



# 兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2017年第16期 总第16期 · 宏观报告

## 2017年10月宏观经济分析报告

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

2017年11月24日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 下行趋势确立。10月在工业去产能、金融去杠杆、环保限产、取暖季开始的影响下，经济增长延续季末冲高、季初下调的态势，工业生产特别制造业同比下滑，固定资产投资、社会消费品零售、进出口同比增长均有回落，M2和新增贷款低于预期。与3季度初7月时相比，下行趋势更为明朗。
- ◆ 阶段性企稳仍可期。经济发展的韧性和政策施展的空间均较大，基建、消费、社融、通胀、企业利润等核心要素仍然保持稳定，有利于经济保持“上行有压力、下行有支撑”的阶段性企稳。
- ◆ 十九大定调政经新时代。十八大以来一直到十九大期间的2020年，都是以“拨乱反正、盘整消化、积蓄力量”为主基调，金融领域执政思路至少三年内会一以贯之。

## 2017年10月宏观经济分析报告

10月经济数据延续三季度以来小幅回落态势，“三驾马车”数据均呈现回落态势，制造业和消费亮点不在，或与环保限产、财政刺激减弱以及地产调控有关，但也呈现出一些结构性亮点。展望未来，从需求端看，投资增速的逐步下行趋势不变，而消费大致能维持平稳。从生产端看，工业生产仍具韧性。总体看，年内经济并无失速风险。

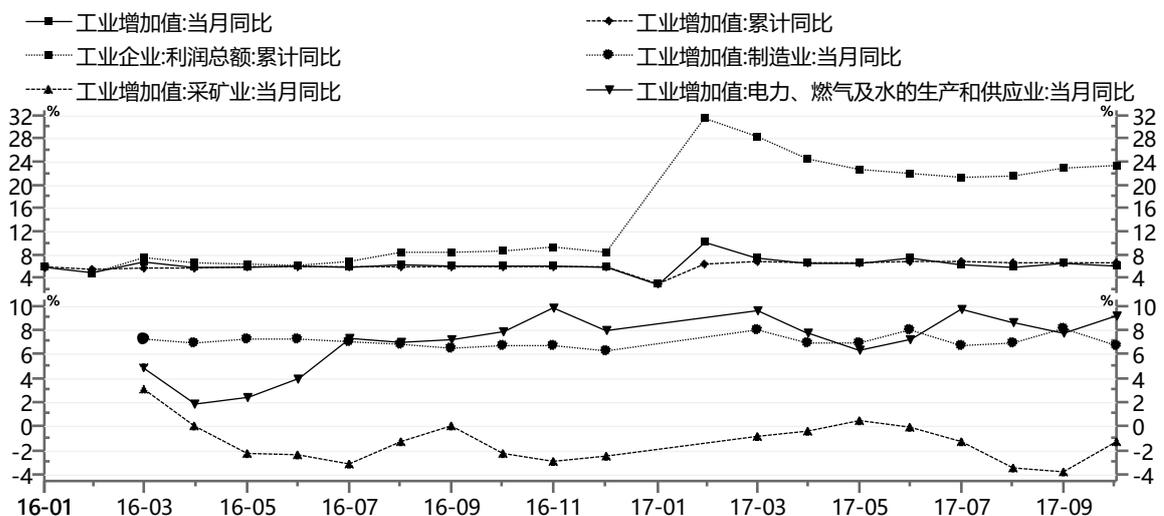
### 一、10月宏观经济运行分析

#### 1. 工业生产有所放缓，制造业增速下滑明显

10月规上工业增加值同比增长6.2%，比9月回落0.4个百分点，为今年以来次低水平，符合今年以来“季末冲高、季初回落”的特征。三大门类表现为一降两升：采矿业同比下降1.3%，降幅较9月同比下降3.8%有所收窄；制造业同比增6.7%，较上月下降1.4个百分点，创2014年9月以来最大降幅；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长9.2%，高于上月的7.8%。**制造业生产放缓是导致工业生产增速回落的主要因素。**1-10月份，规模以上工业企业实现利润总额同比增长23.3%，比上月加快0.5个百分点。环保督查和去产能导致工业品价格继续上涨，加之去年同期工业企业利润总额同比增速低，**持续上行的工业品价格与去年低基数效应共同推动工业企业利润持续高增。**

工业增长放缓原因，**一是**从供给端看，四季度以来北方供暖季将至，中央继续加大污染防治力度导致钢铁等重化工业限产提前，相关企业开工率明显下滑；**二是**从需求端看，10月份出口增速回落，导致企业尤其是制造业生产大幅放缓；**三是**10月工作日天数因逢国庆叠加中秋假期而低于去年同期，导致工业生产受限。**在供暖季治理污染和限产力度加强、财政支出压力较大以及房地产市场走弱的背景下，年内工业增加值增速下行压力仍大。**

#### 规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



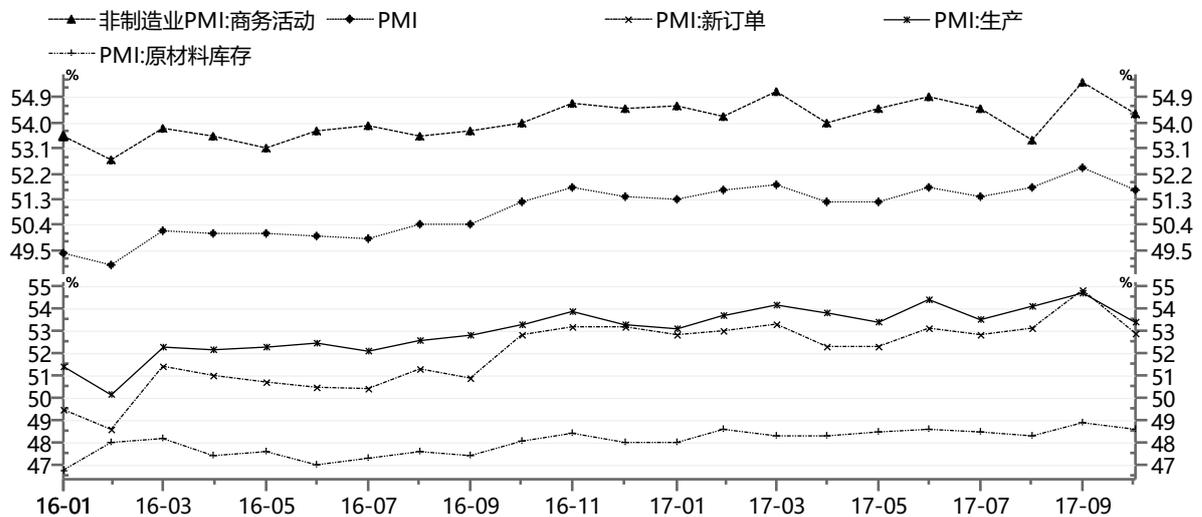
数据来源:Wind资讯

## 2. PMI 指数全线回落，环保限产影响较大

制造业与服务业景气度双向回落。10月份统计局制造业PMI由上月的52.4%回落至51.6%，创三个月来新低，主要源于供求两端回落，与制造业增速下滑相印证。统计局非制造业商务活动指数下降1.1个百分点至54.3%；主要源于建筑业受部分地区限制建筑活动影响而显著放缓。分项来看，10月PMI生产指数较上月下降1.3个百分点至53.4%，为2013年7月以来最大降幅，表明制造业生产活动大幅放缓；PMI新订单、新出口订单、在手订单和进口指数均出现回落，表明市场需求出现走弱迹象。

