

# 研究报告

2018年第39期

2018. 04. 20

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

杨若 朱妮 刘新

## 中国经济韧性增强分化加剧 新旧动能切换有待深入推进

—2018年1季度中国宏观经济金融形势、政策分析和展望

### 要点：

➤2018年1季度，中国经济稳中趋缓，GDP增长6.8%，产业结构提质增效，经济韧性不断增强。但是，经济分化的特点更加明显。从“三驾马车”来看，消费、出口平稳增长，投资增速明显下行。从房地产市场来看，商品房销售和房地产投资一降一升，房价走势持续分化。从金融市场来看，在严监管背景下，M2和社融增速一升一降，商业银行通道类业务受到较大影响，存款竞争压力不断加剧。

➤进一步分析，电力、热力、原油、钢铁等传统行业的生产超预期回升仍然是经济数据回暖的主要动力，新旧动能切换还需深入推进。考虑到中美贸易摩擦、地方政府债务风险、企业债务风险仍不同程度存在，预计2018年经济增速前高后稳，全年增长6.7%左右。

➤对于我行而言，既要积极面对储蓄存款稳定性不足、资管新规落地、中美贸易摩擦等新挑战，做好应对预案；又要把握金融开放等新机遇，加快自身转型发展。

## 一、经济金融运行主要特点

### 经济运行稳中趋缓，内外需呈现分化态势

- 2018年1季度，我国GDP同比增长6.8%，比上年回落0.1个百分点，宏观经济呈现稳中趋缓态势；城镇调查失业率稳定在5%左右，低于5.5%的目标值，经济增长的韧性较强。
- 从“三驾马车”来看，呈现明显分化态势。消费、出口平稳增长，投资增速明显下行。
- 1季度，消费累计增长9.8%，比上年同期小幅回落0.2个百分点。固定资产投资增长7.5%，比上年同期放缓1.7个百分点：其中，基建和制造业投资分别同比增长13%和3.8%，比上年同期分别回落10.5个和2个百分点；房地产投资同比增长10.4%，比上年同期加快1.3个百分点。
- 1季度，按美元价计算我国出口增长14.1%，比上年加快6.2个百分点。

