

# 研究报告

2018 年第8期  
2018.01.30

负责人：周月秋 樊志刚

国内宏观经济研究团队：  
樊志刚 王小娥 杨苒  
朱妮 刘新 王晓娆

## 经济结构分化隐显下行压力 高质量增长亟待新动能升级 ——2017年中国经济金融形势回顾政策分析及2018年展望

### 要点：

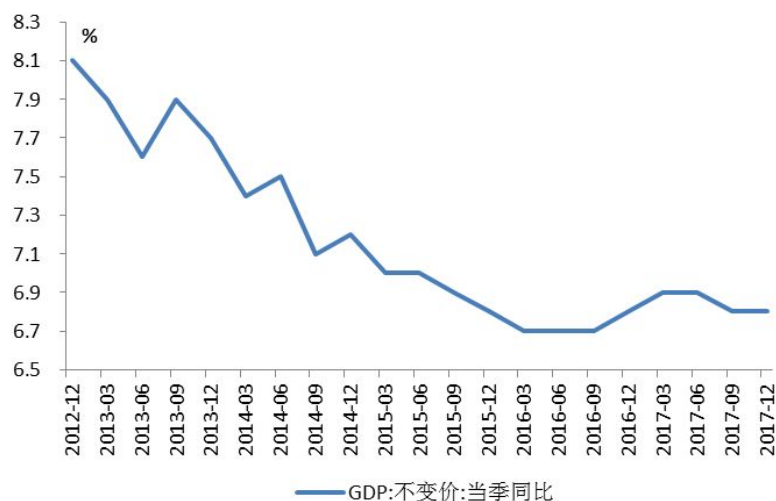
- 2017年，中国经济保持稳定持续的中高速增长格局，并实现超预期增长。虽然经济运行中的不少矛盾和问题仍较为突出，严监管、去杠杆政策使市场流动性趋紧、利率中枢上移，给商业银行经营带来机遇的同时也带来了更多风险和挑战，但银行业实现了经营发展和风险管理的双好转。
- 2018年，经济仍将延续稳步增长态势，宏观调控政策和监管政策总基调不变，货币政策预计中性但更趋偏紧，监管政策严厉程度将进一步加强。
- 在这样的大背景下，商业银行要继续坚持贯彻转型战略，更加有力地进行经营结构调整，有针对性地安排好资产负债表及各项业务；把握资金流动趋势，做好利率、汇率管理；推动金融科技背景下的零售业务转型；同时，切实防范各种风险，确保经营持续健康发展。

# 一、2017年中国宏观经济金融运行特点(1)

## 2017年中国经济超预期增长，稳定的消费仍为最大贡献者

- 2017年中国GDP累计增长6.9%，一季度、二季度、三季度、四季度分别增长6.9%、6.9%、6.8%和6.8%，较2016年的6.7%呈温和复苏态势。

“三驾马车”GDP累计同比贡献率（2016.09-2017.12）



	净出口贡献率 (%)	投资贡献率 (%)	消费贡献率 (%)
2016-09	-7.8	36.8	71.0
2016-12	-6.8	42.2	64.6
2017-03	4.2	18.6	77.2
2017-06	3.9	32.7	63.4
2017-09	2.7	32.8	64.5
2017-12	9.1	32.1	58.8

GDP超预期增长（2012.12-2017.12）

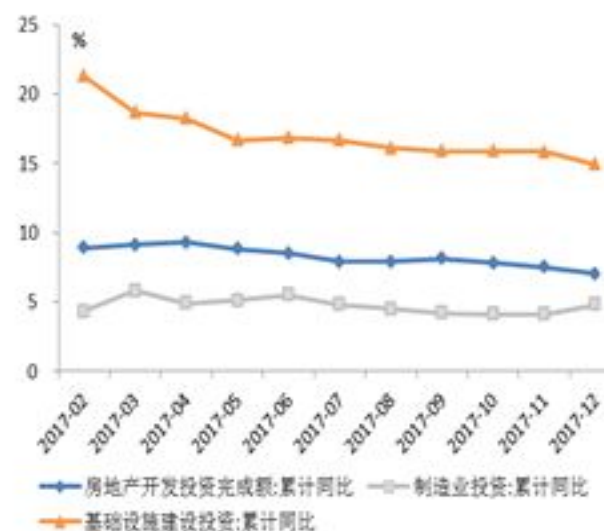
# 一、2017年中国宏观经济金融运行特点(1)