**10月份是冬季限产的第一个月份，统计局制造业PMI出现一定幅度下调，充分反映了限产对制造业的不利影响，但财新PMI同比保持稳定，很大可能是与去产能去的主要是民营企业不同，环保产限更多的是国有企业。**

### PMI景气指数



数据来源:Wind资讯

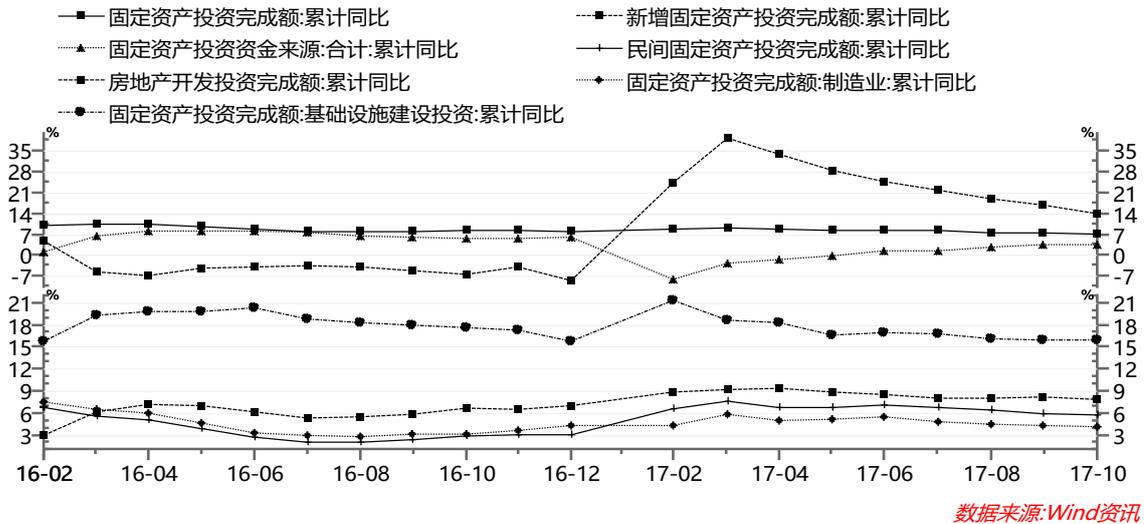
## 3. 固定资产投资再创新低，制造、基建、地产全面放缓

1-10月固定资产投资同比增长7.3%，比1-9月回落0.2个百分点，比去年同期低1个百分点，**再创年内新低，累计增速连续四个月回落**。当月看，10月投资同比增长3.2%，增速比上月回落3个百分点。**投资增速回落源于多重因素影响：一是十九大期间部分企业限产停产；二是四季度财政支出乏力；三是秋冬采暖季错峰生产，对投资造成负面影响。**

各投资分项全面回落拖累整体投资增速降至低点，房地产投资、制造业投资、民间投资、基建(含电热燃等)投资累计同比增速分别为7.8%(-0.3)、4.1%(-0.1)、5.8%(-0.2)、15.85%(-0.03)。**制造业投资在生产需求和需求双弱的约束下回落，与制造业增加值增速下降、制造业PMI下滑相一致；民间投资由于环保限产与出口回落掣肘企业投资意愿持续下降；基建投资由于财政支出压力以及贷款额度的制约小幅回落。**

展望今年最后两个月，在财政支出压力较大、房地产信贷力度收紧及秋冬季限产的背景下，预计资金来源仍然承压，投资增速下行压力仍然较大。

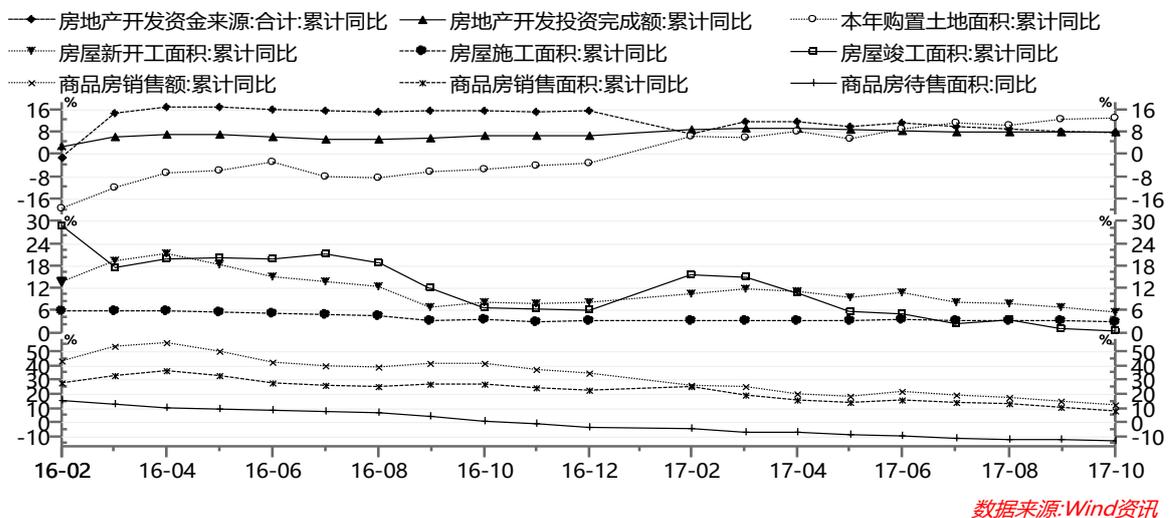
### 固定资产投资分项累计同比



#### 4. 地产销售大幅降温，投资再度转头向下

**开发投资累计增速跌至年内新低**，1-10月份房地产开发投资同比名义增长7.8%，较1-9月回落0.3个百分点，为年内最低点。**销售面积与销售总额降至年内最低点**，因地制宜、因城施策的房地产调控政策持续发挥作用，1-10月商品房销售面积增长8.2%，增速于年内首次降至10%以下，回落2.1个百分点；商品房销售额增长12.6%，回落2个百分点，为连续第四个月下降。**销售下滑开始向新开工传导**，房地产开发企业房屋施工面积（回落0.2）、新开工面积（回落1.2）、竣工面积（回落0.4）、资金来源（回落0.6）均呈现下滑趋势，楼市销售持续降温与消费贷收紧导致居民中长期贷款与短期贷款同步放缓，到位资金维持低位，10月当月土地购置面积同比大幅下滑7.3个百分点至18.3%。**去库存力度有所减弱**。10月末商品房待售面积累计同比下降13.3%。随着去库存政策取得良好收效，库存已降至低位，去库存力度有所减弱。**未来在销售与资金不断回落的情况下，土地成交难以维持较快增长，房地产投资恐将继续下滑。**

