

研究报告

2018 年第 92 期

2018.11.02

课题组组长：周月秋 樊志刚

课题组成员：樊志刚 王小娥 杨苒
朱妮 刘新 王晓娆

执笔人：朱妮 王晓娆

zhuni_csjr@icbc.com.cn

投资出口贡献下降 经济托底重在财政

——2018 前三季度宏观经济金融走势回顾政策分析及展望

要点

- 2018 年前三季度，中国经济增速总体平稳。随着贸易战升级发酵和强监管去杠杆下金融风险逐步释放，经济运行中的不确定因素也在逐步积累，表现在投资和出口对经济增长的支撑作用总体下降，人民币贬值预期加重，市场风险偏好下降，信用创造活动减弱。展望四季度，如果年内贸易战加征关税范围维持在 2500 亿美元的范围，2018 年 GDP 增速将下滑至 6.5% 左右。为抵御经济下行风险，提高市场风险偏好，财政政策或将从扩大减税降费和加大基建投资相关支出入手，修复市场信心、改善融资环境、发挥基建投资的逆周期调节作用。货币政策四季度大幅“放水”的空间有限，且必要性不大，将重在疏通流动性传导机制。当前形势下，商业银行面临信用风险、流动性风险和声誉风险等多方挑战，应坚持把风险防范放在重要位置，打好资产质量保卫战。

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。

投资出口贡献下降 经济托底重在财政

2018年前三季度，中国经济总体保持了平稳运行。经济增长速度继续保持在合理区间，消费增长平稳，进出口增长较快，投资增速虽然低缓但制造业投资反弹十分强劲，就业任务目标提前完成，结构继续保持优化。但是，必须看到，经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大。由此引起的金融市场波动风险进一步增大。从10月31日中央政治局会议内容来看，当期经济形势的严峻性主要体现为四大方面：经济增长下滑、民营经济困难、股市信心受挫和外部风险加大。针对于此，四季度财政政策减税降费和加大基建相关投资支出的紧迫性上升，货币政策重点是疏通政策传导机制。贸易战可能升级发酵、部分企业经营困难较多和长期积累的风险隐患有所暴露，都对商业银行经营形成多方面挑战。商业银行应把风险管理放在重要地位，采取措施打好资产质量保卫战，积极应对信用风险、流动性风险和声誉风险。

一、前三季度中国宏观经济金融运行特点

（一）经济运行总体平稳，投资出口压力增大

2018年前三季度，中国GDP同比增长6.7%，一、二、三季度分别增长6.8%、6.7%、6.5%，总体运行平稳。“三驾马车”中，投资和出口增长压力较大，消费增长总体平稳。

表1 “三驾马车” GDP 累计同比贡献率（2017.3-2018.9）

	投资贡献率（%）	消费贡献率（%）	净出口贡献率（%）
2017-03	19.2	79.4	1.4
2017-06	34.6	64.3	1.1
2017-09	34.7	64	1.3
2017-12	32.1	58.8	9.1
2018-03	31.3	77.8	-9.1
2018-06	31.4	78.5	-9.9
2018-09	31.8	78.0	-9.8



投资增速创历史次低水平。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，创历史次低水平（1-8月为5.3%，创历史最低）。资本形成对GDP的贡献率为31.8%，比去年同期低2.9个百分点。三大投资中，受新动能领域投资活跃的拉动，制造业投资增速从今年4月开始稳步回升，1-9月累计增长8.7%。今年以来基建投资投融资渠道收窄，基建投资增速快速下滑，1-9月累计同比仅增3.3%，再创历史新低，是拖累固定资产投资增长的最主要因素。尽管三季度地方专项债发行加快，9月财政支出增速也有所回升，但对基建投资的拉动效果尚未体现。受库存降至低位、棚户区改造等因素影响，今年以来房地产投资总体保持在10%左右的较高增速水平，1-9月累计增长9.9%，比上半年加快0.2个百分点，比去年同期加快1.8个百分点。