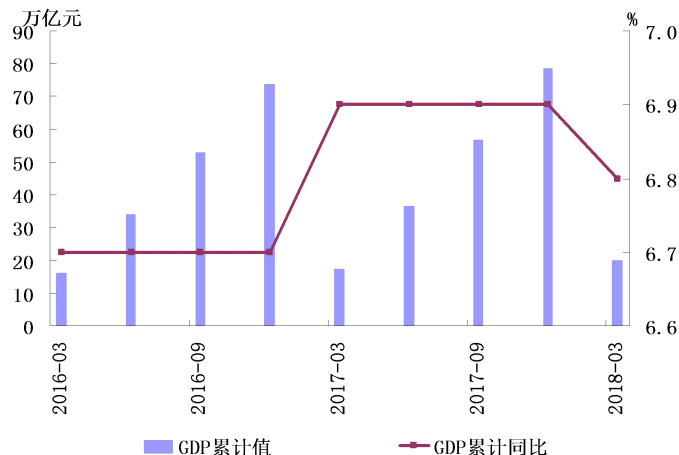


图1 GDP增速小幅回落

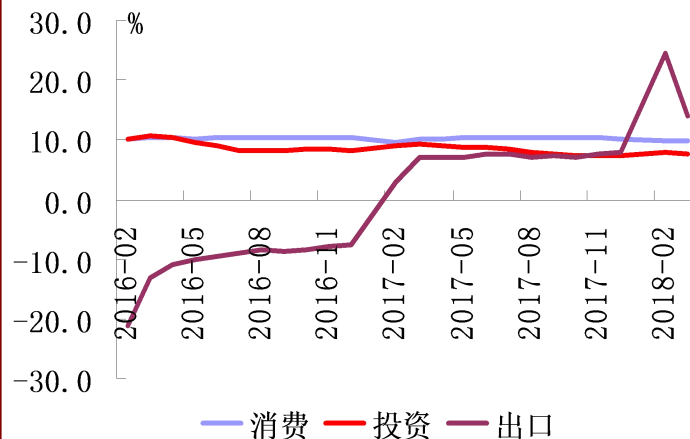


图2 三大需求走势分化

# 一、经济金融运行主要特点

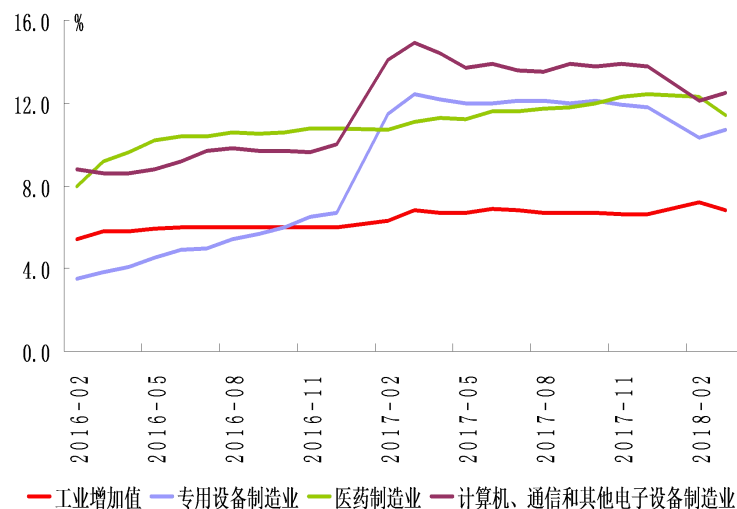


图3 高技术产业和装备制造业增加值快速增长

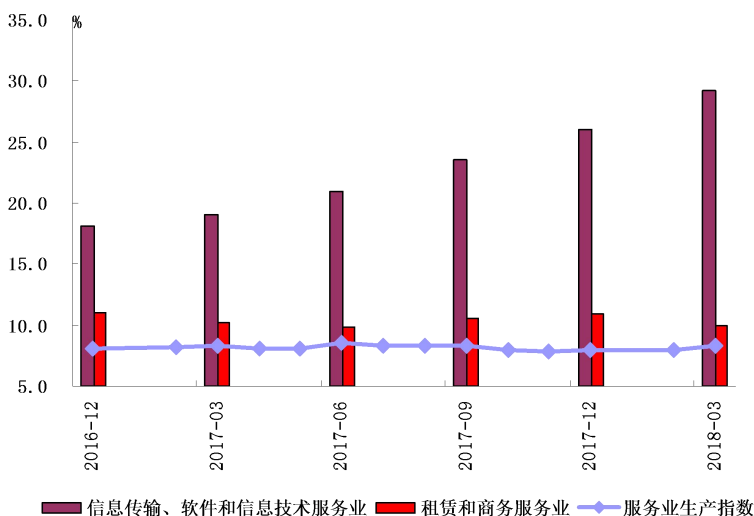


图4 现代服务业支撑作用不断增强

## 产业结构提质增效，新旧动能转换加快

- 一是工业生产结构进一步优化。受益于供给侧改革的持续推进，主要工业品市场供需关系持续改善，1季度规模以上工业增加值同比增长6.8%，与上年同期持平；另一方面，高技术产业和装备制造业增加值分别增长11.9%和8.8%，分别快于规模以上工业5.1和2.0个百分点。
- 二是经济新动能加快成长。3月，中国新经济指数（NEI）为31.3，即新经济投入占整个经济投入的比重为31.3%，比2月增加1.5个百分点。
- 三是服务业支撑作用不断增强。1季度，全国服务业生产指数同比增长8.1%，比1-2月回升0.1个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业保持快速增长。

