

2017年宏观经济展望及对策建议

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 程丹润

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2017年03月01日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 2016年，国内经济延续“底部徘徊”的整体态势，企稳态势逐步明朗，最终消费贡献大幅提升，汽车、房产类需求旺盛；投资形成略有下降，基建、房地产增速较快；进出口负贡献，回暖迹象较弱。以减税、扩大赤字、增加政府投资为特点的财政政策积极发力；以放弃普遍宽松常规政策、新型工具与公开市场搭配为特点的货币政策稳中偏紧。
- ◆ 2017年，“L”形但有望从“一竖”过渡到相对平稳的“一横”，投资保持稳定，房地产投资下滑，制造业、民间投资存在不确定性，基建投资发挥“托而不抬”作用。
- ◆ 供给侧改革将更加注重政策落实效果，去产能面临供给端削减与价格管控之间的平衡，去库存转变成“缓跌”目标的地产调控，去杠杆全面延伸。积极财政政策将继续承担稳增长主要任务，货币政策稳中偏紧的格局得以延续，在操作上边际收紧，直接融资扩大，资金延续紧平衡。
- ◆ 对于金融企业而言，一要把握“L”型发展中的短期波动规律及特征，提前筛选优质公司和储备项目，尽量在国家投资重点领域里选择项目和企业，注重在外引资源、对内投资等方面发挥更大作用。二要结合供给侧结构性改革新要求，规避落后产能、高压库存类企业，压缩地产相关项目融资或投资，认真开展全面风险管理。三要找准积极财政政策和稳健货币政策的新方向，在设立产业基金、扩大基金规模、争取担保基金增资注资、金融债项目融资配套服务、PPP项目股权或融资介入等方面加大争取力度。四要适应金融改革、国企改革新变化，加快实施金融“互联网+”，延伸金融服务产业链，引导金融资源聚集。

目 录

一、2016 年宏观经济运行分析	3
(一) 经济延续“底部徘徊”，下行压力有所缓解	3
(二) 投资增速见底回升，基建、房地产增速较快	4
(三) 消费需求相对平稳，汽车、房产类需求旺盛	4
(四) 外贸增速前低后高，回暖迹象较弱	5
(五) 财政政策积极发力，财政收支大幅回落	5
(六) 货币政策稳中偏紧，社会融资增速略低	6
二、合肥市经济金融发展情况	8
(一) 经济运行领跑全省，领先中部	8
(二) 金融运行总体平稳，争先进位	9
三、2017 年宏观经济展望	9
(一) 经济增速小幅下行，显现滞胀特征	9
(二) 投资基本保持稳定，基建“拖而不抬”	10
(二) 消费后续动力不足，仍将低位徘徊	11
(三) 外贸形势有所好转，进出口边际改善	12
四、2017 年宏观经济政策分析	13
(一) 供给改革效应将显	13
(二) 财政政策积极有效	14
(三) 货币政策稳中偏紧	15
五、对策建议	16
(一) 经济发展阶段方面	17
(二) 经济增长速度方面	17
(三) 固定资产投资方面	17
(四) 消费需求方面	18
(五) 外贸发展方面	18
(六) 供给侧改革方面	18
(七) 财政政策方面	18
(八) 货币政策方面	18
(九) 金融改革方面	19
(十) 国企改革方面	19

2017 年宏观经济展望及对策建议

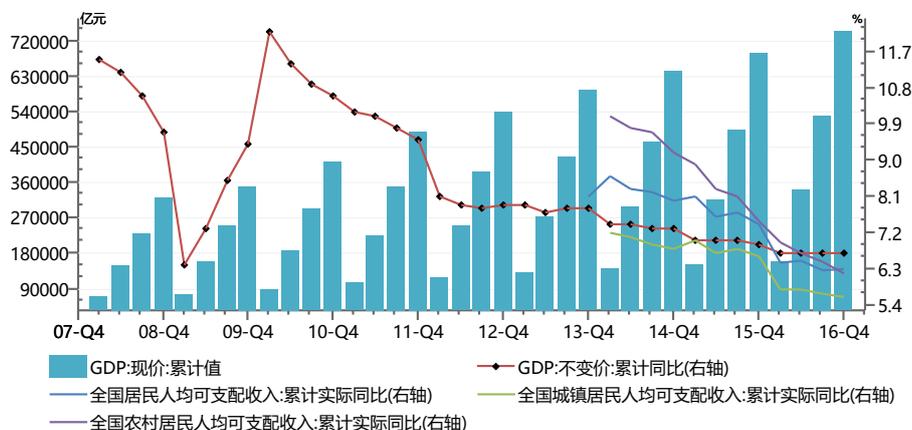
2016 年，面对错综复杂的国内外形势和持续较大的经济下行压力，国家实施积极财政政策和稳健货币政策，以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，宏观经济形势缓中趋稳、稳中向好，经济运行保持在合理区间，为金融业态发展和金融企业经营提供了良好的大环境。2017 年，在财政货币政策主基调不变的基础上，微观措施调整的重点和方向已然明确，但国际国内频发的黑天鹅事件，以及经济运行中固有矛盾和问题，将给金融业发展带来深刻而复杂的影响，确需逐一分析并提前应对。现对当前宏观经济运行进行分析展望，并给出相应对策建议，供参考。

一、2016 年宏观经济运行分析

(一) 经济延续“底部徘徊”，下行压力有所缓解

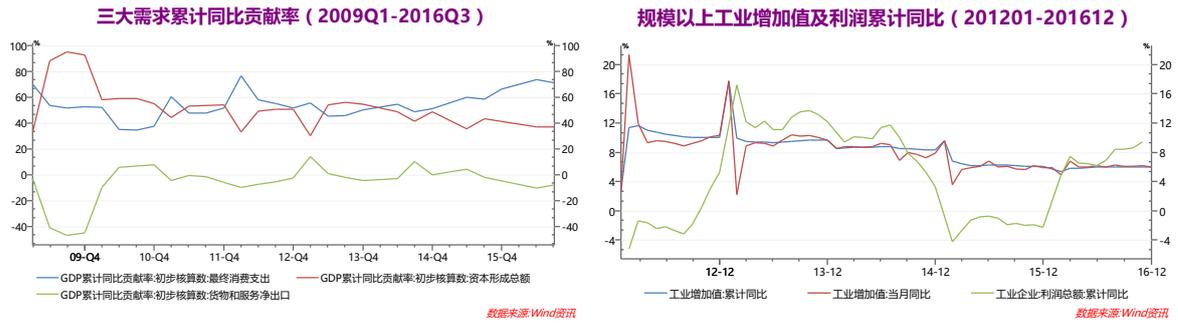
2016 年，国内经济延续“底部徘徊”的整体态势，下行压力有所缓解，企稳态势逐步明朗，并呈现边际改善迹象。国内生产总值 744127 亿元，同比增长 6.7%，前三季度 6.7%，四季度 6.8%，连续 9 季度运行在 6.5%-7% 的合理区间。受经济环境影响，居民收入从 2013 年开始不断走低，2016 年人均可支配收入实际增长 6.3%，城镇居民人均可支配收入实际增长 5.6%，农村居民人均可支配收入实际增长 6.2%，低于 GDP 增速，经济增速下滑带来居民收入增长乏力的现象值得关注。

全国GDP和居民收入累计同比 (2008Q1-2016Q4)



数据来源:Wind资讯

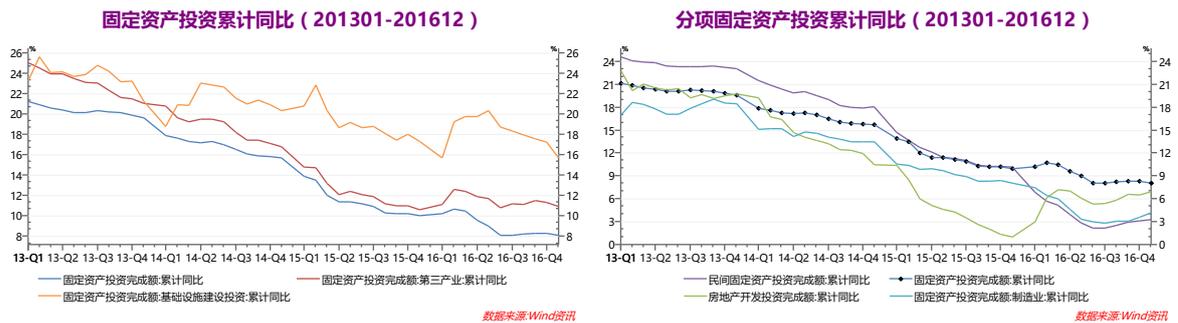
推动经济增长因素的需求结构方面，最终消费贡献大幅提升，投资形成略有下降，进出口负贡献。2016 年前三季度，最终消费拉动经济增长 4.8 个百分点，对 GDP 贡献率达到 71%，同比提高 13.3 个百分点。资本形成总额拉动经济增长 2.5 个百分点，贡献率为 36.8%，略有下降。进出口形成 0.5 个百分点的负向拉动，贡献率为 -7.8%，是拖累 GDP 增长的主要因素。在国内投资意愿低迷，外贸形势依然严峻的背景下，内需成为拉动经济增长新动力，增长结构持续改善。