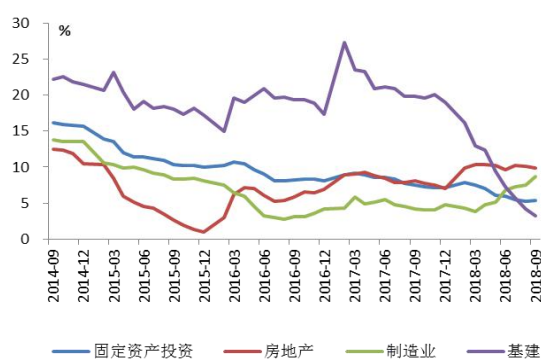
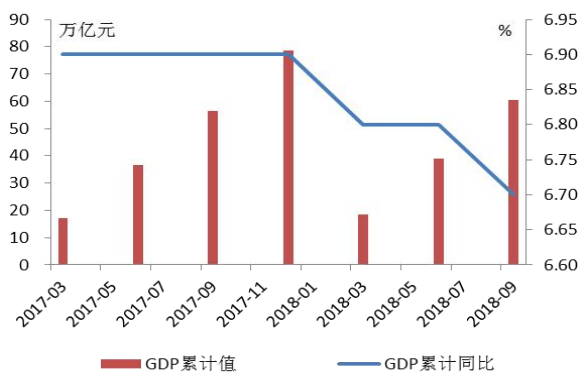


图1 国民经济运行总体平稳（2017.3-2018.9） 图2 投资增速创历史次低水平（2014.9-2018.9）

消费贡献率提升。1-9月，社会消费品零售总额同比增长9.3%，比去年同期下降1.1个百分点。在投资和出口增速放缓的背景下，消费对GDP的贡献率达78%，比去年同期高14个百分点。

进出口增速双提升，但对经济增长贡献率持续为负。前三季度，进出口增速较高，其中出口累计同比增速（以美元计价）为12.2%，较上年同期加快4.96个百分点；进口累计同比增速为20%，较上年同期加快2.59个百分点。对外贸易结构得到进一步改善，附加值高的一般贸易进出口占我国进出口总值的58.4%，比上年同期提高1.9个百分点。但净出口对GDP增长的贡献率为-9.8%。

今年以来，净出口对 GDP 的贡献持续为负，且对经济增长的拖累不断加深。



图3 进出口增速较高（2017.1-2018.9）

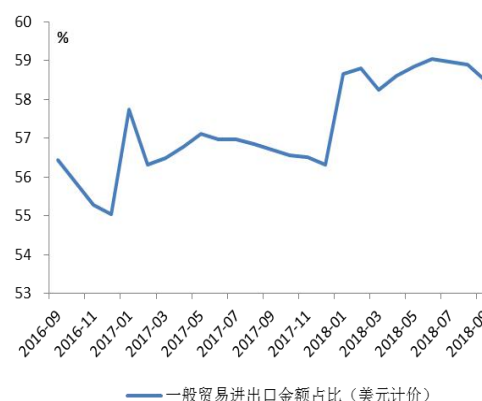


图4 贸易结构改善（2016.9-2018.9）

（二）CPI 平稳温和，PPI 企稳回升

前三季度，CPI 温和上涨 2.1%，涨幅比上半年扩大 0.1 个百分点，比去年同期扩大 0.6 个百分点，低于政府工作报告确定的 3% 涨幅目标。前三季度，扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 2.0%，涨幅比去年同期回落 0.1 个百分点，也说明当前消费市场价格总体稳定。

前三季度，PPI 累计上涨 4.0%，涨幅比上半年小幅上升 0.1 个百分点，比去年同期回落 2.5 个百分点。其中，生产资料价格累计上涨 5.2%，是推动 PPI 上涨的主要动力。从环比来看，PPI 环比从 5 月开始由负转正，9 月为 0.6%，已呈现企稳回升态势。综合来看，CPI 延续平稳走势，PPI 企稳回升，通胀压力整体可控。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。