### 房地产开发投资及销售

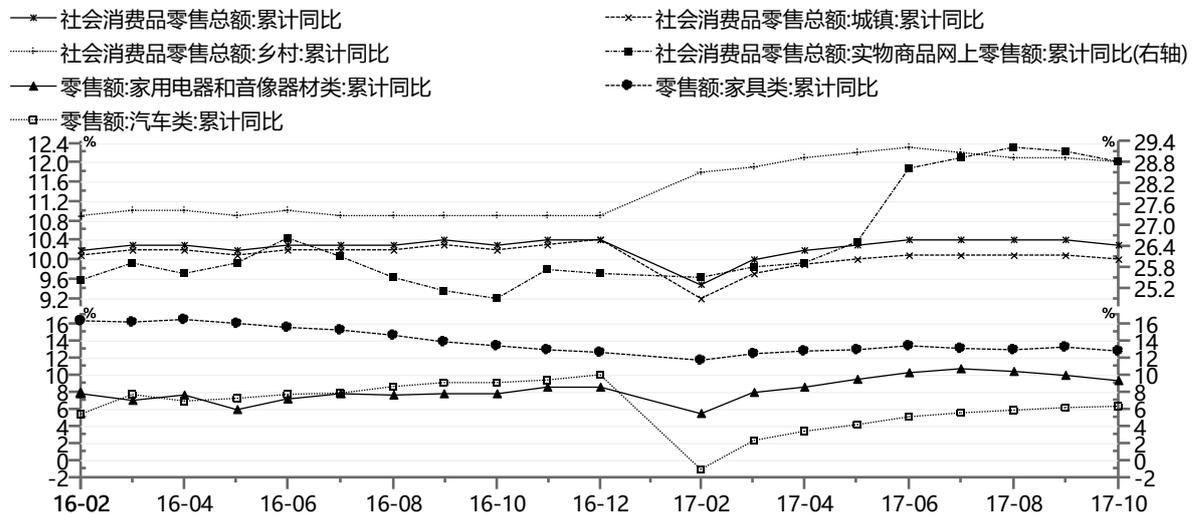


## 5. 消费增速小幅下滑，总体保持平稳增长

**社会消费品零售总额增速小幅下滑。**1-10月社会消费品零售总额同比增长10.3%，较1-9月回落0.1个百分点。主要原因可能是电商双十一活动带来的消费需求延期。**实物商品网上零售额**累计同比增长28.8%，占社会消费品零售总额的比重持平至14.0%，非实物商品网上零售额增长52.7%。**乡村消费与城镇消费**累计同比消费下降0.1个百分点，乡村继续快于城镇。**汽车消费**累计增速继续提高0.1至6.3%，**房产类相关消费**增速大幅回落，建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类分别较上月放缓3.4、5.5、1.4个百分点，**基本生活类商品**增速有所加快。

总体来看，虽然经济增速放缓给消费造成一定压力，但乡村消费、网上零售、汽车等大类消费仍保持强势增长，楼市降温消费回流有利于推动年末汽车消费增长，加之商务部及各地方政府促消费政策陆续发布会对消费形成有利支撑，电商“双十一”及“黑五”等消费节点的来临，预计年内消费继续保持稳定增长。

### 社会消费品零售总额及分类累计同比

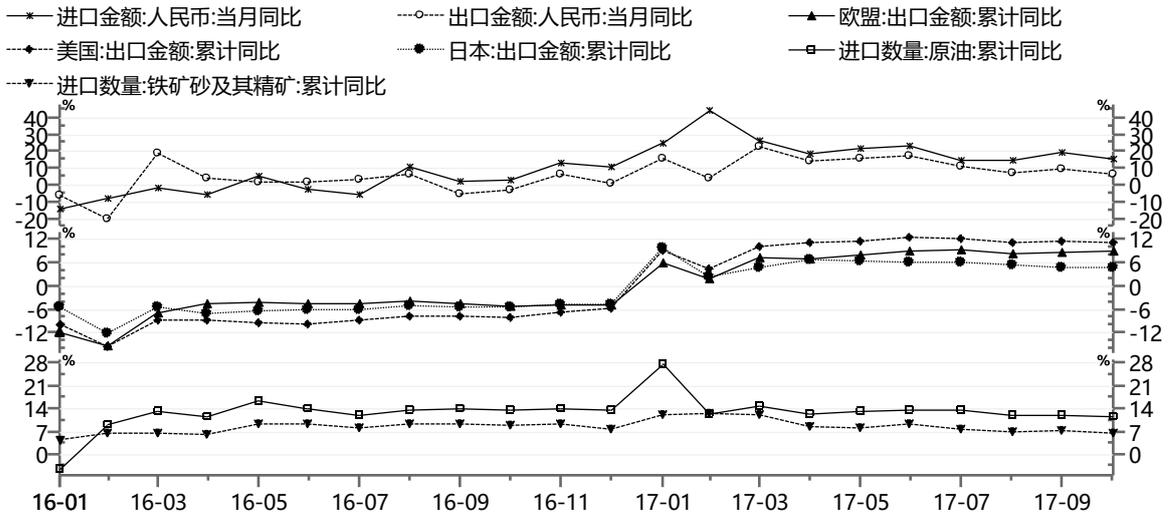


数据来源:Wind资讯

## 6. 当月进出口增速下滑，贸易顺差持续收窄

10月出口增长6.1%，较上月下滑2.9个百分点，创2月份以来新低，这在我国制造业PMI新出口订单指数创今年以来新低是一致的，原因是我国制造业扩张动力有所减弱。**从国别结构看**，对美国和韩国出口较上月分别回落5.4个百分点和7.6个百分点；对欧盟和东盟出口总体保持平稳，较上月分别提高1.0个百分点和下降0.6个百分点；对日本出口向好，同比增长5.7%，较上月提高5.6个百分点，但增速依然保持低位。**从产品结构看**，受去产能工作深入推进和环保约束增强等因素影响，煤炭和钢铁出口大幅下滑，其中焦炭及半焦炭出口同比减少60.9%，钢材出口同比减少35.2%。10月贸易顺差同比减少20.7%，连续第15个月同比收窄，继续向贸易平衡的方向调整。

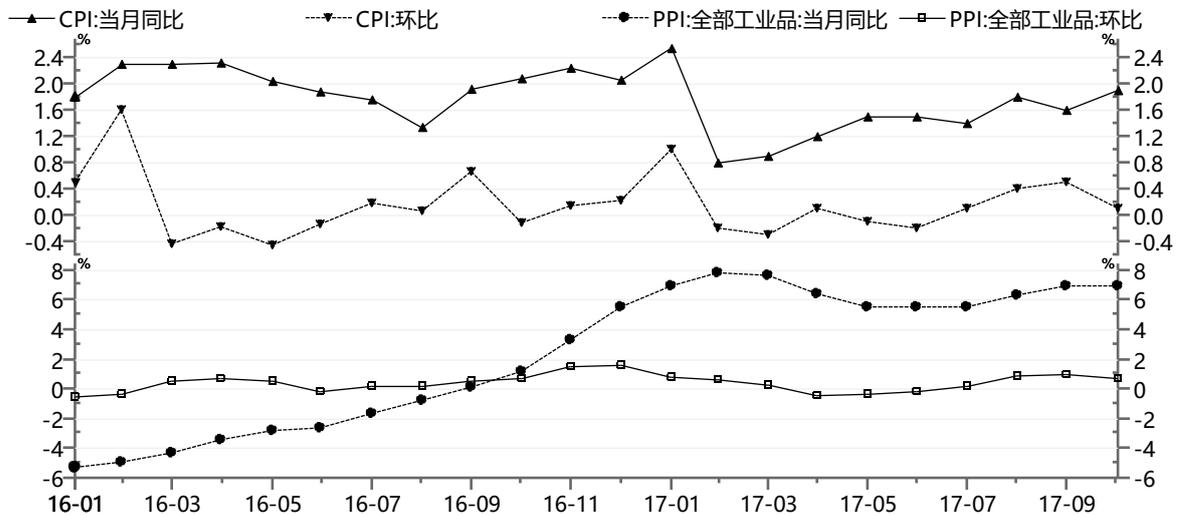
## 进出口金额当月同比、主要进出口大类累计同比



数据来源:Wind资讯

## 7. CPI 温和上行, PPI 回升超预期

### CPI、PPI同比、环比增速



数据来源:Wind资讯

10月居民消费价格(CPI)同比上涨1.9%,较上月加快0.3个百分点,环比上涨0.1%,基本符合市场预期。其中,食品价格下降0.4%,走平但强于历史同期,肉类价格小幅上行;非食品价格上涨2.4%,延续上涨格局,衣着价格随旺季走高,油价上调导致交通价格环比升0.2%,居住类价格环比升0.2%,消费品价格上涨1.1%,服务价格上涨3.2%。

