



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2017年第19期 总第19期 · 宏观报告

2017年11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12月20日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 数据升降不一。尽管投资略回落且环保限产拖累生产，但消费和出口仍然支撑经济。预计这种格局仍将延续，经济整体小幅承压但大体平稳。房地产销售数据下滑的趋势下，社零中的建筑装潢数据同比增速下降趋势已经出现，房地产产业链的增长拐点或已出现。研发投入、消费升级以及外需改善将成为经济高质量发展的新动能。
- ◆ 明年增速无忧。明年经济增速整体不差，但宏观各项数据的波动性加大，导致市场预期很大程度上趋同，并且政治局会议中已经淡化对未来经济增速的目标要求，因此，明年宏观的关注重点或不在增长方面，而应该关注更多结构性的问题，如防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治等。

2017年11月宏观经济分析报告

2017年经济接近收官，11月数据稳中略回落，工业和投资小幅下降，出口大幅上升，消费也有所提振，短期经济仍平稳有韧劲，目前看来秋冬限产对经济增速的影响较为有限，一定程度上反映出经济内生动力较强。

一、11月宏观经济运行分析

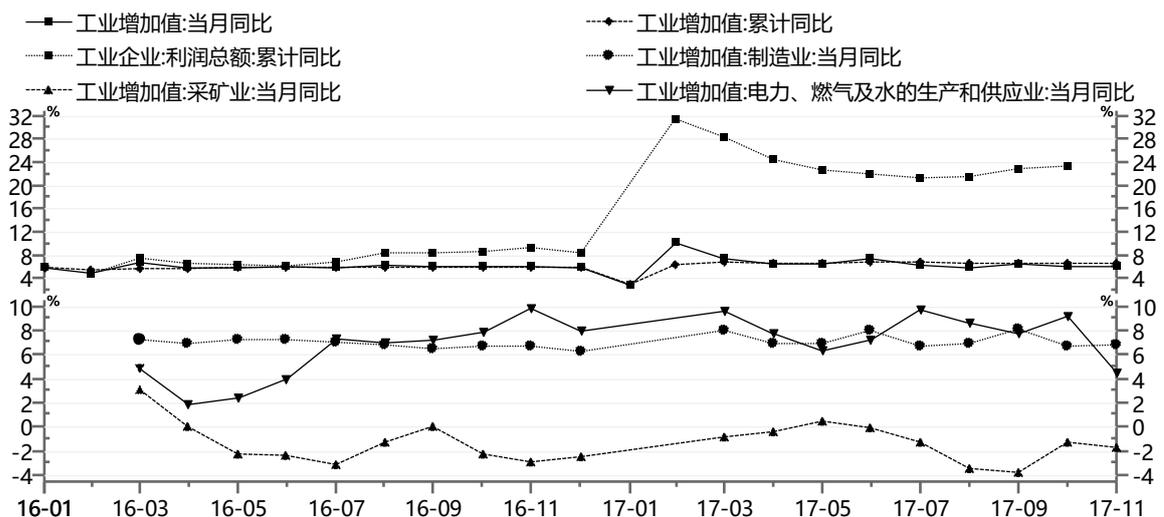
1. 工业生产继续下滑，制造业增速小幅反弹

11月当月工业增加值同比增速下滑至6.1%（前值6.2%），1-11月累计增速下滑至6.6%（前值6.7%）。发电量同比增速下滑至2.4%（前值2.5%），为今年以来最低值。高频数据显示环保限产导致本月高炉开工率下滑至63%（前值71%），6大发电集团耗煤量同比增速下滑至1.9%（前值16.5%），**环保限产仍是当前拖累工业生产的主要原因。**

从行业结构来看，环保限制采用燃煤供暖拖累本月公用事业工业增加值下滑至4.5%（前值9.2%）。采矿业工业增加值同比下滑至-1.7%（前值-1.3%），**采矿业的下滑继续反映出环保限产和对“低小散”企业的整治。**制造业小幅反弹至8%（前值6.7%），但仍为本年来第二低点，其中黑色、化工等与污染相关的行业工业增加值继续下滑，而计算机制造业、铁路、船舶、航空、航天等设备制造业出现反弹，工业机器人保持45.8%的高增速，主要在于创新科技投入增加所致。

从经济类型来分析 国有控股企业增加值同比小幅回落 0.3 个百分点，但仍处于6.3%的相对高位，**国企仍是本轮经济增长的主要动力源。**

规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



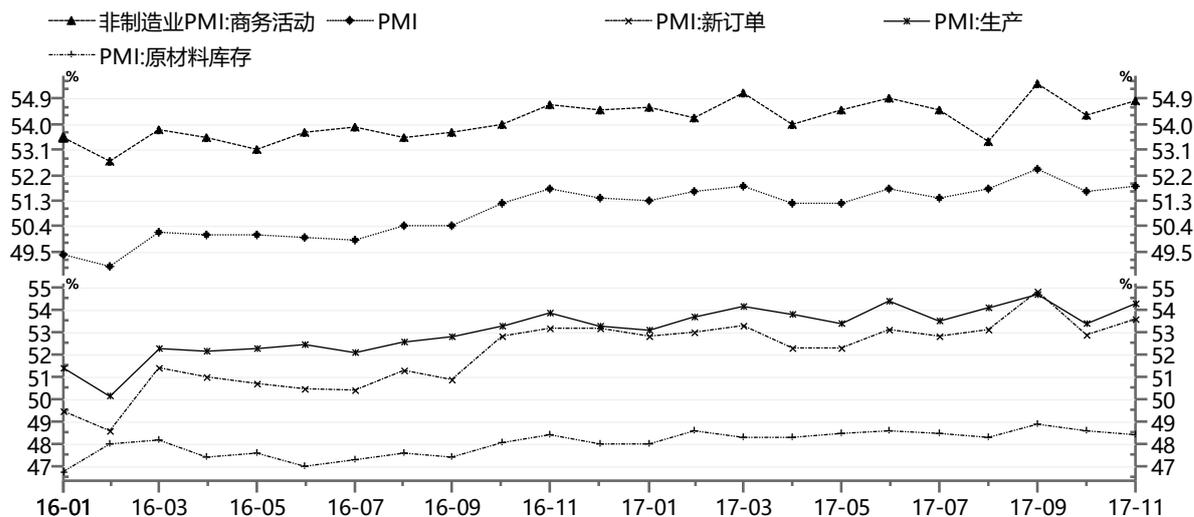
数据来源:Wind资讯

2. 官方PMI指数全线回升，与财新指数再度背离

11月制造业PMI指数为51.8%，较上月上升0.2个百分点，**创年内第二高，制造业继续保持稳中有升的发展态势**。但与财新制造业PMI再次背离，财新制造业PMI为50.8%，低于10月0.2个百分点，虽然仍处于扩张区间，但已降至五个月以来最低。分项来看，生产(+0.9)、新订单(+0.7)扩张加快，**供需两端均衡增长，企业采购意愿增强**，采购量指数为53.5%，升至年内次高点。出口(+0.7)、进口(+0.7)环比上升，**制造业外贸保持稳定回升**。装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI持续高于制造业总体水平，**新旧动能加快转换**，石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业PMI均位于收缩区间，且低于去年同期水平，表明**部分传统行业扩张动力有所减弱，企业转型升级步伐有待进一步加快**。