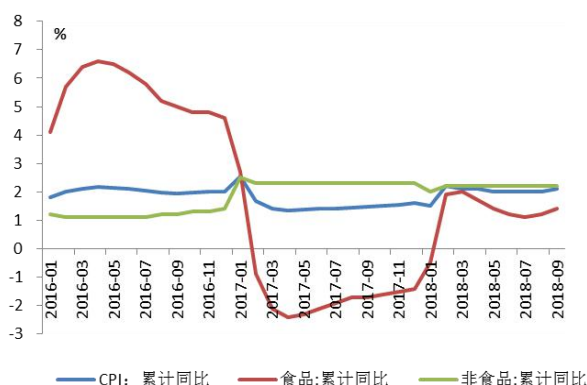


图5 CPI 平稳温和（2016.1-2018.9）

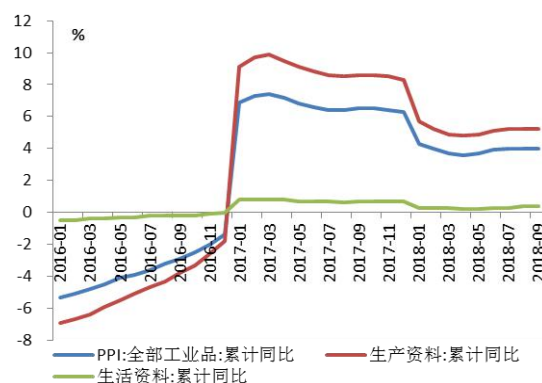


图6 PPI 企稳回升（2016.1-2018.9）

（三）房地产销售低于预期，房价涨幅全面收窄

1-9月，房屋新开工面积同比增长16.4%，比上半年加快4.6个百分点，比去年同期加快9.6个百分点。前期土地储备继续向开工转化，供给增加明显。但从销售端看，1-9月商品房销售面积累计同比增长2.9%，较1-8月增速下降1.1个百分点，比上半年下降0.4个百分点，主要因为三四线城市及一二线郊区盘销售转淡。从价格看，受限制性政策继续从严和信贷资金紧约束影响，一、二、三线城市前三季度商品住宅销售价格同比累计平均涨幅比去年同期均有所回落。前三季度，一线城市新建商品住宅销售价格同比持平，而去年同期为上涨13.2%。二、三线城市新建商品住宅销售价格前三季度平均同比分别上涨5.26%和7.34%，涨幅比去年同期回落7.32和0.27个百分点。这说明观望情绪加深，销售整体偏弱，房价涨幅（尤其是前期上涨过快的三四线城市）可能在四季度进一步收窄。

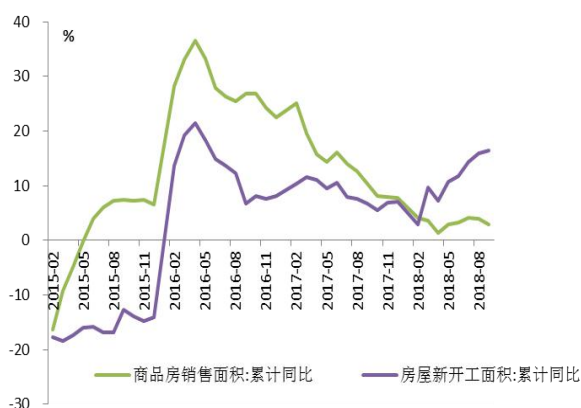


图7 房地产销售低于预期（2015.2-2018.9）

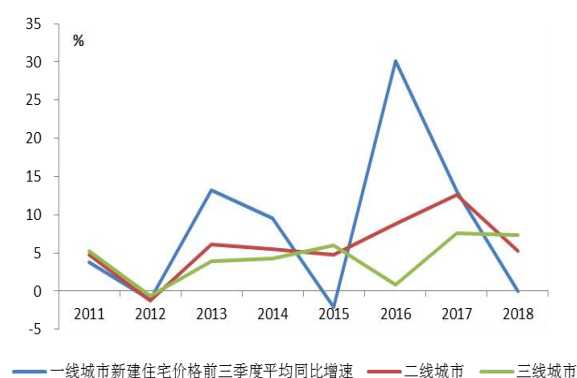


图8 房价涨幅全面收窄（2011.1-2018.9）

（四）流动性分层特征明显，宽货币与紧信用并存

我国流动性存在第一层与第二层割裂的问题。第一层是货币层，即央行通过各种工具向银行体系注入或回收基础货币，资金价格是以货币市场利率为代表的短端利率。第二层是信用层，即基础货币通过金融机构的信用派生过程而创造出来的社会信用，资金价格以债券市场利率、贷款利率等中长期利率来反映。

