



# 兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2017 年第 12 期 总第 12 期 · 宏观报告

## 2017 年三季度宏观经济分析报告

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：安徽省合肥政务区  
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206

2017 年 10 月 23 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 正常的回落。三季度 GDP 增速 6.8% 符合市场预期，消费对 GDP 的贡献为上升，在去产能和环保限产主动式收缩下，投资对 GDP 的贡献下滑，依靠房地产、基建投资拉动的短期经济反弹动力开始减弱，但制造业增速加快，外需增长依旧强劲。
- ◆ 无忧的底线。四季度，地产严调控、金融监管趋严、信贷收缩，预计投资或继续回软，GDP 增速或略低于三季度，但在海外经济复苏趋势较为确定和居民收入增速持续上升带动消费稳定增长的背景下，经济增长内生动力较强，经济增速下行有底。
- ◆ 改革的预期。国内经济维持中高速增长，为改革争取到了难得的时间窗口，从十九大的表态来看，未来重大经济改革的推进力度可能进一步加大。

## 2017年三季度宏观经济分析报告

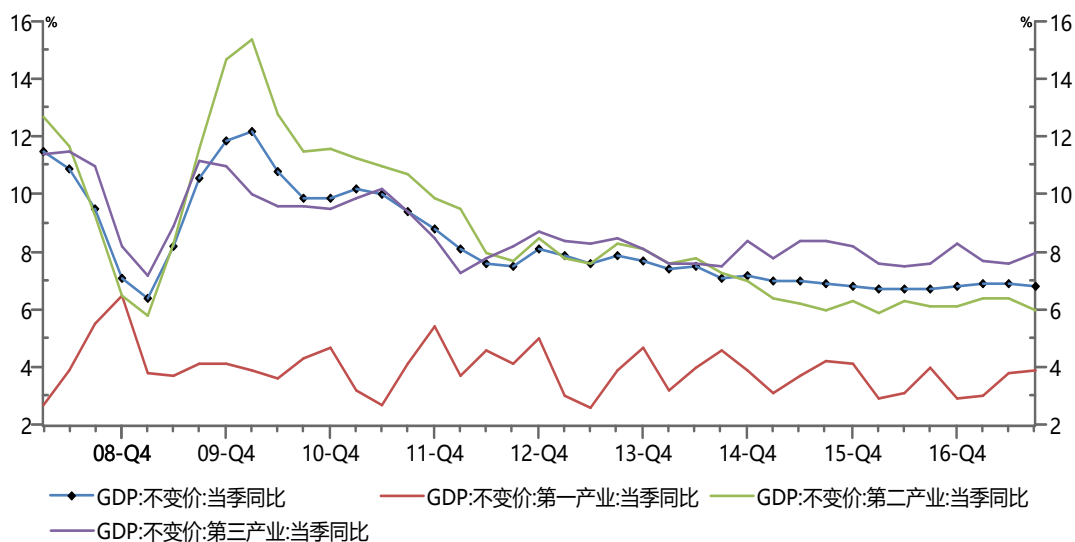
三季度经济增长小幅放缓，主要由于工业去产能及环保限产的影响，投资减速但消费、进出口保持稳定，经济“量缩价涨”格局仍然明显，没有新周期，却有新常态，未来将出现“上行有压力、下行有支撑”的阶段企稳态势。

### 一、三季度宏观经济运行分析

#### 1. 经济增长小幅放缓，全年增长目标无忧

三季度GDP同比增长6.8%，虽低于一二季度的6.9%，但经济连续9个季度运行在6.7-6.9%的区间。前三季度GDP增长6.9%，增速与上半年持平，比上年加快0.2个百分点。

#### 全国GDP及三大产业不变价当季同比



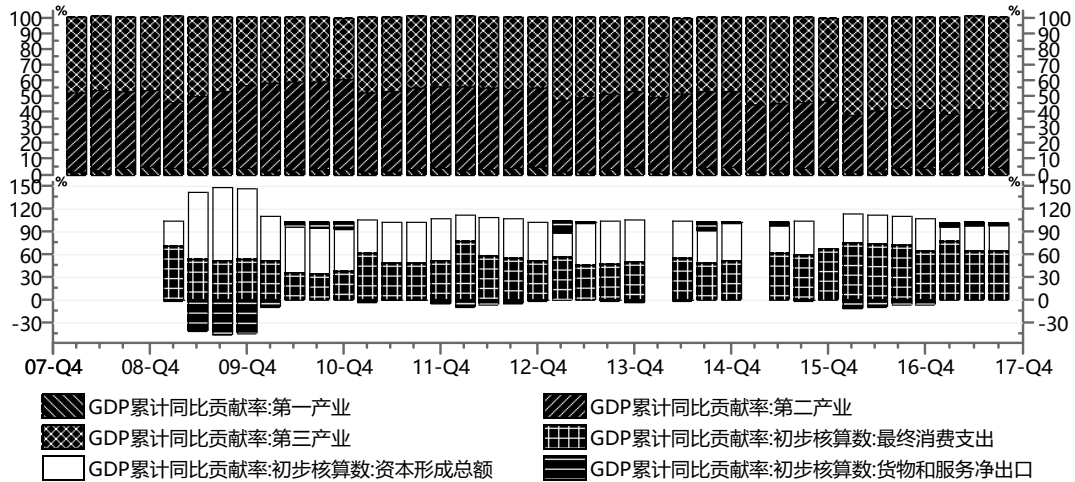
数据来源:Wind资讯

**从产业角度看**，二产增长6.0%，环比下降0.4个百分点，二产（工业）是导致GDP增速放缓的主要原因，体现出严厉的环保限产对经济会产生一定的负面影响。而三产增加值增长8.0%，环比上升0.4个百分点，服务业为经济增长提供强劲动力。前三季度，三大产业对GDP累计贡献率为：4.1：36.1：59.8，二产贡献环比有所下降。

**从“三驾马车”贡献来看**，最终消费、资本形成、进出口累计贡献率为：64.5：32.8：2.7，内需占比达97.3%，外需仅为2.7%，虽较一二季度有所下降，但与去年的负贡献相比，外需仍是支撑经济保持平稳偏强的关键因素。

总体来看，前三季度经济增长6.9%，全年6.5%的目标无忧，但也难以像周小川行长所说“有望实现7%”，“前高后低”的判断依然成立，四季度预期6.7%，全年预期6.8%，未来一段时间都将是**“上行有压力、下行有支撑”的阶段企稳态势，既没有“强复苏”的新周期，也没有“二次探底”的可能。**