10月PPI同比上涨6.9%,与上月持平,环比上涨0.7%。生产资料价格同比上涨9.0%,随着国际油价的持续上涨,国内石油开采、加工业环比涨幅较大,其中,采掘工业价格上涨14.7%,原材料工业价格上涨11.6%,加工工业价格上涨7.5%。生活资

料价格同比上涨0.8%，生产资料向生活资料的传导仍然较慢，其中，食品价格上涨0.6%，衣着价格上涨0.9%，一般日用品价格上涨1.9%，耐用消费品价格持平。10月份，工业生产者购进价格同比上涨8.4%，环比上涨0.9%。

**当前通胀中枢仍较为强劲，推动力来源于上游的补库存需要和下游的消费升级需求。未来两月CPI将保持在1.5-2.0区间，PPI则受去年高基数影响，涨幅逐步回落。预计全年CPI同比升1.6%，保持在温和路径上，PPI同比上涨6.3%。**

## 8. 收支增速双双回落，财政力度仍有保障

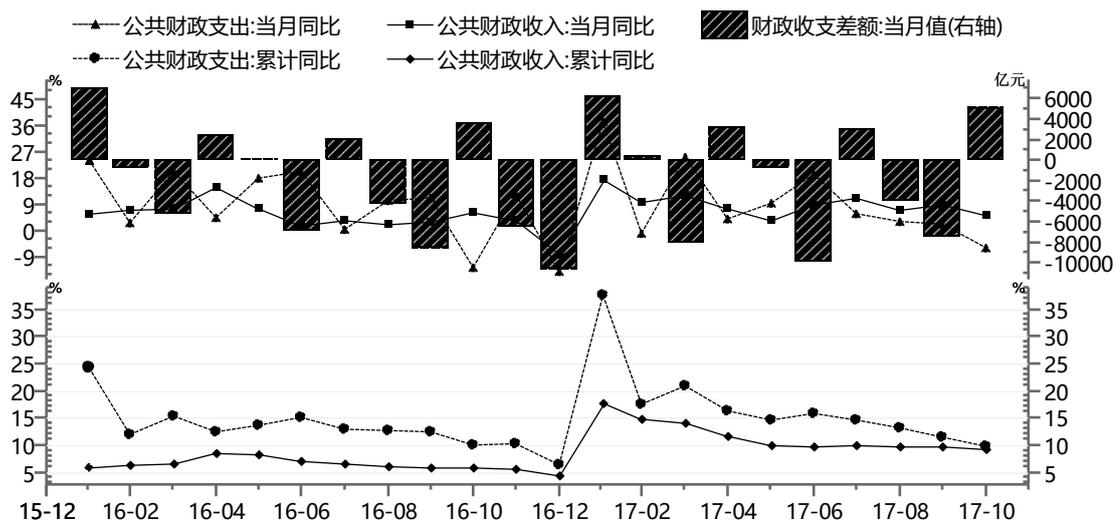
**财政收入增速放缓。**10月全国一般公共预算收入同比增长5.4%，较上月增速回落3.8个百分点，较去年同期回落0.5个百分点。税收收入同比增长10.1%，较上月下滑7.5个百分点，因为消费税、企业所得税以及土地和房地产相关税收收入回落较快导致；非税收入同比下降18.5%，较上月回落7.5个百分点，受减税降费带来的政策性减收的影响。虽然当月财政收入增速有所下滑，但1-10月财政收入同比增长9.2%，为2014年以来同期最高。

**财政支出年内首降。**10月全国一般公共预算支出同比下降8%，这是财政支出一年来首次出现同比下降，较上月大幅回落9.7个百分点，连续第4个月回落，主要是因为今年支出进度加快，部分支出在前期体现较多，加之去年基数较高。

**政府性基金收入、土地出让金收入继续增长，**1-10月，全国政府性基金收入同比增长31.6%，国有土地使用权出让收入同比增长37.3%，有利于稳定基建投资增速。

虽然年末经济运行中积极因素的不断加大会为财政增收提供有力保障，但落实各项减税降费措施和房地产交易下滑使得土地和房地产相关税收回落会对财政增收产生负面影响。预计年末财政收入增幅会持续放缓，但总体仍保持稳定良好增长。**10月财政盈余5112亿元，单月盈余规模为年内次高，1-10月累计赤字规模缩窄至12632亿元，考虑到当前仍有0.47万亿左右结转结余资金没有使用，叠加2.38万亿年初预算赤字，年末财政支出仍有较充分发力空间。**

### 财政收支当月、累计同比及收支差额

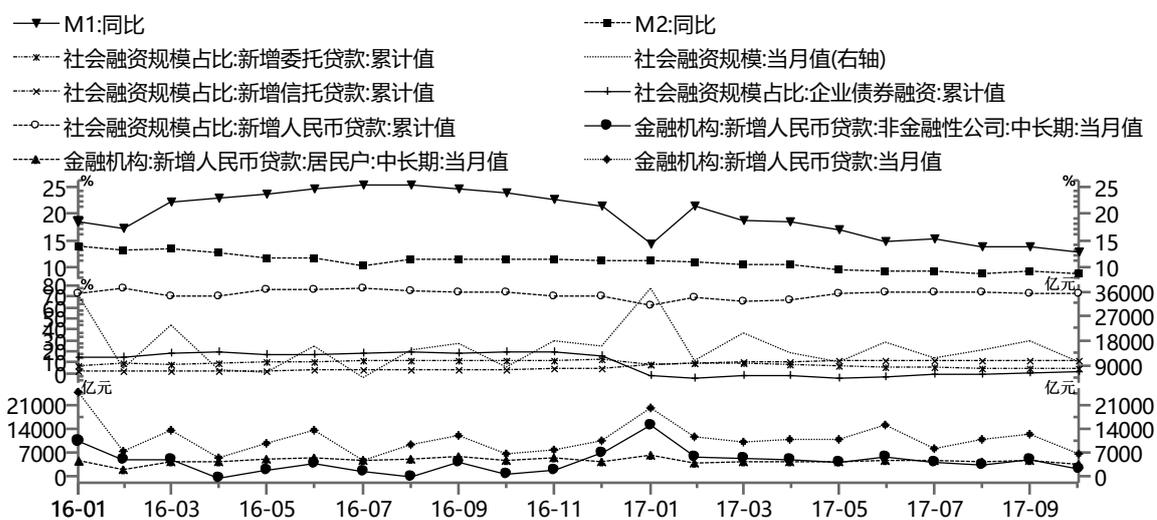


数据来源:Wind资讯

## 9. M2增速再创新低，社融好于预期，居民和企业中长期贷款下滑

**M2增速再创新低。**10月末广义货币(M2)同比增长8.8%，增速分别比上月末和上年同期低0.4个和2.8个百分点，继上月短暂回升后再创历史新低，主要原因**一是财政存款超预期增加**，10月财政存款增加1.05万亿元，远超前三年历史均值，10月后财政支出节奏有所放缓，同时国债地方债发行较多；**二是新增贷款大幅回落**，10月居民中长期贷款同比和环比均大幅回落，由此派生的存款大幅回落。**三是委外、同业的严监管**，使得股权及其他投资项走低，共同导致了货币派生明显不足。**预计年内M2增速或将小幅回升，今年M2/GDP增速或将出现多年来的首次下降，金融业去杠杆取得成效的同时，货币超发问题也得到一定修正。**