## 2017年中国经济超预期增长，稳定的消费仍为最大贡献者

- 从三驾马车来看，稳定的消费仍为最大贡献者，2017对GDP贡献率为58.8%；净出口贡献率提高是经济超预期增长的关键因素，2017年净出口贡献率由2016年的-6.8%升至9.1%；投资中，基建投资发挥了稳增长作用，2017年，基建、房地产、制造业投资分别同比增长14.9%、7%、4.8%。

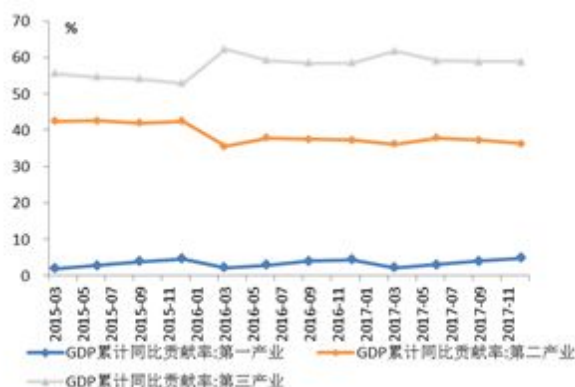


稳定的消费仍为最大贡献者（2017.02-2017.12）

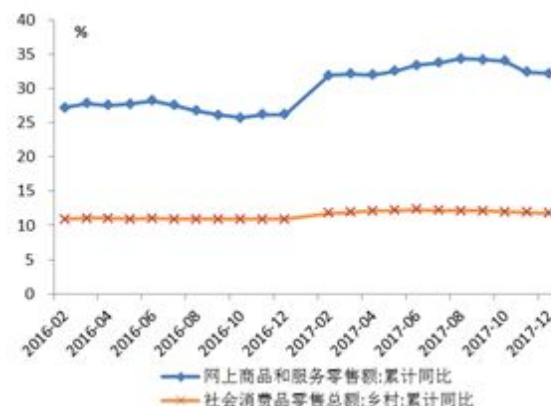


基建投资发挥稳增长作用（2017.02-2017.12）

## 一、2017年中国宏观经济金融运行特点(2)



第三产业对GDP贡献率不断提升 (2015.03-2017.12)



新业态涌现带动消费升级 (2016.02-2017.12)

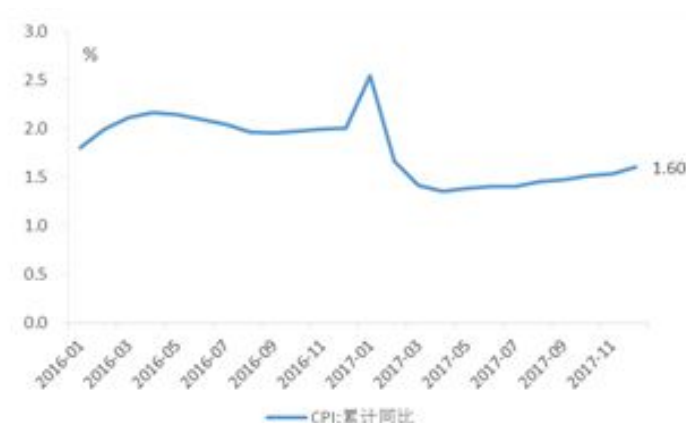
### 我国产业结构持续优化，新经济、新业态和新动能亮点纷呈

- 一是第三产业对GDP贡献率不断提升。2017年，第三产业对GDP同比贡献率为58.8%，比上年同期提高0.4个百分点，高于第二产业22.5个百分点。
- 二是工业结构优化、新动能高速增长。2017年，高技术产业和装备制造业增加值分别比上年增长13.4%和11.3%，增速分别比规模以上工业快6.8和4.7个百分点。
- 三是信息经济、农村经济、绿色经济继续快速发展，跨境电商、智慧城市、远程教育医疗等新业态不断涌现，带动消费升级。2017年，农村消费、网上消费分别同比增长11.8%、32.2%。

