

中国经济金融展望报告

2018 年年报（总第 33 期）

报告日期：2017 年 11 月 30 日

要点

●2017 年，在外部需求明显好转、新旧动力共同发力和供给侧结构性改革推进等因素带动下，中国经济景气明显上升，总体上呈现“三进两稳”特征，预计全年 GDP 增长在 6.8% 左右，CPI 涨幅在 1.6% 左右。

●2018 年是全面贯彻十九大精神、决胜全面建成小康社会的第一年，也是政府换届之年，各方面加快发展的动力和意愿将比较强。新兴行业将快速增长，新动能将持续增强，服务业将继续较快发展。但与此同时，房地产市场调整、传统动能由强转弱、货币金融政策易紧难松、环保督查力度加大等都将对经济带来不确定性。初步预判，2018 年中国经济增长 6.7% 左右，比 2017 年小幅回落 0.1 个百分点；CPI 上涨 2% 左右。

●预计宏观经济政策取向将保持稳定，不会发生大的变化。财政政策将更加注重对节能环保、精准脱贫和重大项目等领域的支持，继续“关后门”以防范地方财政风险，加快“开前门”以完善地方政府的举债融资机制；货币政策将与宏观审慎政策、监管政策一道，保持货币信贷稳定增长，加强监管协调和防控金融风险。

中国宏观经济预警指数



注：红色，过热；黄色，偏热；绿色，正常；淡蓝，偏冷；深蓝，过冷

中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东

副组长：宗 良

成 员：周景彤

李佩珈

高玉伟

李 艳

梁 婧

盖新哲

范若滢

鄂志寰（香港）

瞿 亢（伦敦）

陈志华（中银基金）

联系人：周景彤

电 话：010-66592779

邮 件：zjtlucky@163.com

把握新时代中国经济的“动”与“静”

——中国银行中国经济金融展望报告（2018 年）

2017 年，在外部需求明显好转、新旧动力共同发力和供给侧结构性改革推进等因素带动下，中国经济景气明显上升，总体上呈现“三进两稳”特征，预计全年 GDP 增长在 6.8% 左右，CPI 涨幅在 1.6% 左右。2018 年是全面贯彻十九大精神、决胜全面建成小康社会的第一年，也是政府换届之年，各方面加快发展的动力和意愿将比较强。新兴行业继续快速增长，新旧动能持续转换，服务业继续加快发展。但与此同时，房地产市场调整、传统动能由强转弱、金融政策易紧难松、环保督查力度加大等都将对经济稳定增长带来不确定性。初步预判，2018 年中国经济增长 6.7% 左右，比 2017 年小幅回落 0.1 个百分点，但在平稳增长（可谓“静”）的同时更加注重提高质量和效益（可谓“动”）。有三点值得特别关注：第一，如果说十八大后中国经济发展主要面临“人”（地方积极性）和“钱”（资金）两个约束的话，那么 2018 年面临的则主要是“钱”的约束，因为在金融去杠杆、防风险大背景下，货币监管政策易紧难松，全球流动性边际收紧，对国内流动性也会产生影响。第二，由于目前“四市”（股、汇、债、楼）波动明显减小，金融市场风险有所缓解，非金融企业杠杆率已经开始下降，因此货币、宏观审慎和监管三大金融政策要贯彻十九大报告提出的“宏观调控有度”的精神，保持足够的前瞻性和灵活性，谨防因三大政策同时发力而导致的政策“超调”。第三，中国的环境污染问题不是一天造成的，解决这一问题也不能一蹴而就。既要贯彻“建设美丽中国”的精神，咬定青山不放松，也要通过建立健全法律法规提高准入标准并严格执行，通过制度“治污”，避免环保政策因经济和政治周期而出现“运动式”变化，进而对企业经营、就业和经济发展产生过大的冲击。预计 2018 年宏观经济政策取向将保持稳定，不会发

生大的变化。财政政策将更加注重对节能环保、精准脱贫和重大项目等领域的支持，同时继续“关后门”以防范地方财政风险，加快“开前门”以完善地方政府的举债融资机制；货币政策与宏观审慎政策、监管政策一道，在保持货币信贷稳定增长的同时，加强监管协调和防控金融风险。产业政策将更加强调优化供给结构、提高供给质量，区域政策将加大对“短板”地区的扶持力度，房地产政策将坚持从严基调不变，加快租赁性住房政策的落地。