### M1、M2及社会融资规模结构

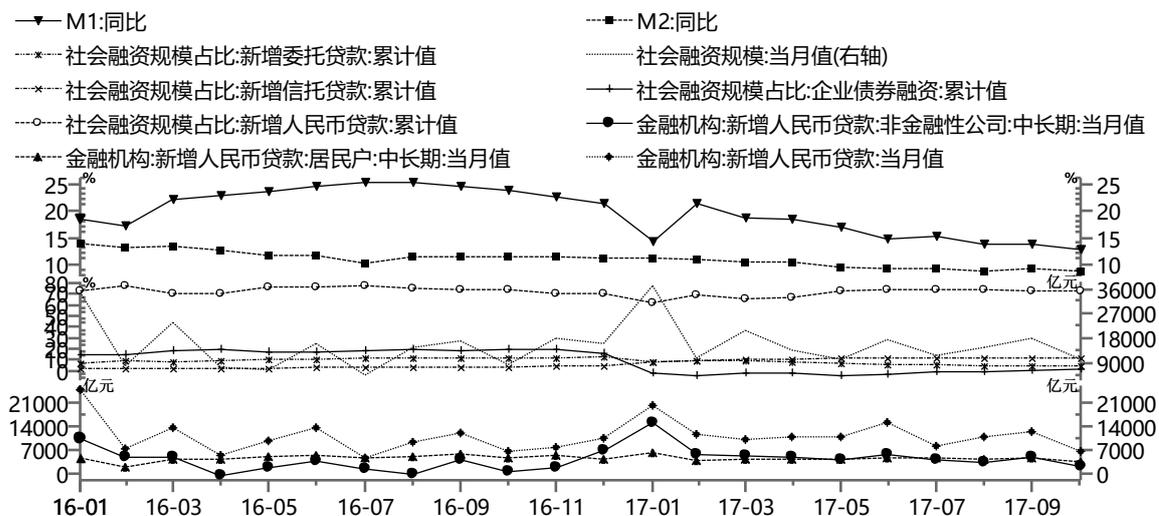


数据来源:Wind资讯

**新增社会融资规模好于预期。**2017年10月份社会融资规模增量为1.04万亿元，比上年同期多1522亿元，其中新增人民币贷款累计占比72.6%，信托和企业债融资基本保持稳定，委托贷款比重进一步下降。10月社融环比少增了近7800亿，低于预期，**最主要的原因是对实体贷款环比少增5250亿，非标融资也大幅回落**，委托、信托贷款、票据融资三项合计仅增加了近1100亿，不足上月的1/3；同时，受债市利率走高影响，信用债净融资降至1508亿，环比也有所减少。**虽然10月份社融增量回落符合季节性规律，但企业融资环境趋紧的局面也不容忽视。**

**新增人民币贷款低于预期，居民和企业中长期贷款下滑。**当月人民币贷款增加6632亿元，同比多增119亿元，但环比仅为上月的一半，**居民短期和企业中长期贷款缩水是主因**。居民贷款增加4501亿元，环比少增2800亿元。其中短期贷款增加791亿元，不足上月新增量的1/3，反映了监管机构严查消费贷效果显著；中长期贷款增加3710亿元，同比和环比均少增了1000亿元，原因是随着临近年底，各银行房地产贷款额度紧张，同时也表明随着房地产调控的持续进行，房地产销售继续降温。企业中长期贷款增加2142亿元，环比大幅下降2887亿元，但同比多增了458亿元。这一方面是由于企业部门贷款存在一定季节性因素，历年10月企业融资增速大都出现环比回落；另一方面也表明企业融资受到银行年底信贷额度紧张的影响。

## M1、M2及社会融资规模结构



数据来源:Wind资讯

### 11. 10月宏观大事件

10月5日,发改委近日表示,在降杠杆各项途径综合作用下,我国企业杠杆率呈稳中趋降态势,债务风险趋于下降。有关负责人称,下一步,把国有企业降杠杆率作为主攻方向,研究建立严格的分行业负债率警戒线管控制度,以体制机制改革逐步降低国有企业杠杆率。

10月6日,国际能源署报告称,2016年全球太阳能光伏产能新增50%,其中中国贡献过半。全球新增可再生能源发电容量超过40%来自中国。在太阳能光伏发电领域,中国已经提前三年完成了原计划于2020年实现的目标。

10月7日,中国证券报:传统“金九银十”销售旺季呈清淡局面。国庆、中秋假期,多个热点城市楼市成交量明显下降。分析人士表示,政策继续收紧、房企推盘节奏减缓、购买者观望情绪加重等原因导致楼市趋冷。未来调控政策料继续收紧。

10月8日,国家旅游局预计,8天长假国内旅游人数将达7.1亿人次,同比增长10%;国内旅游收入5900亿元,增长12.2%。

10月9日,国务院常务会议部署深化医改,要求进一步做好基本医保全国联网和异地就医直接结算工作,用体制机制改革推进医联体建设,加快推广远程医疗、预约诊疗、日间手术等医疗服务模式,继续扩大联网定点医疗机构范围,加快相关医疗保险信息系统对接共享和整合。

10月10日,国家统计局三季度GDP把研发支出纳入,这与过去研发投入被作为中间成本扣除的情况还不一样。新的算法会使得GDP总量增加,尤其东部发达地区研发投入较高的地区。不过,GDP增速不会有太大变化。统计局局长宁吉喆:近年来中国房地产市场出现城市间分化加剧现象;房地产长效机制正在紧锣密鼓制定,会适时出台。

10月11日,阿里巴巴宣布成立“阿里巴巴达摩院”,计划三年之内对新技术投资超过1000亿元。“达摩院”首批公布的研究领域涵盖机器智能、物联网、金融科技等多个产业。阿里云与中科院合作发布量子计算云平台。

10月12日，澎湃：有地方金融办人士透露，正在研究要不要加挂金融监督管理局的牌子。深圳近日决定在市金融办加挂地方金融监管局牌子，网传江苏省也有此意向，江苏省金融办回应尚不掌握情况。不过地方金融办加挂金融监管局牌子，似乎是大势所趋。

10月13日，发改委：2018年将组织实施“互联网+”、人工智能创新发展和数字经济试点重大工程，要求各单位于11月10日前完成3个工程项目的报送。

10月14日，银监会：今年前三季度银行业同业资产和负债比年初分别减少2.6万亿元和2万亿元；理财产品增速连续八个月下降，目前降至4%，比去年同期下降30个百分点；委托贷款同比少增8279亿元；特定目的载体投资增速比去年同期下降47个百分点。

10月15日，据新浪，央行行长周小川表示，多项指标显示近期中国经济增长稳中向好，今年GDP增速可能在7%左右，名义GDP增速在9.5%左右。中国的债务杠杆太高，需要找机会降杠杆。中国出口可以保持增长，经常帐顺差/GDP之比今年可能在1.2%。中国的GDP增速从2012年开始就在走下坡路；家庭消费是经济增长的主要驱动力。中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，并不断综合施策，补短板、去杠杆、警惕并防控影子银行、房地产市场泡沫等风险。

10月16日，经济参考报：国内首单长租公寓资产证券化项目获批。有业内人士判断，未来中国的租赁人口占比大约三分之一左右，城市里面大概有三分之一的户数会通过租房解决居住问题，在机制和政策到位的背景下，REITs将进一步助推住房租赁需求的快速释放。