工业结构方面，工业经济稳中有升，高新技术、战略性新兴产业增速较快，企业效益不断改善。在宽松政策加码以及稳增长政策频出的利好环境下，2016年规模以上工业增加值同比增长6.0%，保持较为平稳的增长速度；高技术产业增加值增长10.8%，战略性新兴产业增加值增长10.5%；企业效益不断改善，1-11月份，工业企业利润总额同比增长9.4%，企业盈利状况的改善有助于生产的复苏以及投资的增长。

(二) 投资增速见底回升，基建、房地产增速较快

2016年，全国固定资产投资同比增长8.1%，上半年大幅下滑后出现企稳态势，连续六个月运行在8%以上，虽仍处于底部区间，但保持回暖修复。其中，第三产业投资增长10.9%，高技术产业投资增长15.8%，增速分别快于全部投资2.8和7.7个百分点。



制造业和民间投资回落见底后弱势企稳。制造业和民间投资均在7月、8月底有所回升，但受产能过剩矛盾突出、市场需求不足的影响，始终处于弱势企稳阶段，全年制造业同比增速4.2%，民间固定资产投资增长3.2%，连续五个月回升，占全国固定资产投资的比重为61.2%。

基建、房地产投资保持较快增长。基建投资全年增长17.4%，虽然是连续5个月下行，但这并不改变基建投资增速相对高位、托底企稳的基本态势。房地产投资得益于年初去库存一系列刺激政策，实现快速增长，全年增长6.9%，较去年同期提升5.9个百分点，国庆持续到现在的房地产调控，对房地产投资的影响还没显现出来。

(三) 消费需求相对平稳，汽车、房产类需求旺盛

2016年，社会消费品零售总额同比增长始终保持较为平稳走势，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%。其中，实物商品网上零售额同比增长25.6%，占比12.6%，尽管增速较有所回落，但依然是拉动消费的主力；汽车消费在消费税减半以及贷款投放加快等利好环境下，增长较为强劲，全年增速10.1%；在房地产销售火爆的带动下¹，建筑及装潢材料类、家具类以及文化办公用品等均保持较高增长水平。

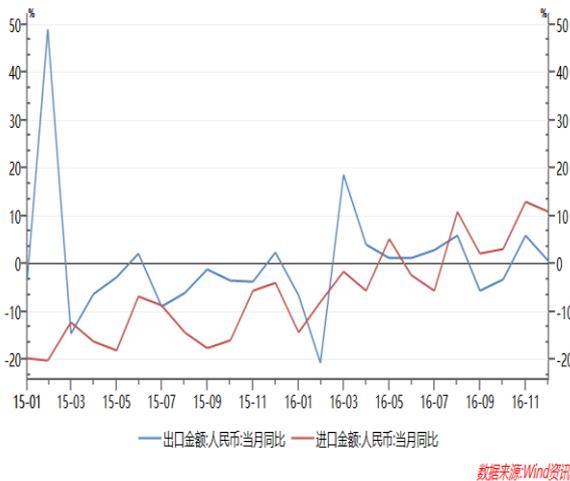
¹国家统计局局长宁吉喆：2016年房地产占GDP6.5%，建筑业以及房地产中的实体经济仍是我国支柱产业。



(四) 外贸增速前低后高，回暖迹象较弱

从 2015 年至今，我国出口金额同比增速大都出现下降，2016 年 9 月出现 -5.6% 增长，受全球贸易拖累较为明显。三季度之后，国家促进外贸回稳向好政策成效初显，外贸形势出现一定改善。出口方面，全球经济小幅回暖，外需疲弱状态略微改善，人民币汇率对出口起到一定促进作用，11 月和 12 月出口在连降两个月后出现首升。进口方面，大宗商品价格回升带动进口价格上升，经济运行企稳带动市场需求显著回暖，对进口增速起到提升作用，11 月和 12 月进口保持 10% 以上增长，高于市场预期。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%，其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体来看，外贸回暖向好迹象还比较微弱，形势依然严峻。

进出口金额当月同比 (201501-201612)



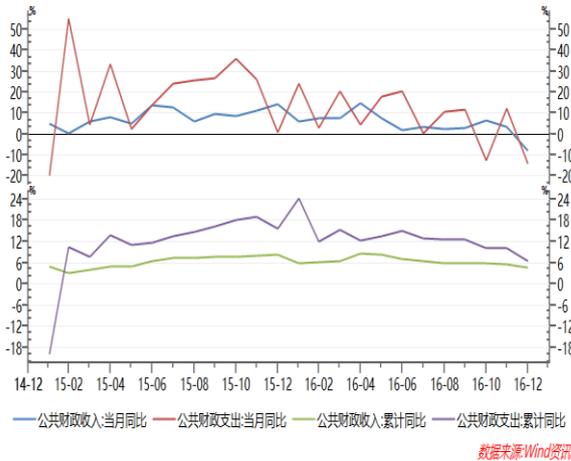
人民币贬值为何没有带来贸易快速提升?

2016 年人民币兑美元中间价贬值 6.67%，接近破 7。外部汇率贬值，但更需考虑内部实际汇率。内部实际汇率是指不可贸易品和贸易品的比值，其重要的经济含义在于资源将如何在贸易品部门和不可贸易品部门之间转移。住房是典型的不可贸易品，大量的资源进入房地产行业，削弱了贸易品在国际市场的竞争力。当前出口的疲弱态势很大程度上是由于内部实际汇率上升导致的。内部实际汇率升值降低出口竞争力，又反过来增加人民币对外贬值压力，导致进口价格上升，引发输入型通胀。

(五) 财政政策积极发力，财政收支大幅回落

12 月财政收支大幅跳水，一般公共预算收入 11302 亿元，同比下降 8.0%，一般公共预算支出 22002 亿元，同比大幅下降 13.9%，继 10 月负增后再创两年以来新低。全年来看，收入 159552 亿元，同比增长 4.5%（前值 8.4%），为 1988 年以来最低增速，营改增减收效果明显，房地产相关税收增长较快，其他税收增速总体放缓，国有土地使用权出让收入大幅回升；支出 187841 亿元，同比增长 6.4%（前值 15.8%），支出增速前高后低，与基建投资增速走势相印证。

财政收支运行 (201501-201612)



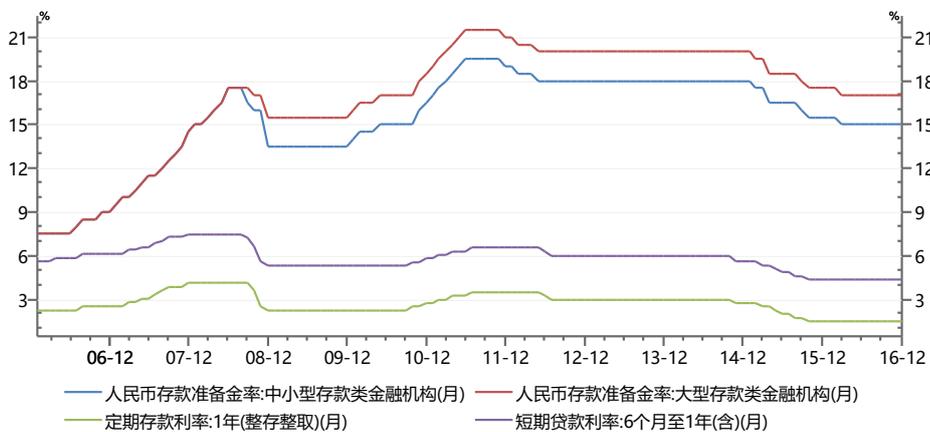
2016 年积极财政政策有哪些特点?