11月非制造业商务活动指数为54.8%，上升0.5个百分点，**增速有所加快，持续位于扩张区间**。服务业商务活动指数为53.6%，**连续3个月位于53.5%以上的景气区间**，在消费升级的大趋势和“新零售”概念的推动下，以及“双十一”促销活动等影响，**商务活动指数明显高于服务业总体水平**。建筑业商务活动指数为61.4%，比上月上升2.9个百分点，升到60.0%以上的高位景气区间，**企业对未来市场预期向好**。

PMI景气指数



数据来源:Wind资讯

3. 投资累计增速再创新低，基建成托底投资重要力量

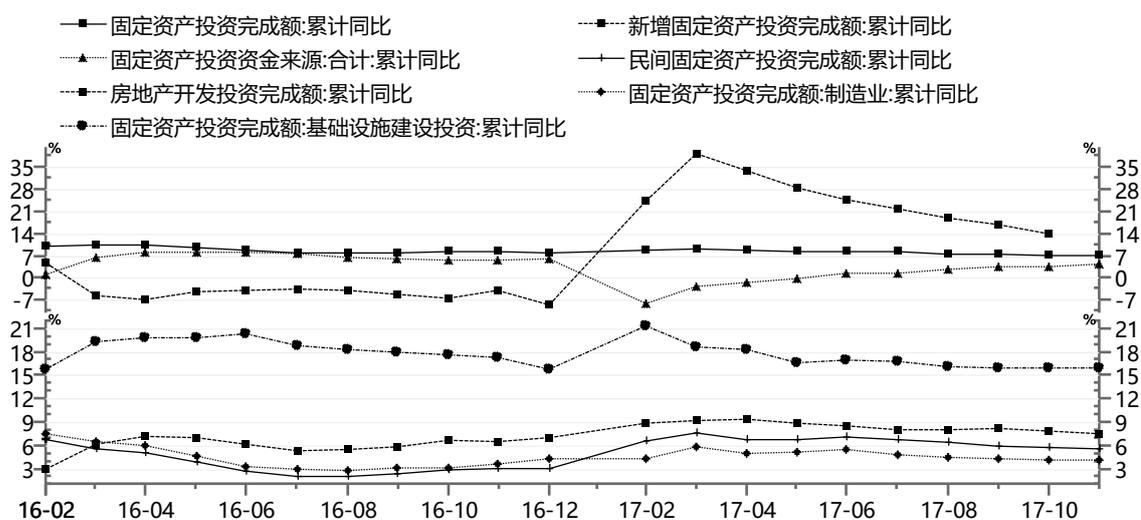
1-11月固定资产投资累计同比增长7.2%，较1-10月7.3%继续回落，**再创年内新低，累计增速连续五个月回落**。从单月上看，固定资产投资增速较上月上升2.6个百分点至5.8%，实体经济整体投资保持温和。其中，基建当月同比增速从11.6%上升至16.7%，上升明显，受11月信贷新增超预期以及政府性基金支出增加支撑，用于补短板、惠民生、增后劲的大量基础设施投资持续较快增长，仍然是当前支撑经济增长的重要因素。

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7.5%(-0.3)、4.1%(0)、5.7%(-0.1)、15.83%(-0.02)。**基建投资增速基本平稳，不再片面追求经济增速与**

地方政府债务、PPP 模式防风险的大背景下，基建投资增速大概率仍将趋势走弱；制造业投资方面，在未来力促产业升级与结构转型的方针下，包括过剩产能行业在内的旧动能料将减弱，高新技术类先进制造业等新动能长期看来存有发展空间，不过短期预判来看，旧动能减弱带来的边际效力预计相对更强，整体制造业投资仍有下滑压力；PPI 同比增速的下行压力对房地产投资增速的负面影响仍将继续显现，土地购置的相对强势料难以改变房地产投资增速的下行趋势。

年内，尽管在强监管因素下地方政府融资平台各项融资来源将受到更强的约束，但超收的财政收入将使得政府在必要时具有足够能力进行财政干预，预计投资增速将维持一定水平。

固定资产投资分项累计同比



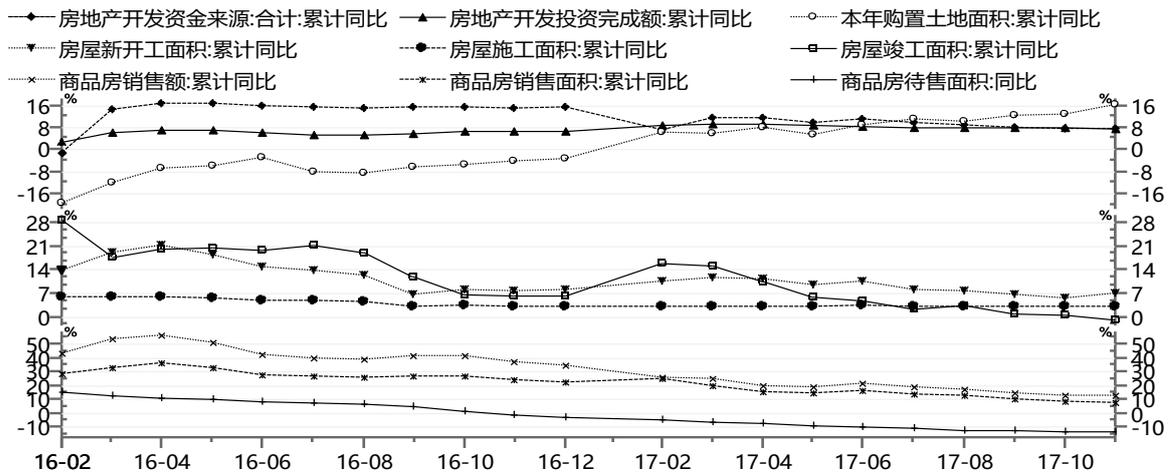
数据来源:Wind资讯

4. 地产投资继续下滑，先行指标意外反弹

开发投资累计增速跌至年内新低，1-11 月份房地产开发投资同比名义增长 7.5%，较 1-10 月回落 0.3 个百分点，为年内最低点，当月增速 4.6%，回落 1.0 个百分点。销售面积与销售低位运行，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 7.9%，回落 0.3 个百分点；商品房销售额增长 12.7%，上升 0.1 个百分点，为连续第四个月下降。尽管投资和销售增速本身仍在下行，但 11 月新开工等地产投资的先行指标却意外反弹。其中，房屋新开工面积类为 6.9% (+1.3)，房地产开发企业房屋施工面积累计同比 3.1% (+0.2)；开发资金到位增速也有所反弹，前 11 月累计增长 7.7% (+0.3)，这是下半年地产投资资金到位增速首次回升。另外，开发商拿地热情依然较高，前 11 月土地购置面积同比增长 16.3% (+4.3)，这是该指标全年第二高涨幅。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 13.7%，随着去库存政策取得良好收效，库存已降至低位。

