

## 研究报告

2017 年第 50 期

2017.4.28

执笔：王小娥 杨荇 朱妮 刘新  
xiaoe.wang@icbc.com.cn

经济进入短周期复苏通道  
金融“去杠杆”资金趋紧

——2017 年一季度中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

## 要点

- 2017 年一季度，我国经济实现良好开局，6.9% 的季度 GDP 增速创近六个季度以来新高，一些关键指标明显改善：工业增速明显加快，工业企业利润大幅增长，固定资产投资稳中有升，消费有所反弹，出口贡献由负转正。但是，剖析经济增长的主动动力，主要是基础设施投资、房地产投资和工业企业补库存所致，经济仍然在走基建托底的老路，内生增长动力不足。同时，金融“去杠杆”力度加大，银监会连发 8 文规范“三违反、三套利、四不当”，加之人民银行将表外理财正式纳入 MPA 考核，导致银行间市场流动性明显收紧，表外业务进入整顿调整期。
- 展望后三个季度，预计财政政策更加积极有效，货币政策稳健中性偏紧，今年流动性紧平衡将成为常态。全年经济增速将呈现前高后低走势，GDP 增长 6.5% 左右。在新的形势下，我行既要调整信贷策略，做好协调联动，抢抓 PPP 项目落地、雄安新区等重大发展机遇，同时，也要及时应对“资金荒”、储蓄存款下滑、中小企业风险暴露等突出问题，确保经营健康快速发展。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 经济进入短周期复苏通道 金融“去杠杆”资金趋紧

——2017 年一季度中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

## 一、2017 年一季度我国经济金融运行主要特点

## (一) 经济运行开局良好，基建投资、房地产投资和工业补库存是主动力

一季度，我国 GDP 同比增长 6.9%，增速创六个季度以来新高；工业增加值同比增长 6.8%，比上年同期和上年全年分别加快 1.0 个百分点和 0.8 个百分点。1-2 月规模以上工业企业利润增速高达 31.5%，增速比上年末加快 29.2 个百分点。2 月，工业用电量同比增长 21.92%，为 2010 年以来最高值；铁路货运量同比增长 19.4%，创下增速纪录，连续 7 个月实现正增长；3 月制造业 PMI 为 51.8%，连续 6 个月保持在 51.0% 以上，各项先行指标表明经济企稳复苏。

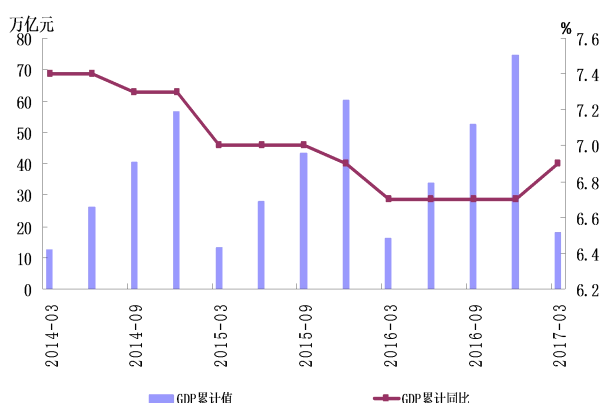


图 1 GDP 总量及增速（不变价）  
（2014.3-2017.3）

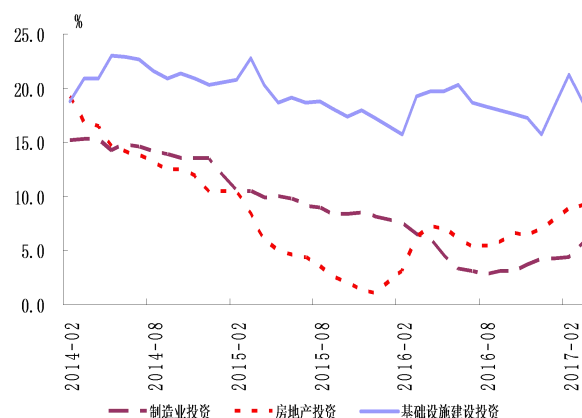


图 2 三大投资增速（2014.1-2017.3）

但是，剖析经济增长的主动力，仍然主要是基建和房地产投资带动。一季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 9.2%，增速比 1-2 月份加快 0.3 个百分点，比上年全年加快 1.1 个百分点。自 2013 年以来，我国基建投资连续 4 年高增长，2013 年、2014 年的基建投资增速均在 20% 以上，2015 年和 2016 年在 17% 左右。而 2017 年 1-2 月，基础设施投资跳增至 27.3%；1-3 月份，基础设施投资虽有所回落，但仍同比增长 18.7%，占全社会固定资产投资的比重达到