一是**减税**，营改增全面推广，全年减税总规模达 5000 亿元。二是**扩大赤字**，安排地方政府债务置换，财政赤字率目标从 2.3% 提升至 3% (技术方式详见：财政部有关负责人就 2016 年财政赤字有关问题答记者问)，而实际赤字率 3.8% (公共财政赤字/GDP)，比 2015 年上升 0.4 个百分点，为改革开放以来最高水平。三是**增加政府投资**，公共财政支出维持较高增速，1995 年以来首次在上半年出现财政赤字，国债及地方债发行规模不断扩大，政府性基建投资增速也有明显回升，大力推广 PPP 模式项目，分担财政支出的压力。

(六) 货币政策稳中偏紧，社会融资增速略低

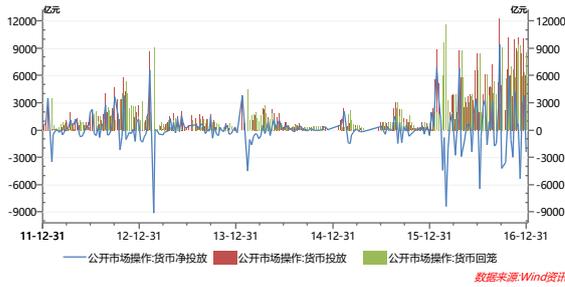
稳健货币政策不再宽松，放弃普遍宽松常规政策。央行自 2014 年底开启了货币政策的普遍宽松后，一整年的降准降息极大地降低了实体企业融资成本。但随着货币宽松边际效用的递减，“脱实向虚”的资金先后推高了股市和楼市价格，带来两轮明显的资产价格泡沫。同时，“811”汇改之后，人民币贬值压力不断增大，制约了货币政策进一步宽松。2016 年央行仅在 2 月进行一次降准，基本放弃了降准降息式普遍宽松的常规货币政策。

存贷款基准利率及存款准备金率 (200501-201612)

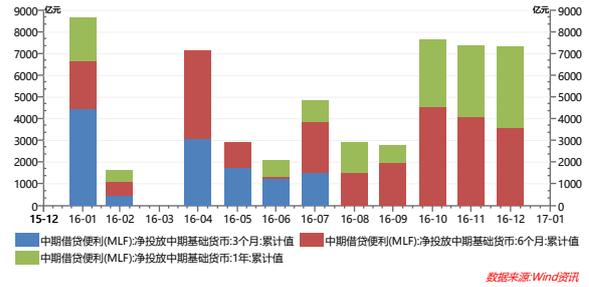


新型工具与公开市场搭配，“锁短放长”调节杠杆。选择相对短期的新型货币政策工具 (MLF/SLF/PSL) 和公开市场每日操作 (OMO)，保证存量资金充裕，又防止过度宽松预期。但是高频短期的货币政策操作带来短期流动性的极度充裕和短端资金价格下行，使得金融机构短期杠杆抬升，加剧金融风险。下半年，货币政策操作又呈现“锁短放长”倾向：一是 OMO 相继重启期限较长的 14 天期和 28 天期逆回购，二是暂停 3 个月期 MLF 操作，增加 6 个月和 1 年期，通过拉长资金期限降低杠杆水平。

央行公开市场操作 (201201-201612)

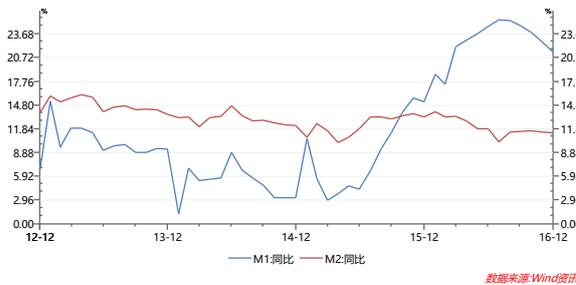


央行中期借贷便利 (MLF) 期限构成 (201601-201612)

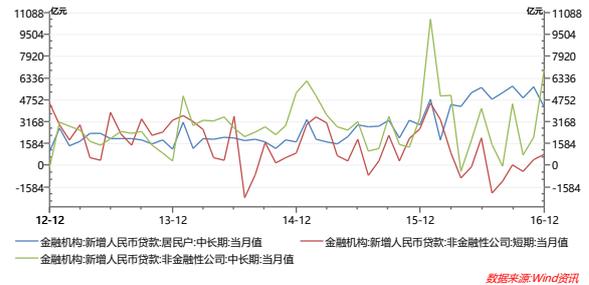


M1-M2 的剪刀差先高后低，仍处于历史高位。12月末，广义货币(M2)余额 155.01 万亿元，同比增长 11.3%，比上年同期低 2 个百分点；狭义货币(M1)余额 48.66 万亿元，同比增长 21.4%，比上年同期高 6.2 个百分点。上半年，M1 大幅攀升、M2 持续下滑，一方面是由于基数效应的影响，另一方面经济下行压力，企业投资意愿低迷，外汇占款下降对冲，加之房价高涨带来的虹吸效应等，M2 增速从年初的 14% 大幅下降至 11.3%，M1 增速却从 2015 年的 2.9% 攀升至最高的 25.4%，M1-M2 的剪刀差一度高达 15.2。8 月份以来，基数效应有所减弱，制造业投资反弹，企业融资需求改善，剪刀差开始收窄，但仍处于历史高位。

货币供应量同比增幅 (201212-201612)



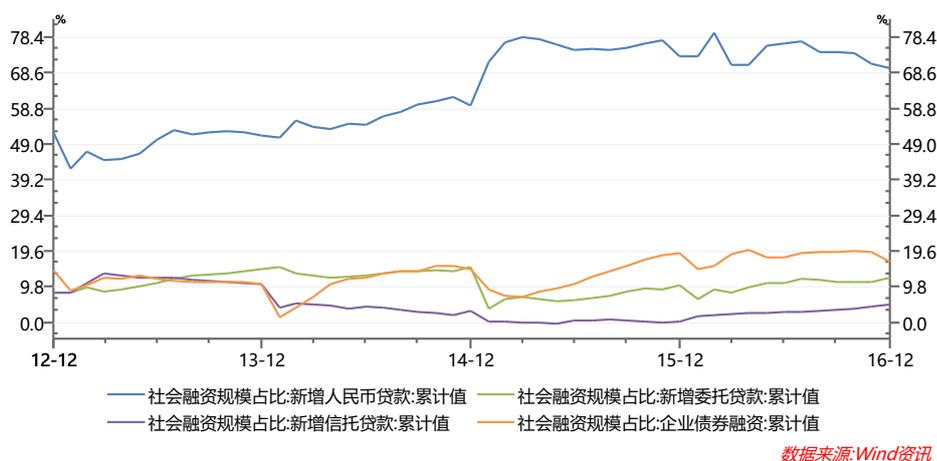
分部门新增人民币贷款 (201212-201612)



新增贷款规模创新高，居民中长期贷款增速较快。2016 年人民币贷款增加 12.65 万亿元，同比多增 9257 亿元，再次创下了年度贷款投放新纪录。住户部门贷款占比 50%，其中中长期贷款占比 44.9%，非金融企业及机关团体贷款增加占比 48.2%，居民占比首次超过企业，且以中长期房贷为主。12 月份新增人民币贷款 1.04 万亿元，企业中长期贷款的大幅增加，单月增量 6954 亿元，表明企业融资需求回升。

直接融资规模比例提升，表外业务增长较快。2016 年社融规模存量为 155.99 万亿元，同比增长 12.8%，略低于全年 13% 的增速目标。企业债券余额、非金融企业境内股票余额分别同比增长 22.5%、27.6%，合计占社会融资规模 15.2%，比上年提高 1.3 个百分点。委托贷款和信托贷款存量增速分别为 19.8% 和 15.8%，高于社会融资存量增速，占比提高 0.6 个百分点，主要受政策面转向稳健中性影响，市场综合利率有所反弹，资金成本更高的委托或信托渠道成为可选融资通道。

分项目社会融资规模累计占比 (201212-201612)



如何总体评价2016年货币政策?