## 一、经济金融运行主要特点

### 表外融资转表内，M2和社融增速一升一降

- 1季度末，广义货币供应量M2增速为8.2%，比上年末回升0.1个百分点。**一方面**，表外融资严监管政策频出，推动社会融资由表外转向表内。而表内信贷作为M2的最重要派生渠道，其增速上升有助于M2增速回升。**另一方面**，2017年M2增速回落，最主要是受到金融体系内部去杠杆政策影响，银行股权及其他投资科目从之前的快速扩张转为萎缩。2018年，政策重点转向实体经济结构性去杠杆，金融监管政策的协调性在增强。因此，金融监管对M2的边际拖累影响将趋弱。

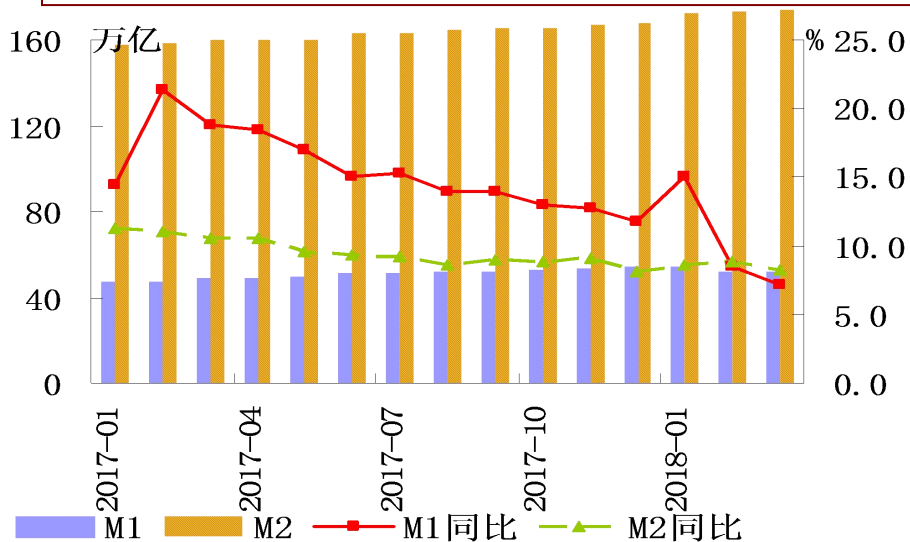


图5 M1增速下降，M2增速缓升

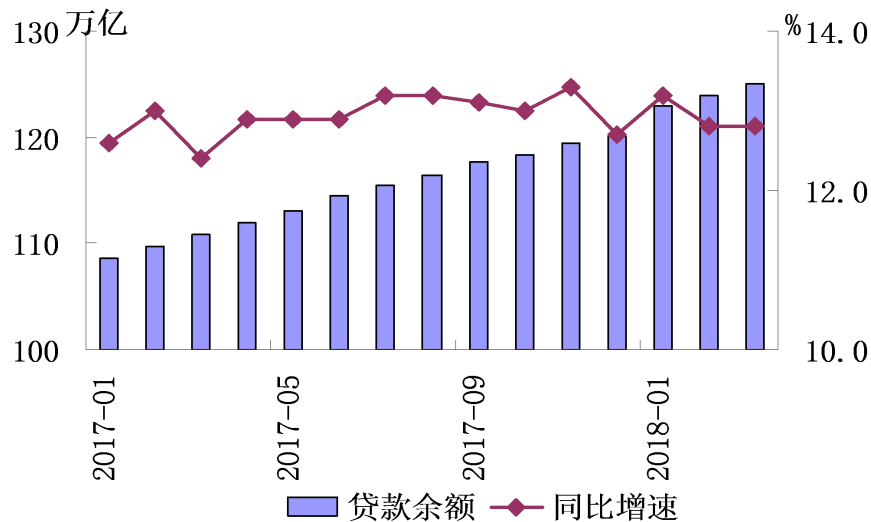


图6 人民币贷款增速保持平稳

## 一、经济金融运行主要特点

### 表外融资转表内，M2和社融增速一升一降

- 1季度，社会融资规模增量累计为5.58万亿元，比上年同期少增1.33万亿；1季度末，社会融资规模存量为179.93万亿元，同比增长10.5%，比上年同期和上年末分别下降2个百分点和1.5个百分点。**表外融资萎缩是新增社融下行的主要原因**：委托贷款减少3314亿元，同比多减9661亿元；信托贷款增加758亿元，同比少增6591亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1221亿元，同比少增5581亿元。
- 从历史数据看，社融余额增速对名义GDP增速具有领先意义，预计年内名义GDP增速也将承压。