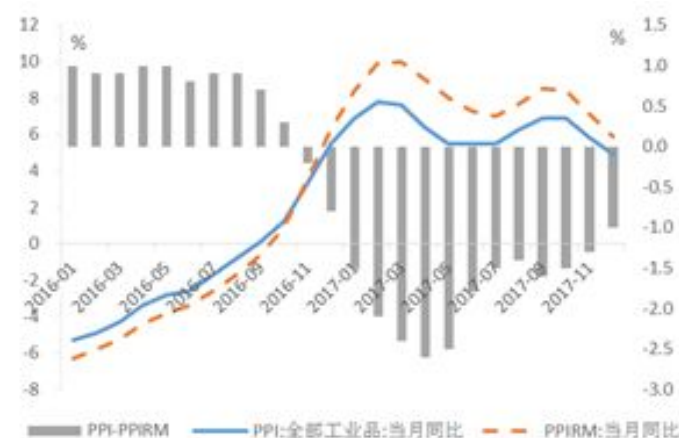
## 一、2017年中国宏观经济金融运行特点(3)

### CPI涨势温和，PPI高点回落

- 2017年，居民消费者价格指数（CPI）同比增长1.6%，从2月开始当月同比涨幅持续在2%以内区间小幅波动；
- 工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨4.9%，延续2017年初以来由负转正的增长态势，但因去产能政策引起的原材料价格上涨后续乏力，3月达到最高点7.4%后逐步回落。
- 全年工业生产购进价格指数（PPIRM）同比增速均超过PPI，但增速差在2017年呈收缩趋势，说明工业企业经营状况有所改善，1-11月，工业企业利润总额累计同比为21.9%，较上年同期上涨了12.5个百分点。



全年CPI涨势温和（2016.01-2017.12）



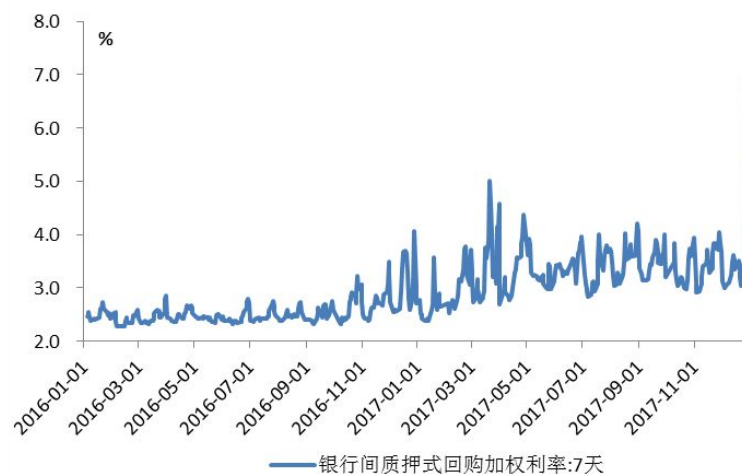
PPI与PPIRM之差趋窄（2016.01-2017.12）



## 一、2017年中国宏观经济金融运行特点(4)



流动性趋紧 (2017.01-2017.12)



利率中枢上移 (2016.01-2017.12)