## 三大产业及三驾马车对GDP累计同比贡献率



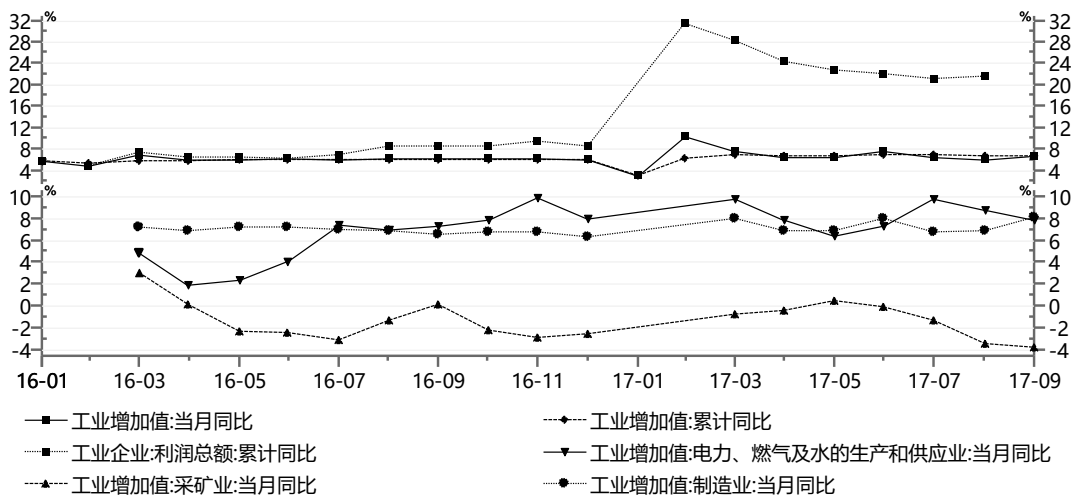
数据来源:Wind资讯

## 2. 工业生产有所回升，制造业增速加快

9月份，规模以上工业增加值同比增长6.6%，比8月份加快0.6个百分点。一般来说，**工业生产季末跳升是常态**，尤其是一二季度，这是9月数据回升的主要原因，还有就是**去年G20导致的低基数效应**。与一二季度相比，**跳升幅度有限，原因是严厉环保限产仍在执行，同时，出口和财政支出的季末高增的基础不在。**

分结构来看，环保限产带来采矿业、电燃水生产供应业等上游继续回落，下游装备制造制造业、消费品制造业同比增速回升，**制造业单月增速创2014年12月以来新高**，医药、运输设备、通信行业当月同比回升至年内高点，显示制造业转型升级速度加快，未来经济增长新动力或已初现端倪。

## 规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



数据来源:Wind资讯

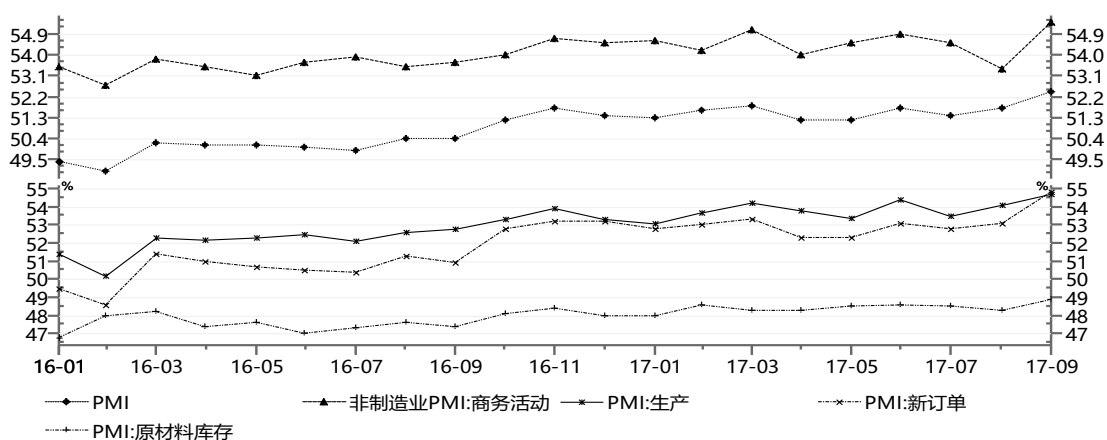
四季度，随着工业限产、去产能的推进，只要价格保持稳定，上游工业生产回落将继续，但工业品的现货价格普遍还维持在较高水平，工业企业利润较好，工业生产预期不会大幅下滑。同时，**工业结构调整带来的新动能将逐步显现，去年下半年以来的“房地产+出口”增长模式将让位于“消费+制造升级”。**

### 3. PMI 指数表现强劲，大中小型企业分化继续

9月制造业PMI为52.4，较上月回升0.7，达到5年高点，连续14个月位于扩张区，间制造维持高景气，与工业生产及投资数据相吻合。非制造业PMI商务活动指数为55.4，显著回升，年内高点。分项上看，生产指数和新订单指数分别为54.7和54.8，分别较8月回升0.6和1.7，表明制造业生产经营改善，产销回升；类型上看，大型企业9月制造业PMI小幅下降至52.8，中型和小型企业分别回升1.4个百分点和0.2个百分点至51.0和49.1，大型企业和中小型企业分化趋势继续。

**9月PMI大幅上涨表明当前总需求水平依然保持较好态势，这有助于国内经济延续上半年稳中向好趋势。在生产扩张速度继续压制的情况下，生产价格水平将持续处于高位运行，两高一剩行业盈利持续改善，而下游企业将承受更大的成本压力。**

PMI景气指数

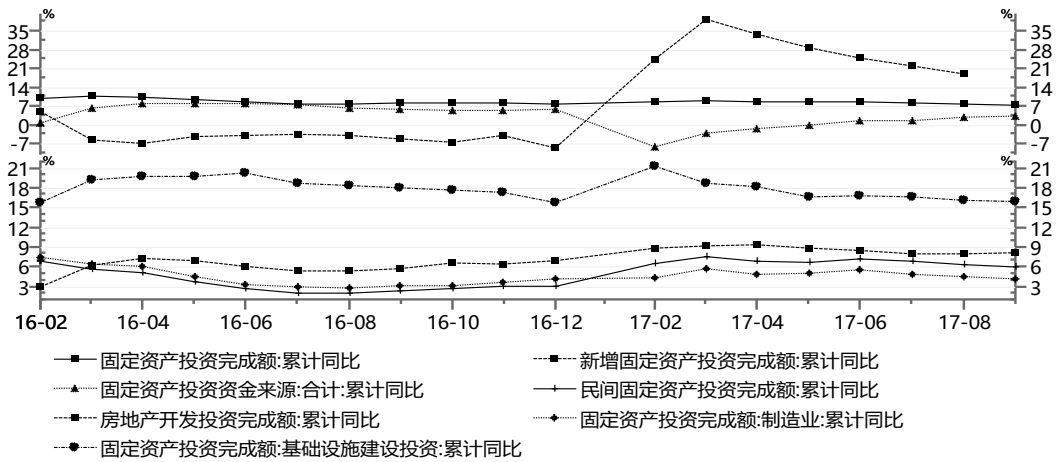


数据来源:Wind资讯

### 4. 固定资产投资再创新低，制造业、基建投资继续回落

1-9月固定资产投资累计同比增速7.5%，较1-8月下滑0.3个百分点，较前二季度下滑1.1个百分点，**再创年内新低**。房地产投资、制造业投资、民间投资、基建（含电热燃等）投资累计同比增速分别为8.1%（+0.2）、4.2%（-0.3）、6%（-0.4）、15.9%（0.2）。**制造业投资与民间投资**增速同步回落，这是固定资产投资下滑的主因，**为何制造业增加值增速回暖和制造业PMI高涨的背景下，投资数据如此背离呢？**因为去产能与环保带来的不确定性降低企业投资动力的同时，引发了上游工业产品价格的高涨，造成以价格计算的增加值回暖，广大的中小企业以及民营企业，对企业运营长期影响更大的投资端比较谨慎，由此造成整体制造业和民间投资增速的下滑。**基础设施建设投资稳步下滑**，由于本轮金融去杠杆的辐射面较广，地方债的融资规模会受到一定的抑制，5月50号文严指规范PPP、各类型产业基金，6月87号文限制以政府购买服务之名行举债之实，7月全国金融工作会议中也明确指出要严控地方政府债务增量“终身问责”，这些对基建投资产生负面影响，今年前三季度新增政府债融资比去年同期少1.75万亿，在经济韧性较好的情况下，政府基建可能主动在收缩，为未来不确定性储备弹药。在十九大“高增速变为高质量”指导下，基建投资增速料继续稳步下滑。未来，房地产投资增速预期下滑，而基建和制造业投资仍未有实质性改观，特别是今年固定资产投资资金来源的增速明显低于固定资产投资完成额的增速，固定资产投资“非常缺钱”，四季度固定资产投资增速可能加速下滑。