25%。剔除电力因素，**基础设施投资(不含电力)**同比增长 23.5%，比去年同期增速提高 3.9 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 45.5%，拉动投资增长 4.2 个百分点。**从房地产开发投资来看**，尽管今年春节以来出台了一系列房地产调控政策，但这些政策对投资的影响存在传导时滞，因此，1-3 月房地产开发投资同比增速（9.1%）仍创出 2015 年 3 月以来新高，同比提高 2.9 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 20.4%，拉动投资增长 1.9 个百分点。

同时，在去产能的背景下，部分工业品供需格局短期内趋紧推动相关商品价格大幅上涨、工业企业利润回升，进而引致工业企业加大生产和库存回补，这是推动本轮经济增长的一大助力。据国家统计局测算，1-2 月因工业品出厂价格指数（PPI）和原材料购进价格指数（PPIRM）上涨，规模以上工业企业主营业务收入和成本较去年同期分别增加 1.17 万亿和 0.93 万亿，因价格上涨增加的利润共计 2302 亿元<sup>1</sup>，占 1-2 月同比新增利润（2350 亿元）的 97.97%，这意味着 1-2 月 31.5% 的利润增速中有 29.5% 来自价格因素。

从工业企业复苏的正常逻辑来看，一般是自下而上，需求驱动；而本轮复苏的路径截然不同，更多表现为自上而下，价格驱动。这从上中下游各行业利润增速的分化就可以看出。2017 年 1-2 月，上游行业煤炭开采业、黑金冶炼加工业和石油天然气开采业利润同比大增。其中，煤炭开采业 1-2 月利润 438.0 亿，对应上年同期利润亏损 20.9 亿，意味着同比增速高达 2196%；石油和天然气开采业 1-2 月利润 116.8 亿元，上年同期亏损 202.5 亿，对应同比增速 158%；黑色金属冶炼加工业同比增速也达到 2110%。而计算机、专用设备、仪器、汽车、食品、纺织、家具等中下游行业产量增速较慢，终端需求不强缺乏涨价基础，但成本又在上升，因而利润受挤压。

<sup>1</sup> 统计局解读：初步测算，因出厂价格上涨 7.3%，企业主营业务收入增加 11664.3 亿元，因工业生产者购进价格 1-2 月上涨 9.1%，企业主营业务成本增加约 9362 亿元，收支相抵，利润增加约 2302.3 亿元。

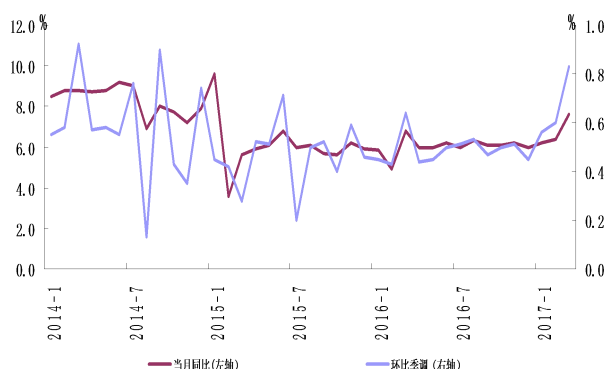


图3 工业增加值同比及环比(2014.1-2017.3)

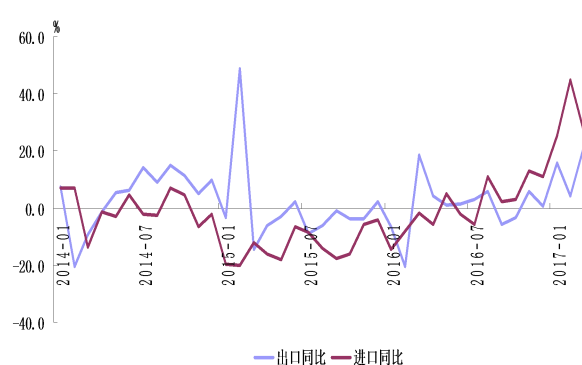


图4 进出口增速 (2014.1-2017.3)

此外，出口贡献由负转正，外贸支撑作用提升。一季度，进出口同比增长21.8%。其中，出口增长14.8%，进口增长31.1%。上述贸易增速和贸易差额是根据现价计算得来的，一季度出口价格指数是5.4%，进口价格指数是14.4%，如果把价格因素剔除掉，再把服务贸易考虑进来，全口径的货物和服务贸易顺差和去年相比是增长的，货物和服务贸易净出口对经济增长的贡献是4.2%，而去年同期是负11.5%。

## （二）CPI 与 PPI 剪刀差小幅回落，PPI 上涨不可持续

一季度，CPI 与 PPI 同比延续上年11月份出现的“剪刀差”态势，但“剪刀差”在2月份达到峰值7%，3月份回落至6.7%。2016年9月份开始，PPI 同比连续正增长，到2017年2月涨至7.8%，接近2000年以来的历史高点。3月，PPI 环比涨幅收窄至0.3%，同比回落至7.6%。

