

研究报告

2018 年第 65 期

2018.07.17

课题组组长：周月秋 樊志刚

课题组成员：樊志刚 王小娥 杨苕
朱妮 刘新

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

经济运行好中藏忧 贸易摩擦再添变数

——2018 上半年宏观经济金融走势回顾政策分析及下半年展望

要点

- 2018 年上半年，中国经济运行总体平稳，工业生产平稳增长，全国城镇调查失业率继续保持中低水平。但经济运行中依然存在一些隐忧，其中既有经济内在运行客观过程中产生的问题，包括基建投资明显下滑和消费增长放缓；也有宏观调控政策推进中，由于节奏力度把握不当或者政策叠加效应间接带来的问题，包括民营企业债务违约、地方政府隐性债务风险上升等；另外，以中美贸易摩擦为代表的外部风险也进入多发期，对出口乃至整个经济增长的拖累也将逐步显现。展望下半年，中美贸易战已成为下一阶段经济走势及宏观政策的重要影响变量。据我们估算，中美贸易争端对中国经济的短期拖累至少为 0.1 个百分点，极端情形下将拖累 GDP 超过 1 个百分点。受这些因素影响，我行仍要坚持把风险防范放在重要位置；与此同时，积极应对政策变化带来的影响，推动负债、资产、中间业务全面发展。

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。

经济运行好中藏忧 贸易摩擦再添变数

2018 年上半年，中国经济运行总体平稳，但好中藏忧，主要表现为投资增速明显趋缓，消费增长面临回调压力，以及中美贸易战升级可能对出口带来明显的负面影响。除此之外，宏观调控政策推进中，由于节奏力度把握不当或者政策叠加效应而间接带来的问题也有所显现。这些都对商业银行的经营带来多方面挑战。在这样的大背景下，商业银行要坚持把风险防范放在重要位置，充分估计中美贸易摩擦以及经济下行中潜在金融风险，积极采取应对措施，在保障业务发展的同时，着力在市场上树立勇于担当的大行表率。

一、上半年中国宏观经济金融运行特点

（一）经济运行总体平稳，但好中藏忧

上半年，我国 GDP 同比增长 6.8%。分季度看，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%。受地产投资和出口增长等因素带动，工业生产总体平稳。上半年，全国规模以上工业增加值增长 6.7%¹，较上年同期回落 0.2 个百分点。同时，工业企业利润在上年同期 22.7% 高增长基础上，前 5 月同比增速仍高达 16.5%。全国城镇调查失业率连续三个月都低于 5%²，与全球主要经济体相比仍属中低水平。

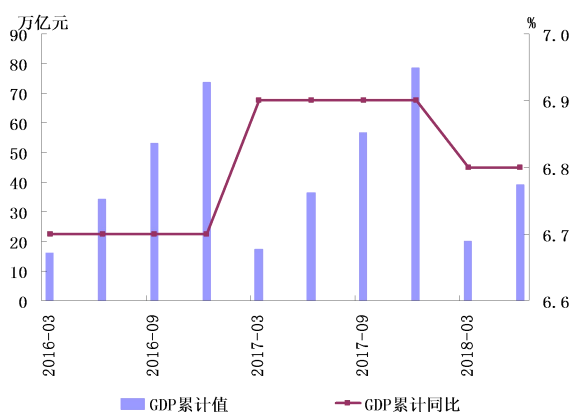


图 1 经济增长总体平稳 (2016.1-2018.6)

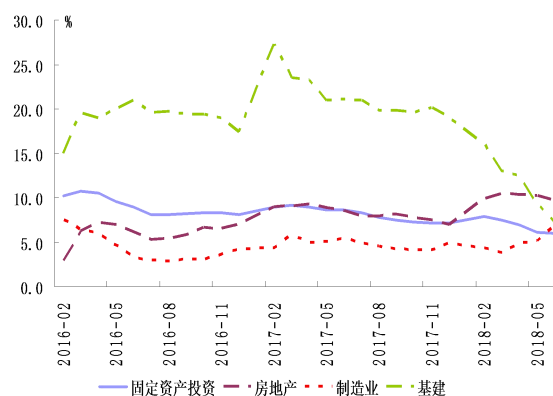


图 2 投资增长乏力 (2016.1-2018.6)

¹ 1-6 月工业增加值当月同比分别为 15.4%、-2.1%、6%、7%、6.8%和 6.0%。

² 4-6 月，全国城镇调查失业率分别为 4.9%、4.8%和 4.8%。



好中藏忧表现在需求端，“三驾马车”表现不一。

一是投资增长乏力。上半年，固定资产投资同比仅增长 6.0%，创 2000 年以来新低；资本形成对 GDP 增长的贡献率为 31.4%，比上年同期下降 1.3 个百分点。三大投资中，仅房地产投资受库存降至低位、棚户区改造等因素影响，增速持续处于高位。上半年，全国房地产开发投资增长 9.7%，较上年同期加快 1.2 个百分点³。受企业盈利状况改善、国家加大对高新技术产业投资力度等因素影响，制造业投资上半年同比增长 6.8%，较上年同期加快 1.3 个百分点。基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速受表外融资收缩、PPP 清理、财政支出力度减弱⁴等因素影响，上半年仅增长 7.3%，比上年同期大幅放缓 13.8 个百分点，是固定资产投资放缓⁵的主要原因。

二是消费增速放缓。上半年，受居民可支配收入增速放缓等因素影响，社会消费品零售总额同比增长 9.4%，较上年同期回落 1 个百分点，创 2004 年以来新低；但受投资及净出口贡献率下降影响，消费对经济增长的贡献率达到 78.5%，比上年同期提高 14.2 个百分点。

三是出口形势不定。上半年，出口增长（以美元计价）12.8%，同比加快 5.1 个百分点；进口增长 19.9%，同比加快 1 个百分点；净出口对 GDP 增长的贡献率为 -9.9%。受中美贸易战等因素影响，出口未来面临很大不确定性。

