以来最高，连续八个季度保持在 6.7%-6.9% 的区间。虽然上半年经济相对高位运行，但从生产和供给端的先行数据来看，阶段性高点已然显现，始于去年三季度的“短周期复苏”将告一段落。下半年，随着 PPI 高点回落，制造业主动补库存结束，金融监管发酵，经济边际下行的压力增加，预计全年经济增速 6.7-6.8%，呈现“前高后低”走势。

全国GDP及三次产业增加值累计同比 (2008Q1-2017Q2)

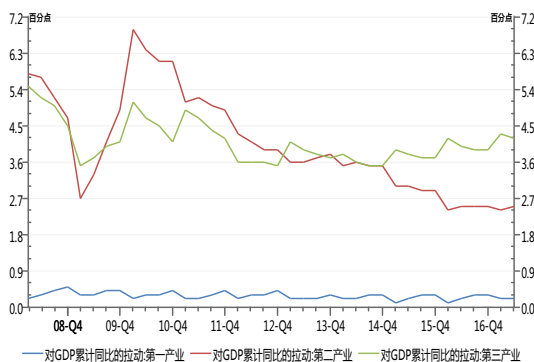


数据来源:Wind资讯

2. 消费反弹与出口回暖，提升经济增长质量

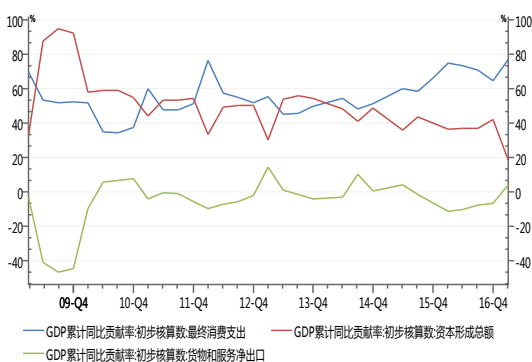
从三大产业看，上半年一产、二产和三产对 GDP 累计拉动贡献分别为 0.2、2.5、4.2 个百分点，二产贡献保持稳定，三产贡献率整体上升，其中房地产和金融增速下滑。从需求结构方面，最终消费支出对 GDP 贡献率 77.2%、重回高位，净出口 4.2% 由负转正，资本形成 18.6% 明显回落。在外需恢复明显背景下，对投资的依赖性有所下降，消费基础性作用在增强，成为经济稳定运行的强大支撑，增长结构持续改善。

三大产业对GDP累计同比拉动 (2008Q1-2017Q2)



数据来源:Wind资讯

三大需求累计同比贡献率 (2008Q1-2017Q1)

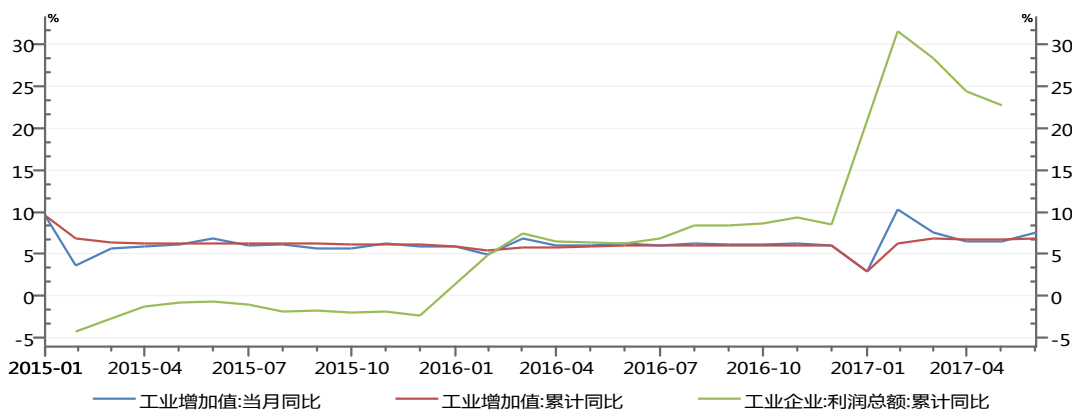


数据来源:Wind资讯

3. 工业生产冲高回落，经济有望获得稳定支撑

上半年规模以上工业增速呈现冲高回落态势，2 月份受益于 PPI 改善引发的主动补库存，当月规模以上工业增加值同比增长 10.3%，创 2013 年 8 月以来新高。上半年，规模以上工业增加值累计增长 6.9%，呈现高位盘整态势，1-5 月工业企业利润总额增长 22.7%，创 2012 年以来新高。下半年，**虽然 PPI 见顶回落、企业补库存和内部需求边际走弱，但欧美经济体复苏带来外部需求改善，以及供给侧改革带来的行业整合，将推动工业增速保持一定水平，增长有望获得稳定支撑。**

规上工业增加值及利润同比（200501-201706）



数据来源:Wind资讯

4. 下半年经济或环比放缓，但下行幅度有限

当前，**从需求端看**，在外需复苏带动出口、收入回升¹支撑消费背景下，投资增速虽下行但难构成大拖累。**从供给端看**，在行业自发去清和供给侧改革推动下，持续近五年的生产领域通缩结束，有望实现盈利能力的持续好转和资产负债表的修复。因此，下半年经济或环比放缓，但下行幅度有限。

经济复苏的逻辑存在两条线索：

一是需求端驱动复苏，表现为投资、出口或消费的回暖，带动 CPI 和 PPI 上涨，进而提升企业投资和补库存的积极性。

二是供给端驱动复苏，表现为供给侧改革促进 PPI 回升，带动企业投资和补库存。

（二）固定资产投资上行回落，预期增速略降

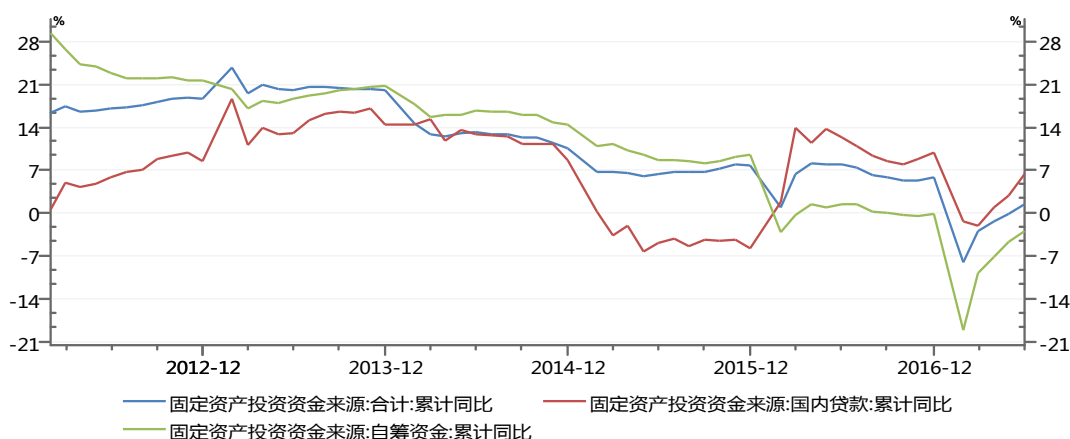
1. 固定资产投资上行回落，料将小幅下行

2017 年以来，随着财政发力、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%，新增固定资产投资累计完成额增速高达 39.2%，创五年新高。**上半年，固定资产投资同比增长 8.6%，比一季度回落 0.6 个百分点，连续十个月在 8% 以上。下半年，**制造业投资温和复苏，但基建和地产预期向下，民间投资难有起色，加上资金来源受限²，投资增长持续性堪忧，固定资产投资增速将小幅下行，但幅度有限。**

¹ 上半年，全国居民人均可支配收入 12932 元，同比名义增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.3%，增速比一季度加快 0.3 个百分点，高于 GDP 增速 0.4 个百分点。

² 从历史情况看，固定资产投资资金同比增速对投资增速有一定的领先作用。该数据自 1997 年有统计以来首次负增长，上半年累计同比增长仅 1.4%。下半年，在金融监管延续的背景下，资金面趋紧的状况预计延续，资金对投资的拖累可能愈加显现。

固定资产投资来源累计同比 (201201-201706)