短期来看，稳定的施工面积增速有助于提升地产投资的韧性，而开发商拿地热情不减也有助于减缓地产投资名义增速回落速度。不过长期看，土地购置面积加快可能也来自于地方土地供给的提速，房企的信贷资金来源进一步紧缩，加上未来资管新规等监管政策趋严，由此销售回款与自身融资渠道均将为房企资金面带来压力，预计新开工增速仍将趋势向下，土地购置的相对强势料难以改变房地产投资增速的下行趋势。

房地产开发投资及销售



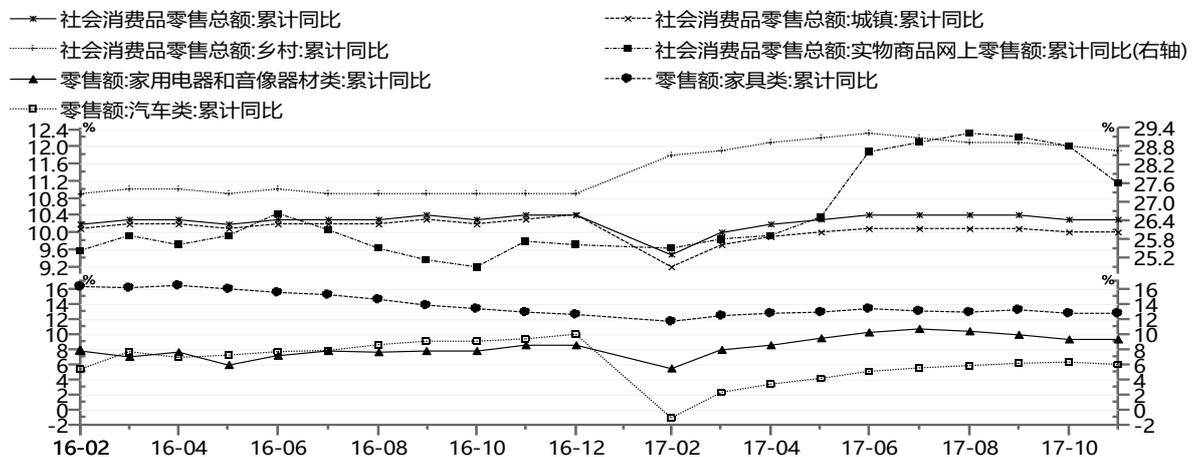
数据来源:Wind资讯

5. 消费增速保持稳定，汽车消费不容乐观

社会消费品零售保持稳定。1-11月社会消费品零售总额同比增长10.3%，与前值持平。全国网上零售额同比增长32.4%，较上年同期上升6.2个百分点，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重上升0.8至14.8%。**当月消费增速小幅回升，**11月当月名义消费增速10.2%，回升0.2个百分点，实际消费增速8.8%，回升0.2个百分点，**11月电商促销活动一定程度提升整体的消费增速。**

从消费主要分项中看，消费品的涨幅与双十一密切相关，**消费升级类商品快速增长，**通讯器材类大幅提高31.8个百分点至33.9%。**汽车作为限额以上批发零售的最大构成，**随着去年基数的高增，**增速明显放缓，**11月大幅下滑2.7个百分点至4.2%。房地产相关消费（家具、家电与建材类消费）表现分化，家具类和家电类的消费增速反弹，而建筑及装潢材料增速放缓，**建筑及装潢材料的增速放缓同房地产销售的整体趋缓是一致的，**而家具和家电类的消费主要由置换需求贡献。未来，**房地产相关消费在当前政策背景下料仍将保持弱势；**汽车消费方面，明年车辆购置税优惠面临取消，整体疲弱态势较为明显；消费动力将越来越依赖于消费结构的优化和升级。

社会消费品零售总额及分类累计同比



数据来源:Wind资讯

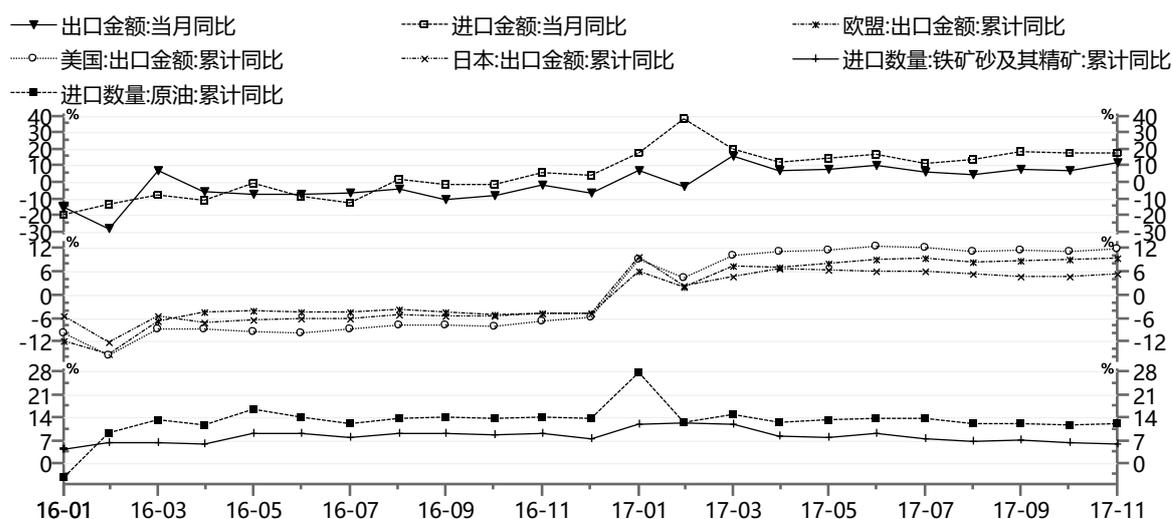
6. 进出口增速超预期，外储规模十连增

11月进出口数据双超预期保持高速增长。出口增速超预期，同比上升12.3%（前值6.9%），**主要因为全球经济持续复苏并且12月将迎来圣诞节带动海外需求有所扩张**，特别是发达经济体经济持续强劲将利好我国出口，与制造业PMI新出口订单指数上升相印证。**出口国别看**，对美国出口累计同比增长11.8%，增幅较上月上升0.6个百分点；对欧盟出口增长9.6%，升高0.5个百分点，对日本出口增长5.4%，较上月升高0.6个百分点；对新兴经济体出口增速均较上月有所提升，保持高速增长态势。**出口商品看**，劳动密集型产品仍为主力，但高新技术产品和机电产品实现两位数增长分别较上月升高约8和7.3个百分点。

进口方面，同比上升17.7%（前值17.2%），大宗商品实现量价齐升，显示出我国内需韧性，外汇储备十连增，资本流出状况得到有效控制。大宗商品、机电产品、高新技术产品仍为拉动进口主要力量。其中大宗商品实现量价齐升，其中价格上涨是带动进口增长的主要因素，制造业PMI的升高对进口需求也构成支撑。

11月外汇储备规模31192亿美元，实现环比十连增，得益于贸易差额的连续增长，外汇占款连续两月正增长，也显示出资本流出得到控制国际收支趋于平衡，在资本管制加强和货币政策趋紧的背景下预计美国税改不会对我国造成大规模资本流出。