一、2017 年经济形势回顾与 2018 年展望

（一）2017 年经济运行主要特征：景气明显上升

2017 年，世界经济出现了本轮国际金融危机爆发以来难得的同步较强复苏势头，美、欧、日三大经济体表现均好于上年。在外需明显好转、新旧动力共同发力和供给侧结构性改革推进等因素带动下，2017 年中国经济景气明显上升，验证了我们年初做出的“今年全年 GDP 增长很可能到 6.8% 左右，扭转过去 6 年 GDP 增速逐年放缓趋势”、“中国经济正式走过‘拐点’”的判断。2017 年经济运行特征总体上可归纳为“三进两稳”：

“三进”：一是增长企稳回升。2017 年前三季度，中国经济增长 6.9%，根据 10 月最新公布数据和发展趋势判断，预计全年增长在 6.8% 左右，增速将比上年回升 0.1 个百分点，全年 GDP 总量将超过 80 万亿元大关。尽管仅回升 0.1 个百分点，但是信号意义重大，表明中国经济扭转了过去多年放缓趋势，对稳定市场信心、宏观政策制定和金融市场稳定都将产生重要影响。二是结构加快调整。近几年中国经济增速比较稳定，没有大起大落，看似“风平浪静”，但从结构转变角度看，实则是“波涛汹涌”，加快调整，2017 年更是如此。高新技术、装备制造等行业蓬勃发展，工业机器人、民用无人机、集成电路等以及现代物流、信息服务、文化旅游等产业快速增长。特别是经过若干年的转型升级，广东、浙江、上海等一些经济发达省份创新发展模式已经初步形成，经济增速回

升，不仅引领着全国未来经济转型发展的方向，也对稳定全国经济增长发挥了基础性作用。三是效益明显改善。前 10 个月全国规模以上工业企业利润增速达到 23.3%，同比加快 14.7 个百分点。其中煤炭开采和洗选业利润增长 6.3 倍，黑色金属冶炼及加工业利润增速达到 1.6 倍，造纸、化纤、石油加工等行业利润增速都高达 40% 左右；专用设备制造业利润增长 27.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业利润增长 19.3%。山西省工业企业利润增长了 540 倍！前 9 个月规模以上服务业企业营业利润增速达 31.4%。前 10 个月全国财政收入增长 9.2%，增速比上年同期加快 3.3 个百分点。前 3 季度，全国居民收入增长 7.5%，增速高于上年同期 1.2 个百分点。

“两稳”：一是就业稳。前 10 个月，全国城镇新增就业人数达到 1191 万，比上年同期增加 23 万人，提前两个月完成全年目标（1100 万人）。二是物价稳。前 10 个月，CPI 上涨 1.5%，涨幅比上年同期回落 0.5 个百分点，预计全年涨幅在 1.6% 左右，显著低于 3% 的调控目标；PPI 上涨 6.5%，涨幅比上年同期扩大了 9 个百分点，但涨幅分别比一季度、上半年收窄 0.9、0.1 个百分点。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

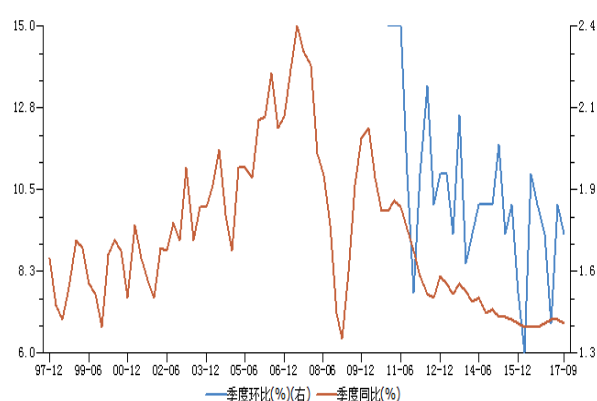


图 2：中国宏观经济景气预警系统

指标名称	2016		2017									
	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 工业增加值：当月同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
2. 社会消费品零售总额（当月同比）	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
3. 固定资产投资：累计同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
4. 出口金额（当月同比）	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
5. 进口金额：当月同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
6. CPI（当月同比）	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
7. 各项贷款余额：同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
综合判断	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	13	14	14	15	15	17	17	16	14	15	14	14