### 固定资产投资分项累计同比

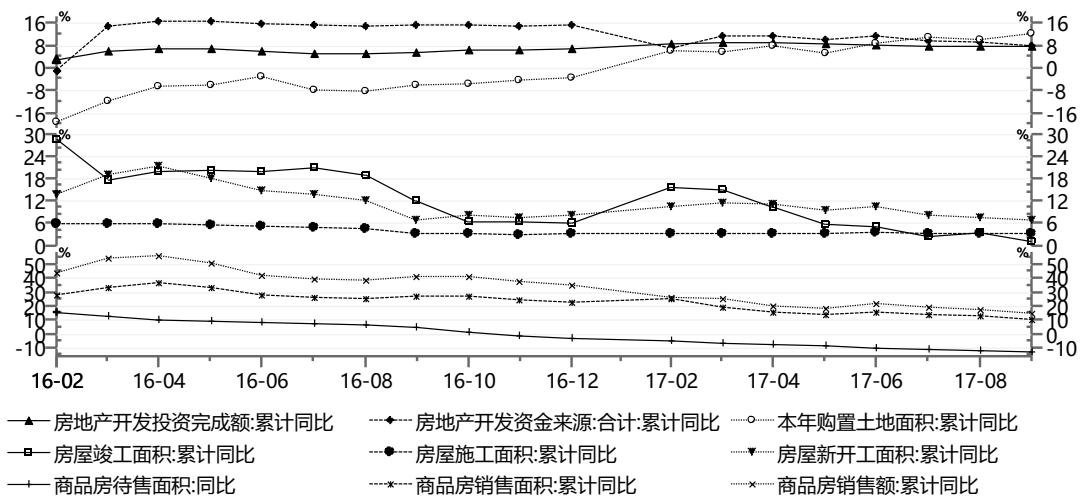


数据来源:Wind资讯

### 5. 房产销售向开工传导，房地产开发投资仍有韧性

**房地产销售萎缩**，1-9月商品房、住宅销售面积同比增长10.3%、7.6%，较上月下降2.4个、2.7个百分点，商品房销售额增长14.6%，增速回落2.6个百分点，表明市场需求进一步滑落。**销售下滑开始向新开工传导**，房地产开发企业房屋施工面积（持平）、新开工面积（回落0.8）、竣工面积（回落2.4）、资金来源（回落1）均呈现下滑趋势。**但房地产补库持续下降、政府加速供地，房地产投资仍有韧性**。商品房、住宅待售面积同比增速下滑12.2%、22%，库存进一步下降；土地购置面积同比增12.2%（提高2.1）、土地成交价款增46.3%（提高3.6），1-9月房地产投资增速止跌转升0.2至8.1%。**房地产开发投资与商品房销售面积及销售额增速相比，为何表现出较强的韧性？**虽然楼市调控趋严一定程度上会通过销售传导到投资，但近期水泥、玻璃、钢材等原材料价格上涨叠加土地购置费（分期计入房地产开发投资）滞后影响，致使房地产开发投资名义增速反弹。未来土地购置费增速仍可能继续走强的基本判断下，在基数走高作用下，房地产投资增速虽仍大概率趋势下滑，但很可能在年内不弱，且同样存有短暂抬头的可能。

### 房地产开发投资及销售



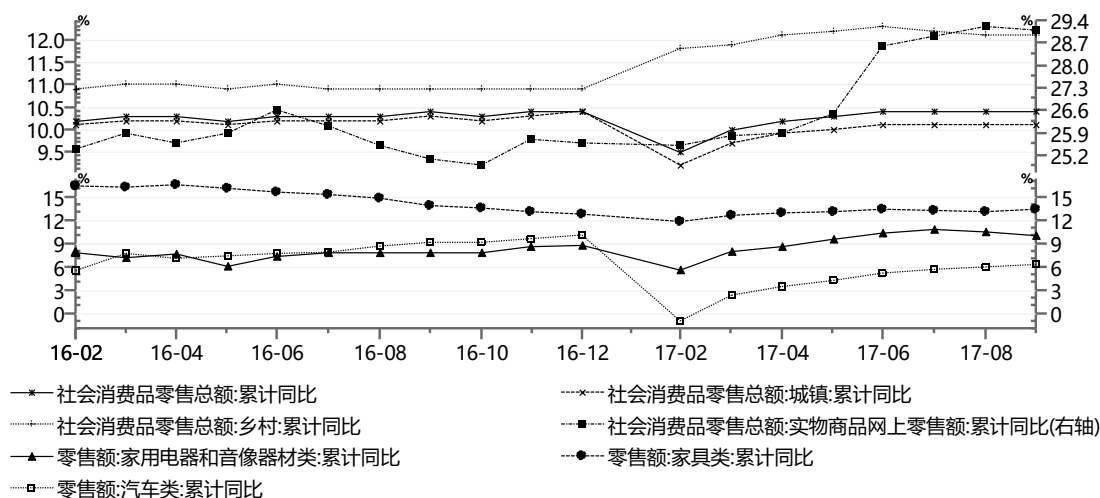
数据来源:Wind资讯



## 6. 社零增速保持稳定，网上、汽车消费亮点突出

1-9月社零总额累计同比10.4%，与1-8月和前两个季度相比均保持不变，走势非常平稳。**实物商品网上零售额增长29.1%**，占社会消费品零售总额的比重进一步提升至14.0%，**乡村消费与城镇消费**与上月持平，乡村继续快于城镇。限额以上商品零售中，**汽车消费**累计增速提高0.2至6.2%，**房地产消费类走势不一**，建筑装潢材料、家具增速分别上升0.7和4.2个百分点，而电器类增速下滑1.6个百分点，9月社零贡献最大的当属石油制品业，与美国飓风和库尔德公投独立导致国际油价大涨有关。总体来看，**虽然经济增速放缓给消费造成一定压力，但乡村消费、网上零售、汽车等大类消费仍保持强势增长，加之“金九银十”传统消费旺季的来临，预计消费继续保持稳定增长。**