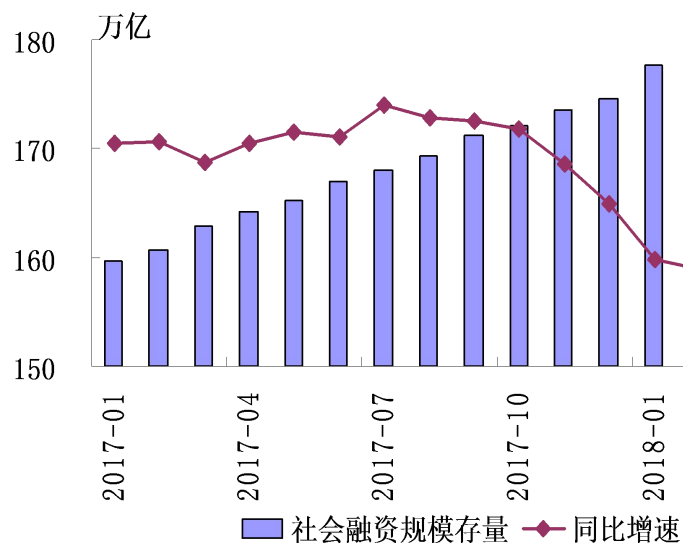


图7 社会融资规模增速下降

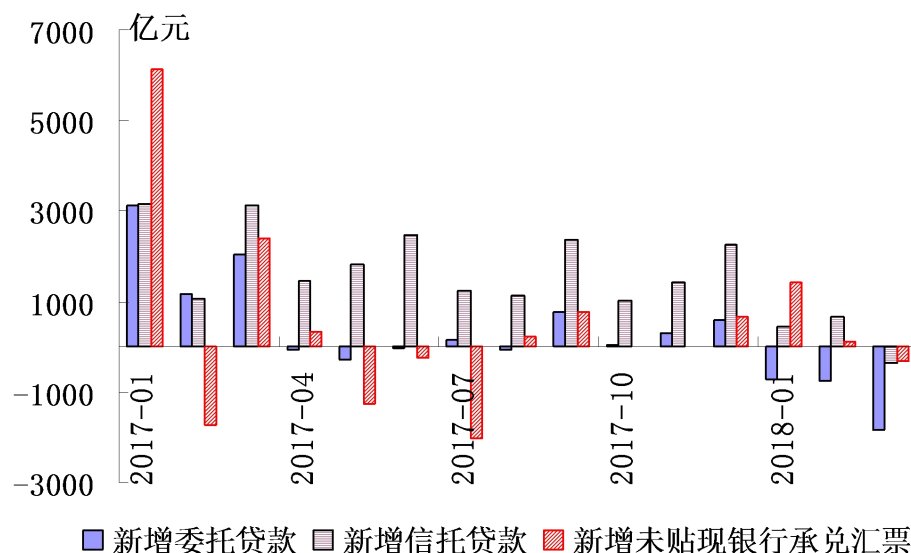


图8 表外融资规模萎缩



## 一、经济金融运行主要特点

### 商品房销售和房地产投资一降一升，房价走势持续分化

- 1季度，商品房销售面积和销售额分别同比增长3.6%和10.4%，比上年同期分别回落15.9和14.7个百分点。分地区来看，东部地区商品房销售出现明显下降，西部和东北地区增速小幅回落；只有中部地区增速加快，对整体销量降幅起到对冲作用。
- 从房价来看，1季度，一、二、三线城市的房价同比增速延续分化态势，整体表现为**三线强于二线、二线强于一线的趋势**。其中，一线城市价格回调，二、三线城市房价虽保持正增长，但涨幅呈逐月收窄态势。