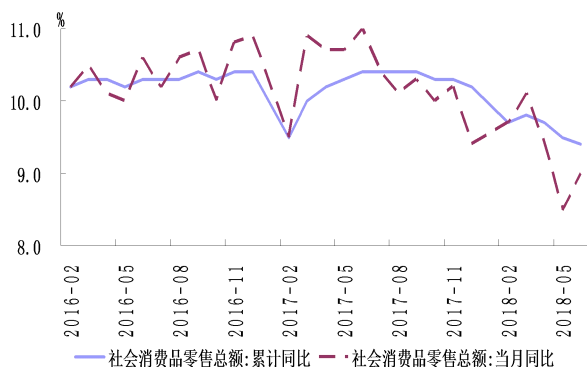


图3 消费需求下降（2016.1-2018.6）

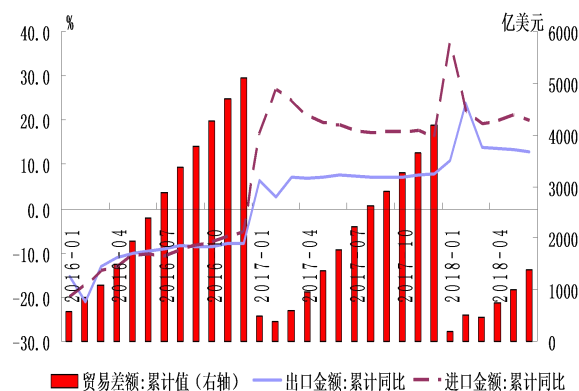


图4 进出口增速较高（2016.1-2018.6）

³ 但较 1-5 月增速回落 0.5 个百分点。

⁴ 3-6 月，地方财政支出当月同比分别为 4%、7.8%、-1.2% 和 6.2%。

⁵ 2018 年以来，固定资产投资增速呈逐月下滑态势，由 1-2 月的 7.9% 下降至 1-6 月的 6.0%。

（二）CPI 平稳温和，PPI 企稳回升

上半年，CPI 累计上涨 2%，低于政府工作报告确定的 3% 涨幅目标，延续平稳走势。其中，非食品类 CPI 累计上涨 2.2%，是 CPI 上涨的主要贡献力量，尤其医疗保健类、教育文化和娱乐类价格上涨较快，反映出消费升级型服务价格上涨态势不减。

上半年，PPI 累计上涨 3.9%，较上年涨势有所放缓。其中，生产资料价格累计上涨 5.1%，是推动 PPI 上涨的主要动力。需要关注的是，PPI 环比在连续 3 个月负增长后于 5 月重新转正，企稳回升态势初现。

综合来看，CPI 延续平稳走势，PPI 企稳回升态势初现，通胀压力整体温和可控，货币政策尚有操作空间。

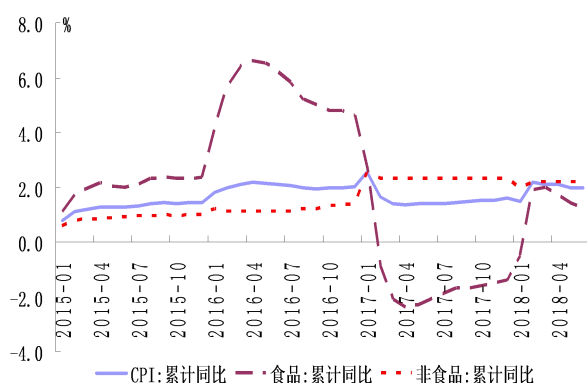


图 5 CPI 延续平稳走势（2015.1-2018.6）

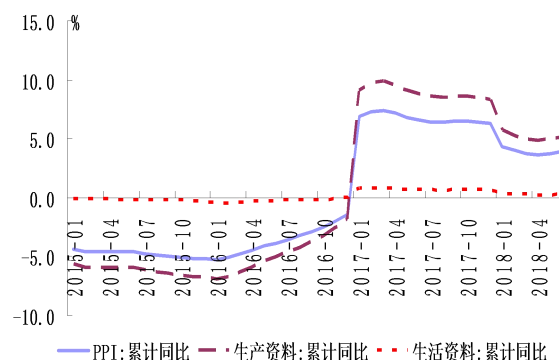


图 6 PPI 企稳回升（2015.1-2018.6）

（三）银行间市场流动性边际趋松，全社会流动性边际趋紧

银行间市场利率小幅回落，显示银行间市场流动性边际趋松，货币政策偏紧程度有所减弱⁶。1-6 月，SHIBOR（隔夜）月均水平分别为 2.65%、2.59%、2.61%、2.65%、2.61% 和 2.57%，6 月利率水平较年初小幅回落；7 天银行间质押式回购加权利率（R007）月均水平分别为 3.23%、3.07%、3.29%、3.66%、3.19% 和 3.34%⁷，整体呈“W”型走势，6 月也较高点有所回落。

⁶ 2018 年以来，央行共进行三次定向降准。第一次是 1 月 25 日开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放流动性约 4500 亿元；第二次是 4 月 25 日实施的用以置换 9000 亿元 MLF 的定向降准，释放增量资金约 4000 亿元；第三次是 7 月 5 日开始实施的支持债转股和小微金融的定向降准，释放资金约 7000 亿元。