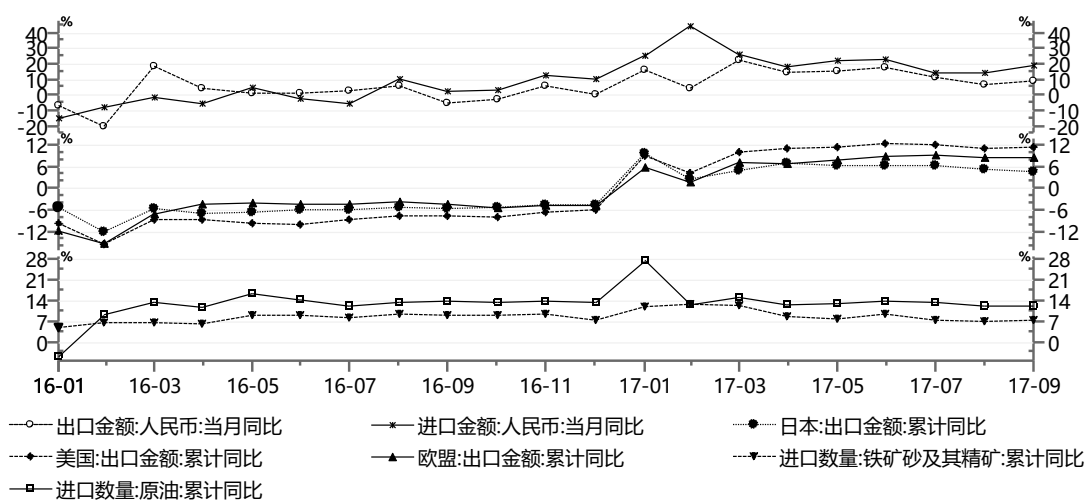
### 社会消费品零售总额及分类累计同比



数据来源:Wind资讯

## 7. 当月进出口增速回升，价格效应干扰明显

### 进出口金额当月同比、主要进出口大类累计同比



数据来源:Wind资讯

9月出口增长9%，较上月提升2.1个百分点，进口增长19.5%，较上月提升5.1个百分点。但前三季度来看，出口增长12.4%（上半年15%），进口增长22.3%（上半年

25.7%)，均有小幅走弱。出口增速的走弱主要受汇率走势的较强负面影响，但从长期看全球经济回暖大背景，美元上升长周期的基本判断未变，人民币汇率难以出现持续性的升值行情，加之我国出口结构的改善（机电产品出口为主）与“一带一路”沿线国家进出口快速增长，出口领域带来的利好将长期存在。

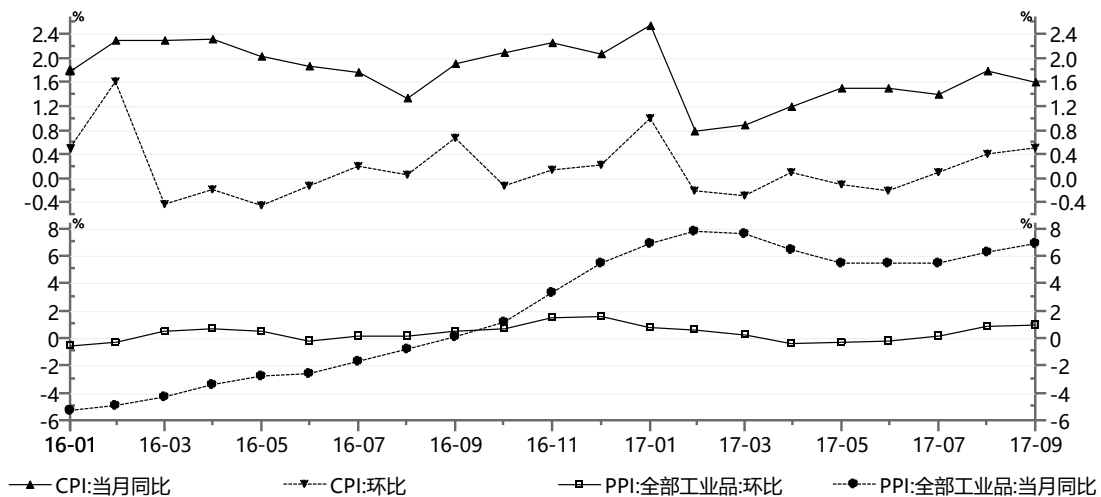
进口增速较上半年有所下滑，但整体仍然保持相对较高增速，且近两个月出现持续走好，进口增速相对较强具有一定的价格干扰因素，一方面价格将直接影响进口金额规模，另一方面，在国内政策影响下，国内生产资料价格与国外倒挂增强企业的进口意愿，从而一定程度抵消内需减弱的负面影响，由此价格效应从进口数量上也对进口额增速产生一定支撑。

## 8. CPI 涨幅回落上涨，PPI 涨幅有所扩大

三季度 CPI 同比 1.6%，较二季度小幅上升 0.2 个百分点，其中 7、8、9 三个月的 CPI 同比分别为 1.4%、1.8% 和 1.6%。今年以来 CPI 同比增速持续保持低位，前三季度 CPI 同比分别仅为 1.4%、1.4%、1.6%，走势温和且持续低于 2% 这一通常的国际目标水平。今年以来 CPI 的低水平主要是受食品分项的拖累，食品分项同比从今年 2 月开始转入负区间，主要原因在于蔬菜分项价格偏低和第三轮猪周期下行区间。非食品分项中家庭设备和医疗保健两个分项值得高度关注，原因即分别是来自上游涨价的传导效应和持续推进的医疗改革。

三季度 PPI 同比增速 6.2%，较二季度上升 0.4 个百分点，其中 7、8、9 三个月对应 PPI 同比分别为 5.5%、6.3% 和 6.9%，增速继续上升，对应 PPI 环比增速 0.2%、0.9%、1.0%，环比增速也有扩大。今年以来 PPI 走势一波三折，第一季度价指上升拉动 PPI 同比保持高位，二季度价指开始回调，同时在基数走高的影响下，同比增速下滑，三季度环保督查愈演愈烈拉动价指重回升势，再一次带动同比增速转升。分行业来看，石油、煤炭、黑色金属、有色金属、化工、造纸这几个行业仍是最主要的推升动力所在，而推升逻辑也仍是去产能大背景和环保督查带来的相关企业的限产停产等行政措施。

### CPI、PPI 同比、环比增速



数据来源: Wind 资讯

综合来看，未来 CPI 同比增速的助推项主要包括医疗保健项、生活用品服务项、鲜菜项（仅四季度），猪肉价指的负面拉动料将持续，预计四季度 CPI 同比升至 1.9%。未来 PPI 同比大概率仍将下行，短期内工业品价指由供给收缩仍将保持相对强势，但随