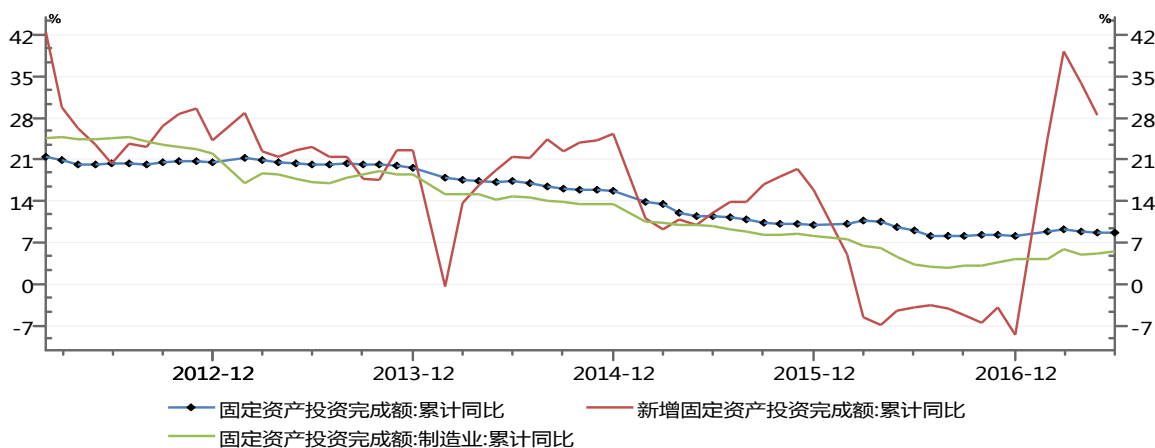


数据来源:Wind资讯

2. 制造业投资增速有所提高, 预计温和复苏

上半年制造业投资同比增长 5.5%，增速比 1-5 月份提高 0.4 个百分点，比去年同期提高 2.2 个百分点，制造业对全部投资增长的贡献率为 20.4%，拉动投资增长 1.8 个百分点。高技术产业投资快速增长，高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 21.5% 和 22.3%。下半年，**随着补库存周期结束，工业企业利润将从去产能影响较大的中上游原材料产业向下转移，制造业总体利润率预计继续改善，投资回报大概率保持上行，预计制造业投资继续温和复苏。**

固定资产投资完成额累计同比 (201201-201706)



数据来源:Wind资讯

3. 房地产开发投资高位运行, 预期增速放缓

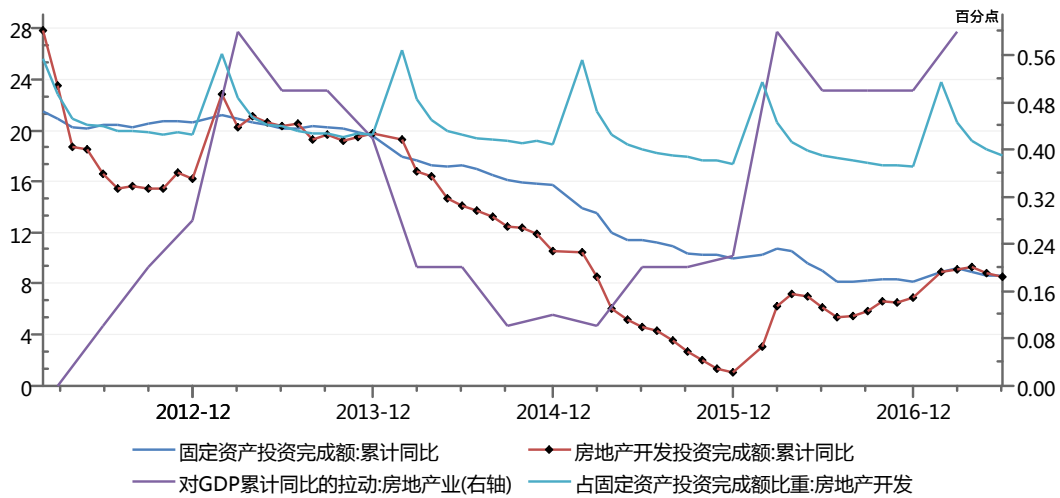
房地产投资占固定资产投资比重高达 20%，对 GDP 累计拉动百分比从 2015 年的 10% 一直上升到当前的 60%，对整个经济具有举足轻重的作用。这一轮调控从 2016 年 10 月份开始，历次调控形成的“看涨预期”以及房地产“去库存”³政策，致使目前调控已持续 9 个月，房价和房地产投资同比增速仍然处在高位，上半年房地产开发投资同比增长 8.5%，高于 GDP 增速。但 5 月拐点开始出现⁴，从近期商品房销售、土地成交、新开工面积和到位资金等多项指标综合分析，下半年，调控政策势必会从需求端传导****

³ “因城施策”，一线和二线热点城市房价控制，但三四线城市是鼓励存量出清。

⁴ 1-5 月房地产开发投资增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点。

至供给端，虽然三四线城市积极推动棚户区改造和去库存，对房地产投资增速下行有一定支撑作用，但不改下半年房地产投资下行趋势。

房地产开发投资完成额累计同比 (201201-201706)

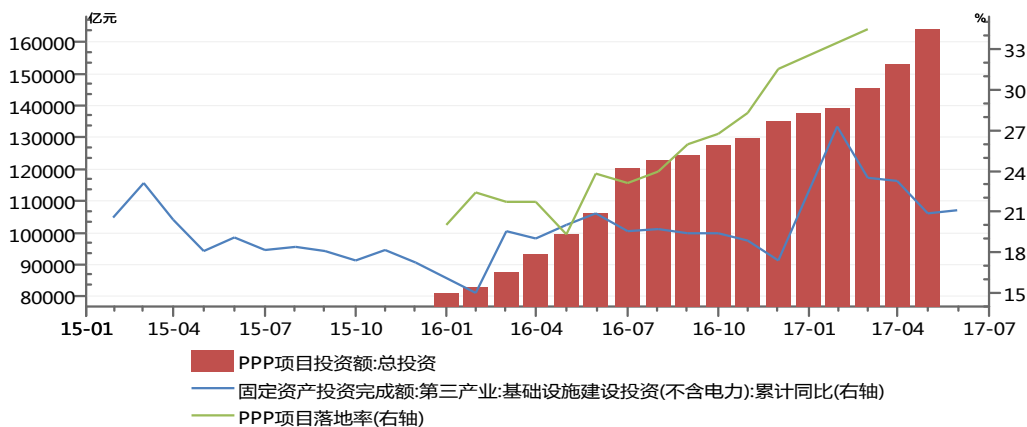


数据来源:Wind资讯

4. 基建增速冲高回落，托底作用愈发明显

近年来，在固定资产投资增速中枢下行背景下，基建托底作用愈发明显。上半年，得益于财政支出节奏加快⁵，基建投资同比增长 21.1%，占全部投资的比重为 21.2%，比去年同期提高 2.2 个百分点，虽然冲高回落，但仍处高位运行。下半年，虽然财政支出空间受限⁶、财政监管趋严⁷给基建投资带来一定压力，但与农业和民生相关的短板领域投资支持力度明显加强，基建投资仍发挥着一定的经济托底作用，不存在大幅下调的预期，短期减速反而可以节约稳增长“弹药”。实现方式上，PPP 落地将是基建项目重要来源之一⁸。

基础设施建设投资累计同比及 PPP 项目情况 (201501-201706)



数据来源:Wind资讯

⁵ 上半年，财政支出节奏较快，1-6 月已完成全年预算的 53.1%，较上年提高 3.8 个百分点，为历年来最高。

⁶ 一季度，一般公共预算收入 44366 亿元，一般公共预算支出 45917 亿元，财政赤字为 1551 亿元，自 2009 年开始公布财政收支首次在一季度就出现财政赤字，表明上半年财政政策力度比之前更大。

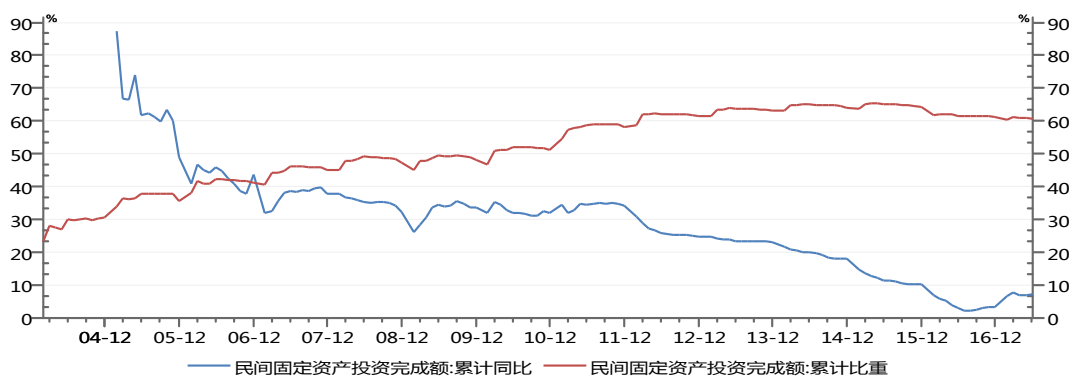
⁷ 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，预计涉及城投平台、产业基金、政府购买等方式变相举债的净融资收缩规模将达万亿级，基建项目面临更大融资压力。