今年以来，为满足实体经济合理的融资需求，央行四次定向降准，并通过中期借贷便利、抵押补充贷款等工具投放中长期流动性，一系列动作在流动性的第一层取得了较好的成效，表现为货币市场利率稳中有降。9月，7天银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）为2.69%、同业拆借加权平均利率2.59%，较去年12月分别回落1.17和0.32个百分点。

但由于金融市场信心受挫，金融机构和投资者风险偏好下降，货币市场利率下行没有带动全社会信用的增加，也没有引导中长期利率下行。表现为：一是M2增速和社融余额增速放缓。9月，M2同比增速为8.3%，比去年同期回落0.7个百分点。社会融资规模余额同比增长10.6%，比去年同期大幅下滑3.8个百分点。二是实体经济融资成本持续上升。6月末，金融机构人民币一般贷款加权平均利率为6.08%，比3月末高0.07个百分点，比去年末高0.28个百分点，信托融资平均利率和发债成本也都明显上升。

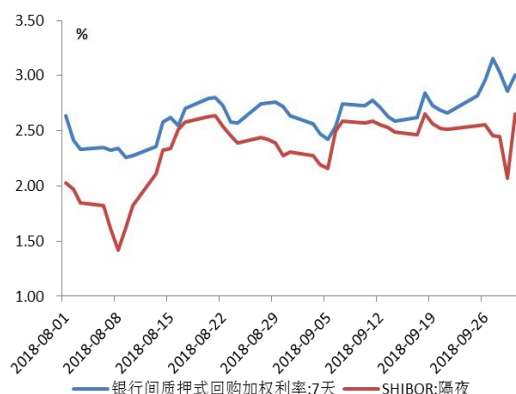


图9 货币市场利率稳中有降 (2018.8-2018.9)



图10 M2增速放缓 (2016.1-2018.9)

(五) 人民币汇率直逼心理关口，结售汇逆差扩大

受美元指数走强、中美贸易摩擦升级等因素影响，人民币汇率从今年4月开始总体走弱，并在6-8月经历了一波快速贬值。截至10月30日，人民币对美元汇率中间价为6.9574，较年初贬值6.9%。近来人民币汇率破7的预期明显加重，央行外汇市场干预必要性上升。9月末，我国外汇储备余额3.09万亿美元，较上月大幅减少226.91亿美元。在贬值预期下，7月以来，银行结售汇持续逆差且逐步扩大，从7月的630亿元扩大至9月的1202亿元，创2017年7月以来单月最大逆差。

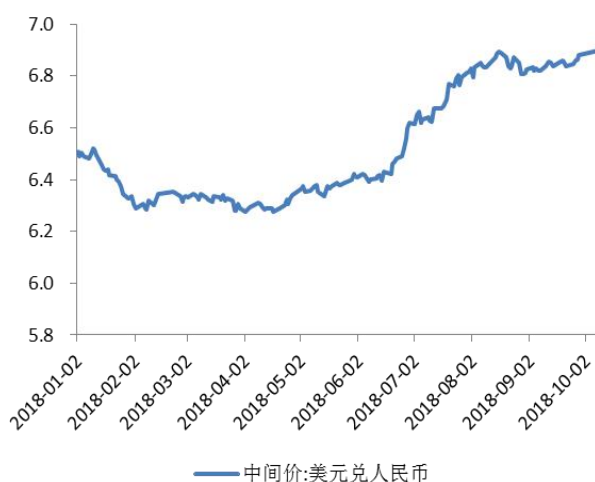


图11 流动性趋紧态势未变 (2018.1-2018.9)

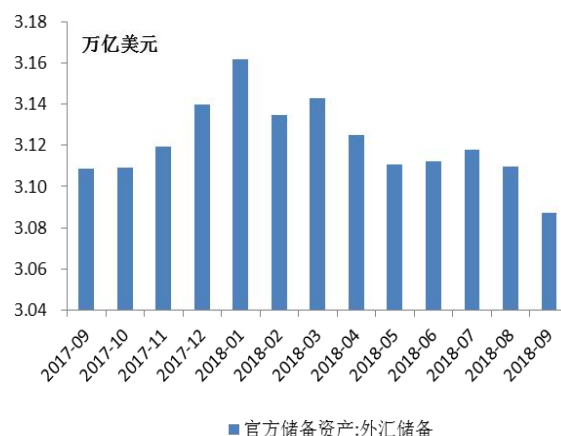


图12 外汇储备稳中有降 (2017.9-2018.9)