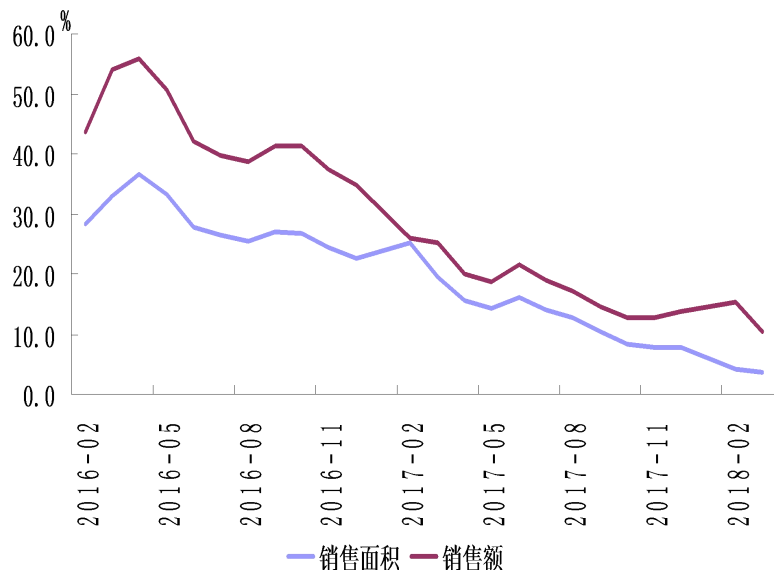


图9 商品房销售增速持续回落

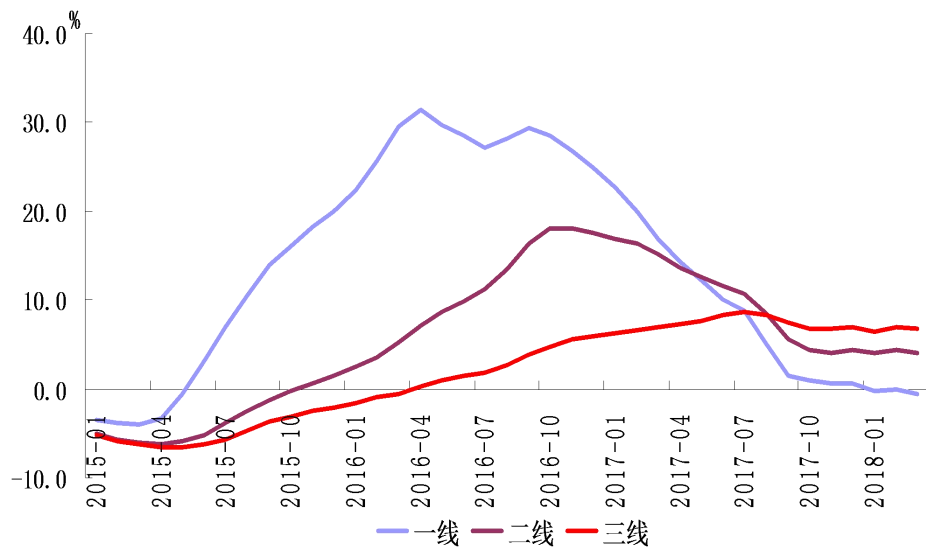


图10 一、二、三线城市房价走势分化

## 一、经济金融运行主要特点

### 商品房销售和房地产投资一降一升，房价走势持续分化

- 在地产销售大幅回落的情况下，房地产投资增速却逆势上扬至10.4%，创近三年新高。
- 从本轮地产销售和投资的变动关系来看，销售增速已持续下滑近一年，但投资增速却韧性十足。这背后既有棚改对地产投资的支撑，也与部分地区补库存需求有关，还与房地产供给侧改革背景下热点地区土地供应增加有关。
- 从数据看，2017年以来，房地产土地购置面积增速持续走高至15.8%。不过，2018年1-2月，土地购置面积增速掉头向下，反映出销售下滑和房企融资收紧的大背景下，房地产企业现金流压力变大，拿地态度更为谨慎，也预示着未来一段时期房地产投资将承压。