着价格的继续走高，风险性也将进一步加大，PPI 翘尾因素将在四季度走低，预计四季度同比增速 5.4%。

## 9. 收入向好支出减速，财政力度仍有保障

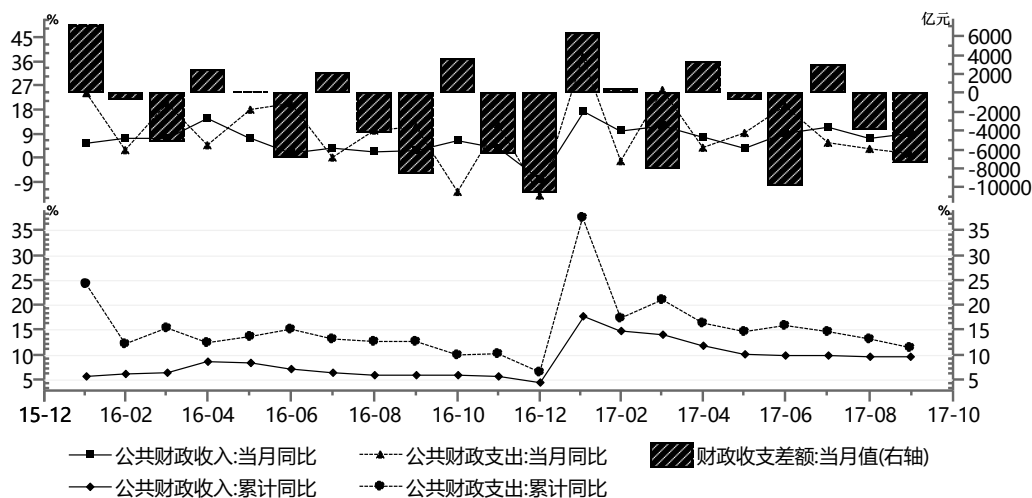
**财政收入继续向好**，9月全国一般公共预算收入同比增长 9.2%，高于 8 月 2 个百分点。其中，受部分产品价格上涨、相关行业销售收入快速增长等影响，工业增值税、商业增值税分别增长 20.5%、27.5%。进口货物增值税、消费税同比增长 29.9%，主要是部分大宗商品进口量价齐升，带动一般贸易进口快速增长。

**支出增速不高，但仍有显著季末效应**，一直强调 3、6、9 月会是支出大月，主要因为财政支出的季度考核效应所致，今年特别是有支出节奏提前的特征。9 月全国一般公共预算支出同比增长 1.7%，增幅较低既有部分支出在前期体现较多的原因，也有去年基数较高的原因。

**政府性基金收入、土地出让金收入继续增长**，1-9 月，全国政府性基金收入同比增长 33.3%，继续提升 2 个百分点，有利于稳定基建投资增速。

1-9 月累计赤字 17744 亿元，超去年同期 3188 亿元，按照今年 3% 的赤字率、总规模上限 2.38 万亿来看，还有赤字空间 0.61 万亿左右，**超过前三季度平均值，再叠加年底在政府性基金预算和国有资本经营预算与一般公共预算之间再平衡，以及中央预算稳定调节基金去年结余 2772.17 亿元，四季度财政仍然不会太弱。**

### 财政收支当月、累计同比及收支差额



数据来源:Wind资讯

## 10. M2 止跌回升，社融超预期，居民信贷迅猛

**M2 止跌回升，金融去杠杆力度边际缓和**。三季度 M2 同比增速 9.1%，较二季度下滑 0.7 个百分点，对应的 7、8、9 月同比增速分别为 9.2%、8.9% 和 9.2%，**9 月是 M2 自去年 10 月以来首度转升，原因在于信贷支撑不弱、财政存款下滑和金融去杠杆力度边际缓和等**。贷款方面，9 月新增人民币贷款规模同比小幅增长；财政方面，9 月财政存款规模下滑 3972 亿元，为流动性带来支撑；去杠杆方面，8 月商业银行间负债规模增速和银行对非银机构负债增速均小幅掉头向上，同业负债方面略有缓和，而 9 月新增同业存单规模 21981.7 亿，再次创下单月新高。

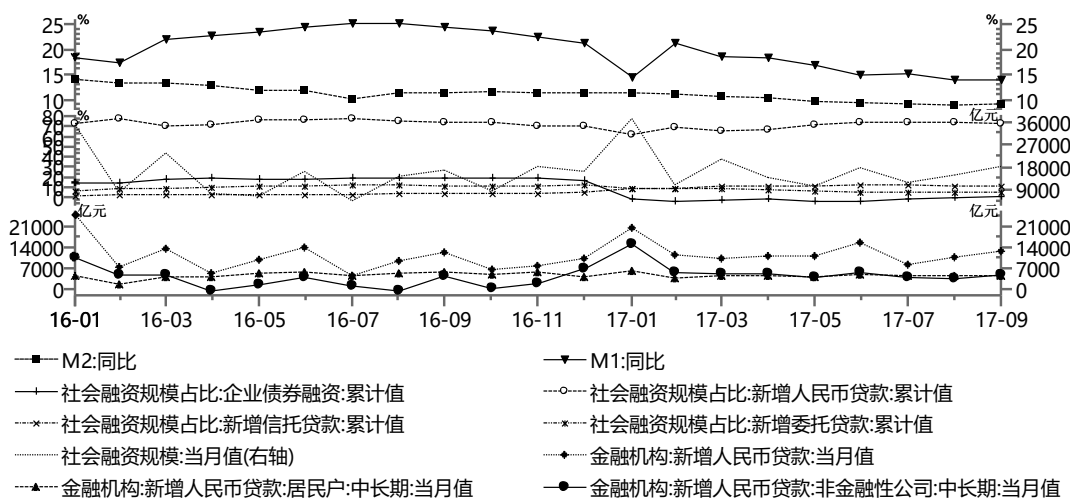
**9 月社融 1.82 万亿大幅超预期和前值**，其中对实体贷款新增 1.2 万亿，同比小幅少增，但仍是社融增长主要支撑；表外非标融资普遍回暖，信托贷款增长 2400 亿，新



增委托贷款由负转正，票据融资小幅回升，**主因是企业中长期贷款和房企表内融资渠道受限后转向非标**。三季度社融规模较二季度有较大回升，其中债券融资分项出现了较大回升，同时代表着非标融资的票据融资、委托贷款、信托贷款三项之和也出现小幅上升，不过新增人民币贷款规模有4557亿元的较大下滑。

**信贷小幅超预期和前值，居民加杠杆速度依然迅猛**。9月新增人民币贷款12700亿，居民贷款是主力，其中居民中长贷增加4786亿，环比回升且增幅依然较高；新增居民短贷上升至近2537亿，政府严管消费贷尚未体现在数据上，实体经济融资需求旺盛企业中长期贷款回升至5029亿元。**三季度，新增贷款规模下滑，企业贷款规模减少是主因**。三季度新增人民币贷款规模较二季度下滑5645亿元，其中居民贷款较为平稳，三季度较二季度小幅上升400亿元，前三季度新增贷款中有一半以上来自居民部门，但企业新增贷款规模下滑4700亿元，短期与中长期贷款均有明显下滑。

### M1、M2及社会融资规模结构



数据来源:Wind资讯

## 11. 9月宏观大事件

9月1日，全国人大常委会委员在分组审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时建议，**加快推进个人所得税改革**。财政部长肖捷表示，研究推进个人所得税改革，将**商业健康保险个人所得税税前扣除试点政策推广到全国**。

9月1日，**中小企业促进法修订案**获全国人大通过，自2018年1月1日起施行。此次修订加大了对中小企业支持力度，比如**分设财税支持和融资促进两章**，首次将实践中**针对中小企业的部分财税优惠政策纳入法律**，加强金融机构对中小企业服务力度。