二、当前经济运行中存在的主要问题及对商业银行的影响

（一）贸易战影响持续发酵，全方位考验经济金融安全

目前美国已对2500亿美元从中国进口商品加征关税，并极有可能进一步扩大至逾5000亿美元，这意味着中国出口美国的全部商品都将面临被加征关税的挑战。由于中国主要对美出口商品在其他几大需求国的进口额中已占据了相当高的比重，进一步提高出口比例和市场占有率的空间非常有限，短期内要想找到美国市场的替代市场十分困难¹。贸易战与当前国际上掀起的减税热潮相叠加，不仅削弱国内出口外向型企业国际竞争力水平，还会加重原本由国内成本上升所导致的外商投资放缓态势，促使跨国公司将产业链从中国大陆撤离，从而加重国内上下游供应链相关企业经营困难，掣肘国内产业升级。此外，贸易战使中国的对外投资面临更为严苛的限制，通过投资获取高端技术、实现产业链升级的难度显著加大。

随着投资者担忧情绪不断积累，金融市场波动性明显加大。在美元和利率均强势的情况下，我国货币政策放松空间被进一步压缩，人民币汇率持续承压，10月26日汇率中间价已突破6.95，8月、9月外汇储备余额持续减少，9月减少逾200亿美元，短期跨境资金流动随时可能出现逆转，并伴随资产价格发生较大幅度调整。

贸易战对商业银行的影响最直接的表现是信贷资产出现较大规模的快速劣变。今年以来，商业银行不良贷款余额和不良率均出现反弹，6月末分别达到1.96万亿元和1.86%。随着“抢出口”效应逐渐减弱，客户结构中中小企业、民营企业、外向型企业占比较高的银行（尤其是客户结构和业务范围较为局限的城商行）的不良贷款反弹压力将显著上升。从行业角度分析，低端制造业、商贸流通等行业原本受经济结构调整影响就较大，叠加贸易战的冲击，不良出现明显上升的概率更高。随着跨国公司产业链转移和人民币贬值，江苏、浙江等地上下游供应链企业，以及进口原材料占比

¹例如，对美国出口量最大的电子机械与设备，日本从中国的进口已占其全部进口的49.6%，韩国从中国的进口占其全部进口的40.7%，德国占23.0%，英国占22.7%，想要依靠这些国家来消化更多的中国进口商品其实相对困难，而非主要贸易国的市场规模又相对有限。



较高的企业经营难度加大，贷款劣变的风险也在上升。

（二）四季度信用债违约风险依然较高，并可能向国企蔓延

一方面，2018年四季度我国仍有6.9万亿元的信用债到期偿还量，占2018年全年到期偿还量的22%。另一方面，当前民营企业经营压力加大，债务负担较重，融资渠道收紧，违约风险较高。1-9月，私营工业企业利润累计增长9.3%，比去年同期大幅下降5.2个百分点；9月末资产负债率升至56.1%，为2015年数据统计以来最高，债务负担明显加重。同时，在美联储持续加息和特朗普吸引制造业回流等措施影响下，我国境内资金流出的压力加大，叠加“强监管”、“去杠杆”下表外融资规模持续收缩，民营企业资金成本或继续走高。两方面因素叠加，民营企业四季度面临违约率继续攀升的风险。值得注意的是，受益于工业品价格上涨和供给侧改革的初步成功，国有企业尤其是上游企业的利润和现金流获得改善。但考虑到投资者和银行风险偏好下降，不排除违约风险从当前的民企向国企（尤其是中下游企业和“僵尸企业”）蔓延的可能性。

企业信用债违约主要从两方面对银行造成影响。一是对银行信贷资产形成间接影响。大规模的债券违约将加剧市场恐慌，降低金融市场系统性风险偏好，限制债券市场融资功能的实现，加大低评级债券发行人融资难度，从而加重企业生产经营困难，间接影响商业银行的信贷资金安全。二是对银行债券承销和声誉造成不利影响。债券违约降低市场对信用债的投资需求，银行债券承销业务发展受限，相关中间业务收入或减少。作为企业信用债的承销商，债券违约还对银行声誉造成不良影响，今年以来投资者维权增多，倒逼监管层对承销商采取惩罚措施。