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

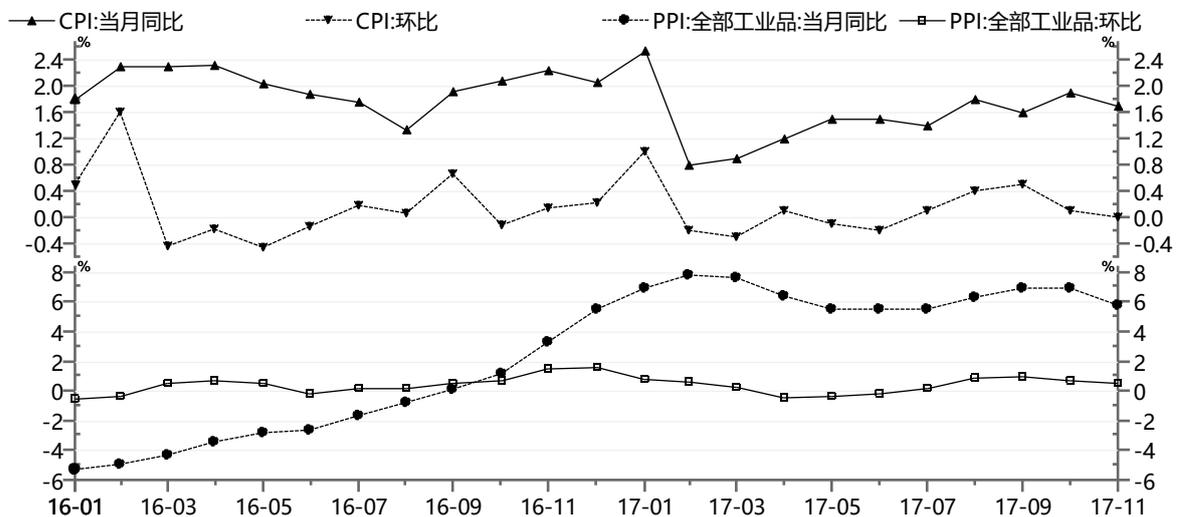
7. CPI 暂时回落，PPI 下行途中

11月CPI同比下降0.2个百分点至1.7%，环比下降0.1个百分点至0.0%。食品价格环比变动-0.5%，相较上月再降1.5个百分点，其中鲜菜价格环比降幅较大达到4.8%，天气因素利好鲜菜的生产、运输，市场供应相对充足。**鲜菜降价，叠加水产品与猪肉价格环比分别下降1.3%、0.8%，三者共拉低CPI环比约0.16个百分点。**非食品价格环比上涨0.1%与上月持平，低于此前的预期，国际原油价格环比涨幅相较上月明显扩大，但水电燃料与交通工具用燃料项环比涨幅仅为0.6%、3.3%，相较上月小幅扩大。医疗服务项环比涨幅进一步回落至0.1%。

11月PPI同比增速5.8%符合预期，涨幅相较上月下降1.1个百分点，PPI环比相较上月收窄0.2个百分点为0.5%。**翘尾因素影响PPI同比上涨1.7个百分点，新涨价因素贡献4.1个百分点。**石油和天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、石油加工业、煤炭开采和洗选业等同比涨幅居前，合计影响PPI同比上涨约3.3个百分点。生产资料价格同比抬升7.5%有所回落，生活资料价格同比同样小幅回落至0.6%。

预计**12月CPI仍将出现小幅抬升**，四季度同比预计为1.8%。猪价的变动仍将显著影响CPI的走势，环保因素以及后续猪肉消费旺季的来临，导致猪价同比降幅大概率将继续收窄。医疗价格等“异常点”的消退则导致CPI难以出现超预期上行。11月PPI同比表现主要受到了上游石化行业、黑色金属、有色金属的支撑，至年底国际原油与黑色有色金属大概率趋稳，随着翘尾因素的回落，**PPI大概率将继续缓慢下行，而PPI缓降也将持续为企业盈利改善与银行降低不良提供保障。**

CPI、PPI同比、环比增速



数据来源:Wind资讯

8. 财政收入首现下跌，支出降幅继续扩大

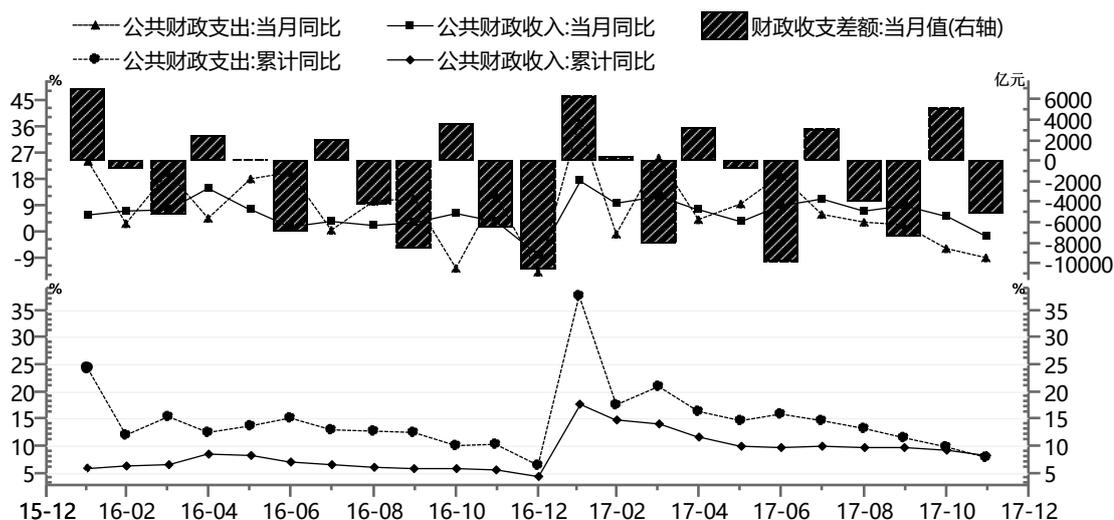
财政收入增速显著下滑。11月份全国一般公共预算收入同比增速为-1.4%，较10月份回落6.8个百分点，年内首现下滑。**主因税收收入同比增速显著下滑，此外非税收入延续同比减少趋势。**税收收入同比增长2.6%，增速创年内新低。主要税种中：受矿产品价格上涨动力持续减弱影响，资源税同比增速由34.8%回落至5.9%；企业所得税同比减少13.3%，增速较上月下降21.8个百分点；国内消费税同比下降17.5%，降幅进一步扩大8.8个百分点。受去年同期高基数和降费措施逐步落实影响，非税收入同比维持下降趋势，同比下降12.9%。

财政支出增速明显回落。11月份全国一般公共预算支出下降9.1%，降幅较上月扩大3.2个百分点。其中，城乡社区事务(-31.1%)、科学技术(-26.7%)、医疗(-16.1%)、社保就业(-15.5%)和教育(-14.2%)下降幅度加大。今年6月份以来，财政支出同比增速由19.3%逐渐放缓至-9.1%，**主要由于上半年支出进度明显快于往年，预算支出落实节奏加快，后期支出量相应减小。**