⁷ 2017 年 12 月，R007 月均水平达 3.69%。与此相比，今年上半年货币市场利率有所下行。

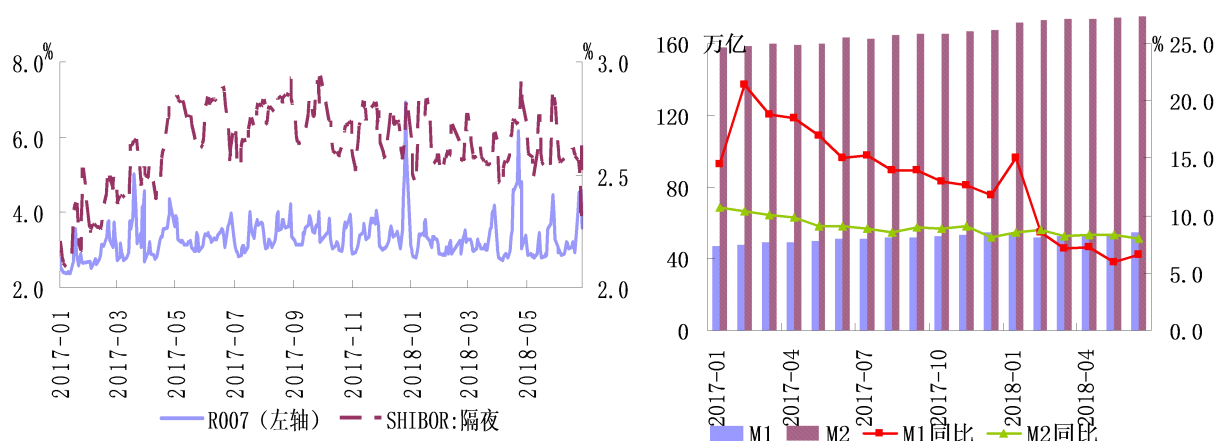


图 7 货币市场利率呈“W”型走势（2017.1-2018.6） 图 8 货币供应量增速放缓（2017.1-2018.6）

但与此同时，全社会流动性边际趋紧，实体经济融资成本有所升高。一是 M2 增速放缓。1-6 月，M2 同比增速分别为 8.6%、8.8%、8.2%、8.3%、8.3% 和 8.0%，与上年同期相比分别回落 2.1、1.6、1.9、1.5、0.8 和 1.1 个百分点。二是社融增速大幅回落，表外融资收缩较明显。上半年，社会融资规模累计增长 9.1 万亿，比上年同期少增 2.07 万亿；其中以信托贷款、委托贷款、票据融资为代表的表外融资累计负增长 1.26 万亿，比上年同期少增 3.74 万亿，是社融增速回落的主要拖累因素。三是表内信贷需求较旺盛⁸，实体部门融资成本有所升高⁹。上半年，累计新增人民币贷款 8.76 万亿，比上年同期多增 5500 亿元；3 月，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.96%，比上年 12 月上升 0.22 个百分点。

⁸ 从人民银行 2018 年二季度银行家问卷调查结果来看，总体贷款需求指数为 64.19，较上年同期上升 2.03 点，较一季度下降 9.46 点。具体来看，信用卡贷款需求最为旺盛，租赁服务业新增贷款需求最多；制造业、基础设施业、建筑业和房地产业贷款需求有所减少；个人购房贷款需求回落明显；房地产、信用卡消费、基础设施贷款信贷供需缺口较大，但较一季度有所缓解。

⁹ 人民银行 2018 年二季度银行家问卷调查结果显示，贷款利率升高感受明显，贷款利率感受指数较上年同期和上季分别上升 6.08 和 2.71 点至 52.03。

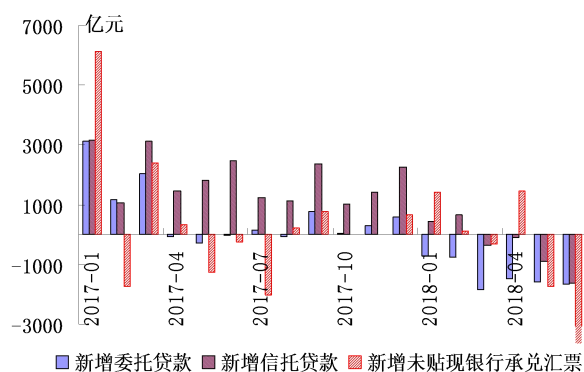


图9 表外融资规模收缩明显 (2017.1-2018.6)

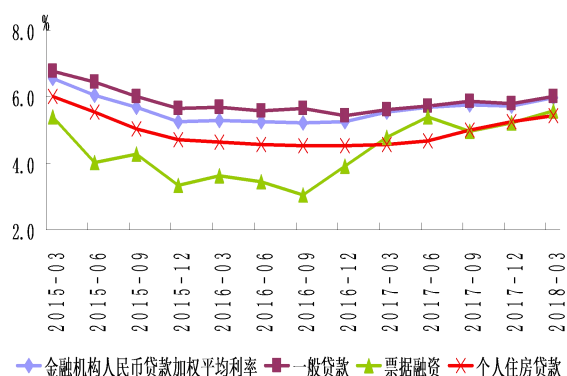


图10 信贷融资成本有所升高 (2015.3-2018.3)

(四) 人民币对美元汇率先升后贬，总体贬值

1-6月，美元兑人民币中间价月均水平分别为6.4364、6.3162、6.3220、6.2975、6.3758和6.4556，呈先升后贬态势。受美元指数走强、中美贸易摩擦升级等因素影响，截至6月末，人民币对美元汇率中间价较上年末累计贬值1.25%，其中6月单月贬值3.05%。

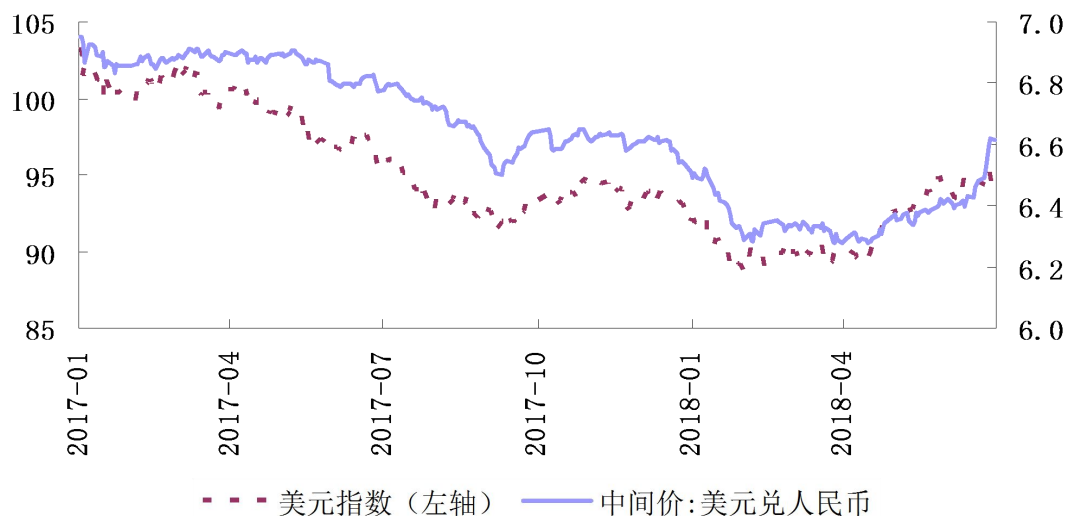


图11 美元指数和美元兑人民币中间价走势图 (2017.01-2018.06)