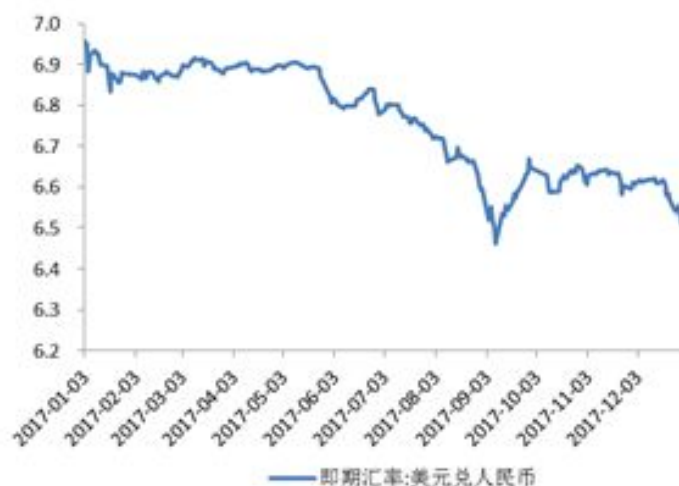
### 流动性总体偏紧，市场利率中枢上移

- 2017年基础货币规模不断下降，但央行却没有降准，表明**央行维持货币紧平衡的态度非常明显**。从2017年年初开始M2增速不断放缓，12月末，广义货币(M2)余额167.7万亿元,同比增长8.2%，增速比上年同期低3.1个百分点。
- **流动性趋紧的同时，市场利率中枢不断上移**。7天银行间质押式债券回购利率从2016年的日均2.55%上升到2017年下半年的日均3.43%。2017年末，上海银行间同业拆放利率(Shibor)隔夜品种为2.84%，比2016年末高0.61个百分点。

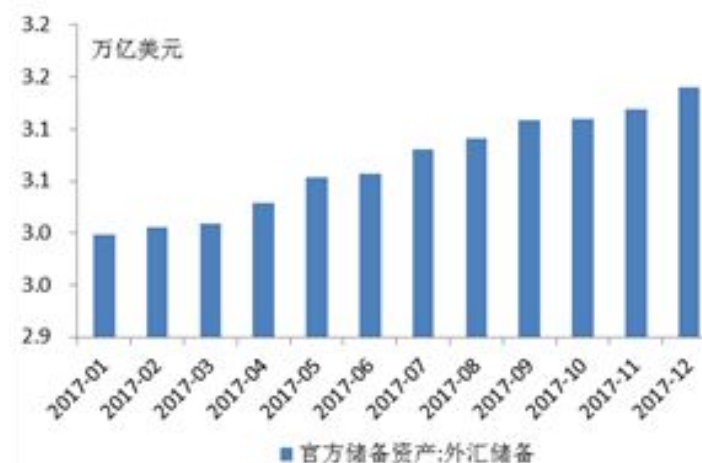
## 一、2017年中国宏观经济金融运行特点(5)

### 人民币兑美元汇率升值，跨境资金流出压力阶段性减轻

- 2017年，人民币兑美元中间价累计升值6.2%，即期汇价累计升值6.7%。
- 与人民币兑美元升值相伴随，我国跨境资金流出压力也阶段性减轻。2017年，银行代客结售汇逆差690.16亿美元，同比缩小2505.3亿美元；自2015年7月以来连续26个月逆差后，9月和10月连续两个月银行代客结售汇出现顺差。这与外储数据相互印证：截至12月末，我国外汇储备余额3.14万亿美元，年内逐月递增。



人民币兑美元汇率持续升值（2017.01-2017.12）



跨境资金流出压力减轻（2017.01-2017.12）

## 二、当前经济运行存在的主要问题及对商业银行的影响(1)

### 经济运行分化加剧，不良贷款反弹压力犹存

- 从2016年起，中国经济似乎已进入各项指标较为稳定的平台期，但在貌似平静的水面之下，行业、企业、区域等各方面都呈现出分化加剧的态势。
- 从行业来看，上、中下游工业企业经营增长出现分化，中下游工业企业利润改善程度明显差于上游。1-11月，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼加工业等行业利润分别增长364%、180%%；而纺织业、烟草制品业等行业为2.1%和-3.2%。
- 从企业来看，不同所有制企业利润增速分化，与国企利润增速显著加快不同，私营企业和集体企业利润增速明显下滑。1-11月份国有工业企业利润累计同比增长46.2%，私营企业和集体企业利润增速则分别为12.7%和-8.2%。