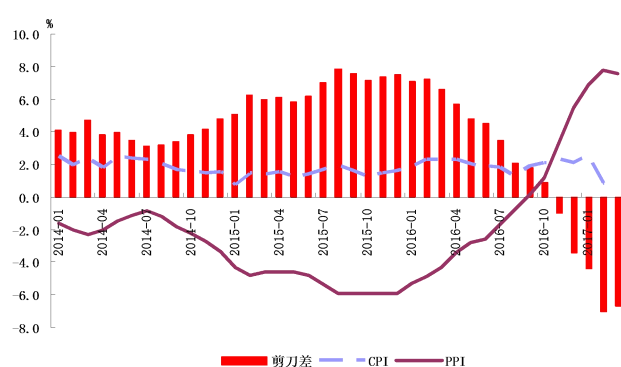


图5 CPI 与 PPI 剪刀差 (2014.1-2017.3)

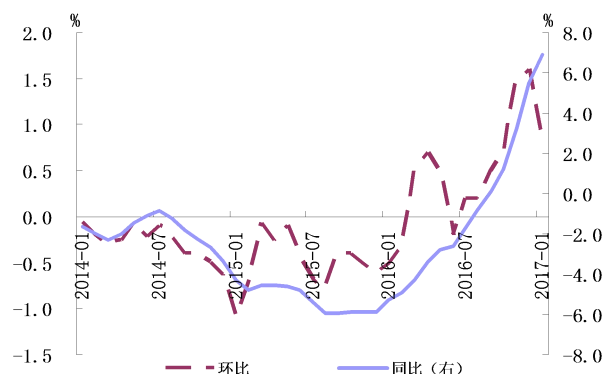


图6 PPI 同比与环比 (2014.1-2017.3)



PPI 上涨主要包括三方面原因：一是去产能、去库存导致中上游产品价格上涨。2017 年 3 月，石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油加工、黑色金属矿采选业 PPI 分别上涨 68.5%、39.6%、36.8%、29.9%、29%。二是房地产投资和基建投资增长拉动主要生产资料增长。从历史数据看，房地产投资与钢铁产量高度相关，2004 年 1 月至 2017 年 3 月两者相关系数为 0.75。2016 年房地产市场复苏和基建投资高速增长，对钢铁价格上涨产生需求拉动作用。三是叠加国际大宗商品如原油、铁矿石价格上涨因素。3 月份生产资料价格同比上涨 10.1%，而生活资料价格同比上涨幅度仅为 0.7%。

我们认为，未来 PPI 的上涨不可持续。如前所述，黑色金属、石油化工和煤炭采选行业是左右此轮 PPI 走势的关键因素。因此，我们可以通过分析石油、钢铁和煤炭价格的走势来判断 PPI 同比是否有继续走高的空间。油价方面，1 月布油现货价格同比达到 78%，单月同比涨幅已接近 2008 年 6 月 85%的历史高位。2 月布油价格同比仍然维持在 70%左右的高位，接近历史顶点，上涨空间不大。钢价方面，2 月螺纹钢现货价格同比涨幅接近 52%，已接近 2008 年 6 月 58%的历史高位。再考虑今年房地产投资后期增速趋缓、需求端乏力，钢价大幅反弹的可能性较小。煤价方面，2016 年底煤炭价格快速上涨与煤炭减产措施造成的供给紧缺有关。而 2017 年减产限制将有所放松<sup>2</sup>。这意味着，未来煤炭价格可能有小幅下行压力。在油价、钢价同比几近触顶，煤价面临下行压力的情况下，预计今年第二季度 PPI 同比涨幅难以突破第一季度的高位。

### （三）社会流动性出现“紧平衡”，资金成本上升明显

受货币政策收紧叠加监管新规出台影响，货币市场流动性整体偏紧。3 月末，广义货币 (M2) 余额 159.96 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 2.8 个百分点。1-3 月，人民币贷款增加 4.22 万亿元，同比少增 3866 亿元。分析其主要原因，一是今年 3 月末，央行首次把表外理财纳入 MPA 广义信贷进行考核，在 MPA 的参数设定上更为严格，加大对不达标银行的惩罚

<sup>2</sup> 3 月 7 日，发改委表示，“2017 年已没有必要在大范围实施煤矿减量化生产措施……在煤炭价格仍处于合理区间（即抑制煤炭价格异常波动所明确的绿色区间）以上范围时，将不会出台减量化生产措施。”