(五) 房地产库存降至较低水平，更多省市加入“抢人”大战

一方面，房地产库存降至较低水平，房价上涨压力逐步积累。截至6月末，我国商品房待售面积为55083万平方米，狭义库存去化周期¹⁰已降至

¹⁰ 狭义库存去化周期=商品房待售面积/近12月月均销售面积。



不足4个月。从6月70个大中城市新建商品住宅价格环比变动情况看，一、二、三线城市环比涨幅分别为0.6%、1.2%和0.7%；从二手住宅市场来看，一、二、三线城市分别环比上涨0.0%、0.7%和0.6%。

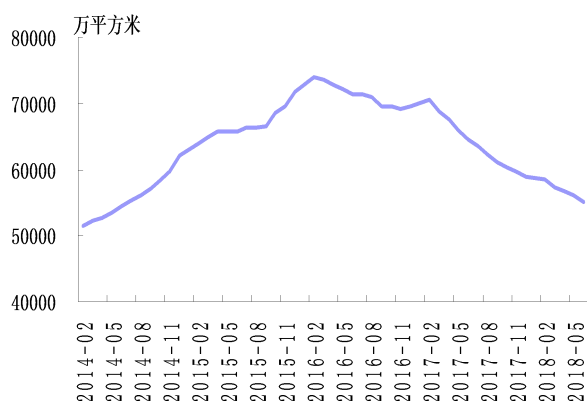


图12 商品房待售面积 (2014.2-2018.6)

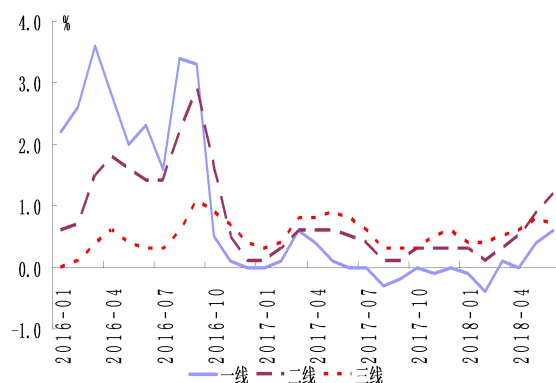
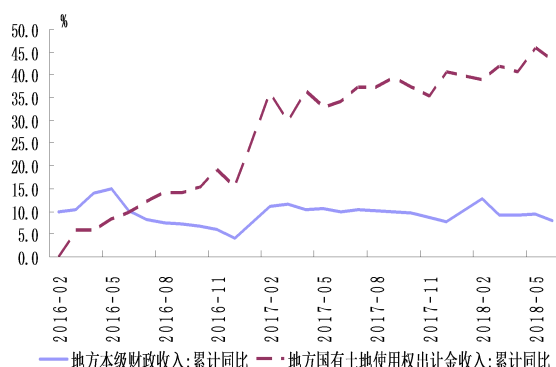
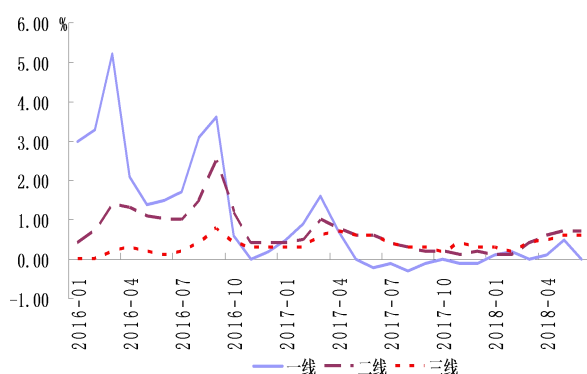


图13 70大中城市新建商品住宅价格环比
(2016.1-2018.6)

另一方面，多省市加入“抢人”大战，显示土地财政依赖度进一步上升。2018年以来，海南、四川、天津等若干省市先后加入“抢人”大战。从出台的具体政策看，多与房地产市场息息相关¹¹。“抢人”的背后，反映出地方政府对土地财政的依赖。上半年，地方本级财政收入累计增长8.0%，比上年同期放缓2个百分点；但地方国有土地使用权出让收入累计增长43%，比上年同期提高9个百分点。“一升一降”进一步印证了地方政府在财政收入增长乏力的情况下，对土地财政的依赖度进一步上升。



¹¹ 如落户即获得购房指标、设立人才公寓、提供租房购房补贴等。

图 14 70 大中城市二手住宅价格环比
(2016.1-2018.6)

图 15 地方财政收入和土地出让金增速
(2016.1-2018.6)

二、当前经济运行中存在的主要问题及对商业银行的影响

需要关注的问题既有经济内在运行客观过程中产生的问题，也有宏观调控政策推进中，由于节奏力度把握不当或者政策叠加效应间接带来的问题，另外，以中美贸易摩擦为代表的外部风险也进入多发期，这些都对商业银行的经营带来风险和挑战，需要给予高度关注。

（一）经济内在运行客观过程中产生的问题

1. **基建投资明显趋缓，需关注长期影响。**如前所述，今年以来，受地方政府债务清理、PPP 项目清库及规范管理等多种政策影响，公路、基础设施建设领域投资受到较大影响，基建投资增速大幅放缓，我行基础设施、基础产业类贷款增长减缓明显，个别地方政府背景投资贷款基本没有新增投放。预计对后续经济增长及信贷市场形成直接影响。