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

根据“中国宏观经济景气预警系统”运行结果，自 2016 年 12 月以来，中国经济运行从“过冷”区间进入“偏冷”区间（图 2），但三季度以后，经济景

气又有所回落。

1. 从三大需求看，内需稳中趋弱，外需超预期增长

消费增长大致平稳。2017 年前 10 个月，消费同比增长 10.3%，增速与上年同期持平，比上年全年小幅放缓 0.1 个百分点。具体特征（图 3）：一是随着居民收入增长加快，消费结构继续升级，突出表现在升级类消费增长较快，中西药品、化妆品等增速在 12% 以上，表明居民健康、美丽需求旺盛；二是居住消费快速增长，家具和建筑装潢材料增速分别达到 12.9% 和 11.8%，这主要受三四线城市房地产销售增长较快影响；三是网上消费改变了 2016 年的减速态势，再度加速增长，前 10 个月同比增长 34%，比上年全年高 7.8 个百分点，特别是网上服务消费加快增长，增速高达 79.8%；四是受小排量购置税优惠政策减退影响，汽车消费增长放缓，前 10 个月增速比上年全年低 2.8 个百分点。预计全年增长 10.2% 左右。

投资增长小幅放缓。2017 年前 10 个月，投资同比增长 7.3%，增速比上年全年低 0.8 个百分点，已经连续第八年减速。具体特征（图 4）：一是受三四线房地产市场活跃的影响，房地产投资超预期回升，前 10 个月累计增长 7.8%，比上年全年高 0.9 个百分点；二是制造业投资并未延续去年下半年以来的向好势头，前 10 个月累计仅增长 4.1%，低于上年全年 0.1 个百分点；三是基础设施投资¹ 加快增长，前 10 个月同比增长 19.6%，比上年全年高 2.2 个百分点；四是基础设施之外的服务业投资增速显著放缓，前 10 个月同比仅增长 4.9%，明显低于总体投资增速；五是设备投资增速在连续八年下滑之后迎来回升，前 10 个月设备工器具购置同比增长 4.9%，比上年全年高 2.8 个百分点；五是东、中、西部投资同步放缓，东北投资改变了深度衰退状况，但仍为负增长，前 10 个月同比下降 3.2%。预计全年全国投资增长 7.1% 左右。

¹ 国家统计局公布口径，不含电力、热力、燃气及水的生产和供应业。

图 3：分类商品消费增长

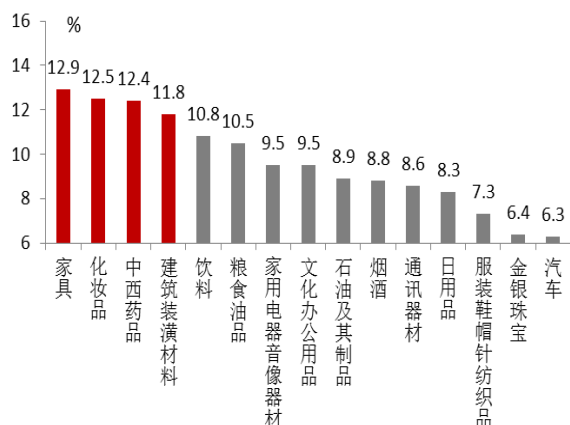
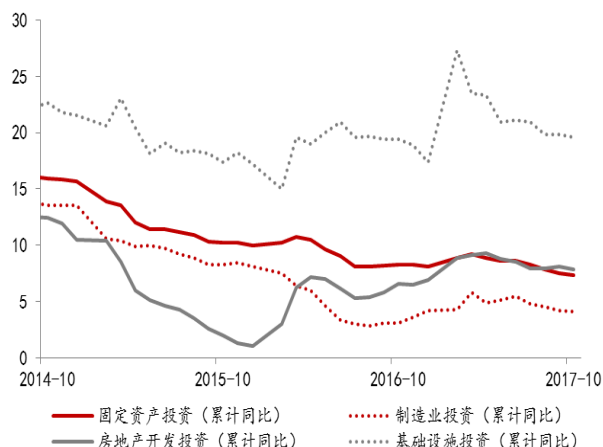
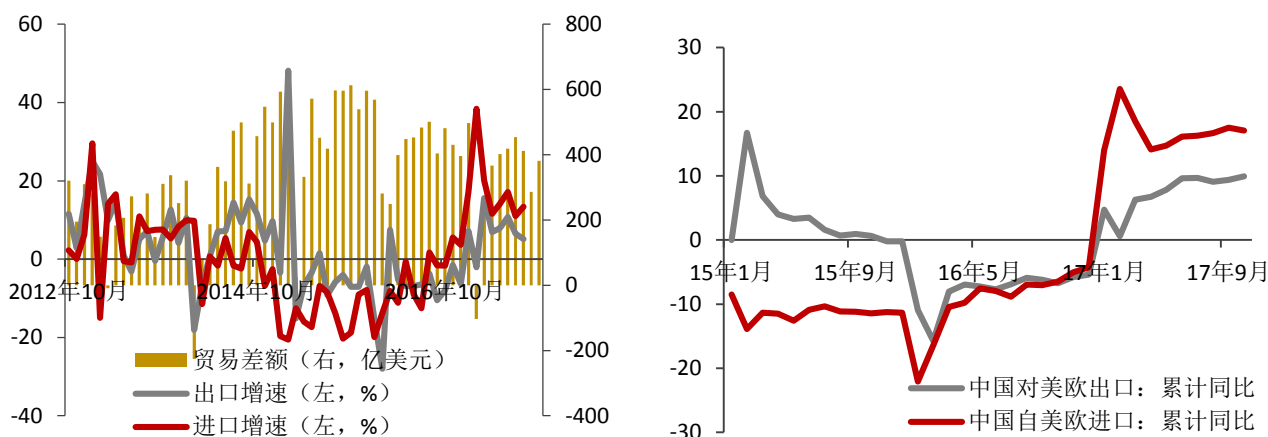