9月1日，证监会发布**公募基金流动性新规**，三个维度加强货币基金管控。具体包括：将货币市场基金规模与其风险准备金挂钩、对货币市场基金设定比普通公募基金更为严格的流动性指标限制等。

9月4日，央行证监会等七部委发布《**防范代币发行融资风险的公告**》：代币发行（ICO）融资本质上是未经批准非法公开融资的行为，应当立即停止；代币发行融资与交易存在多重风险包括虚假资产风险等；代币融资交易平台不得从事法定货币与代币的兑换业务。

9月5日，中国互金协会向部分会员单位下发《**互联网金融个体网络借贷资金存管系统规范**》征求意见稿：商业银行作为存管人开展网贷资金存管业务，不视为对网贷交易行为提供的保证或担保，存管人不承担借贷违约责任。

9月6日，**全国股转系统修订挂牌条件适用指引，准入门槛优化。**《指引》对“公司治理机制健全”、“营运记录”要求的进一步细化、量化，总体上未提高挂牌准入门槛，挂牌准入负面清单不再继续适用。

9月7日，经济参考报：随着国企改革不断深化，外资有望成为国企混改亮点。据悉，**国家正在推出多项政策，鼓励外资参与国内企业优化重组**，简化程序，放宽限制，特别是下一步将继续鼓励外资参与国有企业混合所有制改革。

9月8日，中国保险资产管理业协会副秘书长刘传葵表示，保险资金运用应把握好三个原则：**投资标的应当以固定收益类产品为主，股权等非固定收益类产品为辅；股权投资应当以财务投资为主，战略投资为辅；即使进行战略投资，也应当以参股为主。**

9月9日，工信部副部长辛国斌：工信部会同有关部门制订了双积分管理办法，近期即将发布实施；许多国家纷纷调整发展战略，在新能源、智能网联产业加快产业布局，目前我国工信部也启动了相关研究，**制订停止生产销售传统能源汽车时间表。**

9月10日，一财网：随着养老金顶层制度设计进入关键时期，**中国证券投资基金业协会养老金专业委员会也在日前成立。**据悉，中国证券投资基金业协会养老金专业委员会由来自公募基金、私募基金、证券资管、保险资管、银行托管及基金销售部门的22名高级管理人员组成。

9月11日，央行发布通知，境外人民币业务参加行在境内代理行存放存款准备金从即日起取消；**从9月11日起，外汇风险准备金率也将从20%调整为0。**

9月12日，经济参考报头版刊文称，未来，随着备付金集中存管、“网联”平台上线，我国非银行支付行业格局将在改革创新中加快调整，支付行业发展将继续呈现复杂性与不确定性等特点。监管部门应加强对支付行业的“严监管”和“强服务”；**非银行支付从业各方应进一步增强合规意识，杜绝“无证驾驶”，共同推动支付行业更加规范、健康、平稳发展。**

9月13日，**国务院发布完善反洗钱、反恐怖融资、反逃税监管体制机制意见**，提出加强特定非金融机构风险监测，探索建立特定非金融机构反洗钱和反恐怖融资监管制度。到2020年，初步形成反洗钱、反恐怖融资、反逃税法律体系。

9月14日，**保监会举行发布会介绍税收递延型养老保险试点**，目前税延养老保险试点工作已准备就绪，试点将于今年年底前正式启动。

9月15日，国务院发布**进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见**，提出努力破解融资难题，为民间资本提供多样化融资服务，鼓励民营企业进入轨道交通装备、“互联网+”、大数据和工业机器人等产业链长、带动效应显著的行业领域。

9月16日，据经济观察报，第三批混改名单即将出炉，除中粮资本、中金珠宝外，被纳入的企业还可能包括华能资本服务有限公司、中国盐业总公司的相关下属企业等。同时**一项新的高级别混改基金也有望面世，保守估计规模将至少达到千亿元级别。**

9月17日，**人民日报：“中等收入陷阱”不是中国发展的“拦路虎”**，中国未来成功进入高收入国家行列并无多大悬念，不应为“唱衰论”所左右。

9月18日，中共中央政治局会议：十九大根据新形势新任务对党章进行适当修改，**要把十九大报告确立的重大理论观点和重大战略思想写入党章**；会议同意10月9日召开中国共产党第十八届中央纪律检查委员会第八次全体会议。

9月19日，**央行营管部：北京地区多家银行相继上调首套房贷款利率，央行营业管理部也注意到了这一点**，房贷利率调整是银行根据市场资金水平变化的自主行为，符合政策要求和导向，对此央行营业管理部积极支持。

9月20日，央行营管部、北京银监局、中关村管委会联合出台《关于进一步推动中关村国家自主创新示范区科技金融专营组织机构创新发展的意见》。**进一步加强科技金融专营组织机构组织体系建设，有序推进科技信贷管理体制创新。**

9月21日，**标普宣布将中国评级从AA-下调至A+，前景展望由负面调整为稳定。**标普表示，若信贷增速显著放缓，可能上调中国评级。穆迪此前将中国评级从Aa3下调至A1；展望调至稳定，此前为负面。

9月22日，**央行副行长易纲：凡是搞金融要持牌经营，纳入监管，要实现监管全覆盖；**要警惕打折普惠金融旗号的违规欺诈行为，提高公众的风险意识，区分合法金融和非法集资。

9月23日，除传统减持方式外，**近期有券商推出溢价减持方案，用以帮助“持有股票并计划减持，**当前股价并不是期望的减持价格，但是提高资金使用效率需求迫切，希望以高于当前股价的目标价格逐步事先持仓股份的溢价减持”的客户。

9月24日，**中办、国办联合印发《关于深化教育体制机制改革的意见》，提出鼓励社会力量举办幼儿园；**探索实行弹性离校时间；要多措并举化解择校难题，完善入学制度，统筹设计小学入学、小升初、高中招生办法；深化普通高中教育教学改革，稳妥推进高考改革，健全支持和规范民办教育发展的制度；切实提高教师待遇。

9月25日，**国务院发布《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》，**提出要引导金融机构为企业家创新创业提供资金支持，探索建立创业保险、担保和风险分担制度，鼓励企业家积极投身“一带一路”建设、京津冀协同发展等国家重大战略。

9月26日，**国务院印发国家技术转移体系建设方案，要求推动技术市场与资本市场联动融合，**开展知识产权证券化融资试点，鼓励商业银行开展知识产权质押贷款业务。强化军民技术供需对接，强化创新创业载体技术转移功能，聚焦实体经济和优势产业。

9月27日，国务院召开座谈会，**研究进一步深化营改增试点、完善相关财税政策等工作，**会议提出健全增值税抵扣链条，逐步扩大一般计税方法适用范围，更好解决金融、建筑等行业和小微企业税收抵扣不足的问题。

9月29日，银监会：**发展消费贷应防止居民杠杆过快上升，不能助长泡沫；**今年通过一系列措施突出重点领域和薄弱环节的风险防控，消费贷领域就是重点关注的一大领域之一。银监会审慎规制局局长肖远企：央行和银监地方分支近期在调查挪用消费贷用于购房或投资；银行不应允许消费贷推高居民杠杆率或刺激楼市泡沫。

9月30日，**央行决定对普惠金融实施定向降准政策。**凡前一年单户授信500万元以下的普惠金融业务贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点。