## 二、经济金融领域值得关注的主要问题

### 新旧动能切换仍有待深入推进

- 电力、热力、原油、钢铁等传统行业的生产超预期回升仍然是经济数据回暖的主要动力。1季度，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速为10.8%，高于制造业平均增速3.8个百分点。4月以来，随着寒冷冬季和春节假期影响逐步消退后，高炉开工率、电厂日均耗煤、化工产业开工率增速同比均有所回落。
- 就制造业投资增速而言，虽然总体持续低迷，但新旧动能投资分化。制造业投资包括传统重化工业、轻纺等传统消费品工业、装备制造业和信息产业等新兴产业投资，这三部分投资分别占27%、33%和40%左右。
- 一方面，纺织服装、皮革、专用设备、印刷、有色、汽车等传统重化工业和部分装备工业，投资增速仍在持续下降。另一方面，家具制造、环保、计算机、通信、纸制品、文教娱乐、铁路船舶等投资增速，则持续大幅高于制造业总体增速。



## 二、经济金融领域值得关注的主要问题

### 金融去杠杆可能导致银行业资产负债结构出现较大变化

- 2018年1季度，虽然大资管新规的正式文件尚未出台，但从监管架构调整和一系列落地的监管文件上看，“去杠杆、强监管”趋势仍将延续。
- 从负债端来看，流动性紧张和价格高涨的局面仍将持续。一是部分银行大额存单利率开始上调。其中，建行推出一年期利率2.175%的大额存单，较央行基准利率上浮45%，“存款争夺战”竞争升级。二是银行理财增速趋势性放缓，商业银行对于流动性较差的理财产品需求降低，特别是对于投资跨季理财产品会格外谨慎。
- 从资产端来看，资产配置可能呈现“保信贷、增债券、压同业”趋势。一是“存放同业和其它金融机构款项”将压缩明显，一方面是部分非标资产的到期，另一方面是MPA考核下压缩回购资金的融出；二是资产端“应收款项类投资”可能压缩较为显著，其中主要是各类受益权以及同业理财等，对应交叉金融业务的下降；三是债券投资重点增持地方债、国债，减持同业存单和信用债。
- 从商业银行交叉金融业务来看，监管趋严后将快速收缩，未来更多转向规范发展。

## 二、经济金融领域值得关注的主要问题

### 中美贸易摩擦加剧，对市场和行业形成不利影响

- 美国是我国出口产品重要海外市场。2008年至2017年，对美出口占我国出口总额的比重一直保持在16%以上，如果加上转口贸易，美国市场为我国提供了近1/5的外部需求。今年以来，美国启动的实质性贸易保护措施明显增多，恶化了我国对美贸易环境。
- 就当前影响行业来看，我国钢铝行业和通讯行业首当其冲。
- 一方面，美国对中国钢铝产品的关税加征已经落地。2017年中国出口的7543万吨钢材中，仅有1.6%出口到美国。但许多第三国从我国采购钢铁，再将制成品出口到美国，中国钢铁通过“转运”的方式到达美国，实际数量和份额远超表面统计数据。
- 另一方面，美国发起贸易战意在遏制中国技术进步，以通讯行业为代表的技术密集型产业恐受重挫。目前，美国零售商百思买已决定停售华为手机，并最终结束与华为之间的合作关系；中兴通讯也被禁止从美国购买零部件、商品、软件和技术7年。