## 二、当前经济运行存在的主要问题及对商业银行的影响(1)

### 经济运行分化加剧，不良贷款反弹压力犹存

- 在房地产领域，一二线与三四线房地产市场出现明显分化。在严厉政策调控下，70个大中城市中一线城市房价同比涨幅持续16个月回落，与此相反，部分二线和三四线城市房价节节攀升，甚至出现排队抢购现象。
- 从区域来看，2017年不仅表现在区域间分化上，板块内部的分化也开始显现。浙江、江苏、上海、广东等发达地区经济明显复苏，银行业不良率开始见顶回落；但东北地区大多数未走出下行通道，山东民营企业债券违约风险事件频出，内蒙、天津等地大幅下调宏观数据，区域性风险仍值得关注。
- 这种分化加剧背后的深层次原因是经济的新旧动能转换依然不畅，新动力难以有效抵消旧动力衰减的影响，这也意味着未来部分区域、部分行业、部分企业经营难度仍然较大，商业银行不良贷款反弹压力犹存。

## 二、当前经济运行存在的主要问题及对商业银行的影响(2)

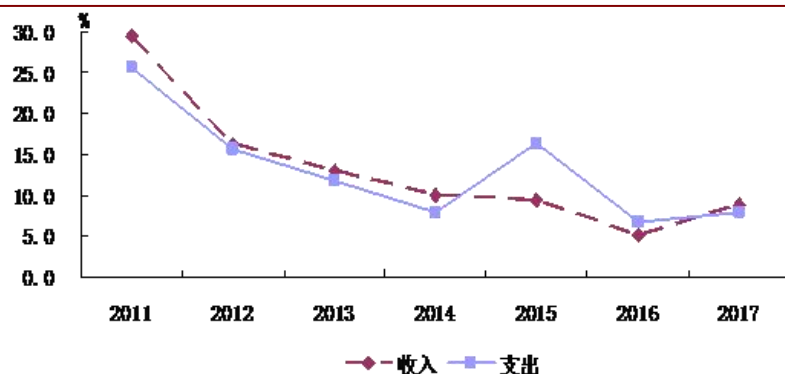
监管保持高压态势，倒逼金融回归服务实体经济本源，对商业银行相关业务也提出了挑战和要求

- 2017年一系列监管新规的出台，标志着以金融自由化、影子银行、互联网金融高速发展为特征的金融扩张周期迎来行将结束的分水岭。2017年，同业理财净减少3.4万亿元；截至2017年11月末，商业银行同业资产和同业负债自2010年首次收缩，余额分别比年初减少2.8万亿元和8306亿元；表外业务增速由过去的50%以上降至19%。
- 强监管态势将在2018年延续，预计监管重点将围绕公司治理不健全、影子银行和交叉金融产品风险、不当关联交易进行利益输送等方面展开。尤其要关注的是资管新规出台，在产品形态上，禁止刚兑、设定公私募产品分类；在投资管理上，禁止债权和股权项目期限错配、严禁多层嵌套、限定分级产品，使得开放式产品难以配置非标资产，结构化业务基金无法操作；在销售体系上，与打破刚兑环境相适应的销售体系和客户结构亟待重塑。随着金融监管政策的进一步落实，意味着去杠杆、缩通道、分类监管趋严，银行同业、资管业务受到严控，这将要求商业银行从偏离的轨道上回归，打开创新空间，要求商业银行从产品设计、交易结构、风险控制、估值核算、信息披露、专业团队等方面全面提升实质性的业务能力。