### 宏观小结：

三季度经济增长小幅放缓，主要工业去产能及环保限产的影响，经济“量缩价涨”的格局的仍然明显，没有新周期，却有新常态，未来将出现“上行有压力、下行有支撑”的阶段企稳态势。

**一是**工业增速有所回升，工业结构调整带来的新动能将逐步显现，增长模式将让位于“消费+制造升级”。**二是**PMI大幅上涨表明当前总需求水平依然保持较好态势，但在生产扩张速度继续压制的情况下，PPI将持续处于高位运行，下游企业将承受更大的成本压力。**三是**固定资产投资再创新低，制造业、基建投资继续回落，房地产投资虽有韧性但随着调控继续深入，投资增速预期下行。**四是**社零增速保持稳定，网上、



汽车消费亮点突出，加之“金九银十”和双节消费旺季的来临，预计消费继续保持稳定增长。**五是**出口短期受到汇率影响但长期仍趋势向好，进口在价格效应下仍保持相对强势。**六是**医疗保健项、生活用品服务项将继续助推CPI升高，PPI同比大概率仍将下行，短期内工业品价格由供给收缩仍将保持相对强势，但风险值得关注。**七是**工业企业利润好转带来税收向好，保增长无忧政府支出有意放缓，财政发挥空间进一步拓宽。**八是**在信贷支撑不弱、财政存款下滑和金融去杠杆力度边际缓和背景下，M2止跌回升，企业中长期贷款和房企表内融资渠道受限后转向非标融资的提升带来社融超预期，居民中长期及短期信贷增速仍然迅猛。

## 二、宏观经济热点解析

### 1. 营改增——革命尚未成功，同志仍需努力

9月27日，总理李克强主持召开座谈会，研究进一步深化营改增试点、完善相关财税政策等工作。会议指出，营改增推进五年来，发挥了多重积极效应，不仅通过统一税制，减轻企业税负、带动税基扩大和就业增加，更突出的是有力推动了经济结构调整和大众创业、万众创新，一定意义上引领了世界性减税趋势。

诚然，作为本届政府最重头的财税改革举措，营改增的推进无疑具有划时代的意义：**一是构建现代财税治理体系**，财税是国家治理的基础和重要支柱，营改增以“以票控税”，减少偷税漏税，规范税制，减少重复征收，保持税收中性与透明，适应了全球税制发展和财政现代治理体系的要求。**二是倒逼企业转型升级**，对于很多中小企业来说，营改增意味着上游下游大企业对于增值税专用发票的需求越来越大，如果自身发展不规范或者无法取得成本类产品的专用发票导致无法抵扣，那么企业的税负就会瞬间提升，应对的路只有两条：关门大吉或者从进项上面找办法，前者导致了一部分企业被淘汰，后者则在追求增值税链条完整性的过程中实现了企业自身转变和升级的过程。**三是结构性减税的重要方面**，这是营改增政策宣传最多的一个方面，也是延续了2008年以来积极财政政策“增支减税”的传统，但从实际调研或新闻评论来说，有很对怀疑和负面的声音，比如对于所说的“确保所有行业税负只减不增”，有人会拿出房地产、建安、金融行业出来反证，特别有些小微企业反映以前不用交税的（其实与税务部门松稽查、变相寻租、纳税人意识淡薄有关，本质上是一种偷税漏税），现在一下提到6%以上的税率，而且无法再进行变通了，实际税负是增加了。但从全局来分析，结构性减税，不代表所有税种都减少，所有行业税负只减不增，不代表所有企业都减税，很多中小企业或建安等行业感受不到减税的力度，是因为缺少进项抵项目，而对于大型企业或综合性企业，财务制度健全、管理规范，更多进项的取得意味着税负的降低，存在企业竞争力与税负变动的马太效应，而增值税是可以转嫁的价外税，实际上税负情况还得取决于企业对上下游的议价能力，不可一概而论。**四是适应事权与支出责任调整**，我国虽是单一制国家，但财政上具有联邦制的特征，94年实现的中央和地方分税分权，一定程度上造成了财权在上、事权在下的不对等配置，地方普遍存在“做大地方税、减少中央税”的冲动，营改增将原先的地方营业税改为中央增值税，并调整分享比例为五五分成，不仅弱化了地方政府的不良动机，破除了中央地方博弈，还为进一步增强中央支出责任奠定了基础。

营改增其实早在94年分税制成型的就已经提出，但考虑到中央与地方的利益分配问题，为了稳定央地关系，就没有推进下去。可见营改增不是一项孤立的税制改革，而是二次综合税改的“急先锋”，且基础性最强、涉及面最广、影响力最大，因此存在各方面的问题和瑕疵本就再所难免。突出的问题，比如作为价外税的增值税抵扣链



条的消费终端是不可抵扣的，工资在企业那无法作为进项抵扣，部分消费在个人那无法进行个税抵扣，这样就不是一个完整的链条。比如，增值税因为是生产环节收税，分成容易造成地方一窝蜂地上马税源密集的行业企业，比如汽车、太阳能等等，造成新的产能过剩，这其实没有改变国家宏观调控与地方发展利益之间的老矛盾。比如，对一些难有进项抵扣物的中小企业、建筑安装及金融行业，如何设置过渡期和针对性的缓冲方案。再如，增值税的单兵突击，而其他个人所得税、房地产税等改革的迟缓，以及中央与地方事权与支出责任调整的不到位，将使改革成效大打折扣，等等。这些都需要统筹规划、逐一分析并化解，正基于此，在营改增全面推进之后，国务院并没有松懈，此次召开的座谈会便是总结经验、解决问题，提出的确保税负全面减轻、提高征管服务水平、启动有关法规改废工作、抓紧推进增值税制度后续改革、加快推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革五项措施都是对症下药、有的放矢。未来，希望看到营改增的成果不光只停留在官方的减税数字宣传上，也不需要劳烦御用“专家们”二次解读，只要每一个最终消费者切实地感受到了利益，那才是改革带来的看得见、摸得着的真正获得感。

## 2. 定向降准——菩提本无树，明镜亦非台

9月的最后一天，央妈送来了双节前的大礼——时隔两年再次定向降准，虽说国务院会议三天前已经有所预期，但速度之快还是超出我们想象。记得在9月初人民币加速升值之时，便有业内提出降准的建议，但大多数认为经济有韧性、金融去杠杆，不宜采用降准手段。然央行的一锤定音，让宏观研究者在计划赶不上变化的政策变迁中愈加感到无力与迷茫，无怪乎姜超、李迅雷都在感叹“政治经济学”的洪荒之力。感叹归感叹，但分析还是得继续，就此次定向降准而言，虽然名头很响，但实质上力度有限，很难从根本上改变中性偏紧的货币政策框架。

**一是定向降准，其实早有征兆。**央行的定向降准始于2014年，每年都会对商业银行进行例行考核，考核的旧标准主要是围绕三农和小微企业，目的是发挥货币政策结构性效应，增强金融服务小微和三农的水平和能力。央行此时祭出这项政策，正是当前经济金融体系中突出问题的体现，**首先，基建和房地产主导型投资**，民营经济活力明显不足，1-8月民间投资增速持续下滑；**其次，经济去产能和环保限产阶段**，小微企业承担成本上行压力，9月制造业PMI显示大企业强、中小企业偏弱的格局并未有根本性改变。**最后，金融去杠杆背景下**，市场利率的提高增加了企业发债成本，大中型企业融资需求回归银行信贷对小微企业的贷款造成了挤出效应，小微企业的融资环境尚未明显好转。