2016年,央行灵活运用普降存款准备金率等多种货币政策工具,在保持市场流动性合理充裕的同时,完善货币政策的传导机制,针对性和有效性进一步增强,促进了货币信贷和社会融资规模合理增长,为稳增长和供给侧结构性改革营造了适宜的货币金融环境。虽然社会融资总量和M2均略低于年初13%的目标,但去年总体金融市场运行是稳定的,货币政策前松后紧,保持稳健适度,流动性的补充多为定向宽松,在资金面易出现紧张的时点进行适度维稳,而非主动宽松。

二、合肥市经济金融发展情况

总体来看,2016年合肥市经济增长符合预期,主要指标继续运行在合理区间,且保持增长领跑全省、领先中部的良好势头,金融市场总体健康平稳,存贷款增速高于全国,金融供给积极有效,直接融资额中部领先。

(一) 经济运行领跑全省,领先中部

增速稳中有快。“稳”体现在投资、社会消费品零售、工业增加值等各月累计增速总体保持稳定态势。“快”体现在GDP、财政收入、规上工业、居民收入等增速均高于全国和全省。2016年合肥GDP达6200亿元,同比增长10%,高于全国和全省3.3和1.3个百分点,位居中部第1,经济首位度不断提高;财政收入1114.1亿元,增长11.4%,是全国增速4.5%的2.5倍,高出全省2.4个百分点;固定资产投资超过6500亿元。

工业生产向好。2016年合肥规上工业总产值首次突破万亿大关,工业总量居全国省会城市第9位。1-11月规上工业增加值2067.77亿元,同比增长9.7%,高出全国、全省3.7和1个百分点,增速位居省会城市第3。六大主导产业实现增加值1342.98亿元,增长10.4%,对全市工业增长的贡献达到68.8%,拉动全市工业增长6.7个百分点。

创新要素集聚。合肥获批综合性国家科学中心,重大创新平台形成体系,世界首颗量子科学实验卫星“墨子号”研制成功,世界首条量子保密通信网络“京沪干线”合肥至上海段率先开通。2016年,合肥全社会研发投入占GDP比重达3.1%、高于全省和全国,发明专利授权量增长35%,国家高新技术企业增至1186家,高新技术产业实现增加值1300亿元、增长12%,主要创新指标稳居全国省会城市“十强”。

（二）金融运行总体平稳，争先进位

金融市场方面，上半年合肥市金融运行总体健康平稳，各项存款快速增长，各项贷款高速增长，金融供给产品丰富，直接融资成为亮点。

存款增量同比多增。截至 2016 年末，合肥本外币各项存款余额 13479.7 亿元，同比增长 20.4%，存款余额超过昆明、福州，在全国省会城市名次由 13 位上升至 11 位，企业存款呈活期化趋势，房地产市场活跃导致大量居民存款和个人住房按揭贷款转化成房地产企业活期存款，也反映企业投资意愿较弱，沉淀闲置资金较多。

贷款同比高速增长。截至 2016 年末，全市本外币各项贷款余额 12064 亿元，增速 18.6%，新增贷款占全省的 41%，继续保持全省绝对领先地位，贷款余额位居全国省会城市第 13 位，贷款增速高于全省平均水平，位居全国第 4 位，既与经济回暖后项目贷款需求增加有关，也与房地产市场升温带动房地产贷款尤其是个人住房贷款持续快速增长有关。在各项贷款中，**中长期贷款**增速持续上升，9 月末，本外币中长期贷款余额 8465.5 亿元，同比增长 20.7%，较一季度、上半年分别上升 5.6 个、3.2 个百分点，信贷资金在加速进入实体经济，有效支持了全市重点项目、重大工程建设。在中长期贷款增速持续上升的同时，**住户贷款**同比增长较多，前三季度本外币住户贷款新增 888.6 亿元，其中以住房贷款为主的消费贷款同比增长较多 490.7 亿元，反映出合肥区域住房消费市场的活跃。

金融供给积极有效。财政金融产品有力推进，大湖名城系列财政金融产品已累计支持近 300 家各类企业 30 多亿元；“4321”新型政银担风险分担合作不断深化，全年实现新增放款 80.6 亿元；市县两级续贷过桥资金为 2000 多家中小微企业提供周转贷款 126.2 亿元，有效降低企业融资成本。**多层次资本市场建设**加快，2016 年 1-11 月份，全市直接融资额新增 2177.78 亿元，境内外上市公司 39 家，过会待发企业 2 家，在会待审企业数 13 家，省会城市排第 7，全市新增 39 家新三板挂牌企业，全市新三板挂牌企业数量达到 89 家，省会城市排第 10。

三、2017 年宏观经济展望

2017 年，在旧增长方式后续乏力、新增长方式尚未成型的转型时期，内部和外部一系列不确定因素叠加，中国经济仍处于 L 型探底阶段，虽有回暖态势，但基础还不牢固，经济运行的固有矛盾没缓解，经济增速趋缓难以改变。

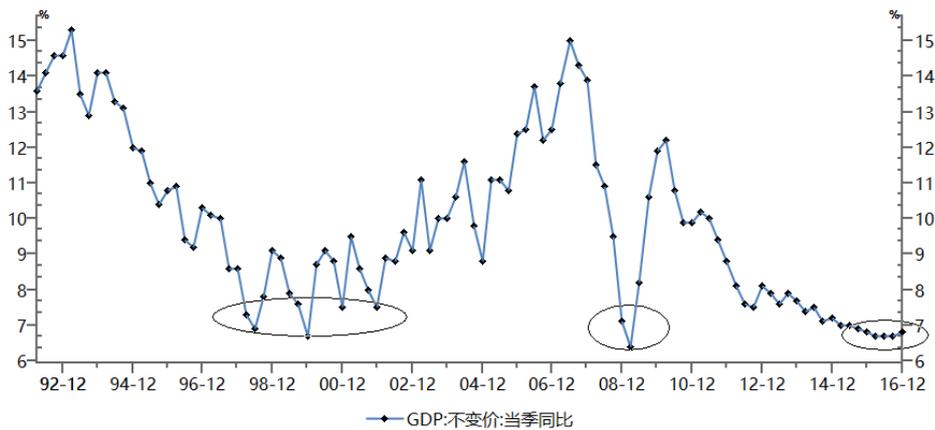
（一）经济增速小幅下行，显现滞胀特征

2017 年，国内经济既不会出现台阶式下跌的新因素，也不会迅速形成拨云见日的积极动力，权威人士“L”形判断依然成立，但有望从“一竖”过渡到相对平稳的“一横”，经济增长可能呈现“前高后低”态势，一季度惯性冲高，二三四季度增速小幅下行，整体增速与去年持平或略低，预测保持在 6.6-6.9% 之间。

✦ 2017 年世界能否打破逢“7”出现的金融危机魔咒？

半个世纪来，世界经济曾经历了 1977 年国际货币危机、1987 年华尔街“黑色星期一”、1997 年亚洲金融危机和 2007 年启动的美国次贷危机。从布雷顿森林货币体系建立以来，美国一直是全球经济的领导者，四次危机的产生都与美国的金融体系有着直接密切的影响，美联储利率变化导致国际资本的周期性波动、发达国家对金融创新和资产泡沫的监管缺失，都会以经济或金融危机的形式来演进。

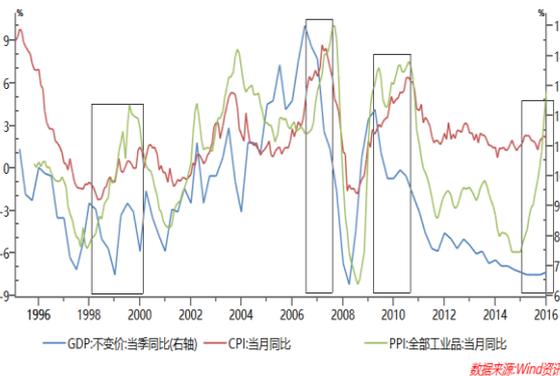
GDP增速 (1991Q1-2016Q4)



数据来源:Wind资讯

从经济周期来看,我国已经出现滞胀的苗头,经济增速延续2012年以来的下行趋势,通胀却一改2015年的下行态势,波动中上行。2017年滞胀预期非常强烈,经济继续L型探底,PPI方面,国际油价上涨通过贸易向国内传导,国内经济企稳原材料价格上涨,且低基数效应,致使PPI延续涨势,前高后低;CPI方面,翘尾因素导致中枢上行,PPI向CPI传导抬升物价,人民币贬值带来输入性通胀,通胀维持较高水平,尤其是上半年。

GDP、CPI、PPI同比增速对比 (199501-201612)



数据来源:Wind资讯

滞胀是什么?