（三）信用债违约风险存在向流动性风险演化的可能

传导路径包括以下三种：一是单只债券信用风险暴露所导致的流动性丧失。单个发行人偿债能力显性弱化后，含有其交叉违约条款的债券可能将提前到期，同一发行人其他债务人也将采取相应措施。这将导致该发行人的所有融资工具都面临流动性短期丧失的风险，进而加大该发行人的违

约风险。二是信用事件导致同类型主体融资困难，进而衍生出更大范围的流动性风险。三是信用事件大面积出现，导致债基和委外赎回等风险，加剧债市甚至股市抛售，引发股权质押担保品等负反馈，进一步导致流动性风险的上升。

对商业银行而言，信用债违约引发的流动性风险主要表现为理财产品和资产证券化产品的流动性风险上升。信用债是银行理财产品、资产证券化产品组合中的重要构成。信用债违约不仅直接影响理财产品收益率兑付，还会引发市场担忧情绪，投资者集中大量赎回，银行面临的流动性风险上升。

（四）地方政府债务风险压力可能加大

8月，银保监会下发“关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知”，银行购买本行承销的地方债规模可突破单只债券发行量的20%；广东、江苏、浙江等地的地方债发行利率目前已比国债利率上浮40BP；坊间也一直有地方债风险权重将从20%下调为0的传言。受此影响，银行投资地方债的热情有所提振，带动三季度地方债发行节奏明显加快，发行规模共计23884亿元，比二季度大幅增长100.48%。加快发行地方债将为经济增长提供大量投资建设资金，有利于地方政府债务透明化。但是，当前地方政府隐性债务规模尚不明晰，潜在的债务风险没有明显下降，如果不把握好地方债发行的规模和节奏，大规模的地方债集中发行，将在原有债务风险基础上增添新的不确定因素：一方面会推高地方政府杠杆率，尤其是缺乏雄厚经济实力支撑的、隐性债务占比较高的地方政府债务风险；另一方面，导致地方政府债务结构（期限结构、品种结构）较为单一，未来债务偿还的时点较为集中，偿债压力较大。商业银行是地方债的投资主力，地方债务风险的爆发将直接给银行带来巨大投资损失。

三、下一阶段宏观政策及经济走势展望

当前国内经济运行稳中有变和外部境发生深刻变化，是决定我国经济下一



步走势的两大基本因素。中美贸易战则成为下一阶段经济走势及宏观政策的重要影响变量。贸易战在关税领域还可能有两种发展情形，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。

（一）情形之一：年内中美贸易战加征关税范围维持在2500亿美元。

1. 经济走势展望：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。

预计全年社会消费品零售总额同比增长9.5%左右。一是消费友好型的制度环境不断改善。9月以来国务院发布《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》、《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020）》等文件，直面制约消费升级的体制机制障碍。二是居民可支配收入持续增长。此次税改提高个人所得税起征点至5000元，还增加了子女教育、住房贷款利息和租金、赡养老人等专项附加抵扣，合理减负相关措施持续落地。三是消费升级趋势未变，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6.3%左右。一是受益于国家持续加大对高技术制造业的政策支持力度，制造业投资增速正在反弹，预计今年增速7.5%左右。二是三季度专项债加快发行和基建相关财政支出加快²有助于四季度基建投资增速止跌企稳，但在地方政府债务风险尚未化解、投融资渠道严监管和坚决不走2008年刺激经济老路的前提下，年内反转的高度有限，全年基建投资增速在5%左右。三是房地产投资高位回落，预计全年增速在9%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。

² 继8月份基建相关支出增速回升0.43个百分点后，9月份基建相关支出同比增长6.1%，增速回升2.7个百分点。

预计2018年中国出口增速在12%左右。总体来看，全球经济回暖势头良好，汇率贬值以及中美贸易摩擦导致的“抢出口”效应，将支撑出口在四季度平稳增长。但如果明年上调2000亿美元的加征关税至25%，则对出口必然会产生一定程度的影响，可能会影响中国出口增速下降5个百分点左右。