10月17日，澎湃：中国互联网金融协升级网贷信披标准，强制性披露项由之前的65项增加至109项。中国互金协会表示，修订后的标准保持了与银监会《信息披露指引》的一致性，对从业机构信息披露的要求更加严格，行业信息透明度将进一步提升。

10月18日，党的十九大在北京人民大会堂举行，习近平代表第十八届中央委员会向大会作报告。报告指出，中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位。中国特色社会主义进入新时代具有三个“意味着”，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。新时代中国特色社会主义思想八个“明确”，新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略，新的伟大工程，新征程，新发展理念，新时代党的建设总要求。

10月18日，国资委主任肖亚庆：当前国企破产实例较少是因为各级国资监管部门和国企主要会考虑破产对职工带来的影响；计划今年年底推动央企集团层面的公司制改革基本完成；国有企业重组的过程和目的一定要坚持市场化。

10月19日，央行行长周小川：扩大汇率浮动区间不是当前关注重点，当前人民币汇率浮动区间很少限制到汇率决定市场供求关系的变化；如果总量阀门把握好，中国杠杆率不会上升过快；我国企业部门杠杆率偏高，要强调供给侧结构性改革。从全球比较来讲，中国家庭部门的债务杠杆率还不算高，但是最近几年增长很快。银监会主席郭树清：金融监管趋势会越来越严；现在的突出问题是一些银行股东发挥作用不到位，存在隐瞒股权、代持股权等问题；进一步加大不良贷款处置力度，坚决遏制隐性债务增加；进一步深化银行业改革开放，有序引导民间资本进入银行业。

10月20日，中国保监会就《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，进一步明确了偿二代监管框架，对保监局在偿付能力监管中的职责进行了再定位，明确了偿二代的监管指标标准，建立了偿付能力数据非现场核查机制和现场检查机制。

10月21日，**发改委：预计今年6.5%的增长目标将顺利实现**；雄安新区建设规划进入最后攻坚阶段，将很快通过评审；已累计退出钢铁、煤炭过剩产能超过1亿吨和4亿吨；要解决民间投资不能投、不愿投、不敢投的问题；粤港澳大湾区规划已形成初稿在征求意见阶段；坚持钢铁去产能，防止落后的违规产能死灰复燃；前三季度房地产、体育等对外投资项目未再增加；资金脱实向虚确实是客观存在的，但是总体上来说，虽然有脱实向虚的现象，但实体经济发展还是持续稳定的。

10月22日，证券时报头版刊文称，畸高的借款利率，是“现金贷”备受质疑的最主要原因。目前市面上现金贷平台的平均综合利率早突破了36%的法定上线。**监管必须露出“牙齿”，不能让披着“普惠金融”面具的异化“现金贷”继续野蛮生长**，与此同时，还应出台借贷者适当性管理制度，强化管理。

10月23日，**证券日报头版刊文称，今后金融业对外开放既不会止步不前也不会搞冲刺式的开放，将与之前所秉持的“积极稳妥”基调相一致**。中国金融业后续的对外开放，必然会合理安排开放顺序，而能不能做到有利于保护消费者权益、有利于增强金融有序竞争、有利于服务好实体经济则是决定其开放力度的决定因素。

10月23日，经济参考报：今年以来，在多重政策引导及大行带动落实下，普惠金融成为银行业四季度重点工作之一。据了解，**截至目前，五大行总行的普惠金融事业部已全部正式挂牌，并正在筹备设立一级分行普惠金融事业部**。与此同时，兴业银行等股份制银行已经谋划或宣布在总行层面成立普惠金融事业部。

10月24日，央行参事盛松成称，**未来M2增速将趋于合理水平，预计社会融资规模与M2增速不一致将逐步缩小**。当前造成社会融资规模增速与M2增速不一致的主要原因是金融去杠杆；人民币国际化的长期目标不可逆转，目前是推进人民币国际化的有利时机。

10月25日，马云旗下蚂蚁金服控股的天弘基金公司刚刚发布2017年三季报，**余额宝、云商宝等宝宝类产品规模合计超过1.66万亿元**，不仅接近了中行个人活期存款的1.8万亿，而且已经比招行、中信、浦发和民生这四大全国性商业银行的个人活期存款总和还多。

10月26日，**商务部：正在会同上海市和相关部门，研究制定上海自由贸易港区的有关建设方案**，同时浙江自贸区也在制定初步建成自由贸易港区先行区的方案，将重在推动以油品为核心的大宗商品的贸易自由化。**银监会：继续深入整治银行业市场乱象，积极稳妥处置重点风险**，抓紧补齐监管制度短板，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。**保监会：坚决防范化解保险领域重大风险，坚持“监管姓监”，为民监管**，在健全监管制度、改进监管方式、提高监管效能上下功夫，弥补监管短板，加强监管问责，切实增强监管的专业性、穿透性和权威性，牢牢守住不发生系统性风险的底线。**保监会：下一步将下发第三批公司治理监管函**，对部分存在股权违规问题的公司，将实施违规股权强制退出等行政监管措施，并将相关中介机构列入黑名单。

10月27日，**商务部、发改委等十三部委联合印发通知，向全国复制推广构建开放型经济新体制综合试点**。经各有关部门研究同意，确定了首批向全国复制推广的试点经验，包括“重资本轻资产”招商模式、“即报即放”出口食品检验检疫方式、等24项内容。**全国股转公司（新三板）发布通知，要求对已挂牌的私募机构进行自查整改**，在基金业协会登记为证券类私募机构（私募证券投资基金管理人）的挂牌私募机构，不得通过全国股转系统进行融资，11月10日前提交整改报告。

10月28日，经济观察网：从国资委获悉，截至目前，国有资本投资、运营公司在原有2家试点的基础上，已经扩展到了10家。下一步监管层的重点，**将会把中央企业主要分为三类推进改革，即实体产业集团、投资公司和运营公司**。央行金融市场司司长纪志宏回应“现金贷”：**为防范化解相关风险，央行会同相关部门组织开展互联**

**网金融风险专项整治，目前整治工作取得了初步成效**，下一步将实施穿透式监管，贯彻落实好所有金融业务都要纳入监管的基本要求。证券日报：业内人士认为，**对现金贷监管政策出台的窗口期或在半年之内**，监管部门下一步对现金贷的监管整治会有完善的政策出台，进一步明确监管部门、准入门槛、业务红线等，对现金贷业务进行合规引导。

10月29日，**全国人大财经委副主任彭森：外商投资法已列入全国人大立法日程，将不再把外资企业的组织形式作为规范对象**；外资企业的投资形式进一步放开，放大到并购、收购；外商投资法将对外资企业的保护作出明确规范，特别是知识产权、出资、利润收益的自由汇出这方面的权利，并将建立正式的国家安全审查制度。据财经，**监管或将在明年一季度启动P2P备案工作**，且备案公司数量有限。国内多家互联网金融公司正在筹划出海上市，如果P2P平台无经营资质，对许多拟上市公司都会有影响。

10月30日，经济参考报头版刊文称，“强化监管”作为做好金融工作四个重要原则之一，在金融体制改革中扮演越来越重要的角色。可以预见，**以综合监管、功能监管、监管信息共享为特征的金融监管新时代正在到来**。