## 二、当前经济运行存在的主要问题及对商业银行的影响(3)

### 地方政府债务风险隐患加大,商业银行谨防“踩雷”

- 近年来,我国地方财政收支矛盾渐趋尖锐,地方政府财政自给率从2015年的54.1%下降至2017年前三季度的50.8%,分地区来看,东部地区平均为74.3%,而西部地区仅为30.4%。与此同时,随着财政部92号文对PPP综合信息平台项目库的规范管理、国资委192号文加强中央企业PPP业务风险管控等规定的落实,地方政府融资渠道将进一步收窄。
- 2018年中央政府将“防风险”列为三大攻坚战之首,其中防范化解地方政府债务风险是守住不发生系统性风险底线的必然要求。2017年12月,财政部发文指出,“坚持中央不救助原则,做到‘谁家的孩子谁抱走’,坚决打消地方政府认为中央政府会‘买单’的‘幻觉’,坚决打消金融机构认为政府会兜底的‘幻觉’”。意味着在不触及系统性风险底线的基础上,中央对局部地区地方政府债务风险暴露的容忍度上升,这对于地方政府而言无疑是个挑战。因此,2018年局部地区爆发债务风险的可能性增加。



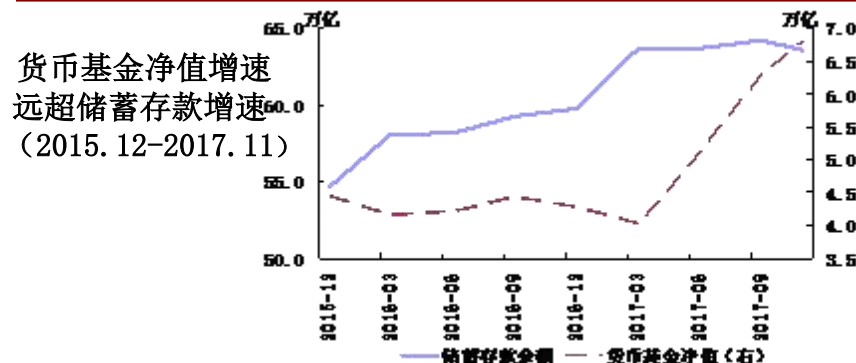
近年来地方政府财政支出增速要大于收入增速 (2011-2017)

商业银行在承接地方债发行业务时,需审慎评估针对地方政府的资金投放,谨防“踩雷”。

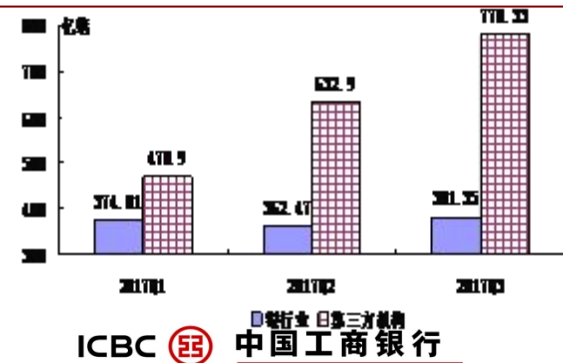
## 二、当前经济运行存在的主要问题及对商业银行的影响(4)

### 金融科技强势崛起，银行零售业务市场全面承压

- 2017年以来，金融科技由点及面，开始全面冲击商业银行传统零售业务。  
**从支付领域看**，2017年前三季度，第三方机构与银行机构的电子支付笔数分别是1882.1亿笔和1117.8亿笔，支付金额分别为96.9万亿和1825.9万亿。  
**从负债端看**，2017年以来，货币基金净值从4.28万亿增长至11月末6.8万亿，增幅达59%，而同期银行储蓄存款增速仅为6.4%。  
**从资产端看**，2017年网络借贷成交量达到2.8万亿元，比上年增长了36%；同期金融机构各项贷款同比仅增长12.7%。
- **展望未来**，金融科技对银行零售业务的冲击将会更加明显。支付领域作为双方竞争的前哨战场，第三方机构在个人小额移动支付方面已经占据明显优势；财富管理领域是未来蓝海，智能理财将是竞争重点；资金融通和风险转换是金融的核心功能，因此信贷融资市场是二者竞争的决胜战场；此外，随着大数据时代到来，能否有效积累数据、整合数据、分析数据直接关系到银行与客户的距离，因此数据信息资源的争夺也将愈发激烈。