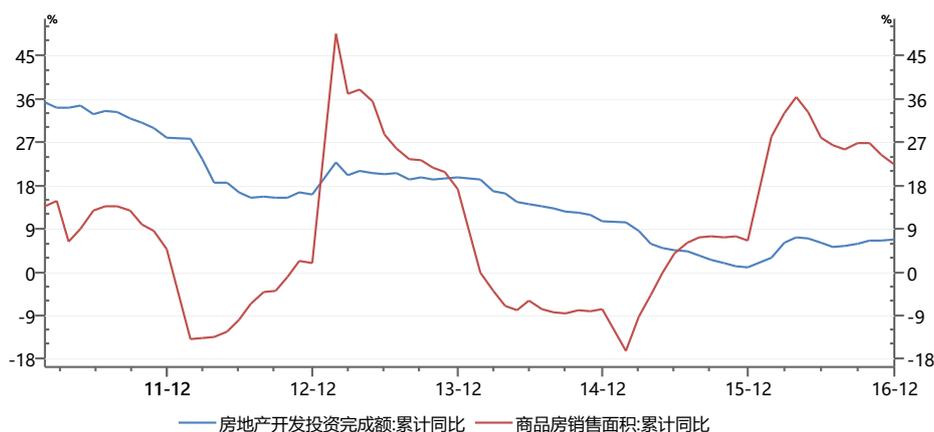
滞胀全名为停滞性通货膨胀(stagflation),特指经济停滞(stagnation),失业及通货膨胀(inflation)同时持续高涨的经济现象。经济学家认为造成滞胀的两个主因:经济产能被负面的供给震荡而减少,如石油危机造成生产成本价格上涨及利润减少;不当的经济政策,如中央银行容许货币供应过度增长。价格改革以来我国共出现三次较为明显的滞胀(左图):1998-2000年、2007年前后、2010年前后。

(二) 投资基本保持稳定, 基建“拖而不抬”

当前,“稳”的基础仍然依靠“老办法”投资拉动的局面将继续呈现,综合考虑制造业及民间投资的回暖、房地产投资下滑以及基建投资的支撑,2017年固定资产投资增速有望保持稳定,增速维持在9%左右。

房地产投资下滑是大概率事件,但空间有限。 房地产销售面积与房地产开发投资具有一定的正相关性,房地产销售面积增速大致领先房地产开发投资增速6个月左右。随着各地陆续出台房地产调控政策,1月商品房销售面积同比增速较上月大幅回落18.5个百分点,12月15个一二线城市有12个城市新建商品住宅价格环比下降。2017年,地产销售面积及价格增速下行,特别是针对房企的融资渠道收紧(购房尾款ABS、应收账款ABS、类REITs融资等基本暂停),地产投资增速会有承压下行。但考虑到地产调控采取的因城施策手段,且中央提出“防止出现大起大落”,非调控城市可能受益于调控挤出效应获得销售支撑,地产投资增速整体下滑空间相对“有限”。

商品房销售面积与房地产开发投资累计同比 (201101-201612)



数据来源:Wind资讯

制造业投资、民间投资存在较大不确定性。经验表明，制造业投资、民间投资存在一定的关联性。虽然民间投资在2016年7月、8月见底后有所回升，但市场需求不足，企业投资意愿仍然偏低。2017年，受房地产相关投资下滑的联动影响，民间投资仍将处于弱势企稳阶段，虽然伴随企业盈利的改善和库存的回补，部分制造业可能触底，由此带来制造业投资的反弹，但两者力量相抵效果如何，仍存在较大的不确定性。

基建投资继续发挥“托而不抬”作用。2017年，在地产投资增速下行风险的情况下，基建投资将扮演稳增长的关键角色，但受预算内财政收支的限制，其对投资发挥的是“托而不抬”的支撑作用。从资金来源看，预计2017年财政目标赤字率仍将保持3%，专项建设基金也将进一步支持基建投资，而以金融专项债、城投债、PPP等为代表的“泛财政支出”则是重要来源。从项目储备来看，截至2016年底，财政部和发改委PPP入库项目投资额接近10万亿元，2017-2018年将进入PPP项目集中落地的阶段，并有望撬动民间资本并缓解财政收支矛盾。

基础设施建设投资累计同比 (200701-201612)



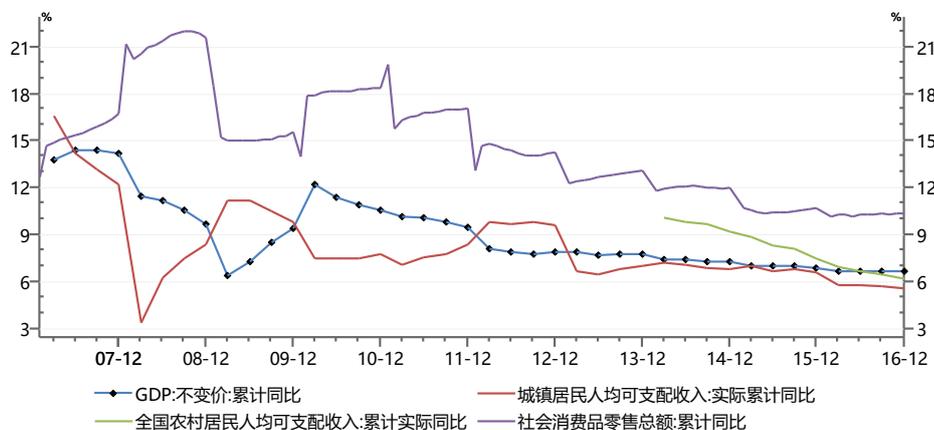
数据来源:Wind资讯

(二) 消费后续动力不足，仍将低位徘徊

2016年前三季度，消费对GDP增长的贡献率达到71%，数据很好看，但实际上是投资和出口低迷的结果，属于“衰退型占比上升”。2017年，在居民收入增速下降、消费预期不强、消费亮点不明的情况下，消费后续动力稍显不足，**全年消费增速仍将继续低位徘徊**，略低于2016年水平，预计同比增长10%左右。

居民收入水平增速下降。2013 年以来城镇居民人均可支配收入实际增速均低于 GDP，2016 年三季度农村居民人均可支配收入实际增速也开始低于 GDP，说明当前收入分配体制并不利于消费支出的增加，这也是导致近年来社会消费品零售总额增速呈阶梯式下降的原因之一。

GDP、居民收入、零售总额累计同比 (2007Q1-2016Q4)



数据来源:Wind资讯

消费预期不容乐观。经济下滑、收入增速下降都对消费预期形成一定负面影响，高房价增加了居民的购房支出，直接导致居民可支配收入中的储蓄存款减少，中长期按揭贷款增加，对其他消费形成一定挤占效应，削弱消费增长的中长期动力。

新的消费亮点不明。2017 年，地产调控影响房产类消费，考虑到汽车类消费占限额以上零售比重最高，汽车购置税 5% 政策改为 7.5% 征收影响汽车及交通燃料类的消费，虽然基建加码对重卡等商用车销售利好，但支撑力度有待观察。

(三) 外贸形势有所好转，进出口边际改善

出口边际改善。美国经济复苏稳健，对需求有一定的提振作用，但同时特朗普推行的贸易保护主义将成为最大风险点；东盟、新兴经济体以及一带一路沿线国家或将为出口增长带来的新动力；人民币兑美元贬值幅度大于直接竞争关系的东南亚经济体，一定程度上抵补了劳动力以及其他要素成本的上升，成为修复出口企业资产负债表和损益表的重要因素；2017 年，美联储有加快加息节奏的可能，美元大概率维持整体强势格局，人民币将继续存在贬值预期，进而有利于出口竞争优势的改善。