⁸ PPP 项目总投资在 2016 年至今有明显增长，同时由于项目落地率明显上升，因此预计未来 PPP 将是拉动基建投资的新增长点。

5. 民间投资回升企稳，预期难有起色

民间固定资产投资是固定资产投资的重要分支，占固定资产投资的60%以上，民间投资增速自2005年2月的87.4%一路下跌至2016年2.1%，随后反弹到2017年6月的7.2%，但总体增速仍低于整体固定资产增速，表明民间投资依然乏力。下半年，考虑到资金脱虚入实、产业供需结构改善以及政府投资对于民间投资的让渡等因素，民间投资仍将保持平稳增长，但民间投资信心不足、民间投资集中的制造业结构转型压力等问题，使得大幅提振民间投资依然相当困难。

民间固定资产投资完成额累计同比及比重（200401-201706）



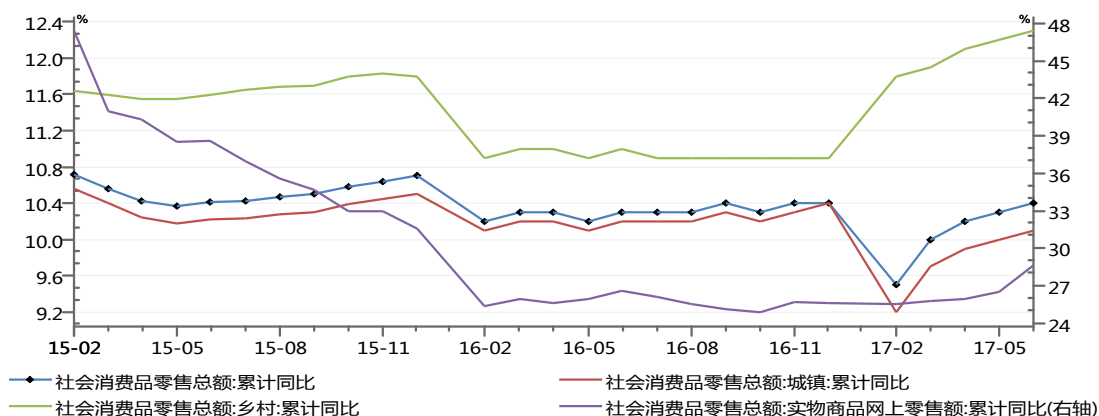
数据来源:Wind资讯

（三）消费增速企稳回升，预期结构分化

1. 消费需求保持平稳，全年保持10%以上

上半年，国内消费需求保持平稳增长，社会消费品零售总额同比增长10.4%，较1-5月加快0.1个百分点。受房价快速上涨影响，**远期消费增加压缩近期消费，拖累城镇居民消费增速上行，但乡村消费⁹增速始终处于上行通道，并超过整体消费增速。**另外，实物商品网上零售额同比增长28.6%，占社会消费品零售总额比重为13.8%，提高2.2个百分点，成为拉动消费的主力。下半年，**受即期收入¹⁰、远期消费¹¹、消费预期¹²等利好因素影响，城镇居民消费增速可能加快，全年消费增速保持10%以上。**

社会消费品零售总额累计同比（201501-201706）



数据来源:Wind资讯

⁹ 乡村消费占零售总额的1/7。

¹⁰ 上半年，居民可支配收入增长7.3%，连续2个季度超过GDP，收入增速回升领先于消费增速回升1-2个季度。

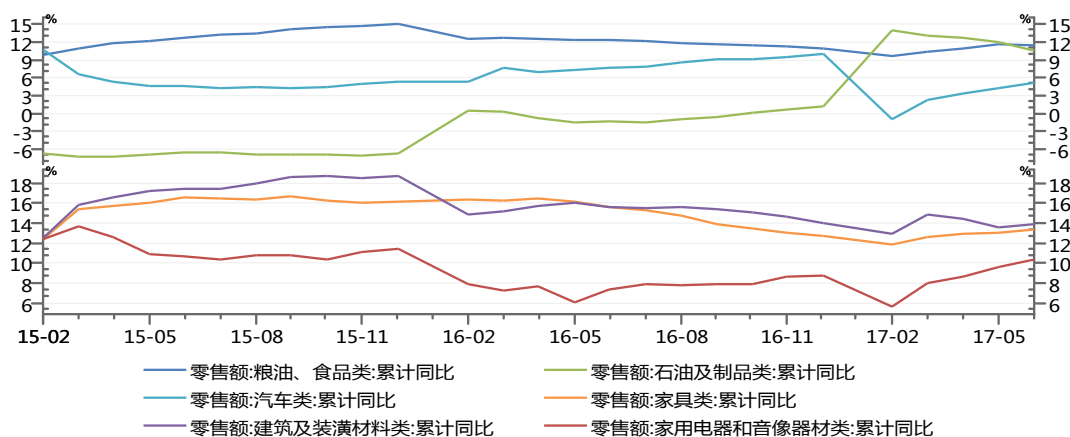
¹¹ 在房地产调控政策下，居民购房需求被抑制，预计实际消费能力将有所好转。

¹² 从央行城镇储户居民调查数据看，倾向于“更多消费”占比不断上升，2季度25.4%，居民消费意愿回升明显。

2. 房产相关类消费回落，结构愈加分化

上半年，限额以上商品零售中，汽车消费占比达 26.8%，石油及制品和粮油、粮油食品类分别占比 13.6%和 10.6%。汽车消费由于购置税优惠政策减半出现下滑，一度出现负增长，后随重卡等商用车销售利好逐步企稳，上半年增长 5.2%；石油及制品消费增速随国际经济复苏呈现阶梯式增长，上半年增长 10.6%；建筑装潢、家具、电器等房产相关消费增速受地产调控影响不一，整体保持稳定¹³。下半年，**消费结构将愈加分化，网上与网下、城镇和乡村增速可能进一步拉开，房地产销售增速下滑的滞后影响逐渐显现，家具、建筑装潢类房产相关消费增速逐渐放缓，饮料类、烟酒类等消费受挤出效应影响减小，增速将明显回升。**

分项社会消费品零售总额累计同比 (201501-201706)



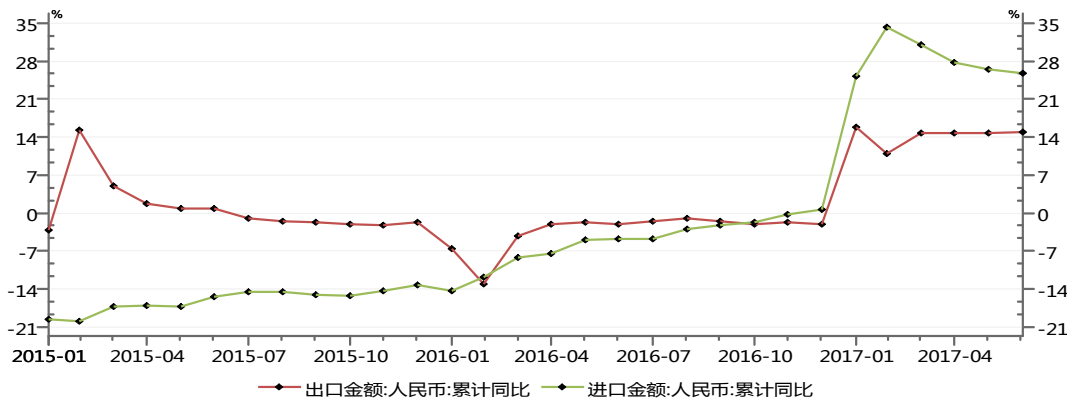
数据来源:Wind资讯

(四) 外贸好于预期，有望继续高位运行

1. 进出口增速持续走强

从 2015 年至今，受全球贸易拖累较为明显，我国进出口金额同比增速大都负增长，去年三季度之后，以美欧为代表的外需复苏，国际大宗商品价格上涨，对进出口构成有力支撑。2017 年以来，进出口累计同比增速转正且持续走强，1-6 月进出口总额增长 19.8%，出口增长 14.8%；进口增长 26.5%，分别结束 18 个月和 25 个月负增长。