第三方机构支付笔数增速远超银行业  
(2017.01-2017.09)



### 三、2018年中国经济金融走势展望(1)

#### 宏观政策展望

- 2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放40周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。“**提高经济增长质量**”将成为宏观政策的着力点和主抓手。
- **首先，货币政策稳健中性略偏紧。**2018年，稳健的货币政策将保持中性，并管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，而在扶植小微企业和三农领域可能实施定向宽松。央行将灵活运用多种工具平抑市场波动，借助公开市场操作工具的利率（以OMO和MLF利率为主）调节来替代基准利率的调整，“削峰填谷”式的流动性维稳操作更加精准灵活。预计2018年M2增速将在10%左右，流动性大环境将仍然偏紧。
- **其次，财政政策将侧重于精准扶贫、绿色环保，盘活存量财政资金，以实现更有效率的资源配置。**在稳中求进总基调下，预计赤字率可能维持在3%的水平，地方政府专项债券规模有望在8000亿元的基础上继续扩大。按照“三大攻坚战”要求，进一步优化财政支出结构，重点支持三农、创新、民生、绿色发展等薄弱领域和重点领域建设。积极应对美欧等国家税改动向，研究出台普遍降低企业增值税和所得税税率措施；明确政府性基金改革时间表，进一步清理铁路、公路、港口收费，落实各项减税降费政策来支持实体经济发展。在税制改革方面，研究推进个人所得税、消费税、资源税改革，减轻居民负担，促进资源节约利用；而2018年1月1日开征的环保税，将倒逼企业环保技术升级。



### 三、2018年中国经济金融走势展望(1)

#### 宏观政策展望

- **第三，供给侧改革重点在“破”、“立”、“降”上下功夫。**“破”是大力破除无效供给，处置“僵尸企业”，推动化解过剩产能。2018-2020年去产能范围将扩展至水泥、玻璃、电解铝和船舶等多个行业，且环保标准进一步趋严，将对污染企业形成高压态势。“立”是培育内生性新动能，加快传统产能优化升级。尤其是要聚焦重点、加大投入，推动战略性新兴产业更高质量发展。“降”主要是降成本。继续清理涉企收费，加大对乱收费的查处和整治力度，同时深化电力、石油天然气、铁路等行业改革，降低用能、物流成本。
- **第四，房地产市场继续实施差异化调控政策。**2017年下半年，广州、南京、武汉等城市已通过吸引人才落户等政策出现限购放松的迹象。但是，在“房子是用来住的，不是用来炒的”政策取向下，加之按揭贷款利率的持续上扬，2018年房地产调控政策整体放松的可能性较低。相比较而言，发展多层次住房租赁市场、构建市场化的住房租赁模式将得到政府大力支持和鼓励，租售同权、共有产权、房产税改革等试点有望取得新突破。而REITs市场加快发展，将吸引更多广泛的社会资金参与租赁市场的投资。

### 三、2018年中国经济金融走势展望(2)

#### 宏观经济金融走势展望

- 预计2018年GDP增速较2017年小幅下行，全年增长6.7%左右，但经济增长质量将有所提升。在经济增长的动能结构中，新动能的作用进一步增强，对经济增长的速度和质量提升贡献度会有新的提高。在中央淡化GDP考核指标、强调提高经济增长质量的大背景下，辽宁、内蒙、天津滨海新区纷纷给经济数据挤水分，预计未来还将有更多的地区加入挤水分行列。
- 一是投资增速平稳趋缓。2018年，基建投资受制于财政收支矛盾并未根本减轻、对地方政策举债和PPP的监管趋严导致其资金来源渠道收窄等影响因素，预计可能放缓至10%左右；制造业投资延续结构分化态势，且PPI增速进入下行通道，对制造业的盈利改善产生压力，预计制造业投资年均增速或以4%为中枢波动；房地产销售逐步回落对投资的滞后效应可能逐步显现，预计房地产投资或温和回落至5%左右。综上，2018年我国固定资产投资将呈现小幅放缓的态势，年均增速在7.0%左右。