进口前高后低。全球大宗商品价格 2016 年一季度达到阶段性底部，二季度起开始上涨，我国进口价格指数和进口金额的增速开始提升。2017 年，全球经济仍处于弱复苏时期，大宗商品供过于求的现状短时间内很难改变，价格上涨将有所放缓，但近期国务院连续出台“对”外放开准入限制等支持外贸发展政策，加上基数效应影响，全年进口增速将会好于去年，并呈现前高后低走势。

✦ 如何看待供给侧改革和需求侧管理？

中央经济工作会议明确“以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求”的政策基调，权威人士的解读是供给侧是主要矛盾，需求侧起着为解决主要矛盾营造环境的作用，言而言之，需求侧起的是托底和配合的作用，不可越俎代庖、主次不分。支撑经济增长的需求侧主要是投资、消费和外贸三架马车，相比于去年房地产、汽车与基建三个强劲动力，仅剩基建能在积极财政政策的背景下可能维持高增长，2017 年需求侧整体动力可能有所减弱。

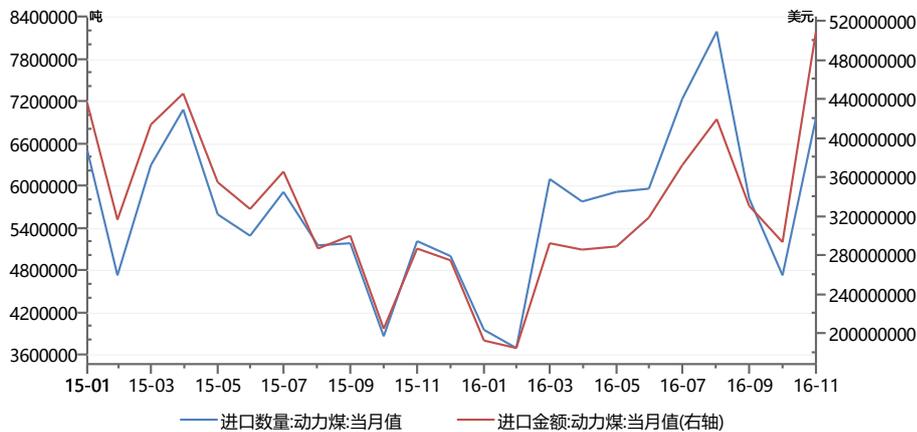
四、2017 年宏观经济政策分析

（一）供给改革效应将显

中央经济工作会议将 2017 年定位为“供给侧结构性改革的深化之年”，并且在“三去一降一补”五大任务方面首次要求有“实质性”进展，说明今年供给侧结构性改革将更加注重政策落实的效果。

去产能面临供给端削减与价格管控之间的平衡。2016 年去产能政策取得显著效果，钢铁去产能 4500 万吨、煤炭去产能 2.5 亿吨的目标任务均已提前超额完成，较强力度的减产要求叠加国内外需求回暖，带来了供需缺口的扩大，导致下半年以来煤炭价格、钢材价格的不断攀升。国内供给收缩拉动大宗商品价格上涨，将影响到供给侧改革整体部署，2017 年去产能将面临供给端削减与价格管控之间的平衡，重点将是“创造条件推动企业兼并重组”，更多的在尊重资产保全和员工权益前提下，采取并购重组、限产等方式推进。

进口动力煤数量及金额 (201501-201611)



数据来源:Wind资讯

去库存转变成“缓跌”目标的地产调控。2017 年去库存存在“三去”中的重要性将让位，官方表述是“重点解决三四线城市房地产库存过多问题”。现实中，不会出现任何地产调控放松的可能，即使是针对三四线城市，从近期政策层面观察，今年的地产调控会从地方层面着眼控制需求的“一城一策”，向中央层面的抑制供给方向发展，鉴于此前多次调控的目标都是“缓涨”，但效果不佳，此次可能转变定位为“缓跌”，探索建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，改变了以往仅仅扩需求去库存的导向，而是考虑通过保障房供给、房地产税改革等供需结合、市场调节的方式实现长期均衡，达到既避免引发金融风险，又挤出泡沫、处置风险点的效果。

去杠杆全面延伸至四大部门。2016 年的去杠杆政策，实际上以政府和居民的加杠杆换取企业的降杠杆，社会整体杠杆率仍没有实质性降低。2017 年，政府和居民的杠杆程度已经较大，去杠杆可能成为政府、居民、企业三者共同的政策目标，全面延伸至政府、家庭、金融机构、非金融企业四个部门，金融机构和非金融国企将是去杠杆的重点。**政府方面**，2015 年中至 2016 年中一波强劲的杠杆增加，政府负债同比增速由不足 10% 上涨到超过 30%，政策刺激力度甚至超过 4 万亿，但效果不佳，实体盈利无改善，非金融企业没有跟进，却带来了资产价格快速膨胀（房价、信用债和美元兑人民币汇率）。2016 年中后期政策有所收敛，2017 年政策将得以延续，在预算赤字约束以及地方债风险控制等方面控制政府负债规模。**家庭方面**，2016 年的加杠杆主要用

于购房，2017 年随着地产调控政策的深入，家庭部门杠杆率料会整体保持下行。**金融机构方面**，2015 年中配合政府加杠杆的主力，2016 年初金融机构负债同比增速已经超过 30%，是 2006 年有历史数据以来最高水平，成为资产价格膨胀的重要推手，2017 年中央明确要“下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫”，金融机构将成为去杠杆的重点领域。**非金融企业方面**，对于非国有性质的非金融企业而言，其杠杆实际上是市场行为，没有供给侧调整的必要性，重点是国有性质的非金融企业，2017 年大规模的债转股落地，促进不良资产合理定价，调动 AMC 等机构积极性，提升金融机构参与盈利性，而不仅仅是局限于当前提供过桥融资模式。

（二）财政政策积极有效

G20 峰会给世界经济开出的药方中提出财政扩张接替货币扩张。今年的中央提出“财政政策要更加积极有效”，说明实施积极财政政策的总体基调没有改变，将继续承担稳增长的主要任务，但更加强调政策的落地和有效性。

财政政策重心指向更加明确。2017 年积极财政政策主要发力方向是：推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底需要。财政政策重心更多转向弥补财政收支结构性问题，包括降低企业税费、保障民生支出等，以进一步适应供给侧结构性改革的实际需求。今年未提“减税”，继制造业增值税两个点下调、全面营改增之后，针对企业的减税空间已经不大。

召开年份	中央经济工作会议的财政政策定调
2016 年	财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。
2015 年	积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。

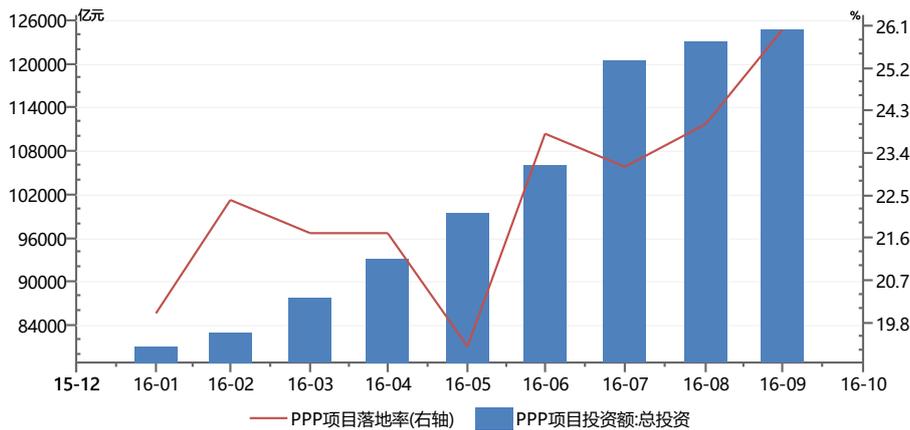
财政支出扩张或遭遇“天花板”。2016 年，财政收入同比增速持续下行，跌至 4.5%，处于历史低位，而财政支出却保持在 6.4% 中速水平，原因是较高的财政赤字水平和结转结余使用。2017 年，一方面，中央经济工作会议并未提及“阶段性提高财政赤字率”，预计财政预算赤字率不会出现显著上调。另一方面，今年结转结余严重缩水，能够动用的结转结余总量较去年下降一半，加上供给侧改革带来的降费因素，导致 2017 年的财政支出扩张或遭遇“天花板”，增速难以保持 2016 年水平。

财政收支同比增速及目标赤字率 (2000-2016)