10月31日，**广州在南沙横沥打造全国首个国际金融岛**，并拟将其打造成为粤港澳大湾区、广东、广州地标。

#### 宏观小结：

10月在工业去产能、金融去杠杆、环保限产、取暖季开始的影响下，经济增长延续季末冲高、季初下调的态势，工业生产特别制造业同比下滑，固定资产投资、社会消费品零售、进出口同比增长均有回落，M2和新增贷款低于预期。与3季度初7月时相比，下行趋势更为明朗，但经济发展的韧性和政策施展的空间均较大，基建、消费、社融、通胀、企业利润等核心要素仍然保持稳定，有利于经济保持“上行有压力、下行有支撑”的阶段性的企稳。

**一是**制造业生产放缓导致工业生产增速回落，持续上行的工业品价格与去年低基数效应共同推动工业企业利润持续高增，产销率比上年同期下降0.2%，反映供给出现相对过剩迹象，年内下行压力仍大。**二是**制造业与服务业PMI景气指数双向回落，主要源于供求两端回落，与制造业增速下滑相印证。**三是**固定资产投资再创新低，制造、民间、基建、地产投资全面放缓，投资单月增速仅3.2%，创2005年以来新低，未来民间投资、制造业投资继续趋弱值得关注，地产投资仍依赖土地购置，PPP和政府购买服务规范趋严情况下，基建可能逐渐告别15%+的高增速。**四是**地产销售面积、销售额、新开工面积、施工面积和竣工面积同比转负，拿地支撑的地产投资，对经济贡献可能由拉动转为拖累。**五是**消费增速总体保持平稳，汽车类消费的拉动连续三月下滑，地产调控政策效果显现，地产相关产品消费下行拐点已至。**六是**贸易数据可能季节性走弱，外贸出口先导指数环比略有下滑。**七是**CPI出现回升迹象，PPI维持高位，压缩宽松政策的空间，油价上升预期增强，强化未来通胀预期。**八是**财政收入增速回落，支出首现负增长，积极财政政策力度减弱。**九是**M2增速再创新低，社融好于预期，居民和企业中长期贷款下滑，金融强监管、去杠杆下，货币超发问题将得到一定修正。

## 二、宏观经济热点解析

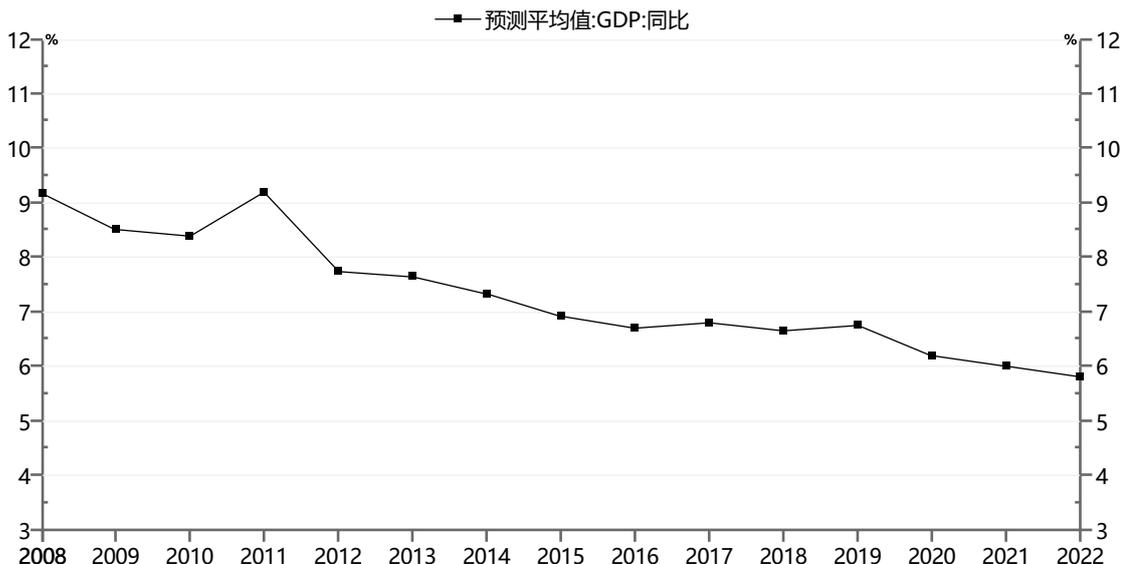
### 1. 十九大报告——未提GDP是否意味主要矛盾下工作重心变化？

从一个经济从业者的角度，十九大报告应该是未来五年甚至更长时间的党内施政纲领，但政治经济从来都是紧密相连的，报告通篇十三个章节3.2万字，在经济方面虽着墨不多但也有1个章节，即“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”。说经济，

肯定言必称“GDP”，以前的十七大、十八大报告中都有GDP翻番或具体的指标，然十九大报告中却只字未提，联想到主要矛盾（人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾）新论述，不禁让人怀疑，GDP是不是不再是主要施政目标了？或者是未来五年GDP增长无忧？抑或党和国家的工作重点不再是以经济建设为中心？

对此，我们的思考如下：**一是新主要矛盾使然**，从“物质文化需要”转变为“美好生活需要”，从“社会生产”转变为“发展”，从“落后”转变为“不平衡不充分”。原来的“社会生产”即GDP增加值，现在是“发展”，不仅包括物质生产，更包括精神文明、生态文明、社会文明、体制机制以及人的全面发展等。原来的矛盾是“落后”，就要改变落实，只有扩大GDP规模，现在是“不平衡不充分”，不平衡在前，光增量不行，更得调结构，不充分在后，不放弃通过增量来解决发展问题。**二是新发展阶段使然**。新时代，我国经济由高速增长向高质量发展阶段转变，GDP高增速不再是宏观调控的核心考量，坚持质量变革、效应优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，才是新发展理念。**三是新发展目标使然**。按照十九大新的表述，我国社会主义现代化建设路线分为五个阶段，改革开放之初到1990年主要解决人民温饱问题；1991年到2000年使人民生活达到小康水平，2001年到2020年全面建成小康社会，2021年到2035年基本实现社会主义现代化，2036年到2050年建成富强民主文明和谐美丽社会主义现代化强国。离我们最近的2020年全面建设小康社会，按照十八大的标准即2020年GDP较2010年翻一番，在去年6.7%、今年预计6.8%的增速后，未来三年仅达到6.3%即可完成GDP翻倍目标，近期把研发支出计入GDP的新方法，而且经济下行压力最大时期已过，基本上可以轻松达到，保增长的必要性已经下降，GDP目标不提也罢。

至于说党和国家的工作重心不再是以经济建设为中心，恐怕是过度解读了，新修改的党章中党的基本路线还是明确“以经济建设为中心”，毕竟不平衡后面还有不充分，在做大增量中调整存量历来是改革推进的基本方略。但值得注意的是，“以经济建设为中心”是当时针对“以阶段斗争为纲”提出来的，已有近40年了，新时代新阶段其内涵和外延的变化是必然，需要更多的专家和智囊来深入挖掘和解读。



数据来源:Wind资讯

## 2. 十九大报告——金融改革发展新方位

3.2 万字的十九大报告字字珠玑，涵盖治国理政的方方面面，涉及金融改革发展的主要有两处。一是在现代化经济体系中，“**着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系**”。二是在加快完善社会主义市场经济体制中，“**深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。**”

把现代金融归入产业体系中的一部分，与全国金融工作会议中对金融的定位一脉相承，实际上强调金融是整个国民经济的一部分，与实体经济紧密联系、互相支撑，而不是孤立的、分割的。**把金融和实体经济看作一个整体，就能更好地防范和化解风险，推动高质量发展，金融和实体经济的改革和调控，需要加强协同配合。**这个定位就要求金融业发展回归本源，服务好实体经济，而不能搞自我循环、自我膨胀。未来金融改革发展的方向是回归本源、强化监管，而实体经济也要加快供给侧结构性改革，转向高质量发展。