力度。鉴于去年银行理财规模普遍快涨，银行在广义信贷上的考核压力增加，银行业尤其是中小银行流动性达标压力普遍增大，资金需求总体增加。二是 3 月下旬以来，央行通过公开市场操作，持续净回笼资金。一季度，央行先后两次上调 OMO 和 MLF 中标利率。其中，7 天、14 天和 28 天期 OMO 中标利率分别上调 20BP 至 2.45%、2.6%和 2.75%；6 个月和 1 年期 MLF 中标利率分别上调 10BP 至 3.05%和 3.2%。央行两次上调 OMO 和 MLF 中标利率既是对稳健中性货币政策的确认，也是央行为了实现防风险、稳增长和保汇率多重目标而采取的重要举措。三是银监会出台系列监管新规，重点规范同业业务和委外业务。2014 年底以来连续双降产生的“低利率、宽流动性”金融环境催生了房市和债市泡沫，也进一步推高了金融市场的杠杆率，银行同业业务和委外业务高速发展，也产生了期限错配、监管套利、资金空转等问题。今年以来银监会连发 8 文规范“三违反、三套利、四不当”行为，明确要求“同业投资不得进行多层嵌套，不能简单将银行理财业务作为各类资管产品的资金募集通道，将同业业务、投资业务、托管业务、理财业务等纳入流动性风险监测范围，以及同业存单占同业负债比例较高的银行要合理控制同业存单规模等”，从杠杆率、单一受托人受托资产比例等维度要求银行控制风险。上述规定将在二季度正式实施，迫使各家金融机构纷纷提前调整表外业务经营策略，多家银行频繁赎回委外和打新基金。受此影响，3 月以来，SHIBOR 各期限利率具有不同程度的上扬，其中 SHIBOR 隔夜、SHIBOR 一周、SHIBOR 一个月、SHIBOR 三个月分别较年初上涨了 14.9%、10%、31.3%、33.8%。在商业银行完成表内表外业务调整之前，阶段性资金紧张局面还将继续出现。



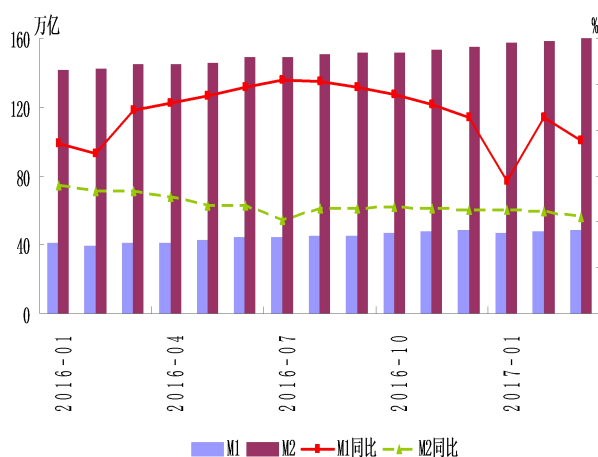


图7 M1、M2 余额及同比增速  
(2016.1-2017.3)

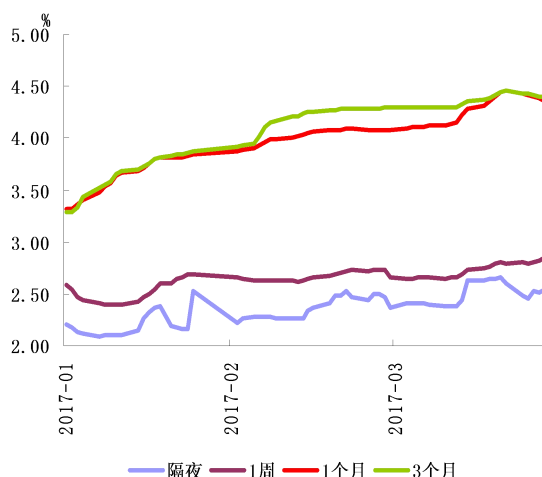


图8 SHIBOR 利率 (2017.1.1-2017.3.31)

#### （四）跨境资本流动形势趋于好转，人民币资本外流管制适度放宽

首先，2017年一季度末，人民币对美元离岸即期汇率报收于6.8716元/美元，较去年末升值979点，升值幅度1.4%。而人民币对美元在岸中间价和离岸价的价差维持在300点内，较年初1000点左右水平大幅收窄，打破了去年年底以来市场上关于人民币下行的预期。**其次**，3月我国结售汇连续第21个月出现逆差，但逆差规模同比收窄。其中，3月结售汇逆差为116亿美元，同比下降21%；1-3月结售汇逆差规模为409亿美元，相较去年首季大幅下降67%，较去年四季度亦大幅下降50%以上。上述数据表明，企业对未来人民币贬值预期有所弱化，人民币看贬的交易惯性在慢慢减弱。**第三**，随着货币市场利率的提高以及经济的短期回暖，资金流出压力有所缓解，外汇储备有所上升。3月末，外汇储备余额为3.1万亿美元，较2016年末上升49亿美元。**基于上述背景，近期央行通知各金融机构，在处理跨境人民币支付时，不必再保证流入大于流出，这意味着今年1月起实施的限制跨境资本流动措施可能被适度放宽。不过，2017年美元仍处于加息通道，人民币贬值压力依然存在。**