进出口金额累计同比 (201501-201706)



数据来源:Wind资讯

¹³ 上半年建筑装饰行业同比增速自 3 月到达阶段性高点之后，连续两个月增速下滑，整体下行，而家具、电器等消费同比增速加快，呈上行趋势。

2. 外贸继续保持“小阳春”

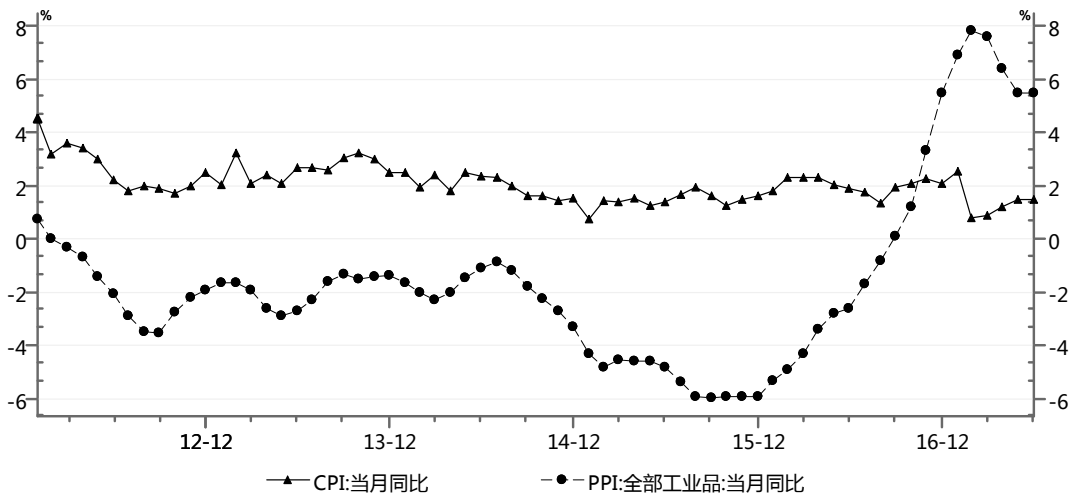
下半年，在全球经济复苏和“量价”支撑下，外贸有望继续保持稳步增长。**从全球大环境来看**，合作共赢仍是主流，经济复苏背景下全球贸易“蛋糕”有望做大，中美合作百日计划向一年扩张，贸易战的可能性降低，美国对国际贸易的强硬态度可能促进中欧进一步合作。**从市场结构看**，美国经济持续修复，欧洲经济表现强劲，将推动整体外需持续改善，“一带一路”等战略推动沿线国家、新兴经济体有望成为新的外贸增长点。**从量价变化看**，价格因素对外贸的支撑有望持续，近期大宗商品价格虽有回落，但综合考虑去产能、去库存政策，下半年价格指数回落幅度有限。

(五) 物价总体平稳，PPI-CPI 剪刀差预期收窄

1. CPI 先跌后涨，通胀预期降温

上半年，消费价格指数(CPI)处于一个温和回升的“前低后高”状态，自“春节错月”导致2月份CPI同比达到低点后，随着翘尾因素影响逐渐加强，6月同比上涨1.5%，涨幅与上月持平。下半年，**随着PPI向CPI传导机制确立，新兴服务、医疗保健等非食品项价格进一步提升，带动CPI走高，但总需求小幅回落、去杠杆防风险导致流动性有所收紧、市场利率小幅走高，将导致物价承压，两者相抵，预计通胀水平保持温和回升，CPI同比中枢在1.8%左右，既不存在通缩，也不会发生滞胀。**

CPI、PPI当月同比 (201201-201706)



数据来源:Wind资讯

2. PPI 涨幅收窄，预期继续缓降

受国内外石油、煤炭、钢铁等大宗商品价格上涨影响，生产价格指数(PPI)自2015年9月的-5.95%开始步入上升通道，至2017年2月达到7.8%的顶点，之后连续四个月回落，6月份PPI上涨5.5%，涨幅与上月持平。本轮PPI上涨主要源于供给侧收缩，上游行业PPI同比提升推动整体PPI大幅上涨。下半年，**稳健货币政策和金融监管去杠杆，不会出现释放流动性抬高价格现象，加上翘尾因素逐步减弱，企业补库存周期逐渐结束，上、中游行业价格回落，PPI涨幅继续收窄的可能性较大，预计年底回落至4%左右。**

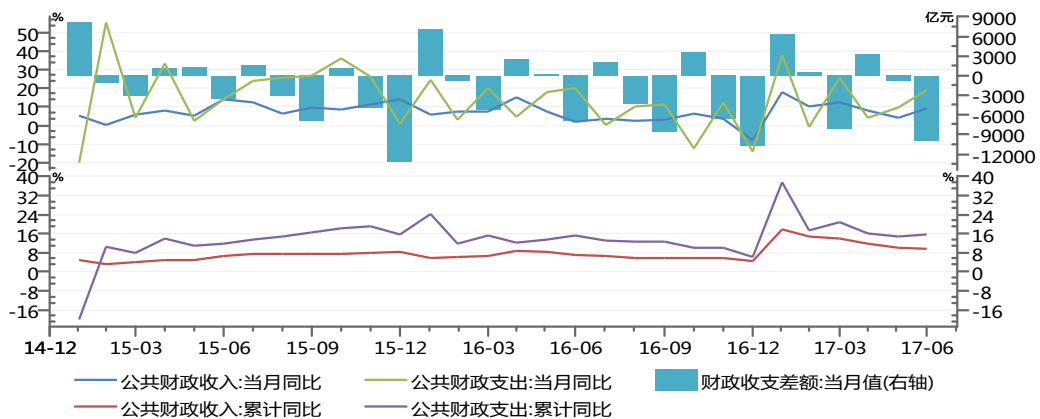
三、宏观经济政策分析及展望

(一) 财政政策积极发力，但心有余而力不足

1. 财政收支冲高回落，财政政策加力增效

上半年，受价格上涨、经济企稳、进口量价齐升等因素影响，财政收支一改去年底下行趋势，1 月份分别冲高至 37.5%、17.7%，之后有所回落，1-6 月份，公共财政收入同比增长 9.8%，公共财政支出同比增长 15.8%，分别高于去年 2.7、0.7 个百分点。年初政府工作报告强调财政政策要更加积极有效，**一方面，财政支出速度明显加快**，一季度罕见出现赤字，1-6 月收支差额累计赤字 9177 亿元，为 2003 年以来的同期最低值。**另一方面，推进结构性减税**，实施“1+4+6”六项减税政策，全年预计减少企业税负 3500 亿元左右、涉企收费约 2000 亿元。

公共财政收支当月、累计同比 (201501-201706)



数据来源:Wind资讯

2. 收支增长放缓，宽财政力度受限

下半年，**财政收入增幅受价格拉动作用趋弱、减税降费政策效应、房地产税收下滑以及去年收入基数等影响，增速可能有所放缓**。财政支出受赤字率限制¹⁴，加上金融监管对于准财政扩张的制约，预计下半年财政支出规模将受限，对于经济的支持力度可能不及去年同期。

(二) 货币政策中性偏紧，预期回归中性

1. 货币总量平稳增长，预计 M1、M2 增速双向回落

6 月末，狭义货币 (M1) 同比增长 15%，增速分别比上月末和上年同期低 2 个和 9.6 个百分点，增速回落主要原因是房地产销售增速的放缓¹⁵。广义货币 (M2) 余额同比增长 9.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.4 个百分点，从 2016 年初开始持续回落并**创新低**，**主要与商业银行债券投资、股权及其他投资以及同业业务增长放缓有关**，一定程度上是**金融机构调整资产负债结构、逐步去杠杆的反映**¹⁶。M1 与 M2 剪刀差