预计M2和社会融资规模余额增速低位反弹。年内4次降准将进一步提高银行超额准备金率，从而提高银行信贷投放能力，一系列重大基建项目的确立和开工也会对信贷投放形成拉动，预计2018年全年信贷投放将比年初的预期值有所增加，可能达到16-16.5万亿元。前9个月贷款占社融比例达到83.2%。照此比例推断，全年社融规模约在19万亿元上下，年末社融余额增速约11%。考虑到监管整顿依然延续，只是节奏放缓，预计委托贷款、信托贷款可能继续下降。预计全年M2共增16万亿元左右，2018年底M2余额超过183万亿元，同比增速达到9%以上。

人民币汇率破“7”概率增加。随着贸易战对出口贸易的影响逐渐显现，投资者避险情绪和观望情绪也逐步加重，市场主体结汇意愿降低，如果后续中美贸易战没有缓解，甚至进一步升级，人民币在四季度将承受更大的贬值压力，年内破7的可能性加大。

2. 政策展望

目前，货币政策受制于美元总体走强和美联储持续加息，不具备大幅调整的空间。只有更加倚重积极的财政政策，改善企业经营状况、修复市场信心，方能为下行中的中国经济托底。从实际情况看，最近一段时间高层已经有了一系列举措，如国家领导人南巡广东，中日合作切实加强，中国首个进口博览会正在紧锣密鼓筹划，财政部表态更大规模减税降费、纾解国内民营经济资金困境等，预示着新的举措已在加紧酝酿。四季度将延续“积极的财政政策”+“稳健的货币政策”搭配，同时，政策发力点将积极调整。

财政政策加大减税降费和基建投资力度。四季度财政政策发力重点主要在两个方面：一是**减税降费**。四季度的减税重心将从居民部门向企业部门明显转移，切实缓解民营企业经营困难。9月，全国一般公共预算收入和税收收入同比



增速均创年内新低，国内增值税增速已由正转负，同比下降1.2%，减税政策取得初步成效。预计全年减税降费规模超过1.3万亿元，比年初1.1万亿目标扩大2000万亿，四季度将减税1550亿元。除了个税征收执行过渡期政策，从11月起下调进口关税，提高出口退税率之外，加快推进增值税税率“三档变两档”，降低企业实际税率将成重点。此外，针对全球减税大潮，我国企业所得税25%的税率也有重新评估的空间。**除减税外，降费措施也会加紧酝酿**，重点是加快研究继续降低企业社保费率的具体办法。二是**三季度新增地方政府专项债券加速发行后，四季度基建支出力度将进一步加大**。9月地方专项债发行量骤升，累积发行量已突破年度预算报告所设立的限额，资金约束得到初步纾解。得益于此，基建项目有望提速落地。10月31日召开的政治局会议未提及“降杠杆”，与易纲行长此前“杠杆已经稳住”的表态相印证，说明去杠杆已经不是当前经济运行中的主要矛盾。同日，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，意味着短期稳增长措施被放置首位，特别是补短板与基建可能明显加快。

货币政策继续推进“稳货币、严监管、宽信用”的政策组合，在保持流动性合理充裕的同时，进一步疏通货币政策传导机制。在地方债券发行提速背景下，资金需求上升推动利率走高，加上外汇占款余额在8月和9月连续下降，央行或通过加大公开市场操作力度，保证流动性维持在合理充裕的状态。但也不会“大水漫灌”，一是近期资金流出压力正在加大，不宜大幅放松银根；二是年底财政支出集中投放，可提供流动性供应，降低了货币政策“放水”的必要性。在保证合理流动性水平的基础上，疏通货币政策传导机制的重要性更加凸显。为缓解表外转表内对银行资本的占用，四季度或研究下调专项债风险权重；作为当前最主要的流动性调节工具，MLF或定向扩容，鼓励银行投资低信用评级金融工具；定向降准的结构性调节功能将进一步发挥，以此加强对民营、中小企业的信贷供给，下一次降准可能在明年春节前后。