专项金融债和 PPP 将是预算外财政主要发力点。 财政收支矛盾下，即使财政赤字目标有所上调，财政支出受制于财政收入增速的放缓也无法表现得更为积极。而专项金融债、PPP 项目投资将成为弥补财政支出“天花板”的重要来源。以国开行为代表的政策性金融机构发行的专项金融债，2016 年 1-11 月净融资额已达 14549 亿元，相较 2015 年提升超 35%，而 PPP 项目三批总入库数达 1.0471 万个，总投资额 12.46 万亿元，去年项目落地率仅 26%，仍有较大的提升空间。可以预计，2017 年财政政策在专项金融债等“准财政”以及推动 PPP 落地等方面将更加积极，起到托底经济增速和配合供给侧改革的双重效果。

PPP项目投资额及落地率 (201601-201609)



数据来源:Wind资讯

(三) 货币政策稳中偏紧

中央经济工作会议提出，2017 年继续实施稳健的货币政策，既要支持实体经济的有效资金需求，防止总需求出现短期过快下滑，也要避免过度放水，推升债务和杠杆水平。而随着通胀预期持续升温，使得货币政策稳中偏紧的格局得以延续，不会进行主动投放和超预期宽松，资金方面也将延续紧平衡的状态。

新的货币政策框架体系正在成形。 货币政策将逐步从“数量型”向“价格型”调控转型，新的货币政策框架正在形成，未来公开市场操作利率的重要性将不断提升，央行通过调整以逆回购、MLF（中期借贷便利）、SLF（常备借贷便利）²利率等为代表的市场利率，以实现其货币政策目标，这种调控方式或将成为货币政策的“新常态”。

政策上延续稳健，操作上边际收紧。 尽管 2017 年可能会存在一些货币政策边际收紧的需求，但目前来看**短期内加息条件尚未成熟**，维持基准利率稳定是大概率事件，而在利率管制已全面放开的背景下，基准利率的调节作用不断减弱，未来存贷款基准利率应该会逐步退出“历史舞台”。**降准亦不合时宜**，存款准备金虽有向下空间，但债务置换背景下实际信贷增速较快，造成流动性趋紧更多地可能是结构性和高杠杆的问题，加之防风险、去杠杆需要，不宜一次性注入大规模流动性。**公开市场操作仍是首选**，包括 OMO（公开市场操作）、MLF（中期借贷便利）、SLF（常备借贷便利）、TLF（临时流动性便利）、PSL（抵押补充贷款）等，通过期限、利率、数量三者灵活搭配，实现特定政策目标。**操作上边际收紧**，虽然年前通过 TLF 阶段性释放流动性，但去年下半年期限调整（重启 14 天、28 天期 OMO 逆回购，增加 6 个月和 1 年期 MLF），

² 逆回购是传统公开市场操作工具，MLF（中期借贷便利）用于投放中长期资金，而 SLF（常备借贷便利）则主要担负构建利率走廊上限的职能。

以及近期利率上调（年前上调 MLF 利率，年后上调逆回购和 SLF 利率）、数量缩减（2 月初连续六个交易日暂停公开市场操作），明显反映出货币政策操作上向边际收紧转变。

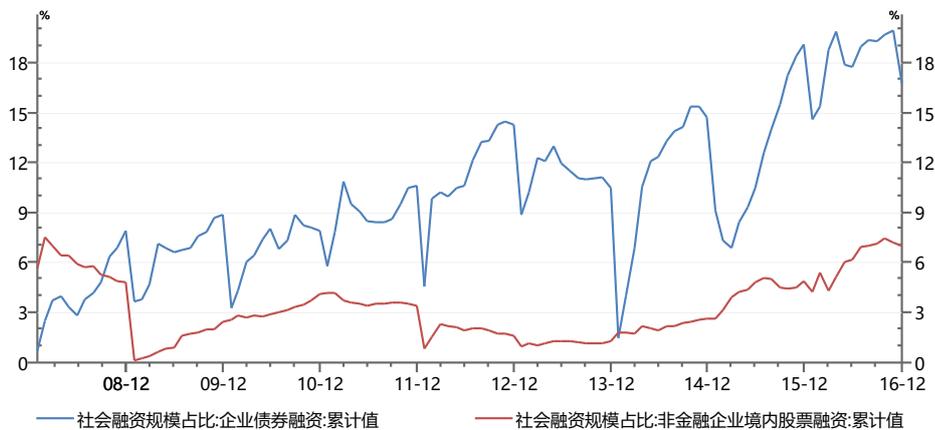
✦ 货币政策为何要边际收紧？

其一，通胀中枢的抬升限制货币进一步宽松。2017 年通胀中枢大概率上行的情况下，边际宽松的货币政策会给物价带来更大的压力，而高涨的物价将使得居民财富缩水，进而对需求端产生负面影响。

其二，抑制资产泡沫和引导资金脱虚入实仍将在一段时间内主导政策取向。信贷扩张的本意之一是刺激企业投资和居民需求，金融部门加杠杆催生了非理性繁荣，资产价格有了泡沫化倾向。而企业部门投资意愿未见明显改善，陷入流动性陷阱，M1 与 M2 的剪刀差上行。因此，在资产价格仍具有泡沫化倾向的情况下，货币政策边际收紧以降低金融部门杠杆率，才能使资金脱虚入实。

信贷保持平稳增长，直接融资比重扩大。信贷是经济增长的重要支持力量，2016 年全年人民币贷款增加 12.65 万亿元，加上成功发行的 4.87 万亿地方债务置换，实际信贷增量已突破 17 万亿，增速在 17% 之上。2017 年，国内楼市的调控，居民中长期贷款增长难以维持高增速，防控金融风险工作，一定程度上也抑制了银行的风险偏好和投放冲动，预计今年广义货币 M2 预期增长 12% 左右，社会融资规模余额增长 12% 左右。直接融资比重稳步扩大，股权融资持续推进。截至去年 12 月，直接融资占比为 23.8%，在去杠杆的背景下，预计 2017 年比重将稳步增大，尤其是股权融资仍将保持较高增速。企业债融资增速将逐渐趋稳，地方政府债券和资产支持类债券将持续增加。

直接融资占比总体上升 (200701-201612)



数据来源:Wind资讯

人民币汇率震荡走贬，弹性增大。2017 年上半年，潜在的大规模财政扩张政策将带来美国中期经济的繁荣，加快经济复苏的速度，预计美联储加息节奏将有所加快，美元指数主动走强，人民币对美元汇率可能在年中继续走贬。但监管层针对外汇和资本流动的宏观审慎管理仍将持续发挥作用，人民币贬值幅度基本可控。特别是下半年，十九大的召开及相关改革安排的出台，可能给予市场相对乐观的预期。总体而言，2017 年全年人民币对美元汇率贬值是大概率事件，汇率双向波动将进一步加剧，预计人民币对美元汇率中间价贬至 7 左右。

五、对策建议

2016 年，经济运行的总体态势符合预期，有些亮点还好于预期，但经济运行的固有矛盾没缓解，一些新问题也超出预期。基于前述宏观经济分析及展望，结合当地发展实际，我们给出 2017 年的机遇、风险提示及对策建议。

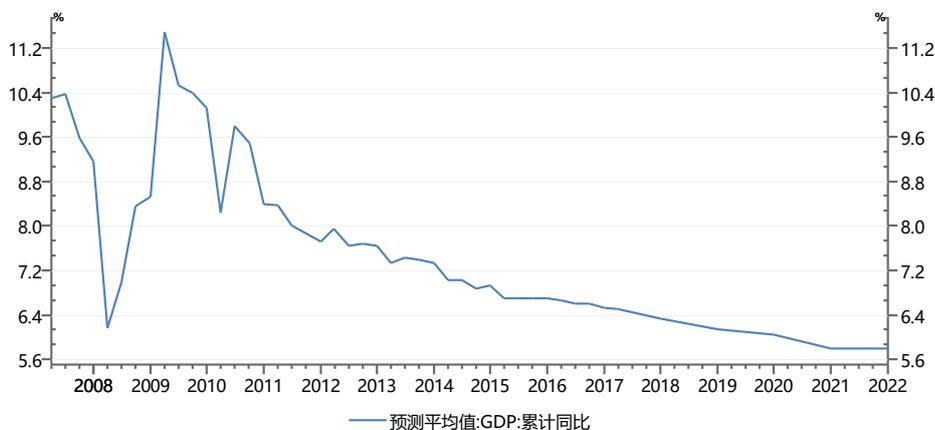
（一）经济发展阶段方面

2017 年经济将延续“L”型探底的走势，这种“L”型是一个阶段，不是一两年能过去的。但这个“L”型也不是一个速度不变，而是在一个基础平台上的小整理、小波动，也有其内在的规律，这也是中国经济发展的新常态。必须充分认识和把握这种新常态的大逻辑，在金融业各项规划制定、业务指引中积极贯彻这一认识，既不可急功近利，经济下行周期带来的是各种阵痛和矛盾，一味冒进、盲目扩张可能会带来巨大风险，但也不能毫无作为、停滞不前，要把握“L”型发展中的短期波动规律及特征，加强研判，顺势而为。此外，通常来说，经济萎缩阶段是各种机遇和创新迸发之时，需找准着力点，在既有把握、也有实力的领域大胆创新、走出新路，争取弯道超越。