2. **消费累计增速创近十五年最低，需关注对消费贷款的影响。**居民消费增速的下滑主要与近两年持续攀升的房价以及由此带来的家庭债务负担上升有关。目前我国居民部门的杠杆率已经达到 49% 左右，其中 70% 的债务来自房贷。居民部门债务对消费的抑制效应已经开始显现。考虑到当前房价快速上涨的势头还未得到全面遏制，家庭债务增速依然较快，不排除未来消费增速进一步下滑的风险，消费贷款或持续面临较大回落压力。

（二）宏观调控政策推进中出现的问题

1. **去产能、去杠杆加速企业、政府风险暴露，商业银行风险管理形势严峻。**2018 年一季度，商业银行不良贷款率为 1.75%，在 2017 年整年保持 1.74% 水平后再度微幅上升；不良贷款余额 17742 亿元，较 2017 年末增长 685 亿，已是自 2011 年第四季度以来连续第 26 个季度环比上升。银行业不良贷款的再度“双升”，主要源于产业结构深层次调整和强监管去杠杆背景下，部分企业和地方政府资金流紧张状况加剧。



第一，去产能持续推进下，经济进入新旧产能转换阵痛期，旧产能存量资产风险尚未完全出清，新产能体量小且风险较大。旧产能潜在风险在以往产业高速增长时期被掩盖（比如高负债经营模式中的风险），随着去产能、去库存、降杠杆等政策叠加，旧产能发展速度回调，风险容易被触发，典型的是企业偿债能力出现问题，如信用债违约。同时新产能远未进入稳健发展期，风险可能也较大。

第二，去杠杆引发企业部门和政府部门风险上升。

首先，去杠杆的非对称性加剧民企融资压力，触发信用债违约。去杠杆的非对称性体现为对国有企业和民营企业产生的影响不一样。民营企业的大部分融资，包括信贷，都是通过非银行金融机构，或者银行的表外和同业业务的渠道获得的。随着各项监管措施逐步到位，大量表外业务回归表内，去杠杆加快了同业业务、表外业务等的收缩，这给民营企业融资造成了很大压力，表现为非国有企业资产负债率下降速度比国有企业更快，融资成本上升更多。中国社会融资成本指数显示，当前中国社会融资（企业）平均利率成本为 7.6%，若加上各种手续费、评估费等，平均融资成本将超过 8%，中小企业（大部分为民营企业）融资成本大部分超过 10%。与此同时，经济下行时期，民营企业经营效益普遍差于国有企业：1-5 月，国有及国有控股工业企业利润总额同比增长 28.7%，私营工业企业仅增 10.6%。

经营效益增速下滑叠加融资成本上升，民营企业债务违约风险大幅上升，引发今年以来的信用债违约问题。下半年是企业债券和非标债务到期高峰，年内到期或回售的各类信用债本息合计约 4 万亿元，远高于前 5 个月的 2.36 万亿元；年内到期的信托资金 4.1 万亿元，远高于前 5 个月的 2.1 万亿元¹²。企业债务违约风险如继续上升，将给商业银行资产质量管控带来困难和隐患。

其次，政府部门去杠杆和地方债务清理加大地方政府收支缺口压力，隐性负债风险上升。为防范政府债务风险，我国自 2014 年开始清理规范地方政府举

¹² 数据来源：海通证券

债，对存量非债券形式的债务通过债务置换来降低地方政府债务负担，对新的融资需求，明确发行地方债券是地方政府举借债务的唯一合法形式，推动政府部门去杠杆。但是，地方政府发债受到限额管理，正在推进的减税降费措施对政府收入增长也有一定影响。而基本公共服务支出呈刚性增长态势，环境修复治理、城镇化、人口老龄化以及补短板等都需要增加财政支出。即使把 PPP、政府引导基金等渠道融资考虑进来，收支缺口压力依然很大。今年上半年，地方财政收入累计增长 8.0%，支出累计增长 7.8%。在收支缺口压力下，地方政府隐性负债风险或有所上升。

商业银行是地方政府债券的重要承接者，在财政收支缺口压力上升时期，不仅要关注地方显性债务规模，更要警惕隐性债务扩张，甄别不同地区地方政府偿债能力变化，摒弃中央政府为地方政府债务兜底的幻想，避免成为地方政府债务风险的最终承担者。此外，还要警惕信用风险由银行债券投资业务向表内信贷蔓延。

2. 经济增速下滑叠加强监管政策，制约了银行贷款增速，对银行盈利增长产生负面影响。上半年，我国存款类金融机构的非金融企业及机关团体短期贷款和中长期贷款分别同比减少 46.8%和 12%。居民户贷款同比减少 4.5%，其中中长期居民户贷款同比减少 11.3%。当前银行经营转型尚未完成，生息资产的规模扩张依然是净利润增长的最主要推动力。若考虑到商业银行非利息收入中，有很大一部分也与资产规模的扩张密不可分，资产规模增长在过去十多年中对我国商业银行盈利的贡献度大致在 80%左右。去杠杆下信贷扩张受到制约，银行盈利增长也相应出现放缓：一季度，我国商业银行平均 ROA 和 ROE 分别为 1.05% 和 14%，较上年同期下降 0.02 和 0.77 个百分点。

3. 存款流失叠加强监管加重金融机构资金面压力，资金成本上升。

在居民理财意识逐步增强、金融投资渠道不断丰富的背景下，商业银行存款分流压力加大，人民币各项存款余额增速已降至 1979 年以来的低位（6 月末为 8.4%）。尤其是活期存款流失较为严重，付息成本刚性上行。前 5 个月我行活期存款减少 111 亿元，定期存款增加 5849 亿元，定期化趋势明显，新吸收定期



存款加权平均利率比年初上升超过 20 个 BP。与此同时，金融强监管政策的密集出台，导致部分银行（尤其中小银行）资金紧张，进一步加剧了银行之间对负债资金的争夺，各银行吸收高成本负债的动力明显增强。体现为：一是**同业存单发行规模继续上升，成本提高**。1-5 月，各类商业银行累计发行同业存单 8.67 万亿元，平均发行利率 4.6%，分别较上年同期增长 1.17 万亿元（15.6%）和 16bps。二是**结构性存款规模激增**。受资管新规落地影响，结构性存款成为银行争夺负债资金的重要抓手，发行规模快速上升。截至 5 月末，中资全国性银行结构性存款规模增至 9.26 万亿元。其中，1-3 月新增 1.84 万亿元，超过 2017 年增量总和。