### 三、2018年中国经济金融走势展望(2)

#### 宏观经济金融走势展望

- **二是出口增速或会低于2017年。**2018年全球经济继续保持温和复苏的势头，有助于我国对外贸易保持平稳增长。但考虑到一是基数原因,2017年出口增速较高；二是由于劳动力成本上升,海外直接投资(FDI)增速下降,影响到加工贸易的增量；三是中国出口占全球出口的比重达13%,提升难度大且贸易摩擦不断增多，预计出口增速将略低于2017年。
- **三是消费将保持10%以上增长。**近年来我国居民人均可支配收入持续提高，居民消费信心和消费意愿较强，居民消费升级需求较为旺盛，加之精准扶贫、乡村振兴和改善社会保障等举措提振消费能力，预计信息、养老、健康、旅游、文化等新型消费将快速增长，高端消费、农村消费、网络消费将成为新的重要增长点。

### 三、2018年中国经济金融走势展望(2)

#### 宏观经济金融走势展望

- **四是在市场流动性方面，预计2018年仍将保持紧平衡态势，不排除阶段性紧张的可能。**“防控金融风险”、“去杠杆”的政策导向奠定了流动性紧平衡的大基调，需要关注的是，2018年资管新规将正式出台，存在阶段性流动性紧张状况的较大可能性。基于上述流动性环境，加上2018年央行有可能随美元而被动加息，因此，预计2018年市场利率维持高位震荡，阶段性上行也是可能的。只不过由于央行货币市场操作愈发具有前瞻性和精准性，加上金融稳定发展委员会成立后监管政策协调的加强，市场利率大幅上升的可能性较低。
- **五是在汇率方面，预计2018年人民币兑美元汇率在6.50-6.75元/美元区间平台整理、双向波动。**首先，我国经济企稳，奠定了人民币稳定的基础；其次，受美国在发达国家中最先退出QE量化宽松政策以及特朗普税改推出对美国经济及财政短期内带来的负面影响，预计美元指数仍将处于弱势；第三，我国央行调节汇率工具更加完备，这从2018年初，央行将逆周期调节因子系数调为零已可见端倪，预计未来如果汇率有大幅波动，央行可通过调节系数来影响汇率走势。

## 四、对策建议

### 把风险防范放在重要位置,坚持贯彻战略转型

- 在中央将“防风险”列为2018年三大攻坚战首要任务的大背景下，商业银行要严格落实国家整治金融乱象、坚决打击违法违规金融活动的一系列部署，要把风险防范放在重要位置，应重点关注以下几个风险点：一是新旧动能转换过程中的风险。二是监管机构强调的交叉性、跨界风险，以及不确定性带来的市场风险、流动性风险。三是在“严监管”背景下，当局对金融机构违规行为继续保持高压态度，银行合规风险明显上升。
- 在这样的大背景下，商业银行要继续坚持贯彻转型战略，更加有力地进行经营结构调整，有针对性地安排好资产负债表及各项业务，负债端要针对整体资金紧平衡格局，进一步加大力度组织资金来源，合理安排负债结构，适度增加主动负债水平，扩大低成本资金来源；保证大类资产需求资产端要向收益更高领域倾斜，要抓住新产业、新业态、新市场、新政策所带来的新机遇，围绕经济增长新动能构造新的业务增长点；把握资金流动趋势，做好利率、汇率管理；与此同时，要着力推动零售业务转型以应对金融科技冲击。



# 谢谢 Thank You



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。