图 4：三大类投资增长出现分化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

对外贸易超预期回暖，中国因素对全球带动作用增强。2017 年前 10 个月中国货物出口、进口分别累计增长 7.4%、17.2%，比去年同期提高了 16、24.9 个百分点。对外贸易总体呈三个特点：一是外贸强势回暖成为拉升 GDP 增长的重要动力。前三个季度，资本形成、最终消费对 GDP 增长的拉动不及上年同期，但由于外贸回暖明显，净出口对经济增长的贡献由负转正。二是以多功能工业机器人为代表的新技术产品进口增长迅速。机器人等新技术与制造业融合是近期产业升级的重要内容，也成为中国进口的重要增长点。前 9 个月，多功能工业机器人、激光和电弧焊接机器人进口增长分别达到 57.5%、67.9%，远高于同期机电产品进口增速（10.9%）。三是中国需求对全球经济增长的拉动作用增强。与过去美欧等发达经济体外需拉动中国增长的传统模式不同，2016 年下半年以来国际贸易流向出现了重大变化。在传统模式中，中国对美欧的出口增速高于进口增速。与之相反，2017 年前 10 个月中国对美欧累计进口增长（17.4%、17%），显著高于对美欧出口增速（10.7%、8.3%），表明中国需求对全球经济的拉动作用逐步增强，中国越来越成为全球经济稳定增长的“主发动机”。

图 5：中国进出口增速与贸易差额 图 6：中国自美欧进口增长快于对其出口


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2.从供给看，工业结构优化、效益改善，服务业对经济增长贡献率提高

受需求回暖、产品价格回升影响，2017 年工业运行总体加快。前 10 个月规模以上工业增加值增长 6.7%，较上年同期加快 0.7 个百分点（图 7）。供给侧结构性改革成效显著，前三季度工业产能利用率为 76.6%，同比提高 3.5 个百分点，为近四年最高（图 8）。但进入三季度，受季节性因素、需求动力转弱、环保政策趋严等影响，工业生产较上半年有所放缓，前 10 个月累计增速较上半年低 0.2 个百分点。预计 2017 年工业增长 6.6% 左右，较上年回升 0.6 个百分点。