（三）以中美贸易摩擦为代表的外部风险隐患明显上升

2018 年以来，中美贸易摩擦逐步升温。贸易摩擦的实质指向知识产权保护、市场准入、国有企业补贴、经济和产业发展规划等问题，从而制约我国的经济增长，因此贸易摩擦不是短期问题。测算表明，改革开放 40 年，我国全要素生产率年均增长 3.0% 左右，对经济增长的贡献达到 33%。其中，贸易和利用投资的技术外溢效应对全要素生产率的贡献是 0.9% 左右，占全要素生产率的 30%。一旦贸易和投资中断，技术进步对经济增长的贡献将大大减少。因此，贸易摩擦是现在及未来一段时间我国面临的最大的外部风险。对商业银行而言，最直接的影响是相关受限产业的出口企业可能面临订单下降、利润下滑等影响，对应的信用风险可能上升。于我行而言，如果中美贸易摩擦延伸至 2500 亿美元甚至 4500 亿美元，批发零售业和制造采矿业受影响可能较大，违约概率上升较快，特别是小型批发零售业的违约概率最高上升近一倍，需要引起关注。

三、下一阶段宏观政策及经济走势展望

总体来看，中美贸易战已成为下一阶段经济走势及宏观政策的重要影响变量。从未来发展情景来看，中美贸易战可能有三种发展情形，预计在不同的情形下，政府将出台不同的宏观政策进行应对，经济走势也将有所不同。

第一，一般情形。美国对中国的钢铁和铝征收 25% 和 10% 的关税，并执行 301 调查的关税制裁，即对 500 亿美元中国产品征收 25% 的关税。中国采取反制措施，

对500亿美元的美国商品征收25%的关税。

1. 政策展望：一般情形下，预计政策基调不会出现明显变化。

首先，财政政策重在“稳增长、调结构、降成本”。考虑到2018年预算赤字率下调至2.6%，预算财政支出增速7.6%（与2017年增速基本持平），加之今年地方债发行明显低于前两年¹³（预计2018年发行规模约为3.8万亿左右，低于2016年的6万亿，和2017年的4.36万亿），而上半年支出进度明显加快。意味着下半年支出进度放缓，财政赤字会较早出现。财政在加快支出进度的同时，更多倾向于创新驱动、扶贫、环保和教育等领域，注重结构性发力。同时，**财税体制改革作为下半年工作重点，减税降费力度将进一步加大**。全年预计将为企业和个人减税8000亿元，为市场主体减轻非税负担3000亿元，整体减税降费规模将超过1.1万亿元¹⁴。“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，提高小规模纳税人年销售额标准，提高个税起征点¹⁵”将是重中之重。

其次，货币政策重在“稳预期、防风险、紧信用”。预计“（定向）降准+加息”的政策组合在今年下半年将延续。继4月17日、6月20日两次定向降准后大型存款类金融机构和中小型存款类金融机构法定存款准备金率分别为15.5%和13.5%，总体上仍处于较高水平。鉴于当前市场主体融资难、融资贵现象仍然存在，清理规范表外融资后融资主渠道作用日益凸显的商业银行负债资金来源偏紧，预计央行下半年仍会有两次左右降准，为商业银行提供适度宽松的负债基础。

2. 经济走势预测：在这种情形下，美国关税制裁对中国出口和经济影响不大，估计短期拖累中国经济增速约0.1个百分点。**预计2018年GDP增长6.6%左右，**

¹³ 就地方债发行来看，2018年是存量地方政府债务置换的最后一年，所余存量债务已经不多，大约还需置换1.7万亿元；再就新增债务来看，按财库【2018】61号文要求，2018年新增债券的总发行规模不能超过2.18万亿（当年新增债务限额），两者合计3.8万亿元左右。事实上，今年以来地方债发行进度已严重滞后（2018年1-5月发行地方债8766亿元，仅为2016年和2017年同期的26%和65%）。

¹⁴ 按照2018年5月财政部、国家税务总局《关于简并增值税税率有关政策的通知》，从5月1日起，制造业等行业增值税税率从17%降至16%；农产品等货物以及交通运输、建筑、基础电信服务等行业的增值税税率从11%降至10%；食用油增值税税率由11%进一步下调到10%；对进口抗癌药品实行零关税，减按3%征收进口环节增值税；对企业新购入的500万元以下设备和器具当年一次性在税前扣除。

¹⁵ 个人所得税法修正案草案已于6月19日提请人大常委会审议，工资薪金、劳务报酬、稿酬和特许权使用费等劳动所得将首次实行综合征税，个税起征点将由每月3500元提高至每月5000元。



年内将呈现前高后稳走势。

预计全年社会消费品零售总额将突破40万亿大关，同比增速为10%左右：4月底政治局会议提出持续扩大内需，促消费政策将出台落地。一是提高个人所得税起征点，合理减负相关措施将于下半年落地。二是围绕中美贸易摩擦及改革开放40周年，一些促开放、增进口、提高消费者福利的政策频出¹⁶。目前，部分商品终端销售价格已经出现明显下调。三是线上线下消费融合，旅游消费、文化体育娱乐消费、信息消费和健康消费等进一步成为消费市场新增长点。

预计全年固定资产投资增速在6.5%左右：一是制造业投资将小幅反弹至6%左右。下半年，在制造业升级的大环境下，国家将持续加大对高技术制造业的支持力度，计算机通讯、汽车、医药、通用设备等增速仍将会成为工业增加值增速较快行业。随着民间投资的复苏，预计制造业投资增速短期虽有疲软，长期或将迎来周期性行业投资的回暖。二是基建投资将有所下降，但幅度有限，预计全年基建投资增速将在12%左右。前期不规范的PPP基建项目已接近完成清理整顿，合规项目逐步开工，PPP项目落地率仍在稳步上升。地方政府专项债规模由去年8000亿元增加至1.35万亿元，加之在扩大内需导向下，政策支持将有所加码，利于基建投资止跌企稳。三是房地产投资将高位回落，但回落幅度小于预期，预计全年增速在8%左右。房地产调控下销售增速的放缓、资金来源的制约是房地产投资增长的主要抑制因素，但来自住宅低库存、土地购置向新开工转化也为房地产投资提供了积极因素。尤其是主要热点城市“以人才引进”放松房地产限购政策，房企仍延续积极拿地意愿，刺激房地产需求回暖。