国有土地出让收入增速和上月基本持平。1-11月份全国政府性基金预算收入累计同比增长30.1%；其中地方政府土地使用权出让收入累计同比增长35.3%，**继续保持高速增长，有利于稳定基建投资增速。**

年底财政支出空间不容乐观。11月份当月产生5181.0亿元预算赤字，今年财政支出收入累计差额扩大至17812.5亿元，占全年财政赤字的67.9%。参考2014-2016年间财政收入的历史数据变化，乐观假设今年12月财政收入为12000亿元，如果使用掉全部预算赤字余额8421亿元，加上4700亿元左右结转结余资金，我们预计12月份财政支出为25121亿元，将超过去年水平，**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 增速小幅回升，社融季节性超预期，新增人民币贷款规模超预期

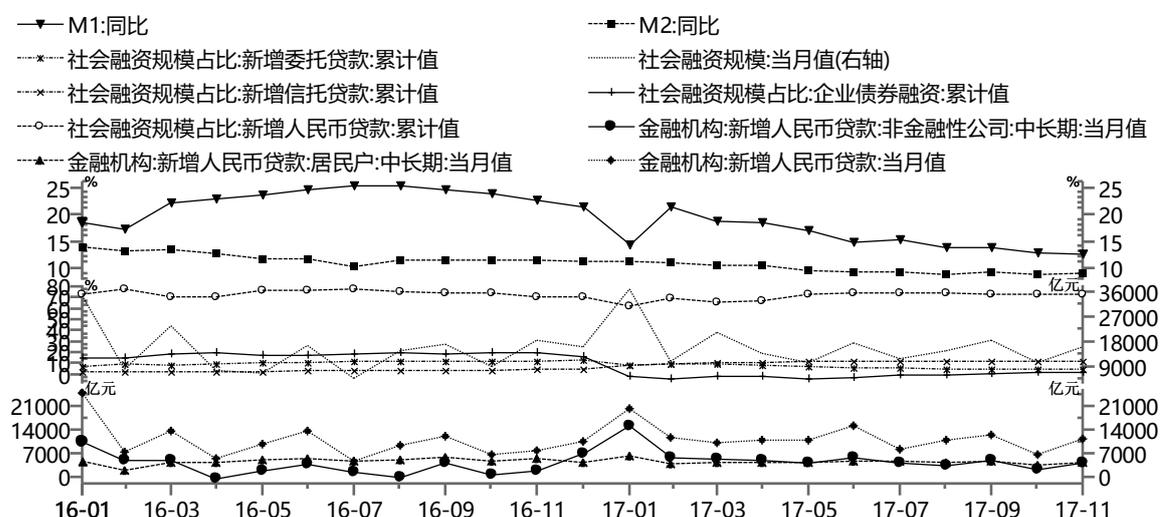
11月M2同比增速回升至9.1%，重回9%上方，主要为新增社融回升，再加上财政存款投放、非银存款高增等因素，但年初以来央行控制基础货币增长，银行创造货币能力受限，明年在控制宏观杠杆率的政策背景下，居民表内贷款、企业表外融资增速或趋于回落，预计M2保持个位数增长将成为新常态。**11月M1增速12.7%，相比上月继续回落。**15年以来，房地产销售高增，企业现金充裕，再加上金融机构借短放长，压缩长短端利差，存款活期化趋势明显。但随着房地产销售降温、金融去杠杆推进，M1增速趋于下降。

11月新增社融总量1.6万亿，环比多增了近6000亿。但从历年情况来看，11、12月社融往往都会大幅高增，所以本月社融增长超预期主要仍是**季节性因素**，和去年11月相比，今年11月社融依然少增了2346亿。从结构上来看，**非标融资依然偏弱。**尽管信托贷款增长1434亿，委托贷款增长280亿，环比均有所上升，但委托、信托贷款、票据融资三项合计仅增加了1729亿，远低于年内3000亿的均值水平。**债市调整拖累信用债净融资减半降至716亿。**而11月对实体发放贷款新增1.14万亿，环同比均多增，仍是社融增长主力，**反映非标、债券融资受限后的替代需求，表外转表内。**但是从同比增速来看，社融增速已经从年内高点的13.2%降至12.5%，创下年内新低，**说明信贷增速回升难以弥补表外融资以及债券融资增速的回落，意味着金融去杠杆已经对实体经济产生影响**，10月以来的发电量、铁路货运量增速均已明显回落。此外，

债券市场经历 2014-2016 年大发展之后进入前所未有的持续低迷期，尽管发展直接融资仍然在政策文件中多处强调，**但防风险（金融去杠杆）重于提高效率（发展债券市场），导致“高信贷、低债券”的社融结构畸形问题。**

11月新增人民币贷款规模超预期，达到11200亿元，较去年同期多增3254亿元，虽然是季节性规律的使然，但前11个月信贷投放量达12.9万亿超过去年全年的12.4万亿，仍显示出较强的超预期因素。**新增居民贷款与企业贷款均明显增加，其中，居民贷款的再次大幅上升可能与双11购物节有关，企业贷款的增加则主要是表外融资转向表内融资引起的。**具体而言，11月新增居民贷款环比多增1700亿左右，主要是居民短期贷款多增了1200亿，可能与11月购物节导致居民通过信用卡消费导致；另一方面，11月新增企业贷款环比多增超过3000亿，**主要在于企业中长期贷款多增较多，源于政策引导下表外融资转表内融资导致的。**

M1、M2及社会融资规模结构



数据来源:Wind资讯

10. 11月宏观大事件

11月1日，**央行官网发布修订后的《应收账款质押登记办法》**，自2017年12月1日起施行。办法将登记期限从“1-5年”扩展为“0.5-30年”，以更好地满足账期较短的普通贸易类应收账款融资。

11月2日，**中国证券报：“现金贷”近日引发关注，其背后隐藏的是消费金融支持证券（ABS），后者为“现金贷”快速发展“输血”。**专家表示，个人消费贷ABS的底层资产良莠不齐，风险不容忽视，应避免其过度膨胀引发类似美国次贷危机的系统性风险。

11月3日，**商务部：将稳步推进建设自贸港相关工作；**将采取三方面的举措扩大进口，包括降低部分日用消费品关税、加快推进通关一体化、改革进口管理。**在此基础上，未来自贸港有望进一步扩围，并引领全面开放形成新格局。**业内人士分析，自贸区作为全面对外开放的重要抓手，未来将迎来新的发展机遇。自由贸易港将成为自贸区发展模式的一大飞跃，并推动自贸区建设不断升级。

11月4日，**发改委就企业境外投资管理办法公开征求意见，办法对境外投资项目核准和备案的流程及要求等进行规范。**实行核准管理的范围是投资主体直接或通过其控制的境外企业开展的敏感类项目，核准机关是国家发改委。

11月5日，**央行行长周小川在《党的十九大报告辅导读本》中撰文谈防风险**，指出金融监管部门和地方政府要强化金融风险源头管控，坚持金融是特许经营行业，不得无证经营或超范围经营；**一手抓金融机构乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务、违法违规套利**，一手抓非法集资等严重扰乱金融市场秩序的非法金融活动。