总体来看，一季度经济增速回升主要是“四靠”：“靠投资拉动”、“靠出口带动”“靠涨价带动”以及“靠融资推动”。一季度经济增速的反弹更多是下行周期过程中刺激政策累积后的集中反映，而非所谓“新周期”的开始。长期困

扰中国经济的结构性问题，不会通过短短一年多的时间、针对几个重点行业的行政手段压减，就能完全化解。在新旧动能转换尚未完成的情况下，我们认为一季度的开门红是短周期反弹而非反转，当前经济回暖并不具有可持续性，中国经济“L”型增长将在较长时期持续。

## 二、当前经济金融领域值得关注的问题

### （一）经济反弹的主动力不具备可持续性

首先，基建投资难以持续高增长。据测算，如果今年 GDP 要稳住 6.5% 的增速，基建增速应该到 17%（包含电力投资）以上，大约需要资金 18 万亿元。上述基建投资目标能否实现，从根本上说，要取决于资金来源状况。基建投资的资金来源主要包括预算内公共财政支出、政府性基金支出、PPP 项目预期完成额等三个部分，但从这三个部分来看，基建投资难以持续高增长：一是 2017 年预算内公共财政支出上升空间或有限。2017 年两会已经明确了财政赤字率维持 3% 不变；财政赤字总额只有 2.38 万亿元，仅比去年微增 2000 亿元。考虑到财政结余资金的使用在 2015-2016 年基本耗用完毕（财政结余资金 1.5 万亿元左右，2015 年和 2016 年累计耗用 1.1 万亿元左右），这将导致实际赤字规模在 2017 年明显弱于 2015-2016 年。二是受房地产市场调整影响，近年来土地出让收入呈下滑态势（2016 年、2015 年分别下滑 5.6%、4.7%），从而减少政府可用于基建投资的政府性基金资金。2017 年，随着各城市纷纷出台房地产调控政策，土地供应量和成交量开始回落（2 月，中国指数研究院监测的 300 城市推出土地面积 6212 万平方米，环比减少 19%；成交土地面积 5549 万平方米，环比下降 11%），意味着土地出让收入将会进一步回落。在房地产市场下行压力增大、减税政策持续的背景下，多省份下调 2017 年财政收入目标。三是 PPP 项目落地空间受地方政府财政承受能力制约。据财政部数据，截至 2016 年末，全国 PPP 入库项目 1.13 万个，总投资 13.5 万亿元，落地率为 31.6% 左右。入库的项目中，按照回报机制来统计，使用者付费项目 4687 个，投资 4.60 万亿元，分别占入库项目总数和总投资的 42% 和 34%；政府付费项目 3591 个，投资 3.37 万亿元，分别占 32% 和 25%；可行性缺口补助项目 2982 个，投资 5.52 万亿元，分别占 26% 和 41%。





由于政府支付或补助项目投资比重提高到 66%左右，使用者付费项目投资比重下降到 34%左右，这就意味着地方政府在 PPP 项目长周期运营中，需要承担更多的支出责任。而财政部规定“每年政府全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%”。当前部分省份的财政责任支出已接近 10%指标红线，将制约 PPP 入库项目后续落地空间。

**其次，房地产投资的反弹后续乏力。**一般而言，当房地产销售面积增速出现转向时，土地成交面积增速会紧跟其后出现转向，房屋开工面积增速最后发生变化，其滞后于房地产销售面积增速约 6-12 个月。因此销售面积增速可以看作是房地产投资增速变化的先行指标（领先约 6-12 个月），可用以判断投资增速大致的变化方向和变化时点。自 2016 年 5 月以来，我国商品房销售面积增速总体呈现持续回落态势，从去年 4 月末的 36.5%下降到今年 3 月末的 19.5%。考虑到 3 月 17 日以后多地楼市调控政策再度升级，未来房地产投资增速下滑难以避免。

**第三，消费和外贸仍然不容乐观。**从消费来看，近年来出现持续下滑态势，未来走势不容乐观。1-2 月社会消费品零售总额同比增长 9.5%，11 年来首次跌破 10%，相比于去年全年的 10.4%下降了 0.9 个百分点，扣除价格因素实际增长 8.1%，也是 11 年来的最低水平。一季度虽然回升至 10.0%，但也处于近十年来次低水平。分析其原因，**首先**，汽车和住房是拉低消费增速的主要因素。其中，汽车消费 1-2 月份负增长 1%，3 月虽反弹至 8.6%，但仍低于去年全年 10.1%水平；房地产市场降温后，家电、家具、建材等住房相关性消费增速一直保持下滑态势。**其次**，经济增速降档期必然导致收入滞涨，从而制约居民消费能力提升。**第三**，快速上涨的房价尽管给极少部分高资产净值群体带来财富效应，但是更多中低收入群体由于购房还贷压力增大，消费挤出效应明显。展望未来，随着汽车、住房相关类消费亮点不在，新的增长点尚未显现，整体消费增长动能明显弱化。