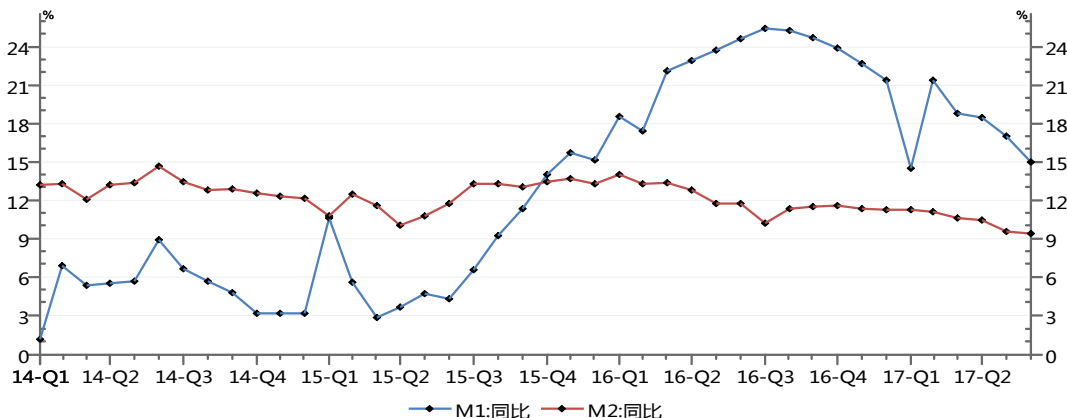
¹⁴ 今年赤字率拟按 3% 安排，赤字额 23800 亿元，上半年收支差额累计赤字 9177 亿元，得出 6-12 月可用赤字 14623 亿元，而去年同期可用赤字额为 31641 亿元。

¹⁵ M1 同比增速与商品房销售增速密切相关，这是因为商品房销售会带动居民存款转化为单位活期存款，当商品房销售增速回落，M1 同比增速也随之放缓。

¹⁶ 从货币创造的渠道来看，货币创造的渠道包括外汇占款、信贷投放、证券净投资和其他项目。其中，证券净投资指金融机构有价证券及投资与金融机构债券融资量的差。2016 年 11 月以来，金融机构证券净投资的同比增量出敬请阅读末页的免责声明

则缩窄至 5.6 个百分点，延续上年 8 月份以来差幅缩小的趋势。下半年，**房地产销售增速放缓以及去年的高基数势必会继续拉低 M1 同比增速；尽管 M2 同比增速超预期回落令有关去杠杆打击经济的担忧再度提升，但是“稳增长”的经济环境并未因金融去杠杆而产生较大波动**，此外央行负责人也指出“金融体系控制内部杠杆对金融支持实体经济也没有造成大的影响”，因此，**针对金融系统的杠杆控制将继续向前推进，并压制 M2 同比增速¹⁷**，受此影响，货币市场利率易紧难松的环境尚难改观。

货币供应量同比增幅 (2014Q1-2017Q6)

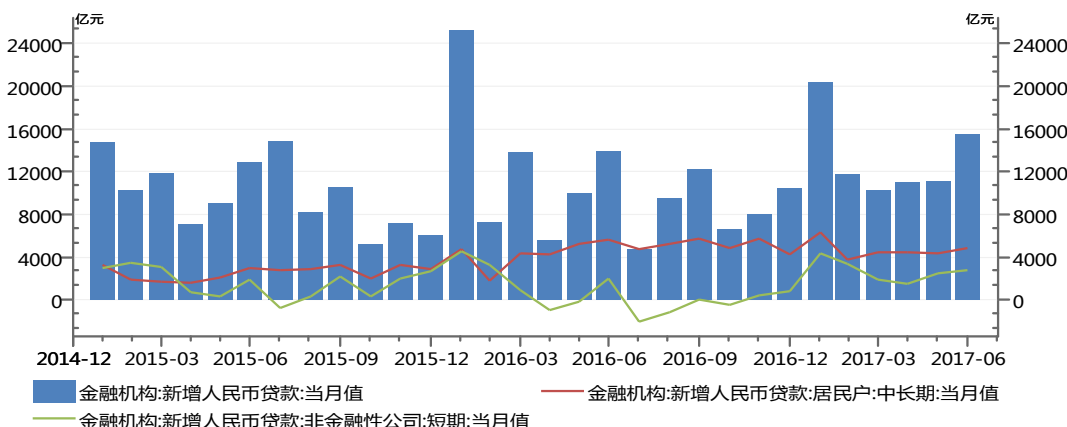


数据来源:Wind资讯

2. 贷款增长较快，企业短贷、居民中长贷此消彼长

2017 年以来，受经济回暖等影响，**企业贷款需求旺盛，信贷扩张压力持续加大**。6 月末人民币贷款余额同比增长 12.9%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.4 个百分点。1-6 月分别新增人民币贷款 2.03 万亿、1.17 万亿、1.02 万亿、1.1 万亿、1.11 万亿、1.54 万亿元，累计同比多增 4362 亿元，再创历史天量。**分部门看**，6 月居民部门贷款增加 7300 亿，其中中长期贷款增加 4800 亿，同比下降 806 亿元，占总信贷比重 31%，环比下降 8 个百分点，与房地产销售下滑有关。非金融企业及机关团体贷款增加 7000 亿，其中中长期贷款增加 5200 亿，明显高于往年同期水平，**表明债券、非标融资成本走高、监管趋严，导致贷款替代需求增长较快**。

金融机构新增人民币贷款及结构 (2015Q1-2017Q6)



数据来源:Wind资讯

现了明显的下降，2016 年 10 月的 13.5 万亿下降到 2017 年 4 月的 8 万亿，M2 增速放缓的主要原因是，金融去杠杆带来的金融机构有价证券及投资增长的放缓。

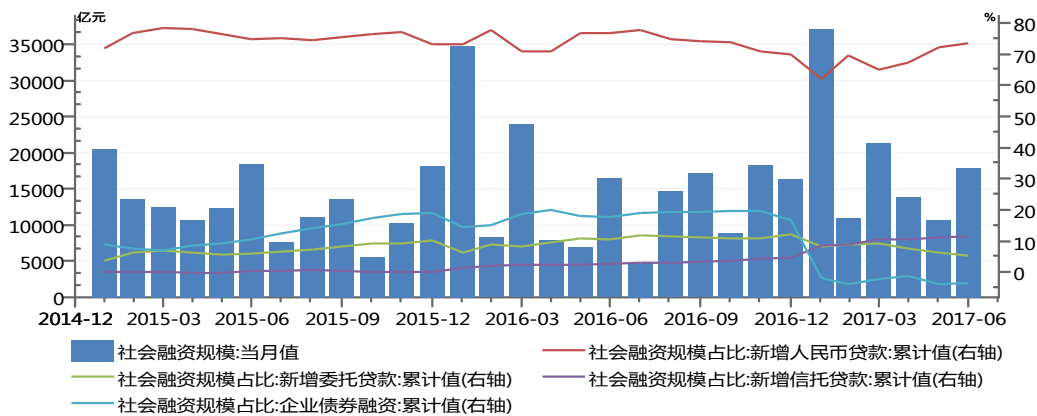
¹⁷ M2 增速通常被认为高于 GDP 增速 2-3 个百分点是适宜的，正如央行负责人所言“估计随着去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务，比过去低一些的 M2 增速可能成为新的常态”。

敬请阅读末页的免责声明

3. 社会融资规模合理增长，债券融资下滑幅度大

2017年6月社会融资规模增量1.78万亿元，同比多增1283亿元，上半年社会融资规模增量累计11.17万亿元，同比多增1.36万亿元，**监管加强融资回表，社融大幅超预期和前值。从结构看，债券、非标融资低迷，表内贷款仍是社融增长的主要支撑**，对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的73.5%，同比低2.8个百分点；**监管加强，委托贷款占比5.4%，同比低5.3个百分点；券商资管、基金子公司通道监管收紧，信托通道受益**，信托贷款占比11.7%，同比高8.9个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比5.1%，同比高18.1个百分点；**债券融资成本上升**，企业债券占比-3.3%，同比低21.3个百分点；**股票融资进程放缓**，非金融企业境内股票融资占比4.2%，同比低1.9个百分点。

社会融资规模及占比 (201501-201706)

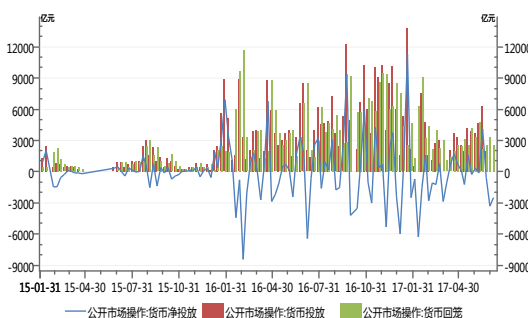


数据来源:Wind资讯

4. 货币政策“中性偏紧”，料将保持“不松不紧”