新旧动能转换持续推进，工业增长稳定性增强。随着去产能深入推进、环保力度加大，采矿业和高耗能行业增速继续回落，前 10 个月采矿业、化学原料及化学制品业、非金属矿物业、有色金属加工业、金属制品业的增加值增速分别较上年同期放缓 1、4.6、2.6、6.5、1.8 个百分点，黑色金属加工业保持 0.5% 的低增长。相比之下，高技术产业、装备制造业快速增长，前 10 个月分别增长 13.4%、11.5%，分别较上年同期快 2.9、1.4 个百分点；工业机器人、新能源汽车等新兴工业产品产量分别达到 68.9%、36.7% 的高增长。新兴产业的加快增长带动了制造业增速回升至 7.2%，较上年同期上升 0.3 个百分点。

图 7：不同工业行业增加值增速

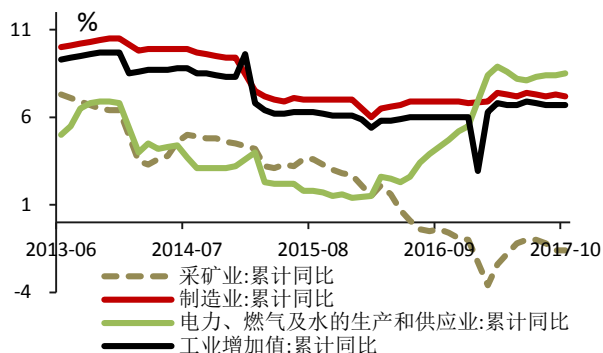
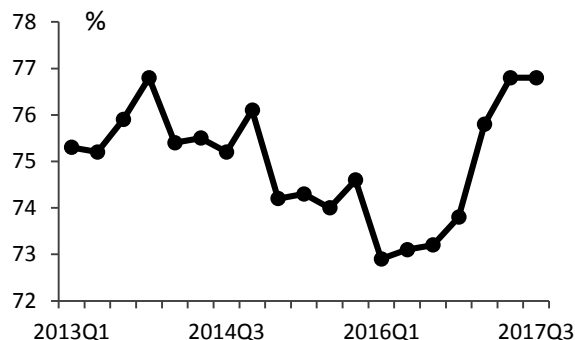


图 8：2013 年以来季度工业产能利用率



资料来源：国家统计局，中国银行国际金融研究所

工业企业效益大幅改善，采矿业和高耗能行业表现突出。2017 年供给侧结构性改革深入推进，供需矛盾明显改善，工业产品价格持续回升，尤其是采掘、原材料等生产资料价格涨幅明显提高。同时，“降成本”继续显效，工业企业成本继续降低，前 10 个月每百元主营业务收入中的成本为 85.46 元，比上年同期减少 0.26 元。需求改善和成本降低推动工业企业利润增速达到了 23.3%(图 9)。其中采矿业和高耗能行业盈利改善尤为突出，前 10 个月采矿业利润同比增长 4 倍，高耗能行业利润平均增速在 53%左右，而同期消费品、高技术和设备制造业分别平均为 10.8%、15.7%。（图 10）。

图 9：工业行业利润增速大幅回升

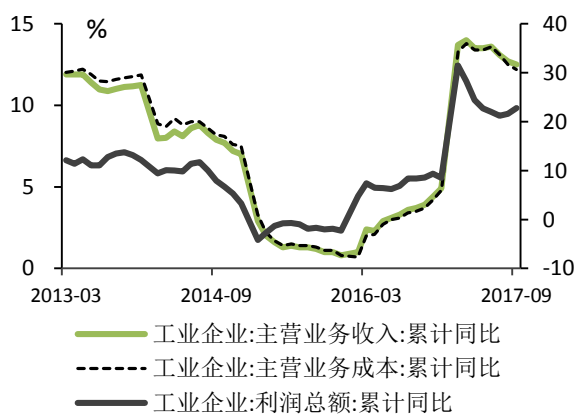
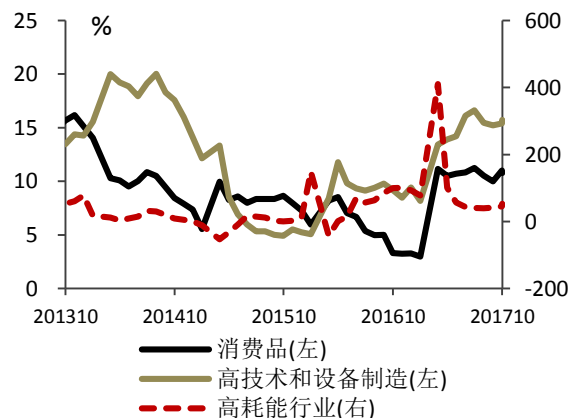