11月6日，**财政部副部长史耀斌：配合做好PPP条例等制定工作，统一顶层设计**；出台PPP税收政策，制定金融支持政策，完善要素市场化定价机制；防止将商业项目和纯工程项目包装成PPP项目进行融资，坚决剔除不规范项目。PPP项目资产证券化主要作为项目再融资和提高资产流动性的一个手段，**不能放任社会资本方通过此渠道从PPP项目中全部退出**；要风险隔离，要坚决防风险的政策底线，避免刚性兑付向政府延伸。

11月7日，**央行副行长易纲：从明年起正式实行全国统一的市场准入负面清单制度**，无论是国企还是民企，无论是内资还是外资，无论规模大小，均“权利平等、机会平等、规则平等”，享有同等市场准入条件。**财政部：今年12月1日至2019年12月31日，对金融机构向农户、小微企业、微型企业及个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税**；2018年1月1日至2020年12月31日，对金融机构与小微企业、微型企业签订的借款合同免征印花税。**中证报：上海自由贸易港方案细节出炉。**上海自由贸易港方案将围绕货物、资金和人员三大要素的自由流动展开，自由贸易港在外汇管理、税收优惠、外籍人士领取中国绿卡以及外地员工落户方面都有希望取得突破。目前，方案正在寻求各有关部门指导完善。

11月8日，**国务院：要加大对小微企业金融支持力度**；要进一步深化金融体制改革，健全多层次市场体系尤其是普惠金融体系，加快建立稳定紧密、良性互动的银企关系，更好发挥市场在小微金融资源配置中的决定性作用。

11月9日，**国务院金融稳定发展委员会日前成立并召开第一次会议。**金融稳定发展委员会的主要职责包括：落实党中央、国务院关于金融工作的决策部署；审议金融业改革发展重大规划；统筹金融改革发展与监管等。**央行、银监会修订《汽车贷款管理办法》**，自用传统动力汽车贷款最高发放比例为80%，商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%；自用新能源汽车贷款最高发放比例为85%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%，自明年1月1日起施行。

11月10日，**外交部：将大幅度放宽金融业**，包括银行业、证券基金业和保险业的准入，并逐步适当降低汽车关税。中美双方愿进一步加强宏观经济政策包括财政、货币和汇率政策的协调。在2018年6月前在自贸试验区范围内开展放开专用车和新能源汽车外资股比限制试点工作。**住建部、人民银行、银监会三部门近日联合部署规范购房融资行为**，加强反洗钱工作。专家学者表示，此次调控涵盖一系列金融创新领域，以监管合力封堵炒房投机各种途径，释放楼市调控将更加深入的信号。

11月11日，**财政部副部长朱光耀：将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至51%，实施3年后，投资比例不受限制**；取消对中资银行和金融资产管理公司外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例限制。3年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司投资比例放宽至51%，五年后投资比例不受限制。

11月12日，**2017年“双十一”天猫、淘宝总成交额1682亿元，刷新纪录。**当日全球消费者通过支付宝完成的支付总笔数达到14.8亿笔，同比增41%。相当于在双11这一天，平均每个中国人在支付宝上完成超过1笔支付。

11月13日，中国证券报：据了解，年底这两个月银行信贷额度比往年更加紧张。在这种情况下，各银行纷纷展开信贷腾挪术。**银行间市场信贷资产证券化和银行业信贷资产登记流转中心挂牌转让两个符合监管要求且较合规的出表手段成为新宠。**

11月14日，证券时报：银监会及企业工商信息显示，天津国泰金融租赁、厦门金融租赁于11月上旬连续获批开业。至此，年初以来获批开业的金融租赁公司已达10家。值得注意的是，**年初以来仅有3家金融租赁公司获得银监会批复筹建。这与去年16家金融租赁公司获得批筹形成鲜明对比。**

11月15日，经济观察网：**发改委正在更慎重的对待地方地铁项目规划的审批。**分处于中部、西部两省省会城市的地方政府人士也分别表示，其所在市上报的总计四条（一个城市两条）地铁规划至今也尚未审核通过。

11月16日，**发改委：已确定将31家国有企业纳入第三批混改试点范围**，其中既有中央企业，也有地方国有企业；目前，正在抓紧指导试点企业制定实施方案。**银监会出台开发性政策性银行监管办法**，明确要建立以资本充足率为核心指标的资本约束机制；实行外派监事会制度；均不设股东大会，由董事会、监事会和高管层构成两会一层的公司治理架构。

11月17日，**银监会对商业银行股权管理暂行办法征求意见**。暂行办法提出，投资人及其关联方、一致行动人单独或合并拟首次持有或累计增持商业银行股份总额百分之五以上的，应当事先报银监会或其派出机构核准。**美国众议院投票通过了税改法案**。华尔街日报称，该税改法案将降低企业税，降低大部分家庭的个税，并将在未来十年缩减联邦税收1.4万亿美元。

11月18日，经济观察报：**财政部将会继续出台规范PPP相关政策，具体措施包括强化10%的支出红线、强化两评（财政可承受能力和物有所值评价）并且将建立完善的PPP支出监测体系。央行发布关于规范金融机构资产管理业务的指导意见征求意见稿，拟通过统一同类资管产品的监管标准，有效防控金融风险。**意见稿明确提出，除国家另有规定外，非金融机构不得发行、销售资管产品；对资管产品实行净值化管理，从根本上打破刚性兑付；在负债杠杆方面，对公募和私募产品的负债比例（总资产/净资产）分别设定140%和200%的上限，分级私募产品的负债比例上限为140%。

11月19日，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，**将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构纳入划转范围，划转比例统一为企业国有股权的10%**；划转的中央企业国有股权，由国务院委托社保基金会负责集中持有，条件成熟时，社保基金会可组建养老金管理公司，独立运营划转的中央企业国有股权。财政部表示，划转部分国有资本充实社保基金实施方案，不能理解为通过大量变现国有资本用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口，在方案实施的过程中，不会也不允许出现大量变现国有资本的情况；**划转部分国有资本充实社保基金，主要划转对象是中央和地方企业集团的股权，一般不涉及上市企业。**

11月20日，中国证券报：银监会副主席曹宇在国内首家独立法人直销银行——百信银行开业仪式上表示，“银监会将不断总结试点经验，及时评估试点效果，**适时扩大试点范围，探索不同形式的直销银行子公司试点经营模式。**”

11月21日，证券日报：**央行明确流动性维稳，三原则与两个不可取。**目前央行流动性维稳的三个基本原则已经确立：首先是通过MLF操作对冲金融机构缴纳法定存款准备金需求；其次是合理摆布逆回购并创设63天期逆回购，削峰填谷策略运用的炉火纯青；第三是加强预期管理，及时向市场通报操作意图。展望2018年的流动性调控，上述三个原则和两个不可取仍会贯穿于流动性管理中。

11月22日，新华时评：央行等五部委近日发布**《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》**，其中最受关注的莫过于指导意见明确，打破资管产品