## 二、经济金融领域值得关注的主要问题

### 地方政府债务风险、企业债务风险仍不同程度存在

- 地方政府债务风险有所缓释，但总体水平仍然较高、存在风险不容小视。一方面，支撑债务偿还能力的地方GDP、工业生产、甚至财政收入可能存在虚高问题，而财政债务却为实际负担，甚至部分地区还存在着向融资平台腾挪或低估等现象。另一方面，部分融资平台市场化转型缓慢但债务扩张明显，政府购买服务项目贷款异化形成违规政府性债务，部分引导基金股债不分、明股实债现象比较突出。
- 从绝对规模上看，我国非金融企业的债务水平仍然偏高。2018年2月末，我国规模以上工业企业资产负债率为56.3%，非金融类国有企业资产负债率更是高达65.9%，非金融类国有企业负债总额106.7万亿元。虽然目前银行业信贷资产质量总体向好，但部分区域、部分行业、部分产品资产质量压力可能还将持续一段时间。特别是在地方政府债务和产能过剩领域，目前已成为系统性风险防控的重点。

### 三、下一阶段宏观经济走势展望

财政政策坚持积极的政策基本取向，并着力于强化财政效率

- 一是积极财政政策着力点从支出转向减税降费。重点是大幅扩展享受减半征收所得税优惠政策的小微企业范围，大幅提高企业新购入仪器设备税前扣除上限。二是针对当前制造业发展困境，切实降低制造业负担。当前制造业税率基本为17%，而与制造业相关的软件、运输物流等行业税率为6%，上下游税率不统一导致制造业负担加重，因此17%的税率可能下调。三是强调财政可持续性和聚力增效，全面实施绩效管理，以效率换支出规模。

货币政策“中性稳健”，重在防风险和提质增效。

- 2018年以来，央行对于流动性表述从“管住货币供给总闸门”，到“管好货币供给总闸门”，表明补充中长期流动性和增加跨季资金货币的意图。2018年4月，央行宣布下调部分金融机构存款准备金率，就是综合考虑了商业银行MLF到期偿还和月底缴税对流动性将造成的冲击。
- 下一阶段，中国仍将继续实施稳健中性的货币政策，以逆周期资本、动态拨备等工具，降低金融体系顺周期性，实现货币政策、宏观审慎、微观监管的有效统筹，防范化解金融风险。

### 三、下一阶段宏观经济走势展望

**预计2018年GDP增长6.7%左右，年内将呈现前高后稳走势**

- **消费有望保持10%左右的平稳增速。**我国城乡居民收入增长速度持续快于经济增速，为消费保持平稳运行提供稳固基础；网络购物、分享经济等新型消费模式蓬勃发展，对消费起到提振作用。不过，汽车市场消费高速增长阶段已过，房地产销售逐步放缓，两大龙头消费市场不温不火可能对消费增长形成拖累。
- **投资增速放缓至7%左右。**当前金融监管力度与范围有所加大，表外业务萎缩，资金面整体偏紧，地方债务风险治理、目标赤字率下调等因素也将制约基建投资的资金来源；1季度，房地产开发资金来源同比增长3.1%，创2016年3月以来最低，预示着三四季度房地产投资增速下行概率较大；中美贸易摩擦在较大程度上对外需回暖形成抵消，未来制造业投资增速不容乐观。
- **出口增速料将下行至7%左右。**虽然世界经济回暖有助于我国出口保持平稳增长，但中美间贸易摩擦升级给出口增添较大的不确定性；同时，主要国家财政货币政策取向调整，也对我国贸易、投资和汇率走势将形成干扰；人民币快速升值对出口的滞后效应也有待进一步观察。
- 目前社融增速和M1增速均出现不同程度的下滑，具有一定领先意义。