从外贸来看，3 月大幅增长主要受价格因素影响，未来对经济推动作用可能有限。一季度，我国进口同比大增主要受三个方面的影响：一方面是受到翘尾

效应和春节错月扰动的影响；其次，大宗商品价格是推动进口增速大幅上升的一个重要因素，1-2月，进口铁矿砂价格上涨83.7%，原油价格上涨60.5%，煤价上涨1.1倍，成品油上涨48.6%；最后，从进口品的区域分布增速来看，对美国的进口出现了较快速度的增长（与去年同期相比增加38%），增速相对于其他发达经济体提升较为明显。特朗普总统在竞选之前就对中美之间贸易顺差微辞较大，上台之后两国之间的贸易摩擦已经出现加剧迹象，此时也不排除通过主动增加进口来平抑顺差，减少贸易摩擦。4月8日，中美元首海湖庄园会晤，提出中美贸易“百日计划”会谈，但会谈的主要目标是增加美国对中国的出口以及缩减美国对华贸易逆差，特定领域和产品的贸易仍会受到较大影响。2017年随着美联储加息的冲击、贸易保护主义的挑战、以及欧洲多国大选等不确定性因素影响的背景下，预计外贸对经济的推动也将较为有限。

## （二）今年流动性“紧平衡”将成为常态，金融“去杠杆、防风险”成为主基调

2017年以来，银行间市场流动性短时收紧的情况时有发生。尤其在3月中下旬，受美联储加息、光大可转债发行和MPA季末考核的综合影响，银行间市场利率全面快速上扬。据我们测算，要达到今年M2增长12%的目标，假设今年外汇占款下降2.5万亿元左右，在央行不做任何流动性收放动作的前提下，全年将客观存在基础货币缺口10.5万亿，货币供应量（M2）缺口54万亿。面对这一缺口，决定今年流动性紧或松的关键，就在于当前形势下，央行有没有足够的意愿和政策空间来弥补。2016年，央行主要通过加大公开市场操作频率和各类借贷便利工具的操作力度，来对冲外汇占款下降对基础货币的影响，取得了显著的成绩：2016年，外汇占款在净减少29115亿元的情况下，我国基础货币余额却实现了29000亿元的增长，这意味着央行通过各类流动性管理工具，成功地向市场净投放了约5.8万亿的基础货币。以MLF为主的再贷款工具和公开市场操作已经成为2016年央行进行流动性收放的倚重点。我国基础货币供给渠道正在由以往的外汇占款带动的被动式投放方式，转为以各类借贷便利和公开市场操作所带动的更为主动的增长方式。今年一季度，央行通过公开市场操



作和抵押补充贷款净投放的基础货币尚不足以抵消同期公开市场跨年到期资金量。央行并没有表现出急于弥补流动性的、大水漫灌似的政策倾向，而是货币工具操作更加精准化，对资金的投放和回笼时点的把握、对资金收放规模的把控，已经精确到以“每天”的资金量进行测算。由此判断，在金融“去杠杆”和防风险的背景下，今年央行有意将流动性维持在一个“紧平衡”的状态。

此外，银监会对同业存单、房地产贷款、表外理财等业务出台的一系列监管新规将在二季度落地，以及MPA考核也在细化和加码，这些都对流动性造成冲击。一是同业存单高速扩张将受到约束。2015年以来，同业存单发展迅猛，2016年全年发行超过13万亿；2017年以来已发行超过5.7万亿，较去年同期增长约67%。其中3月份发行了超过2万亿元，创了历史新高；截至4月18日，同业存单存量规模达7.9万亿。究其扩张动力，一方面，近年来银行存款增速下降，尤其是中小银行在传统存款业务上本就存在天然劣势，使其有足够动力拓展以同业存单为主同业负债。另一方面，MPA考核压力、存量资产滚动匹配负债的需求、监管落地前抢跑做大存量及季末流动性等多种因素叠加，进一步刺激了银行发行同业存单的热情。然而，在金融去杠杆大背景下，针对银行同业链条的监管力度不断趋严，未来银行发行同业存单的冲动可能受到约束。二是委外资金通道将受限。自2012年11月首批基金公司设立的从事特定客户资产管理业务子公司诞生后，短短不到4年时间，基金子公司规模狂飙突进，并于2016年上半年首次超过10万亿元大关。与此同时，委外机构资金大量涌入公募市场，委外定制基金成为银行等机构资产配置的业务通道。截至2016年末，在公募基金中，疑似委外定制基金的数量约为633只，规模约为1.08万亿元；在非公募类产品方面，委外的规模大约有3万亿元。随着委外定制基金的批量发行，产品同质化现象加剧、流动性风险等弊端逐渐暴露。针对资管行业特别是公募基金行业成为通道的现象，监管部门始终保持了高度关注，“去通道化”的力度也正在一步步加强。防范金融风险、压缩监管套利空间、引导资产管理行业回归本源正在成为各个监管部门的共识。随着银监会4月以来连发八文，对银行业的密集监管势必会导致委外通道逐步收窄，强力约束银行资本，