的刚性兑付。**长远来看，打破刚兑对维护投资者权益也有裨益。**

11月23日，证券时报：监管层近日发布“特急”文件，要求立即停批网络小贷牌照，禁止新增批小贷公司跨省开展小贷业务。**有业内人士分析，紧急暂停新批新增互联网小贷公司或是第一步，针对助贷、存量机构的整改和监管会越来越近。**此外，随着监管层的密集关注，或许近期互联网小贷跨区域监管问题会有进一步的消息。**国际金融报：银监会将一刀切清理现金贷平台，只保留两类持牌机构。**除现有157家已有网络小贷牌照的机构之外，不再发放新的牌照；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；清理后只保留两类持牌机构：大型国企、大的互联网主体，一个集团只保留一个牌照。

11月24日，央行、银监会联合召开了网络小额贷款清理整顿工作会议，17个批准小贷公司开展网贷业务的省市金融办将参会，汇报辖内网络小贷机构批设情况以及监管安排的其他素材。**互联网小贷管理办法下周发布，现金贷不会“一刀切”，资金来源问题将成下一监管重点，监管要求小贷利率严格执行36%上限。**央行近日下发《关于进一步加强无证经营支付业务整治工作的通知》。业内人士表示，这一文件主要是以持证机构为重点检查对象，全面检查持证机构违规为无证经营支付业务机构提供支付清算服务的行为。

11月25日，**互金协会发布网络小额现金贷款业务的风险提示，郑重提醒提供网络小额贷款服务的相关机构应合规发展、审慎经营，广大消费者应理性借贷、合理消费。**

11月26日，**国资委近日正式印发《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》，从强化集团管控、严格准入条件、严格规模控制等六方面来防范央企参与PPP的经营风险。**《通知》要求，各中央企业对PPP业务实行总量管控，从严设定PPP业务规模上限防止过度推高杠杆水平。

11月27日，经济观察报称，**国有资本划转社保基金试点企业筛选由财政部先期筛选，**经国资委等多方监管部门共同商议，圈定大致范围后再征求企业自身意愿。华润、工行、建行有可能被纳入试点。

11月28日，国际金融报：现金贷中介人士称，目前已经有包括现金卡、点融、现金侠在内的头部现金贷平台疑似停止放款，等待政策落地。从目前的信息来看，**36%年化利率被监管视为不能逾越的“红线”，这也意味着该行业将进行大洗牌。**

11月29日，新华社发文称，新一届发审委上任以来，IPO通过率降低明显；与此同时随着IPO常态化发行的持续，“堰塞湖”压力得到明显缓解；业内人士分析称，**IPO通过率降低或成常态。**

11月30日，银监会于学军：**中国经济仍将面临比较大的下行压力，也许在明年初或者一季度就能反映出来；**房地产市场还会进一步冷却；最近议论比较多的是包头的地铁项目被叫停，客观上看，靠无限举债大兴土木的确难以持续。

二、宏观经济热点解析

1. 国资划转社保，意味着什么？

2017年11月18日，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，对划转国资充实社保资金的划转范围、对象、比例、承接主体均提出明确的要求。相比于前两次国资充实社保基金的文件（2001年《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》、2009年《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》），

从“国有股减持”到“国有股转持”，再到“划转国有资本”，16年间，用国资偿还养老保险改革的“转制成本”之路不断延伸。

为何划转？第一，社会保障基金的隐性债务开始逐步凸显，根据中国社科院数据测算，2023年城镇企业职工含机关事业单位基本养老保险将出现收不抵支，2029年累计结余将耗尽，2050年累计缺口将达到802万亿。划转部分国有资本充实社保基金，是有效缓解甚至解决基金缺口问题、增强社保基金可持续性的重要方式。**第二**，划拨国资是引入社保基金作为多元化股东、调整股权结构、推动国企改革深化的重要手段，符合“管资本”国企改革方向，有助于国企从一股独大走向多元化股东制衡。**第三**，企业社保缴存呈连年递增态势，强制性的社保缴存要求使企业压力不断增大，划拨国资充实社保落实推进后，为下调社保费率打开空间，从而降低企业税负。

怎样划转？第一，最终要划转的是集团企业，全民所有制国企不具备股权划转条件，公司制改革是前提。公司制改制设为划转国企的前提条件，后续公司制改革进程有望加快。**第二**，主要划转对象是中央和地方企业集团的股权，一般不涉及上市公司；但如果涉及到上市国企引入社保资金，则要包含3年禁售期。对于少量涉及的上市企业，划转是原国有股东股权转至社保基金会等承接主体，属于国有股权的多元化持有，不改变企业国有股权的属性和总量。**第三**，划转股权后，社保基金成为财务投资者，不干预日常经营，收益来源于股权分红，短期内不会对划转的国有资本实施收益收缴，不会导致承接主体变现国有资本。**第四**，划转比例统一为企业国有股权的10%，主要是综合考虑企业职工基本养老保险基金缺口测算情况、基本养老保险制度改革正在推进以及国有企业发展现状三方面。**第五**，划转步骤：17年展开试点，18年将有望规模推开。方案设定了两阶段目标：2017年选择部分中央企业和部分省份开展试点（中央管理企业3至5家、中央金融机构2家），2018年及以后，分批划转其他符合条件的中央管理企业、中央行政事业单位所办企业以及中央金融机构的国有股权。

几点思考。第一，划转总规模多少？依据国资委数据，全国国企总资产约140万亿，所有权益约50万亿，按照10%来划转大体相当于10万亿左右的资产，对应大约3-5万亿的权益，保守估计4万亿左右。如果把国有企业股权每五年划拨10%给社保基金，至2030年划拨至40%后保持不变，那么需要划转的资金总规模相当于16万亿元。**第二，权益不等于收益。**4万亿左右权益，按5%收益率来计算，每年可带来2000亿元的补充收益，相当于2016年企业职工基本养老金收入的7%，受制于国企分红比例，实际划转规模可能会打折扣，这与社科院财经战略研究院发布的中国社保基金缺口10万亿相比，显然是九牛一毛。**基于未来社保基金缺口压力的日趋加大，财政部所宣称的“不会出现大量变现”可能会有所调整。****第三，国有上市公司股权划转其实更为关键。**由于涉及过户、审批程序等问题，导致2009年上市公司国有股转持执行效果大打折扣，此次划转明确“一般不涉及上市公司”可能意为规避这类问题。但从长远来看，**效弥补社保缺口的最有效、最直接的途径，就是推动国有上市公司股权划转并转让，因为非上市公司划转股权很难变现和流转，而上市公司股权流通性好、转让便利。****第四，公有经济的部分私有化之路。**公有制的两大基础，一个是土地，一个是国有企业，土地出让制度、宅基地确权、承包权延期的施行已让土地变为实质上的私有，只不过创造性的70年产权制度形成的是阶段性、重复性的私有化，近期房产税的推进将进一步做实这种私有化。而国有企业的股权划转，表面上是从财政部、国资委划到社保基金中心，实质是为市场化的出让做铺垫，与当下力推的国企混合所有制改革的初衷是相同的。中国特色社会主义进入新时代，公有经济的部分私有化之路，可能会愈走愈远。