## 四、对商业银行的影响及对策建议

### 关注储蓄存款稳定性不足问题，从源头、客户抓好基础工作

- **一是建立一体化营销机制，加大源头资金拓展力度。**加强各层级机构公私联动机制建设，并突出代发工资、转移资金、财产性收入款项、商友客户四类资金源头性业务营销力度。
- **二是加大互联网平台合作，获取全量客户和源头资金。**加大与天猫、京东、苏宁易购、唯品会、淘宝网、国美在线、1号店、当当、亚马逊、聚美优品等知名购物网站合作，尽可能让商户选择工行账户做收款账户，通过银企直连代扣代付业务归属客户资金。借助各企业APP，通过会员共享、资金监管等合作，沉淀储蓄资金。
- **三是提供优质资产配置，提升获客能力。**强化大数据应用，依据客户画像，做好资产配置，加大产品交叉销售力度，提升客户粘性。尤其在资管新规打破刚兑的新形势下，我行应抓住有利时机，做好居民资金回流储蓄工作。
- **四是增加储蓄营销费用投入，完善考核与激励办法。**建立新的网点员工考核评价体系，加大各层级机构储蓄业务目标考核权重；明确网点负责人储蓄存款发展责任，突出理财经理、个贷经理储蓄考核比重，依托网点阵地全面落实全员揽储责任。



## 四、对商业银行的影响及对策建议

### 面对“严监管、去杠杆”的考验，采取有效应对措施

- 从负债端来看，一是“表外”转“表内”。依据风险梯度和收益等级，丰富多层次结构化存款产品，有效扩充表内资金规模，为资产端业务发力提供有力保障。二是“间接”转“直接”。结合非标资金来源和风险管理特性，加快拓展总行直营的高净值客户，构建存量企业客户上下游、高净值客户朋友圈的渗透营销机制。三是“行内”转“行外”。进一步增强与保险、私募、券商、信托等同业机构的业务合作，拓宽企业年金和其他险资等长时限和低收益资金来源，缓释打破刚兑的阶段性冲击。
- 从资产端来看，一是要“债权”转“股权”。优先关注科技型企业 and 抗周期行业（如教育、医疗等），运用并购、投贷联动等方式，提升股权类资管业务比重，摆脱“影子银行”色彩。二是“非标”转“标准”。除信贷资产证券化之外，构建底层资产优质、现金流较强、运作模式成熟的非标资产项目库，全面做强非标资产证券化业务。三是“长期”转“短期”。创新研发私募投融资工具，积极参与定向增发、并购、结构化证券投资等项目，丰富资金退出渠道。适当缩短非标投融资期限，设计“2年投资期+N年续作期”的期限调整机制，匹配市场高流动性需求。

## 四、对商业银行的影响及对策建议

### 关注中美贸易摩擦发展态势，做好分析和预案

- 根据美国301调查涉及的商品清单，做好客户结构分析、区域分析和影响评估。
- 对于产能过剩的钢铁行业，适当加快退出落后企业步伐，支持龙头企业借助“一带一路”向外输出产能。
- 对受到美国牵制的高科技产业，要以综合化的金融服务方案和跨境金融服务，支持企业自主研发和拓展其他国际市场。
- 对于纺织品服装、橡胶轮胎等贸易摩擦的传统高发行业，做好被中美贸易战波及的准备，加强企业经营情况跟踪和信贷资金质量评估，尤其是长三角、珠三角等外向型企业较为集中的地区，要做好贷款拨备准备。

## 四、对商业银行的影响及对策建议

### 适应金融对外开放步伐，加快业务转型发展

- 2018年1季度，中国加快了在金融领域的对外开放布局，最近的举措包括建立海南自由贸易港和将在年内落地的11项金融开放措施。
- 我行应加紧研究海南自由贸易港相关政策，加快机构布局和客户获取。同时，要积极适应金融改革开放的进程。
- 一方面，在积极拓宽增加资本金的途径，吸引更多的外资机构投资工商银行的同时，借鉴外资机构在治理结构、资本管理、风险管理、金融创新等方面的经验，推动自身转型发展。
- 另一方面，在加大吸引外资的同时，也要注意风险防控，要持续完善全球一体化的全面风险管理架构，提高对整体风险的全面把控能力。

# 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。