另外一处表述，总共 92 个字，归纳起来重点不外乎“实体经济”、“货币政策”、“金融风险”三个方面，而且很多表述以前就有过，但在惜字如金的十九大报告中出现，肯定有其特别的意义。**首先**，“实体经济”方面，不光是这里讲，谈问题、谈建设的时候也讲了，实体经济要发展离不开金融的支持，因此金融体制改革的加速是可期的，同时提高直接融资比重，预示加速资本市场发展政策也是可期的。**其次**，“双支柱调控框架”方面，在过去常规货币政策的基础上加入了宏观审慎政策，货币政策管住的是流动性的总闸门，稳定物价是政策目标，以通货膨胀和紧缩为政策依据，而宏观审慎框架控制的是流动性的杠杆性扩张，因为价格稳定并不代表金融稳定，需要对金融顺周期和跨市场风险传染对症下药。未来，宏观审慎框架除去金融机构的宏观审慎评估体系(MPA)之外，还包括房地产市场的宏观审慎管理(核心是形成因城施策、差异化住房信贷政策)，还有跨境资本金流动纳入 MPA，双支柱框架将有望实现大金融宏观调控的全覆盖。**最后**，“金融风险”方面，未来守住不发生系统性金融风险这一底线将长期不变，按照小川行长的话，**系统性金融风险包括恶性通货膨胀所造成的风险、资产价格剧烈调整所导致的风险、明斯基时刻经济顺周期带来的剧烈调整风险，具体操作层面包括：宏观层面的金融高杠杆率和流动性风险、微观层面的金融机构信用风险、以及跨市场跨业态跨区域的影子银行和违反犯罪风险。去杠杆方向，企业部门杠杆率较高，直接融资比例低，企业资金效率低；防范地方政府使用融资平台违规融资，变相举债；家庭部门杠杆率不高但增长很快，不会去杠杆但要注重增量质量。**按照树清主席的话，**银行需要防范不良贷款充分暴露带来的信用风险，中小银行流动性风险，房地产泡沫、地方政府债务风险，跨领域跨市场风险、外部冲击风险等。**

当前金融监管力度出现边际放松，金融市场去杠杆有所缓和，部分金融机构趁机加杠杆的投机情绪，是否意味着金融强监管的告一段落？我们认为**与政治经济社会党建等诸多领域一样，十八大以来一直到十九大期间的 2020 年，都可能是以“拨乱反正、盘整消化、积蓄力量”为主基调**，因为十九大报告将未来三年(2018-2020 年)三大任务定义为防范化解重大风险、精准脱贫与污染防治，除了脱贫其他都是对过去发展模式的反思与调整。金融领域同样如此，过去五年金融强监管、去杠杆、促进金融资源脱虚入实、防范金融空转，加强资本跨境流动监管等等，这些经济金融领域的执政思路至少在三年内会一以贯之，一些市场人士所预期的政府换届之后靠大加杠杆式的“大干快上”或是一厢情愿，2008 年以来加速上行的金融顺周期转向必将是大概率事件，**未来金融机构继续有效地“广积粮”“调结构”“防冒进”“防风险”才是正途。**

敬请阅读末页的免责声明

### 3. 现金贷——风雨过后有没有彩虹？

10月，趣店的上市成为今年中国公司在美最大IPO，也是美国今年第四大规模的IPO，现金贷业务也随之成为舆论热点话题。伴随上市而来的是一阵空前的舆论危机，部分现金贷的**高息和催收衍生的社会事件**不可避免的传导到了资本市场与监管层——不仅趣点在质疑声中一路跌破发行价，随后上市的拍拍贷与融360相继破发。而在国内，针对现金贷行业的监管政策正在酝酿。11月21日，互联网金融专项整治小组发出文件，要求**“各级小额贷款公司监管部门一律不得新批设网络（互联网）小额贷款公司（现有157家已有网络小贷牌照的机构），禁止新增批小额贷款跨省开展贷款业务。”**“彻查并清理国资代持股权、以国资名义申请牌照等挂靠的情况（例如江西的牌照大部分属于挂靠，估计基本都会停掉）”“重点关注最近一年内发生过控制权变更的持牌机构，对于不符合要求的限期整改”“清理后只保留两类持牌机构：大型国企（最好有金融背景）；大的互联网主体（如蚂蚁金服、京东、百度），一个集团只保留一个牌照”“不允许把小额债权做成资产包在交易平台出售，或以其他方式证券化”。

从一开始的全行业闷声发财，到寡头出彩引起争议，再到全社会的众矢之的，最后监管层的介入，现金贷几乎复制了互联网金融成长路径，对照现在P2P的发展现状，我们可以预知未来将可能面临几个方向的再平衡？

**一是普惠金融定位与高利贷手段之间的再平衡。**现金贷在国外类似于“发薪日贷款”（payday loan），属于消费金融的一个分支，而消费金融是当下普惠金融发展的重点，主要服务18-40岁左右“缺乏征信信息”的人群，“征信成本过高的人群”约有2亿，而未被传统金融机构服务的人群约4亿人，应该说现金贷有一定金融创新意义，可以更好地服务次贷人群，践行普惠金融的理念。然而这样一种普惠金融的好事务，却存在无证放贷、高杠杆融资、欺诈消费者、暴力催收、高利率弥补高风险、多头借贷、以贷养贷等类似高利贷式的不合法手段，这就与普惠金融的出发点背道而驰。

**二是综合费率36%与运营成本倚高之间的再平衡。**今年4月，银监会首次提出清理整顿现金贷业务要求相关平台严守年化36%贷款利率红线，但未明确利率的计算方式以及是否包括费用等问题，现金贷平台除了基础利率外，平台还要征收各种手续费，由此导致综合费率高于36%，近日北京、广州等地先后出台规定明确了综合费率36%红线。如果这道红线在全国范围内严格实行，将成为现金贷行业的致命一击，原因是现金贷行业运营成本太高了，内相关人士表示目前现金贷业务资金成本按月测算为贷款额度的1%，获客成本按月为2%-5%，信审、支付成本按月为0.5%，人力、运营成本按月为0.5%-1%，坏账按月为4%-6%，综合而言，每月成本占当月贷款额的8%-13.5%。按年测算，年化综合成本为96%-162%，远超综合费率红线。

**三是监管措施与系统风险之间的再平衡。**虽然官方主流媒体一再痛斥现金贷原罪，但监管机构仍然避免了用“一刀切”的方式来清理整顿，原因可能担心引发整个行业的震荡，进而产生风险溢出效应，因为现金贷的背后有众多的银行、消费金融公司、信托公司、小贷公司等资金方，还有众多的私募资金、股权投资基金和金融科技公司，也可能带来系统性金融风险和社会风险。

**四是张弓理论与马太效应之间的再平衡。**监管进一步收紧，或将预示着一批违规操作或者存在金融风险的现金贷平台将退出市场，同时市场准入门槛可能进一步提高，真正具有流量、资金和风控能力，以及可以利用互联网、大数据等技术控制成本和加强风控的公司将得以胜出，行业发展的马太效应或将显现。但从整个市场余留空间、运营成本、资金成本或是监管趋严来看，现金贷寡头同样发展面临着诸多考验，如果按照张弓理论（随着一个箭的射出，全部的弦都会松弛下来，意味着行业寡头的倒下可能带来整个行业的覆灭）来预测，市场留下的遐想或许已经不多。

# 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。