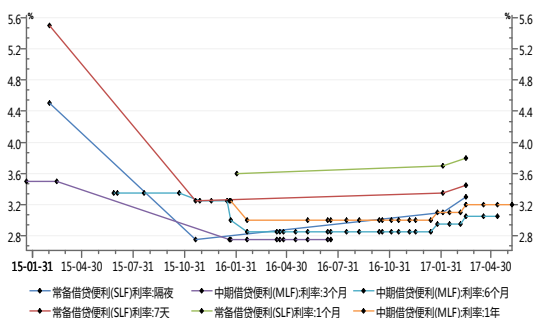
宏观经济基本面的企稳回升为货币政策的边际收紧创造了条件，而金融防风险、去杠杆的政策目标也需要中性偏紧的货币政策与之配合。上半年，央行实施稳健中性的货币政策，未动用基准利率和存款准备金率两大操作手段，而主要通过公开市场逆回购和非常规货币政策工具（SLF/MLF/PSL）对市场流动性进行调节。与去年相比，**公开市场操作的频率有所下降，甚至间歇性暂停了逆回购操作，无论是通过公开市场还是非常规货币政策操作滚动投放的资金量，都较去年有明显萎缩；逆回购、SLF、MLF利率均有所上调**。同时，央行还不断完善MPA宏观审慎评估体系，包括**将表外理财纳入广义信贷指标范围，将企业跨境融资进行逆周期调节等**，进一步巩固“**货币政策+宏观审慎政策**”双支柱金融调控政策框架。总之，上半年“中性偏紧”的货币政策、MPA宏观审慎监管框架的落地，再叠加金融强监管，使得年初至今货币市场流动性一直偏紧，资金价格有所提高。

央行公开市场操作 (201501-201707)



数据来源:Wind资讯

央行常备、中期借贷便利利率 (201501-201706)



数据来源:Wind资讯

下半年，稳增长压力较小，通胀压力不大，金融去杠杆未彻底到位，货币政策短期内难言放松，但由于再通缩和实体融资成本上升压力，货币政策也不会过度收紧，可能维持“不松不紧”的稳健中性基调不变，从当前的中性边际偏紧转为实质中性，适时适度预调微调，不会上调基准利率，上调流动性工具的操作利率也会综合多方面因素进行考量。

（三）多部门推进强监管，金融工作会议定调

1. “一行三会”强化金融监管

4 月份以来，金融监管不断强化。**银行方面**，对表外理财业务规避监管和信用扩张不受控制的整治，对银行同业负债扩张及同业套利资金空转的整治，对通道及委外业务的规范，对期限错配和杠杆风险的控制，对隐匿信贷和其他非标投资控制。**证券方面**，“零容忍”打击内幕交易、市场操纵等违法违规行为，减持新规继续强化执行，叫停证券公司资管资金池业务。**保险方面**，规范保险资金股票投资、重大股票投资和收购行为，强化股权治理结构防止“一股独大”，规范“万能险”产品。**非金融机构方面**，整顿第三方支付机构，互联网金融风险和整治。从目前来看，强监管的节奏虽有放缓但并未转向，下半年，“去杠杆、防风险、控套利”强监管定调不会轻易扭转，穿透式监管将根据“实质重于形式”的原则对金融机构的业务和行为实施全流程监管。但随着经济下行压力增大，强监管下利率水平抬升，可能对“脱虚向实”产生负面影响，同时持续强监管带来的金融市场剧烈震动可能引发系统性风险，下半年监管将更注重节奏上的调整和部门间的协调，强度和方式上可能趋于平缓。

2. 财政监管整顿风暴开启

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**，标志着中国广义财政周期进一步从宽松转向全面紧缩，对**涉及城投平台、产业基金、政府购买等方式变相举债的净融资收缩**规模将达万亿级，即使短期基建和经济面临一定下行压力，政策很可能也只是微调而不会很快转向。

3. 金融工作会议定调

近日，被视为中国金融界最高规格会议的全国金融工作会议召开，习近平总书记出席会议并发表重要讲话，提出了回归本源、优化结构、强化监管、市场导向四大金融工作重要原则，明确了服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三大主要任务¹⁸，具体来看：**一是强调金融服务实体经济的作用**。实体经济定位为金融“天职”和宗旨，提出大力发展直接融资，改善间接融资结构，促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能，建设普惠金融体系，促进金融机构降低经营成本等五个方面措施。**二是主动防范和化解系统性金融风险**。防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题，强调“主动”“提前”防范，提及经济去杠杆、国有企业降杠杆、严控地方政府债务增量、整治金融市场秩序、加强社会信用体系建设五个方面。**三是坚定深化金融改革**。提及的金融改革方向是优化金融机构与市场的体制机制；加强金融监管协调，补齐监管短板；扩大金融对外开放，而其中的亮点无疑在于金融监管改革，提出设立国务院金融稳定发展委员会，强化地方属地风险处置责任，落实金融监管部门监管职责，强化监管问责。

¹⁸ “风险”成为出现频率最高的关键词，在全文中被提及 31 次，“监管”位列第二，被提及 28 次，“发展”与“改革”位列第三、四位，分别被提及 25 次与 16 次。

“三会”及财政部相关监管条文

部门	时间	监管条文
银监	2016/4/5	《关于进一步加强银行业金融机构境外运营风险管理的通知》
	2016/7/27	《商业银行理财业务监督管理办法》
	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〕
	2017/3/29	《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）
	2017/3/30	《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）
	2017/4/6	《关于进一步排查企业互联互保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
	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）
	2017/4/10	《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）
2017/5/23	《关于印发大中型商业银行设立普惠金融事业部实施方案的通知》（25号）	
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》	
保监	2016/6/1	保监资金（2016）98号文
	2016/6/22	保监资金（2016）104号文
	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》
	2017/5/7	《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》	
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	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87号文）

全国金融工作会议内容及要点解读

会议核心	具体内容	亮点表述	要点解读
四项原则	回归本源		
	优化结构		
	强化监管	“加强功能监管，更加重视行为监管”	首次确认“机构监管”变为“功能监管、行为监管”，“父爱主义”“监管真空”“监管套利”“监管竞赛”等监管问题有可能得到根本改善。
	市场导向		
三大任务	服务实体经济	“把发展直接融资特别是股权融资放在突出位置”	突出股权融资，主板、新三板、区域性股权交易及股权众筹市场建设仍是方向，预计未来监管政策将充分考虑对债券市场的影响，避免冲击债券发行成本。
		“发展中小银行和民营金融机构”	有望扭转“只扶持大金融机构”、“国进民退”的市场预期，城商行、农商行、民营金融机构或迎发展机遇。
		“建设普惠金融体系、鼓励发展绿色金融”	监管趋严下普惠金融、绿色金融仍有着较大的发展空间。
	防控金融风险	“经济去杠杆”	“金融去杠杆”切换到“经济去杠杆”，是对2017年4月以来“运动式金融去杠杆”的纠正，预期“金融去杠杆”政策逐步回归常态化、制度化，金融监管重心转向“服务实体、防范风险”。
		“国有企业降杠杆作为重中之重” ²⁰	突出解决经济高杠杆率核心和本源，预期处置“僵尸企业”、兼并重组、债转股、债券股权融资、“两金” ²¹ 压降等工作力度加大，特别是央企、地方国企的混合所有制改革将提速。
		“规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管”	从上次金融工作会议“积极稳妥推进”到现在的“规范”，对于混业金融和产融结合，政策基调已从促进发展走向规范发展，规范在前，发展在后，当然也包括互联网金融。
深化金融改革	“推进金融业综合统计和监管信息共享”	监管统筹将更多地集中在基础设施、统计、信息等方面，运用区块链等技术形成的金融监管科技或是发展蓝海。	
	“强化地方属地风险处置责任”	金融管理主要是中央事权，地方政府需到位但不能越位，联想到目前的P2P网贷属地监管、地方场外交易所整治等，区域性的金融监管套利空间将不断收窄。	
	“稳步扩大金融业双向开放”	未来资本账户开放仍然是必然方向，“债券通”等仍然会继续推进，但是对于风险较高的短期资本流动等仍然将采取相对保守的态度，避免因资本账户开放导致金融系统性风险。	
一个机构	国务院金融稳定发展委员会		2013年“金融监管协调部际联席会议”的升级版，从以前“水平协调”到现在“垂直协调”，央行宏观审慎监管和系统性风险防范职责有望纳入其中。
统一领导	坚持党中央对金融工作集中统一领导		