图 10：不同类型工业行业利润平均增速



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

服务业增长稳中有升，对经济增长的贡献率上升。前三季度服务业同比增长 7.8%，较上年同期加快 0.2 个百分点，其中三季度当季增速提高到 8%，成为拉动当季经济增长 6.8% 的重要因素。前三季度，服务业对经济增长的贡献率为 58.8%，较上年同期回升 0.3 个百分点。主要行业中，受工业加快增长、消费较快增长等因素影响，交通运输仓储和邮政业、批发零售、住宿餐饮等行业增加值增速回升，前三季度分别为 9.2%、7.2%、7.2%，分别较上年同期上升 4、0.7、0.4 个百分点。但受金融去杠杆、房地产调控等影响，金融业、房地产业增加值增速有所回落，前三季度分别为 4.4%、5.9%，分别较上年同期降低 1.9、3 个百分点。信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业增长较快，前三季度增速分别为 23.5%、10.5%，这也是拉动三季度服务业回升的重要动力。未来几个月，考虑到房地产收紧效果将继续显现，上年同期基数增大，服务业增长进一步加快难度较大。10 月服务业生产指数同比增长 8%，较上月回落 0.3 个百分点。预计全年服务业增长 7.8% 左右。

（二）2018 年经济形势研判

2018 年，预计全球同步复苏的态势还将延续，但特朗普新政、英国脱欧和部分经济体货币政策正常化等将对全球增长带来不确定性。2018 年是全面贯彻十九大精神、决胜全面建成小康社会的第一年，也是政府换届之年，各方面加快发展的动力和意愿将显著增强。中国进入新时代，国家将加快实施创新驱动战略，新兴行业将继续快速增长，新动能持续增强；受政策扶持力度增大、消费非物质化加快等的促进，服务业将继续较快发展；“补短板”力度加大，政府在扶贫、农村、环保等领域将继续增加投入。但与此同时，房地产市场调整、传统动能减弱、金融政策易紧难松、环保督查力度加大等将对经济稳定发展带来不确定性。初步预判，2018 年中国 GDP 增长在 6.7% 左右，比 2017 年小幅回落 0.1 个百分点，在平稳增长的同时将更加注重质量和效益。

1. 消费有望保持平稳增长

2018 年，消费稳定增长的条件有：**一是**居民收入实现较快增长。2017 年前三季度，居民人均可支配收入名义增长 9.1%，实际增长 7.5%，分别比上年全年提高 0.7 个和 1.2 个百分点。**二是**居民消费信心和消费意愿较强，有助于提高边际消费倾向。2017 年消费者信心指数连续三个季度高于 110，处于 2008 年下半年以来的最高水平（图 11）；同期，消费意愿比例不断上升，2017 年三季度达到 26.4%，为 2009 年下半年以来最高水平。**三是**消费金融快速发展，为消费增长提供金融支持。2017 年前 9 个月，短期消费贷款余额同比增长 38%，增速比上年全年高 17.8 个百分点。**四是**居民消费结构仍处于快速升级阶段，信息、养老、健康、旅游、文化等服务消费仍将快速增长。当然，2018 年小排量汽车购置税优惠政策取消，可能对汽车消费产生下拉影响；前期居民杠杆率较快上升，未来监管部门将加强消费贷款风险排查，也可能影响消费增长。综合判断，预计 2018 年消费增长 10%左右。

2. 投资增速将略有回升

支撑 2018 年投资增速回升的因素包括：**一是**工业投资有望回升。这主要得益于工业盈利改善将刺激企业扩大投资，2017 年工业企业利润实现高速增长，并且亏损家数有所减少；同时，国内外市场需求比较旺盛，产销率有望保持在较高水平，全球经济贸易复苏也将推动工业出口较快增长；加之技术改造投资需求上升，应对金融危机期间购置的大量设备开始进入更换重置阶段，有望带动技改、设备投资增速回升。**二是**贯彻十九大精神、新一届政府上任等政治和政策性因素，有利于各地扩大投资。2018 年，预计基建、民生、扶贫等领域投资将加大力度，地方政府、国有企业等将采取措施提高 PPP 落地率。**三是**服务业发展潜力依然较大，居民服务需求比较旺盛，有望促进基建以外的服务业投资增速回升。**四是**房地产投资仍将获得一定支撑。主要表现在，去库存取得显