**二是定位普惠，条件有松有紧。**本次定向降准考核标准使用普惠金融，其实是响应了全国金融工作会议上关于建设普惠金融体系的政策方向。在具体条件上，**一方面，范围有所扩大**，原有主要是小微企业和“三农”贷款，此次不仅覆盖了上述贷款，还将政策延伸到脱贫攻坚和“双创”等其他普惠金融领域贷款；**另一方面，标准更加严格**，聚焦真小微、真普惠，单户授信500万元以下，和之前考察的小微企业贷款截然不同，单户500万以下真小微只占到以前标准（单户2000万元以下）小微贷款1/4左右的比例。因此，以前定向降准第一档要求三农或小微领域贷款增量占比达到15%，而这次第一档要求普惠金融领域贷款增量或余额占比达到1.5%，看似大幅放松，但实际情况难说。

**三是延期降准，意在引导预期。**至于为何选择三季度末这样一个时机，而且有一个延期的时间差？我们认为，**一方面**，7-8月经济数据显示经济存在下行趋势，可能高层案头此时已有三季度的数据，在房地产、基建投资预期进一步下滑的背景下，经

济可能在年底或明年初形成一个底部，货币市场预期偏紧，此时宣布定向降准，意在提前应对可能的下行风险。**另一方面**，8月经济数据虽表现不佳，但并全面向下，且上半年的基础较好，四季度通胀韧性仍强、财政集中投放，流动性仍可保持紧平衡，且金融去杠杆仍未完成，当前降准必要性不大。可见，延期降准，既有对当下经济的合理研判，也有对未来经济的充分预期，更多的是形成市场预期，引导金融机构加大普惠金融投放。

**四是政策延续，资金投放有限。**此次降准其实并非是新政策，早在14/15年，央行就曾经对金融机构实施过多次定向降准，而且也是分成0.5%和1.5%两档实施，只不过此前主要标准是小微贷款和三农领域。具体来看，除建设银行以外的五大国有行、以及除招行、中信、民生、浦发、兴业、平安的股份制银行都已经享受了第一档的定向降准，剩下这些预期可释放2000亿的资金；二挡的条件更为苛刻，据测算国有五大行普惠金融领域贷款占比都在5%左右，真正能享受第二档优惠的只有邮储、光大、华夏、中信、北京和江苏等六家银行，而其中后两家已经享受了超额优惠，预期只能释放2000亿资金。其他的小型城商很难达到连续3个季度MPA考核在B级（含）以上的基本条件，大部分县域农商行本就不在此次定向降准考核之列。因此，**我们认为本次定向降准可以释放的流动性有限，仅相当于半次全面降准或两次MLF操作投放资金的数量。**

**五是象征意义，难言货币转向。**实质上的政策延续以及资金投放的有限，说明此次定向降准的象征意义大于实际意义，并非代表货币政策方向的改变，而是为优化信贷资源利用的一种结构性政策，既有对当前供给侧改革副作用的缓冲，也是忌于降准巨斧效应的折中选择。但有一点可以明确的是，**金融强监管、去杠杆所带来的资金趋紧可能会逐步缓解，货币政策边际收紧的大概率会降低。**未来，“**强监管+中性货币**”将是下一阶段的最重要的政策组合，央行在充分发挥货币政策总量效应的同时，可能更多利用“结构性”货币政策工具。

### 3. 地方金融工作会议——类金融的“盛世光年”还是“凛冬将至”？

9月14日，安徽省金融工作会议在合肥召开，与全国类似，书记、省长均出席讲话，规格甚高，无怪乎财政系统的朋友感叹，政府对金融重视愈加盖过财政。虽然从会议宣传通稿上看不出任何的端倪，但从相关公开媒体及朋友圈中，早就有很多小道消息在暗地涌动，包括但不限于：由省政府直属事业单位调整为省政府直属机构，加挂金融监管局的牌子，职能分为服务、监管、执法三大块，重点强化监管、执法两块工作，赋予金融监管局相应的执法功能。在监管机构上，随着《21世纪经济报告》等媒体报道的以融资租赁、商业保理、典当为代表的“类金融机构”将归银监会统一出台全国性监管政策，地方上预期也会明确将小贷、融资担保、区域性股权市场、典当、融资租赁、商业保理、地方资产管理等7类金融机构的资本监管、行为监管和功能监管交由地方金融工作部门负责。

虽然这些都还是猜测，但可以预期的是，未来所有金融机构牌照准入审批以及行为监管都在一行三会体系下，而一部分企业未拿到金融许可证，但也在从事资金融通相关业务的典当、融资租赁、商业保理等“类金融机构”，将在中央一行三会特别是银监会的政策制定指导下，交由地方金融监管部门，而非原来的商务部门。具体模式，可能会参考2014年小贷公司的监管模式，在大的政策指引规范下，地方负责小贷的审批和监管的职责，并给予一定的差异化空间。

一时间，对于地方上的“类金融机构”的发展前景，可谓是众说纷纭，有看到监管趋严“见光死”，有的看重的回归金融属性，我们认为不可一概而论，既不是“盛

世光年”，也不是“凛冬将至”，综合判断将会带来行业的洗牌和分行。主要体现在以下几个方面：**一是有产业经验的行业龙头机构，有望率先获利。**在监管变化后重要政策放开时，往往都是行业龙头公司率先得到试点的机会。以 2015 年中央十部委出台“互金二十一条”为例，各地方纷纷推出各自的互联网小贷公司准入标准，全国 8000 余家小额贷款公司中仅有 82 家获得了互联网小贷“牌照”，而这些机构主要都是原先的行业龙头或者股东背景雄厚的公司。**二是地方政府背景突出的机构有望重点扶植。**此次监管转移很关键的一点是权责从中央转向地方，地方金融办获得审批权的同时需要承担责任，这种情况下，地方重要性的“类金融机构”的地位将得到提升，因为他们的风险在一定程度上与地方政府绑定了。从小贷公司发展情况来看，地方重要性高的小贷公司在政策开放上获得了一定的优先权。**三是行业自律协会主导会员机构具有发展优势。**由于“类金融机构”众多，未来即使下放各地金融办，监管压力依然巨大，参考小贷公司监管发展，未来其他“类金融机构”的监管责任也将被部分分摊给行业自律协会，而在这些自律协会中发挥主导作用的会员机构也将得到政策的优待。**四是风控有基础、有把握的机构将获得青睐。**监管政策调整将进一步强化“类金融机构”的金融属性，在以下财务指标或杠杆率方面可能会按照金融机构的标准予以放开，而这样的放开的前提是机构要能控制风险，因此前期信誉较好、风控较好的机构将更容易得到监管机构的认可。同时，各地监管政策的保守和创新程度不同，也将很大程度影响地区的类金融生存状态。

# 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“汇聚高端智慧，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、政策解读、行业分析、专题研究为主，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。