四、安徽省及合肥市经济金融发展情况

(一) 安徽省经济平稳运行、稳中向好

上半年，安徽省经济保持平稳运行、稳中向好的发展态势，主要指标增长保持在较快区间，且增速继续快于全国。上半年全省生产总值12645.4亿元，超过北京、辽宁，升至第12位，比去年同期增长8.5%，增速位居全国第7。1-5月规模以上工业增

¹⁹ 中国高杠杆率的根源不是金融体系，而是“僵尸企业”、地方政府等软约束主体。上半年金融部门“去杠杆”导致对实体经济挤出效应：“控制金融体系总量+软约束主体融资黑洞=实体经济融资难、融资贵”。

²⁰ 中国整体杠杆率在全世界算中等水平，但非金融企业部门的杠杆率比较高，尤其是国有企业，所有企业债务中，归于国企的占65%，国企杠杆率过高是中国债务问题的一个关键所在。

²¹ 指企业产成品占用资金和应收帐款资金，压降“两金”可提升资金周转率，改善经营性净现金流和经济增加值，提高企业偿债能力。

加值、限额以上消费零售额、进出口总额、固定资产投资增速分别高于全国 1.7、1.6、9.5 和 2.9 个百分点，财政收支、金融、消费物价等均保持平稳增长。

（二）合肥市经济稳进十强、领跑全省

2017 年上半年，合肥市经济继续保持中高速发展态势，**主要经济指标保持较快增长，稳居省会“十强”**。1-6 月份合肥 GDP 实现 2896.9 亿元，总量位居省会第 10，同比增速 8.4%，高于全国 1.5 个百分点，增速居长三角城市群副中心城市和省会城市前列。1-5 月规模以上工业增加值总量居省会第 9，增速第 7，固定资产投资总量居省会第 2，其中工业投资总量居省会第 1，地方财政收入总量居省会第 8，进出口总额总量和增速均居省会第 9，本外币存款余额增速位居省会第 1。规模以上工业增加值、财政总收入、财政支出、进出口总额、本外币存款余额增速分别高于全国、全省。但与此同时，发展短板依然存在，房地产相关指标下滑较快，消费零售额、本外币存贷款余额总量排名靠后，地方财政收入、出口总额增速不及全省，本外币贷款余额增速落后全国和全省，存款本地利用率较低。

1-5 月份全国、安徽、合肥经济指标对比

1-5 月累计增速	全国(%)	安徽(%)	合肥(%)	26 个省会城市对比
GDP (一季度) 增速	6.9	8.4	8.8	总量居省会第 9，增速第 8
规模以上工业增加值	6.7	8.4	8.5	总量居省会第 9，增速第 7
规模以上工业企业利润	24.4	17.1	18.1	
限额以上消费零售额	10.3	11.9	11.7	总量居省会第 14，增速第 5
固定资产投资	8.6	11.5	10.9	总量居省会第 2，增速第 13，其中工业投资总量居省会第 1，增速第 5
房地产开发投资	8.8	15	8.7	
商品房销售面积	14.3	13.7	-27.2	
商品房销售额	11.5	25	-7.6	
财政总收入	10	12.4	16.9	
地方财政收入		9.8	1.9	总量居省会第 8，增速第 20
财政支出	14.7	16.1	21.0	
进口总额 (亿美元)	19.5	13.8	51.5	总量居省会第 9，增速第 15
出口总额 (亿美元)	8.2	37.1	14.0	
进出口总额	13.0	22.5	26.4	总量居省会第 9，增速第 9
本外币存款余额 (较年初)	4.4	8.9	9.2	总量居省会第 11，增速第 1
本外币贷款余额 (较年初)	5.9	6.3	4.1	总量居省会第 13，增速第 16
消费价格指数 (CPI)	1.4	1.2	1.9	
生产价格指数 (PPI)	9.0	8.9	2.4	
境内外上市公司			44 家	总量居省会第 7
新三板挂牌企业			102 家	总量居省会第 11

五、操作建议

（一）经济发展阶段方面

周期复苏是去年四季度到今年一季度最大的宏观特征，市场上有人认为是宏观经济触底反弹的经济新周期，但从二季度部分指标来看，这是一种错误解读。现实情况是，在新周期启动之前，中国经济仍然处于 L 型底部震荡阶段，L 型是一个阶段，不是一两年能过去的，这是由经济发展阶段决定，是经济发展规律的必然。当然，**L 型也不是一个速度不变，而是在基础平台上的小整理、小波动，呈现出上升和下降交替的格局，去年四季度至今就属于 L 型下的小 V 上升。**

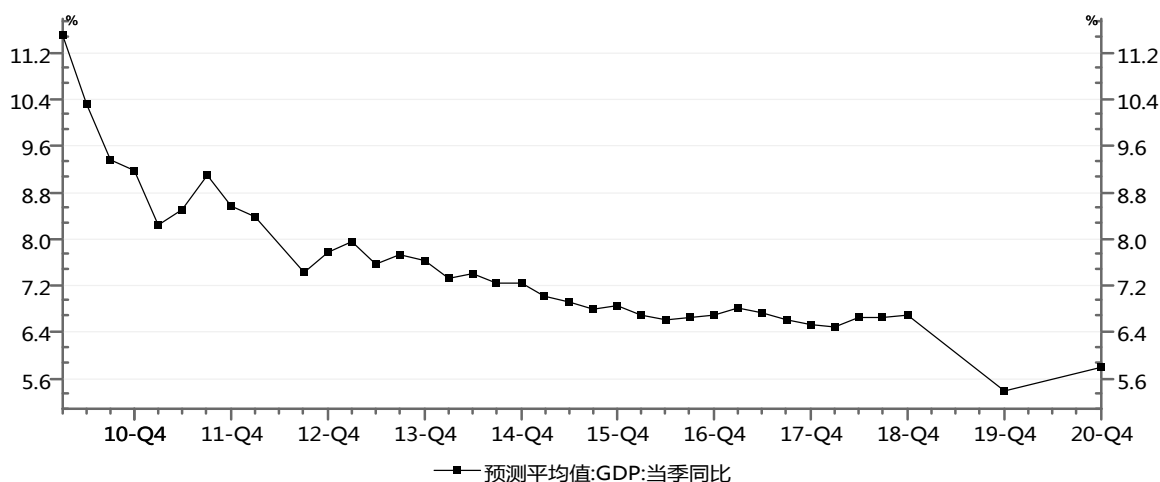
因此，必须充分认识和把握这种阶段性发展的大逻辑，在企业各项规划制定、业务指引中积极贯彻这一逻辑，既不可急功近利，经济下行周期带来的是各种阵痛和矛盾，一味冒进、盲目扩张可能会带来巨大风险，也不能毫无作为、停滞不前，要把握 L 型发展中的短期波动规律及特征，加强预判和研判，做到逆势思维、顺势而为。比如为应对下半年乃至明年的 L 型中的 A 下行趋势，应重点关注周期性行业（如房地产相关行业）发展情况，及早排查重要债权项目风险。

（二）经济增长速度方面

下半年，经济增长速度较去年会略有下降，但下探幅度不深，预计全年 6.7-6.8%，实现年度增长目标难度不大。真正的考验可能在 2018 年，下行的因素包括**国际经济复苏带来的流动性趋紧，房地产和汽车需求释放后新需求带动缺失，价格上涨滞后影响减弱，以及监管加强和政策趋严带来的冲击**。但这次下行背后跟 2015-2016 年的经济下行有显著区别，从“虚火过旺”到“脱虚向实”，属于经济结构的自我修复，结构性的动能转换将孕育许多发展新方向。

金融是经济的核心，同时也根植于经济，经济的小幅下行，中小微企业对经济增速下降的反映更为敏感，行业、企业分化将是常态，给债权、股权标的选择带来困难，但与此同时，**居民消费升级、“一带一路”实施、新兴产业崛起、信息化进程加快等新经济、新动能将为业务拓展提供新的方向**。

GDP 预测平均值 (2010Q1-2020Q4)



数据来源: Wind 资讯

（三）固定资产投资方面

下半年，基建投资在积极财政政策资金受限的背景下可能存在下滑风险，房地产投资将会小幅下滑，制造业和民间投资可能会逐步向好，整体固定资产投资仍将保持稳定增速。

不管是债权业务，还是股权业务，都要明确这一投资指引的方向，**尽量在国家投资重点领域里选择企业，尽量选择有政府资金担保或背书的项目，有效避免投资禁区**，比如，融资租赁业务要避免房产类项目融资需求，不可过度信仰地方政府兜底城投公