（二）经济增长速度方面

预计 2017 年经济增长速度较去年会略有下降，基本保持在 6.6-6.9% 的合理区间运行，这既是经济周期发展规律的必然结果，也是宏观调控所要达到的既定目标。金融是经济的核心，同时也根植于经济，经济保持中高速稳定增长将为各金融业态发展提供良好的大环境，但经济继续下行，中小微企业对经济增速下降的反映更为敏感，将普遍出现经营困难，行业、企业分化将是常态，给金融企业债权、股权标的选择带来困难，风险加大，需做好“持久战”准备，提前筛选优质公司和储备项目，下好先手棋，打好主动仗。

GDP 走势及预测 (2007-2022)



数据来源:Wind资讯

（三）固定资产投资方面

今年，基建投资在积极财政政策的背景下可能维持高增长，继续起到兜底经济的作用，房地产投资将会小幅下滑，制造业和民间投资可能会逐步向好，整体固定资产投资仍将保持稳定增速。不管是金融企业债权业务，还是股权业务，都要明确这一投资指引的方向，尽量在国家投资重点领域里选择项目和企业，有效避免投资禁区，如融资租赁业务重点应放在与基建投资相关的项目，加大对中西部国家重点投资区域的业务开拓，而避免房产类项目融资需求。

（四）消费需求方面

在购置税政策调整和房地产调控背景下，今年汽车、房地产相关消费很难如去年那样保持高增长，收入增长乏力叠加消费亮点不明，消费真正拉动经济的作用将有所减弱。虽然消费具有一定周期性和不确定性，但从长远来看，**网络消费、消费金融、信息消费、旅游消费、公共服务消费等都是未来发展趋势**，金融企业可在相关业态上提前布局，特别是股权投资项目选择上加以考虑，分享成长红利。

（五）外贸发展方面

2017 年，全球经济企稳复苏态势得以延续，以美国为代表的外需有所强化，人民币贬值有利于出口竞争优势的形成，整体外贸形势可能边际好转。特别是 2016 年我国对外投资大规模增长的基础上，2017 年初针对外资流入放缓，已经出台了一系列外商准入限制的松绑政策，预计外资经济将迎来小高潮。金融企业可结合自身优势，**在外引资源、对内投资等方面发挥更大作用**，如合资设立金融业态、拓展海外市场等，着力构建两个市场、两种资源协同发展机制。

（六）供给侧改革方面

中央要求 2017 年在供给侧结构性改革“三去一降一补”有“实质性”进展。2016 去产能已经取得较好效果，虽然面临供给端削减与价格管控之间的平衡，但相关政策惯性延续，这就要求金融企业紧跟政策导向，**注重规避落后产能、高压库存类企业，资产配置中向新经济、战略性新兴产业倾斜**，适应国家产业政策导向。2016 年去库存特别是房地产领域效果超出预期，且出现外溢风险，去库存已经转变成“缓跌”目标的地产调整，预计近几年房产相关行业都将难以起色，这提示金融企业**应压缩地产相关项目融资或投资，尽力规避政策风险**。去杠杆、防风险将成为 2017 年供给侧改革的重点，特别是金融部门和国有企业，将有大刀阔斧的改革措施出台，这要求金融企业今年要将“防风险”作为重要任务，**对各项业务杠杆情况进行梳理分析，认真开展全面风险管理，同时，将风险防范作为债权股权业务的核心基准，在项目和企业选择中增加风险指标权重**。

（七）财政政策方面

2017 年，财政政策更加积极有效，在财政收入增速低迷的情况下，减税和增支受制于目标赤字率控制，存在一个“不可能三角”，大幅操作的空间比较有限，在保增长和支持供给侧改革的基础上，重点将在结构性调整和支出效率提升上下功夫，而以金融债和 PPP 为代表的预算外准财政支出将有较大的发展空间。金融企业应加强与本地市县发改、财政等部门对接联系，**在设立产业基金、扩大基金规模、构建产业基金集群、争取政府担保基金增资注资、金融债项目融资配套服务、PPP 项目股权或融资介入等方面加大争取力度**，多为有财政资金背书的公司和有财政资金保障的项目提供债权股权服务，充分发挥财政支持公司或项目在风险控制和利润保障方面的优势。

（八）货币政策方面

2017，受制于经济下行压力和结构性改革的需要，稳健的货币政策将得以延续，但随着防风险和供给侧改革去杠杆的战略地位的上升，在操作上可能会边际收紧；企业融资逐步恢复，M1-M2 剪刀差将会加速去化；信贷政策保持合理流动性，进行有保

有压的差别调控，直接融资比重上升；降低金融部门杠杆率，使资金脱虚入实仍将是今年货币政策的主要导向。

货币政策对金融企业发展至关重要，货币政策的边际收紧和金融部门去杠杆，将对市场资金面带来一定压力，金融企业融资成本可能会增高，各项金融资产质量将不断承压，对金融业债权股权业务的风险和利润控制提出更高的要求，需加强财务规划管理，盘活存量资金，提高资金周转效率，加大通过股票、发债等更为有效和直接的融资渠道，加强资产证券化业务开发，完善境外投融资平台和渠道建设，加快构建多层次、多元化、多渠道、全方位、低成本的融资支持体系。直接融资特别是股权融资占比提升，金融业基金及股权投资板块迎来发展机遇，服务中小微企业的类金融业态发展提供广阔空间。

（九）金融改革方面

今年，中央把“振兴实体经济”和“防风险”上升到前所未有的高度，如何促进金融体系服务于实体经济并防范区域性金融风险将成为金融政策的重要出发点。预计会召开全国金融工作会议，金融监管体制改革将提速，金融领域对民营资本逐步放开，对互联网金融、创新性金融业态、不规范套利行为、股票市场再融资的监管将更为严格，投融资体制改革进一步落地，大规模推行债转股，鼓励直接融资，支持有真实经济活动支撑的资产证券化，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，试点金融机构以适当方式依法持有企业股权。

这些金融改革，一方面需要金融企业强化市场准入和 risk 管控，适应多层次、全方位监管新规，另一方面，也给金融企业提供了难得机遇和重要指引，今后金融混业化将是趋势，金融监管会越来越严，而牌照化管理就是监管的重要方面，金融业需抢抓机遇，加快实施金融“互联网+”，延伸金融服务产业链，引导金融资源聚集，采取合资、收购、控股、参股等多种方式，打造多业态、多板块、多平台的综合性金融控股公司。

（十）国企改革方面

2017 年，随着顶层设计的基本完成，以及各领域“四梁八柱”架构逐渐成形，国企改革将步入求速求效的“深水区”，在公司制改革、重组整合、瘦身健体、混合所有制、国有资本运营公司、员工持股等领域有望破局。这需要金融企业提前布局，加强改革的前瞻性、应用性研究，积极谋划改革的应对之策，为实质性改革打好提前量、赢得主动权。比如，重组整合方面，需积极谋划国有金融资源集中的方案及实施步骤。瘦身健体方面，向国有资本运营公司职能转变，控制法人子公司数量，整合相关业务模块，探索并行集团化管理模式。混合所有制改革方面，需尽快做好引进战略投资者、上市运作、员工持股、股权激励等准备工作，便于改革政策落地后第一时期进入实质操作阶段。

[返回首页](#)

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇集高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、行业分析、区域经济、地方金融为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。