加重对银行业的倒逼压力。

### （三）中国区域经济的风险仍在暴露

1-2 月份，规模以上工业企业中，国企利润总额同比增长 100.2%（去年全年增幅仅为 6.7%），同期集体企业、股份制企业利润同比分别仅增长 9.6%和 33.6%。分析其原因，主要是受益于价格上涨的采掘、钢铁和有色等行业，其龙头多为国企，因此国企能获得远高于其它类型企业的利润增速。利润增长的分化，也与供给侧改革下行业集中度提高有关。目前钢铁、煤炭行业去产能主要措施是关停落后产能和兼并重组，国企产能规模相对先进、规模也更大，重组多在国企间或国企兼并民企，导致产能向龙头的国企集中，因此，上述行业“国进民退”现象进一步凸显，而行业中的民营企业、中小企业则难以从价格上涨中受益，面临高负债、破产整顿等风险。尤其在河北、山东等产能过剩大省十分突出。如山东邹平的魏桥纺织、中国宏桥、西王食品、齐星集团等四大上市公司，均面临停盘退市，中国的区域经济风险仍在继续暴露。

## 三、未来宏观经济走势预测

### （一）宏观政策预测：财政政策更加积极有效，货币政策稳健中性偏紧

首先，财政政策更加积极有效。在经济下行压力依然存在、货币政策效应有限的背景下，财政政策仍将在稳增长中发挥主力军作用。第一，减收增支是财政政策发挥逆周期调节作用的需要。一季度，财政支出增速（21%）高出收入增速（12.2%）8.8 个百分点，财政政策更加积极的立场十分明显。第二，在财政赤字率目标维持不变、地方债务管理愈加规范的情况下，地方政府将越来越依赖于 PPP 模式吸引社会资本，激发经济活力。第三，雄安新区的设立，规格比肩深圳特区和浦东新区，短期内有利于财政政策发挥引导作用，培育形成新的经济增长极。

其次，在“防风险、稳增长、保汇率”的大背景下，货币政策将保持稳健中性偏紧基调，OMO 和 MLF 等政策利率存在进一步上调的可能性，但加息（即上调存贷款基准利率）的可能性很小。第一，2016 年三季度以来，我国经济出现一些回升迹象，金融机构信贷扩张动力较强，部分城市房价快速上涨，金融市





场风险和资产泡沫风险有所显现。同时，美联储前后两次加息，进入加息通道的美元料将保持强势，人民币贬值压力和资本流出压力仍将存在。未来出于防风险和保汇率的考虑，OMO 和 MLF 等政策利率仍存在上调可能性。**第二**，从最新公布的经济数据看，一季度经济短期回升，但主要还是归功于地产和基建两大传统动力，而社会消费品零售额同比增长 10.0%，扣除价格影响，实际消费增速只有 8.6%，经济增长的不确定性因素依然存在。因此，出于稳增长的考虑，加息（即上调存贷款基准利率）的可能性很小。

## （二）预计 2017 年我国 GDP 增长 6.5% 左右，年内呈现前高后低态势

**第一**，一季度经济反弹对于基础设施投资和房地产投资有着比较大的依赖，受制于固定资产投资新开工投资走弱（一季度同比下降 6.5%）、到位资金负增长（一季度同比下降 2.9%）以及房地产调控政策影响，预计投资增速后期将滑落。**第二**，一季度城乡居民收入增长中，中位数增长（6.7%）明显慢于平均数增长（8.5%），这意味着中低收入群体收入增长相对较慢，不利于促进消费；同时，受房地产调控影响，二季度住房消费可能增幅趋缓，因此总体消费短期难以大幅提升。**第三**，PPI 上涨不可持续，工业企稳回升是阶段性、而不是趋势性的。同时，外贸依然面临较大的不确定性。综上，我们认为 2017 年经济形势下行压力仍大，预计经济增速将呈现前高后低走势，经济反转拐点可能在二季度末出现，全年经济增速约为 6.5%。