司²²，适应财政整顿新规，不可触碰违规举债的雷区，利用财政基建资金缺口的机会，加大对 PPP、政府购买服务等项目介入力度，加大对中西部重点投资区域业务开拓。

（四）消费需求方面

下半年，在购置税调整和房地产调控背景下，汽车、房地产等传统消费很难保持高速增长，但消费在经济增长中的基础性、支撑性作用将继续凸显，农村消费、单身消费、银发消费有望成为方兴未艾的蓝海，**网络消费、信息消费、旅游消费、体验效果、智能消费等正成为未来消费发展的新趋势。**

互联网金融可对相关消费领域信贷需求进行开发，股权投资和实业板块可加大相关业态上投资开发力度，分享相关行业加速成长红利。

（五）海外发展方面

下半年，全球经济复苏态势得以延续，以美国、欧洲为代表的外需有所强化，整体外贸形势稳定向好。特别是 2016 年我国对外投资大规模增长的基础上，2017 年出台**一系列外商准入限制的松绑政策，双向的外贸促进机制得以构建。**

面对国家新一轮服务业开放的政策机遇，注重在外引资源、对内投资等方面发挥更大作用，如利用香港标准化金融产品市场开展投资增值，利用香港全球“超级联系人”作用推动“一带一路”区域业务布局，开展境外美元债发行拓宽融资渠道等等。

（六）供给侧改革方面

上半年供给侧结构性改革“三去一降一补”的“实质性”进展主要体现在“去杠杆”上，虽然降低金融杠杆水平和风险程度，但也提高了金融体系的无风险利率水平，在资金脱虚向实效果不明显²³的情况下，造成了实体经济融资成本高企。下半年，“金融去杠杆”将切换到“经济去杠杆”，**“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”。**

要将风控体系建设放到更加重要的位置，开展全面风险管理，将风险防范作为债权股权业务的核心基准，在项目和企业选择中增加风险指标权重，建立**一体化协同“防风险”机制**。同时，支持小微、“三农”、科创金融和绿色金融等薄弱环节资金保障，支持创新驱动发展、新旧动能转换、“双创”就业等改革领域融资需求，政策担保、小微贷、创业贷等业务主动下浮融资费率，降低实体经济融资成本。

（七）财政政策方面

下半年，财政收入增速放缓，预算赤字硬性约束、PPP 项目落地率放缓以及地方融资平台举债行为规范等因素，将使积极财政政策的实施空间面临较大的资金来源问题，以金融债和 PPP 为代表的预算外准财政支出将更加审慎和规范。

应加强与本地市县发改、财政等部门对接联系，适时了解财政在产业基金变相融资明股实债以及假借政府购买服务提供融资租赁的监管新要求，在**设立引导基金、扩大基金规模、构建产业基金集群、争取担保资本金增资、PPP 项目股权或融资介入、设立财政金融产品**等方面加大争取力度，同时，适应财政资金监管从严、坚决问责的要求，把握政策底线，在安全性、合规性、绩效性三者之间做好平衡。

²² 伴随土地储备专项债券、地方政府收费公路专项债券等“开正门”制度建立，地方政府支持融资平台公司的意愿可能因此而逐步降低，地方政府兜底效应的信仰将逐步打破。

²³ 国企、地方融资平台等低效率部门借助隐性背书和刚性兑付加杠杆占用了过多资源，而民企、制造业、生产性服务业等高效率部门被挤出。如果不能推动改革提升实体经济回报率，即使金融杠杆去掉，资金也未必回流实体经济，而是可能落入“流动性陷阱”。

（八）货币政策方面

全国金融工作会议将“稳健中性货币政策”改变为“稳健的货币政策”，“稳增长、调结构、防风险”改变为“稳增长、调结构、控总量”，按照历史经验，去掉中性，意味着货币政策将由前期的中性偏紧转为中性，**而把防风险换为控总量，一是对前期风险防范成绩的认可，二是基于上半年信贷增速过快的考虑。**下半年，稳健的货币政策“不紧不松”，央行可能加大短中期流动性调控工具的使用力度，给市场资金面带来缓和，整体流动性会好于上半年，但在全年信贷投放总量限制的情况下，强监管带来的其他融资转向表内信贷，将导致现有信贷渠道仍难以容纳现行融资需求，将继续抬高融资成本。

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更有发展优势**，需加强财务规划管理，盘活存量资金，提高资金周转效率，**加大通过股票、境外发债等更为有效的融资渠道，加强资产证券化业务开发**，加快构建多层次、多元化、多渠道、全方位、低成本的融资支持体系。同时，随着信贷成本上升和发债、非标融资困难，股权融资优势进一步凸显，**需加快构建服务新兴经济的全链条产业基金体系，打造政策性管理基金与市场化管理基金并行的基金丛林。**

（九）金融监管方面

国务院金融稳定发展委员会办公室设在央行，估计要等十九大以后其职能才能真正落实到位，但一行三会加强监管大方向不会改变，**整顿金融秩序、缩短资金链条、降低金融杠杆、所有业务纳入监管共同构成未来监管重点**，注重节奏上调整和部门间协调，强度和方式上可能趋于平缓。

在金融工作会议的指引下，**金融机构设立准入难度加大²⁴，金融机构业务准入难度加大，规范金融综合经营和产融结合²⁵，互联网金融监管持续，资金池业务、通道业务等资管机构产品受限，债市调整和债券发行利率抬升，银行“保贷款、压票据”和“债转股”加快推进，发展直接融资特别是股权融资放在突出位置，发展中小银行和民营金融机构，建设普惠金融体系，鼓励发展绿色金融，稳步扩大金融业双向开放等等。**

这些监管措施，既有不利影响，也有发展机遇，在未来一个相当长的时期，**过去十年金融自由化、野蛮生长的时代告一段落，地方金融管理的权限将进一步压缩**，可能地方金融的发展空间也将受到影响，需更加**聚焦主业、打好基础**，需有“**主动接受监管、拥抱监管**”的正常心态，在符合监管要求作为各项业务的出发点和落脚点，需将**服务让利实体经济、防范区域金融风险**作为核心使命，同时，**聚焦政策要点，在发展股权融资、促进民营金融机构合作、践行普惠金融、发展绿色金融、科技金融等方面加大力度**，争取逆势而上、弯道超车。

（十）金融和国企改革方面

从历史看，**每届政府执政 10 年的第 5 至 8 年为推进结构性改革的时间窗口**；从现实看，经济下行基本无忧，而金融去杠杆效果传导不畅，亟需金融和国企改革配套，十九大召开之后将是本届政府加快结构性改革的重要时点，而重点就是**金融改革（金**

²⁴ 保险公司新设立几乎停止，证券公司新设立极少，可能有外资的，公募基金新设立缓慢，信托公司转让停止，第三方支付公司只减少不增加，征信机构减少，新金融租赁公司准入停止，消费金融公司准入很慢，民营银行准入放慢。

²⁵ 金融综合经营的实质就是混业金融，重点是规范金融控股公司，产融结合的实质是产业资本进军金融，重点是解决产业资本进军金融、金融资本进军产业面临的不公平制度环境。

融监管、利率市场化、金融对外资对民营开放)和国企改革(管资本、国有资本运营公司、混合所有制、瘦身健体、员工持股)这两个硬骨头,并由国家层面的单点推进向省市层面的全面实施。而全国金融工作会议更是旗帜鲜明地提出经济去杠杆特别是国企降杠杆的政策要求。

需提前布局,加强改革的前瞻性、应用性研究,结合“十三五”发展规划,积极谋划改革的应对之策,为实质性改革打好提前量、赢得主动权。比如,金融对外资对民营开放方面,加大与港资、民资合作力度,争取进入三方支付、征信、资产管理等领域。重组整合方面,积极谋划国有金融资源集中方案及实施步骤。瘦身健体方面,向国有资本运营公司转变,控制法人子子公司数量,整合相关业务模块,探索并行集团化管理模式。混合所有制改革方面,做好引进战略投资者、上市运作、员工持股、股权激励等准备工作,便于改革政策落地后第一时期进入实质操作阶段。国企降杠杆方面,加强中长期财务规划,合理资金调度,压缩资金沉淀,拓宽融资渠道,有效降低资产负债率。

[返回首页](#)

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、行业分析、区域经济、地方金融为主，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。