预计2018年中国出口增速可能在7%左右：总体来看，全球经济回暖势头良好¹⁷，美国关税制裁对中国出口和经济影响不大，可能影响中国出口增速下降1.2个百分点左右¹⁸。

¹⁶ 如自2018年7月1日起，降低部分进口日用消费品的最惠国税率，涉及1449个税目；降低汽车整车及零部件进口关税。

¹⁷ IMF发布的4月全球经济展望中维持全球经济增速3.9%的判断，较2017年实际增长速度提升0.1个百分点。

¹⁸ 美国此次直接征税直接冲击“制造计算机、电子和光学产品”、“电气设备制造”、“机械设备制造”等三大行业。综合测算，上述三大行业出口价格弹性为-0.56，2018年7月美国根据清单对340亿美元商品征收25%关税，将导致中国对美出口直接减少47.6亿美元。若后续美国再对清单中160亿美元商品征收25%关

预计 M2 和社会融资规模增速可能低位反弹，流动性有望总体平稳。未来一段时期，贷款规模增长将推动 M2 小幅反弹，考虑到去年同期基数较低，预计 2018 年 M2 增速将回到 8.5-9% 左右。同时，考虑到资管新规对于银行资金自查、削减的影响开始递减，预计表外融资方面可能会出现一定反弹。相应社融同比增速或回升至 11% 左右。

预计人民币保持双向波动，总体将呈小幅贬值态势。展望下半年，美联储将继续加息，美国各项经济数据表现良好，美元将继续保持强势。但中长期来看美元长期上升动力有限¹⁹，美元指数难以突破 100 大关。在此种情形下，预计 6.6-6.8 仍是 2018 年人民币的波动上限，触碰甚至突破 7 的概率不大。

第二，更坏情形。中美贸易战升级，贸易战扩大至 2500 亿美元²⁰，这将可能导致中国对美国出口出现较大幅度下降，与此同时，自美国进口也将减少，但考虑到中国对美存在较大规模贸易顺差，出口下滑幅度会大于进口下滑幅度。假设最终使中国对美国外贸顺差降低 1000 亿美元，估计将影响中国 GDP 增速大约 0.7 个百分点。如果在 2018 年四季度增加对 2000 亿美元商品互征关税，则对 2018 年 GDP 的影响约为 0.3 个百分点。如果在 2019 年初对 2000 亿美元商品互征关税，则对 2019 年 GDP 的影响约为 0.7 个百分点。考虑到 2000 亿美元加征关税大概率在四季度实施，在其他因素不变的情况下，预计 2018 年 GDP 增速下滑至 6.5% 左右，2019 年 GDP 增速下滑至 6.1% 左右。尤其需要注意的是，贸易冲突升级使得中国难以获得外商直接投资（FDI）或难以进口高科技产品，这将对中国经济的长期发展产生较大影响。

在贸易顺差缩窄甚至变负的情况下，人民币贬值预期将明显抬头，年内存在破 7 的可能性，叠加美元走强，一方面外汇流入减少，另一方面结汇意愿降低，这将导致外汇占款下降，从而使得流动性更加紧张。在这种形势下，货币政策

税，将导致中国对美出口一共减少 70 亿美元。再考虑征税对其它相关行业和经济的冲击，我们认为可能影响中国出口增速下降 1.2 个百分点左右。

¹⁹ 据美联储测算，美国财政刺激经济上升或难持续，当前美国经济潜在增长率为 1.8% 左右，低于 2008 年金融危机前的 2.5%，预计 2018 年美国经济增长 2.8% 左右，但 2019 年之后将逐渐向 2% 回归。

²⁰ 7 月 11 日，特朗普政府发布了再向 2000 亿美元中国商品加征关税的计划清单，可能会在 8 月 30 日公众咨询结束后正式生效。清单包括服装、电视零件和冰箱等消费品以及其他高科技产品，但不包括手机等一些备受关注的产品。



边际宽松的必要性增加，央行“定向降准”甚至“定向降息”步伐可能明显加快²¹。

第三，极端情形。如果美国一意孤行，中方强硬反制，中美之间可能从贸易战蔓延到投资战和金融战。极端情形下（美国对我国将近4500亿美元商品加征关税，约占2017年我国对美出口商品的90%以上），贸易战可能会导致当年中国经济增速下滑1%以上。在其他因素不变的情况下，GDP增速可能下滑至5.7%左右，一年之后影响更大。与此同时，人民币兑美元汇率将显著贬值，美国对华投资显著减少，进出口快速萎缩，对中国经济的影响将是全方位和中长期的。中国有可能采取“财政+货币”双边际放松方法予以应对。但在全球同步紧缩，新兴市场风险逐渐加大的背景下，我国尚不存在大规模宽松的条件。

四、商业银行的对策建议

（一）坚持把风险防范放在重要位置

当前金融领域仍处在风险易发高发期，叠加不断升级的中美贸易摩擦，使得商业银行面临的外部形势日益复杂，因此，我行要坚持把风险防范放在重要位置，建议重点关注两个方面：

1. 充分估计中美贸易摩擦的长期性，做好应对预案

从长期来看，中美关系的不确定性正在上升，我行必须高度关注，积极做好应对预案。首先，我行尤其我行在美机构要加强合规经营管理，谨防在中美贸易战背景下，出现风险漏洞，成为美国监管机构重点关注“目标”。其次，及时跟进制裁和反制产品清单的进展，关注外贸活动中较为活跃的外向型出口贸易企业及其上下游企业的经营情况，尤其要重点关注批发零售业和制造业，有效防控风险。第三，在危机中积极寻找业务发展机遇，帮企业渡过难关，同时也在市场上树立勇于担当的大行表率。一是加强和中国出口信用保险公司的合作，为中小出口企业提供更多的保障；二是着力帮助企业应对汇率波动带来的挑战。由于贸易争端持续发酵可能引起人民币对美元汇率大幅波动，客户对远