（二）情形之二：美国对逾5000亿美元自中国进口商品全部加征关税

若11月的G20会议上中美双方首脑没能在主要分歧上达成实质性协商意见，

特朗普将于12月初公布进一步加征关税商品清单，生效日期（经过60天的公示期后）可能恰逢中国的春节，使2019年的中国经济被阴霾笼罩，全年经济增速或下滑1%以上，一年之后影响更大。人民币兑美元汇率贬值和资本流出或形成更大压力，国内外双向投资可能显著减少，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。央行货币政策将更加被动和难以平衡，货币政策独立性受到较大削弱。

四、商业银行对策建议

（一）积极做好贸易战风险排查，打好资产质量保卫战

其一，积极消化存量贷款风险，加强对依赖美国市场的外向型企业、国内跨国公司生产供应企业的风险排查、跟踪和预警。根据出口型（结汇型）客户、进口型（购汇型）客户、持汇型客户等不同需求场景，针对性推出汇率管理产品体系，降低相关企业经营损失。其二，对于新发贷款，加强检视借款方在美国市场的风险敞口，分析企业产品的国内市场需求弹性和出口转内销的可能性，加强贸易战下的授信名单制管理。逐步降低纺织服装、家具制造、石油化工等对美出口依赖度较高的行业的信贷集中度，严格控制贷款规模。同时要加强关注类贷款增长情况的分析，及时发现和化解贷款劣变风险。其三，充分发挥全球机构网络优势，为中国企业走出去提供更多的融资、结算和信息服务，帮助企业开拓美国以外的国际市场。引导企业做好贸易摩擦常态化准备，加快创新、提升出口产品附加值，并结合国家“一带一路”战略，积极主动协助企业开拓新市场，建立境外营销网络，扩大企业进出口目的地覆盖面。

（二）审慎配置中低评级信用债，加强对债券发行人的风险管理

一是谨慎配置中低评级信用债。对于AA+以下评级信用债应谨慎投资，尤其是低端制造业等领域风险仍然较大，发生大额信用风险事件的概率较高，配置比例不宜过高。由于信用债违约可能从民企向国企蔓延，因此在信用债配置中需更加重视企业基本面，逐步淡化国企信仰。同时加强债券久期管理，合理配置“高评级+长久期”债券与“中低评级+短久期”债券的占比。二是审慎发行与信用债市场挂钩的理财产品和资产证券化产品。虽然打破“刚性兑付”已取



得共识，但信用债违约导致的商业银行理财产品收益下降甚至到期不能兑付仍然会对银行造成负面影响。在理财产品设计上，应建立和完善信用风险对冲机制，通过信用违约互换(CDS)、资产证券化等手段转移和规避信用风险。三是在债券承销业务上加强对信用债发行人的行业风险管理。不仅要注意经济周期波动对煤炭、有色金属、造船、风电、钢铁等产能过剩行业带来的长期风险，还要准确把握贸易战快速演变新形势下，企业经营情况出现的分化态势，筛选出在美国市场竞争力较强、产品替代率较低的行业企业名单，深入开展尽职调查、信息披露和后续督导，提高债券承销服务水平，注重品牌形象的建设，为增强业务的可持续性发展提供有力保障。

(三) 加强地方政府债务区域风险分析，制定分地区资产配置策略

在当前商业银行与地方政府的关系体制下，地方政府债务风险往往不会直接暴露，而是通过债务置换、债务重组、展期等方式加以掩盖和暂时缓解。换句话说，地方政府相关贷款发生直接劣变的情况在现实中很难出现。但是，地方政府债务偿还能力下降却会影响与其存在商业往来的上下游民营企业的资金回收，进而使相关民企的信用风险上升。因此，政府债务风险依然值得银行高度关注。在考察地方政府债务风险时，不仅要考虑负债率情况，还要关注债务透明度情况，体现为隐性负债占比的高低。根据我们的测算，以贵州、云南为代表的西部地区省份，尤其是西南地区省份，地方政府负债率较高、隐性债务占比偏重，出现资金断供、工程烂尾的可能性相对更高。广东、上海、山东、浙江、北京、河北、福建、安徽等地债务透明度较高，负债率较低，地方政府具有较强偿债能力。根据以上结论，建议在总体原则上，对东部地区采取积极进入的信贷投放和地方债投资策略；对西部地区尤其是西南地区部分省市，采取谨慎进入策略。