2. 资管新规，开启金融去杠杆下半场？

2017年即将画上句号，若要对这一年金融业的发展做个总结，“去杠杆”肯定是绕不过的关键词。**杠杆因何而来？**本轮金融杠杆形成与**同业存单、表外理财、资管业务监管不足**有密切关系：**中小银行通过发行同业存单，扩大负债端，通过表外理财、委托和通道业务投资方式，辅以嵌套、错配、资金池等资管业务，加剧资金在金融体系内绕转，拉长融资链条，积累金融体系风险。**2017年一季度MPA考核将表外理财纳入广义信贷考核范围，2018年一季度同业存单也将纳入同业负债/总负债考核，如果说这是金融去杠杆的“上半场”，重点是**业务整顿、控制存量增速**，那么11月17日央行联合三会、外汇管理局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，统一产品标准、消除监管套利、去通道化，控制资管业务杠杆率，则是金融去杠杆“下半场”，重点是**业务规范、明确增量方向**。

新规要点。新规意图在**资管业务回归本源、打破刚性兑付、杠杆控制、风险控制、去通道化**五个方面做出实质性推进。①多方面限制资管业务、产品和机构，“推动预期收益型产品向净值型产品转型，真正实现卖者尽责、买者自负”，促进资管业务回归本源。②给出刚兑定义、明确存款性金融机构和非存款性金融机构刚兑惩处依据，要求资管产品实行净值化管理、及时反应基础资产收益风险，推进金融体系打破刚性兑付。③在“统一负债要求”中明确规定不同类型资管产品杠杆率要求，在“分级产品设计”给出分级限制规定。④通过规范资金池、资产组合管理、投资者适当性管理、计提风险准备等方面规范来降低资管业务风险。⑤对去多层嵌套和通道方面，明确提出“资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）”。

影响几何？近几年急剧膨胀的资管业务已成为过去式，未来包括资管业态、资管行业格局均将发生根本性转变。**公募基金发展可能更具竞争优势**，采用摊余成本法估值的券商资管计划、基金专户资管产品等吸引力趋降，私募和理财产品由于资金池和杠杆水平的明确约束，未来发展具有较大的不确定性，或告别高速扩张时代。**短期对银行理财的影响可能更加明显**，一方面随着刚性兑付的逐步打破，投资者对理财产品的风险溢价会上升，银行理财净值化管理转型迫在眉睫；另一方面，理财投资非标难度加大，资产端收益下降倒逼理财收益率下行，监管趋严在提高理财管理成本的同时，也极大地抑制了理财收益空间。同时，**标债配置占比上升或支撑债市配置需求，非标需求趋降，地产、城投平台等流动性风险升高。对部分银行负债造成较大影响**，银行理财规模29万亿的，保本理财是7万亿，原来作为银行表内理财业务，可以纳入存款核算，做高存款基数，新规规定不得开展表内资产管理业务，影响银行负债，银行的每一笔投资（包括主动管理和委外）均会受到资本充足率的约束，风险偏好趋降。**长期对银行可能利好**，理财不再是无风险的，习惯了刚兑的投资者投资观念短期内很可能不变，风险偏好仍较低，短期内会转向表内存款、货币基金等替代性产品，银行可以发行结构化存款产品、大额存单等作为代替，同时，银行在固收、非标等领域的管理、风控能力强于券商、信托、基金等机构，在渠道方面有很大优势，其他金融机构的理财可能部分流向银行。因此，市场上所出现的“10家银行联名上书抗议”等消息，更多的是站在银行角度的应急之举，难以撼动新规的整体部署。**大中型银行将成大赢家**，银行理财产品客户会倾向于选择大中型银行，资产、风控等均不具优势的中小银行，短期内确实会受到一定冲击。**后续细则预计将陆续跟进**，《指导意见》只是一个纲领性文件，后续随着细则的陆续跟进，银监发7号文中列示的各项监管制度短板工作项目，如《商业银行表外业务风险管理指引》、《商业银行委托贷款管理办法》、《交叉金融产品风险

管理办法》、《商业银行流动性风险管理办法（试行）》、《商业银行理财业务监督管理办法》将会陆续出台，去杠杆的下半场才杠杆开始。

中国经济的根本问题在于投资过度，**地产投资过度引发地产泡沫担忧，基建投资过度推升地方政府债务风险，制造业投资过度导致产能过剩**，而这一定程度上是由于资管行业过度繁荣而导致影子银行盛行，资金绕道逃避监管。资管新规从“**金融乱象治理**”（存量）和“**引导脱虚入实**”（增量）双向入手，遏制资管规模无序扩张，短期融资条件收紧对经济不利，但利于资源配置到更有效的领域，长远来看利于经济。对于资管行业也是一样，野蛮生长告一段落，统一监管下主动管理能力强的机构将进一步脱颖而出、破而后立，或将迎来涅槃重生的新时代。

3. PPP 新规，基建稳定器能否继续？

11月，财政部、国资委相继出台《关于规范PPP综合信息平台项目库管理的通知》（“92号文”）、《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》（“192号文”），加上包头地铁项目叫停，以及6月财政部《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”），中央对债务的管控和财政纪律的加强愈加明显，市场普遍担心会对明年的基建投资产生影响，进而导致经济下行。

意欲何为？PPP是政府与社会资本的合作，自2014年底推出PPP以来，呈现爆发式增长，但由于部分地方将PPP简单化作为政府的一种投融资手段，风险分配不合理、明股实债、政府变相兜底、重建设轻运营、绩效考核不完善、社会资本融资杠杆倍数过高等泛化异化问题随之产生。**由此导致挤占财政预算，大量不规范的政府付费或可行性缺口补助、明股实债、远期回购等兜底增加潜在地方债务风险；社会资本方片面追求PPP业务规模，过度依赖地方政府或其他企业的保底收益、远期回购明股实债方式，或从金融机构融入大量债务性资金，经营风险加剧。**这些都与全国金融工作会议“国有企业降杠杆作为重中之重”、“严控地方政府债务增量”是相违背的。因此，**不管是叫停个别城市地铁，加强对PPP的规范，或是制止以政府购买名义违规融资，其都是防范地方政府的债务风险，合理控制企业的杠杆率，防止发生系统性金融风险。**

影响几何？PPP已经成为固定资产投资尤其是基建投资的重要方式。**从数量上看**，2017年1-8月，累计PPP落地项目投资额1.6万亿，占同期固定资产投资之比为3.9%，而基建投资一般占固定资产投资的25%左右，即使PPP新规导致明年落地项目投资额下滑20%，其对基建投资的负面冲击约在2%左右，整体仍属可控。**从结构上看**，目前市政工程、交通运输、生态建设和环保3类项目合计占PPP管理库比例58.6%，新规将导致市政工程类项目占比或将下滑，生态建设类项目占比则提升。

未来基建投资怎么看？基建投资有二大支柱，**一是是财政支出**，2018-2020年，在经济增长“质”未充分显现的情况下，“量”仍然很重要，金融去杠杆和财政纪律收紧一定是在经济运行有韧性、有信心上的“锦上添花”，而不会破坏“稳增长”的大局，积极财政政策料将继续实施，财政支出保障基建投资的兜底作用将得以继续。**二是土地收入**，土地财政收入占地方可支配财力的50%，目前看土地出让金收入同比增长长时间维持30%以上，短期基建投资不会出现“无米下锅”的情况。此外，党代会之后的政府换届年往往带来基建投资规模的加码和增速的提升，这一点有待观察。

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。