²¹ 6月25日，央行宣布“增加支小支农再贷款和再贴现额度共1500亿元，下调支小再贷款利率0.5个百分点，获得支持的小微企业贷款利率要有明显下降”。

期结售汇、掉期及期权等产品需求可能将扩大，应密切关注进出口客户汇率避险类需求，引导并协助客户使用汇率风险管理类产品，帮助企业控制进出口成本，锁定利润空间。

2. 关注宏观经济下行过程中出现的企业违约、债务高企现象，有序化解潜在融资风险

在我国货币紧平衡、金融强监管的宏观背景下，部分企业再融资压力将进一步增大，尤其是亿元以上客户风险管控压力加大，是下一阶段防劣变的重点与难点。我行需重点关注以下几个信用风险较高的领域：一是信用评级较低的企业；二是公司治理与业务经营不善的企业；三是股票质押比例过高的企业；四是产能过剩行业中竞争力较弱的中小企业；五是前期过度举债、债务到期期限比较集中且现金流压力较大的企业；六是收入来源严重依赖地方政府的城投企业。

与此同时，进一步细化管理，加强风险识别，提高风险防控能力。一要密切关注不同领域、不同行业的风险水平，重视信用风险的识别。二要对发行人的信用资质和有关增信条款进行全面细致的审查，加强内控风险管理，完善投资人保护协议、违约后处置条款等。三要合理进行资产配置，同时积极使用担保、信用衍生工具等风险分散和转移的手段。四要积极推动市场化债转股的落地工作。

（二）积极应对政策变化带来的影响，推动业务发展

1. 负债业务方面，狠抓存款增长。从我行情况来看，资管新规后保本型理财产品部分转型为储蓄资金，上半年人民币储蓄存款同比多增，结构性存款快速增长。但同时，新吸收存款定期化趋势明显，存款付息成本控制难度加大，利率上升趋势明显。面对上述变化，建议：

首先，进一步坚定“存款立行”战略思维。要根据市场竞争情况，定向发行专属结构性存款、固收类理财及私人银行专属产品，建立资金循环管理体系，提高流量资金沉淀比例。要按照“放权、赋能、强责”原则，扩大重点行利率定价弹性，强化额度分配与存款增长挂钩机制，帮助重点行提升客户维护能力。



要加大营销资源投入，探索合作获客新途径，从市场上挖掘新的优质客户，持续提升存款业务竞争力。

其次，要清醒地认识到，高成本的结构性存款只是资管新规的过渡性产物。在M2整体上没有明显提升的情况下，未来全社会存款增量难言乐观。我行还需从基础入手，狠抓客户服务水平和系统管理能力。一是要规范发展结构性存款产品。随着市场对银行新资管产品的认可，以及监管机构相关制度出台，未来该产品的发展将逐渐回归理性。二是要在拓展零售客户方面下大功夫。开展直达客户营销、线下促销、奖励积分等营销活动，提升营销效果。三是建议参照市场反响较好的招行和建行零售网点经验，加快我行网点装修改造和布局优化调整。

2. 资产业务方面，狠抓信贷优质项目储备和结构优化。近一年来，一方面，由于同业和表外业务的监管不断收紧，存量非标和委外资产萎缩，而表内信贷需求旺盛，规模十分紧张。就我行而言，目前个人贷款及公司贷款均出现排队现象。另一方面，受地方政府债务清理、PPP项目清库及规范管理等多种政策影响，我行基础设施、基础产业类贷款增长明显减缓，预计对后续经济增长及信贷市场形成直接影响。面对上述变化，建议：

从短期来看，做大资产规模依然是保持经营发展的可行之举。尤其是下半年随着央行货币政策边际趋松，可能还会有两次左右降准，将进一步释放银行间流动性。在此情况下，我行仍应积极向央行争取信贷规模，尤其是运用好小微企业、普惠金融政策，狠抓信贷优质项目储备，确保资产规模增速的适当增长。

从长期来看，我行需要转换战略思维，从过度依赖信贷增长的规模经营理念转向结构优化的经营规模理念，才能使我行发展行稳致远。具体而言，一是确定合理适当的规模增长目标，走增量轻化之路。建议我行加快从“重资产”型经营模式向“轻资产”型运营模式转变，走出一条以更少的资本消耗、更集约的经营方式实现更高效、更丰厚价值回报的轻型化之路。²²二是活化存量资产，

²² 招商银行自2015年起推行“轻型银行”战略布局，坚持“轻资产”、“轻资本”的专业化经营模式。从

提高信贷资产流动性。通过信贷资产证券化、资产流转交易、不良资产处置等措施，提高我行信贷资产的流动性，为我行依据客观情况变化来灵活摆布信贷资产提供更大空间。**三是存量、增量两手抓，以提升重点领域占比、管控退出劣质市场为原则，优化信贷结构。**加大力度深耕高价值创造低风险行业客户群，从政策机制角度解决先进制造业、科创企业、绿色环保等重点市场覆盖率不足和产能过剩等低效市场退出缓慢的问题。

3. 中间业务方面，进一步优化盈利结构。一是增加投资类资产，特别是国债、地方债等低资本占用的债券投资占比，培育资本集约型的发展模式，促进新利润增长点的形成，优化收入结构。**二是不断优化我行资产证券化业务策略。**建议由总行统筹资源配置，在信贷规模分配及使用方面，引导一级分行采取“谁腾出规模，谁优先使用”的原则，提高资产规模腾挪效率。可考虑将资产证券化业务纳入分行行长考评创新业务中，以此为导向鼓励分行发现信贷资产证券化需求并开展相关业务。

近两年的经营业绩看，招商银行“轻型银行”战略取得一定成效。2017年，招商银行在资产总额增长5.98%的情况下，实现净利润13%的快速增长；2018年1季度，招商银行在资产总额出现0.9%下降的情况下，仍然保持13%的净利润增速，高于上市银行总体利润增速8个百分点。