## 四、商业银行应对建议

### （一）积极应对，抢抓 PPP 项目落地、雄安新区等重大发展机遇

当前，信贷投资的主力仍然是基建相关的对公长期贷款。一是需关注 PPP 项目的进展，及时抢抓相关业务机遇。按去年全年 PPP 项目 30% 左右的落地率测算，预计今年 PPP 落地规模或扩大至 1.8 万亿以上。二是雄安新区蕴藏着巨大的市场发展前景，庞大基础设施投入、旧城拆迁改造、生态环境建设、水城共融的城市建设等都需要全方位的金融支持，初步测算未来 5-10 年总投资额 1 万亿元左右，并会产生大量的股权、债权、项目融资等业务需求。目前，三大政策性银行、工行、农行、中行、建行、邮储等国有大行均已明确表态要设立雄



安新区分行，对待新区“特事特办”，从资源配置、业务授权等方面给予特殊支持。未来，我行要按照新区发展战略目标和定位，做好雄安新区分行的设置工作；有效承接中央直属企业、北京市属企事业单位、高新技术企业迁移过程中的金融服务需求。此外，积极提供投贷联动、资管业务、产业基金、互联网金融等多元化金融产品，为雄安新区项目落地提供全面金融服务。

## （二）警惕和预防流动性风险，提前预判做好资产负债调整

未来一段时期，中国金融市场将进入“去杠杆”的过程，重点在于“防风险、挤泡沫、控套利”。综合分析，我们判断6月中下旬、9月中下旬将是未来流动性发生明显收紧的可能时点，10月由于到期资金和财政存款回流央行，也值得关注。当然，对于以上因素，央行可以通过综合运用各种流动性工具来进行适当对冲。但最大的风险在于几个因素叠加发生，以及预料之外的事件冲击。

对于商业银行而言，随着监管政策的落地，一是可投资资产范围缩小。在“去杠杆防风险”的大背景下，可投资资产的范围和额度都将受到限制。二是交易对手风险管理难度加大。国内部分机构采用了较为激进的发展思路，在经济增速降低、企业信用风险暴露、金融去杠杆的背景下，少数中小金融机构可能出现经营困难，给融资业务的交易对手风险管理带来挑战。三是流动性管理承压。在宏观审慎管理框架（MPA）下，融出规模受限，融入难度增加，对金融机构流动性管理提出更高要求。因此，商业银行应根据自身业务结构和头寸情况，对流动性风险上升的时点进行预判，完善风险监测覆盖，定期开展流动性风险压力测试，及时完善流动性风险应对预案。鉴于目前银监会已经发文要求银行对同业存单业务规模进行自查，预计同业存单纳入同业负债规模管理将很快落地，对于同业存单业务占比较高的银行，尤其是部分股份制银行和城商行，应提前做好资产负债调整。

## （三）关注储蓄存款下滑，采取积极的应对措施

随着流动性持续收紧，以及客户投资渠道日益多元化，储蓄存款下滑的压力不断增加。建议：一是从客户维度出发，提升对新储源的获取能力。加大个人集群性市场的拓展；打造社交生活平台，获取沉淀资金；加强老龄市场的研



究与开拓；针对储源村镇化特点，城乡统筹，深挖潜力。二是从业务维度出发，提升消费金融、支付结算业务竞争力，加强资本市场业务创新；探索服务客户生命周期的综合消费金融方案。三是从定价维度看，着重实现储蓄量价协调增长。加强资金“量本利”精细化管理，强化储蓄存款成本效益分析，尽快在全行推广、应用以客户综合贡献为基础的存款定价模型；通过利率、期限和支付方式等的灵活组合，为重点客户群体提供差异化产品；继续完善利率定价的动态授权管理机制，结合分行存款量价绩效考核建设情况，渐进式扩大对分支机构的定价授权。

#### （四）适应经济形势的变化，既要抓大又要抓小，及时调整信贷策略

一是随着钢铁、煤炭等产能过剩行业进入新阶段，建议适时调整和完善信贷政策。对于钢铁、煤炭等产能过剩行业，2016年以来的以行政手段为主的产能压减政策有效约束了粗钢和原煤产能，优化了市场供需结构。2017年1-2月，大中型钢铁、煤炭企业分别由2015年的亏损面50.5%、90%转为全行业盈利。目前，两行业度过“危险期”，“去产能”步入新阶段。建议进一步完善过剩产能差异化信贷政策，对于过剩产能中的龙头优质企业，视不同情况实施差别化信贷支持，切实发挥金融在支持传统产业改造升级和支持优势企业等方面的重要作用。二是对于中小企业、个人按揭贷款等业务，既要坚持“以客户为中心”，做好优质客户的支持和服务工作；又要在跟踪、研判的基础上明确危机预案，警惕小微企业和个人客户违约风险的扩散，以市场化方式有序防范和化解风险。