著进展，2017 年 10 月末商品房待售面积同比减少 13.3%；土地购置面积增长较快，前 10 个月累计增长 12.9%；房地产计划投资额加速增长，前 9 个月累计增长 11%，比上年全年高 1.5 个百分点（图 12）；租赁住房建设将加快。当然，未来利率中枢上升可能加大投资项目的融资难度、提高融资成本，资金到位情况也将制约投资增长。预计 2018 年投资增长 7.2% 左右，比 2017 年略有回升。

图 11：消费者信心处于高位

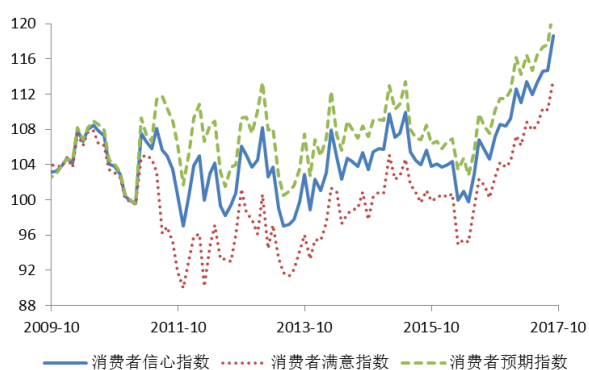
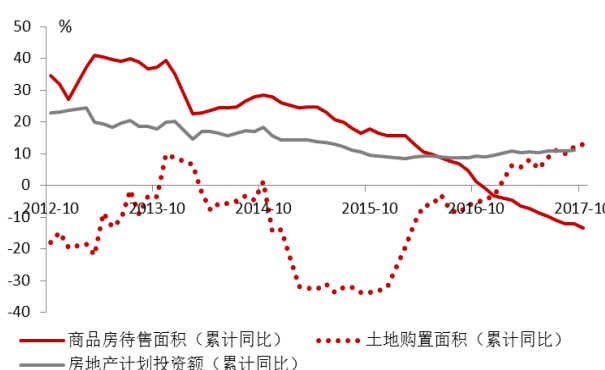


图 12：投资资金来源与计划投资



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 外贸动能趋缓，回暖韧性犹存

从 2016 年年中到 2017 年年中，中国外贸回暖动能不断增强，处于本轮回暖进程的上半场。2017 年年中之后，7 月、8 月、10 月出口增速都环比回落，9 月的环比反弹力度也相对偏弱，外贸回暖已经处于下半场。在这一背景下，下阶段中国外贸增速会有所放缓，同时又保持一定的韧性。一是全球经济复苏方兴未艾。主要经济体制造业 PMI 上升势头略有放缓，但大多保持高位平稳运行，其中欧元区 PMI 再创五年来新高。二是从刚闭幕的秋季广交会来看，成交额同比增长 8.1%，较春季的 6.9% 有所上升，短期订单较足。但不利因素的压力也较大。一是先导指数回落。无论是 PMI 新出口订单指数还是海关外贸出口先导指数，均已比 2017 年年中有小幅回落。二是汇率压力显现。从 6 月到 11 月初，五个月人民币有效汇率指数升值超过 2%，汇率压力将逐步释放。此外，去年同

期较低基数的作用将很快消退，反之高基数影响冒头，加上季节性因素影响，个别月份数据会波动较大。

4. 工业平稳运行基础逐步增强，服务业增长稳中略降

2018 年，工业平稳运行的基础将进一步夯实。一是产业结构持续优化。随着“中国制造 2025”、创新驱动发展等战略的深入推进，高技术产业、装备制造业等在工业中的比重将继续上升，成为支撑工业增长和带动产业转型升级的重要力量。二是企业盈利恢复性增长局面不再，但效益总体继续改善。2018 年，工业企业利润恢复性增长局面结束，在高基数下利润增速将有所回落，但仍有保持较快增长的基础。支持实体经济发展仍是政策着力点，降税减费措施的落地实施将继续推进，企业综合成本负担将保持降低趋势。在去产能和严格的环保政策下产品价格或维持高位。预计企业效益继续改善，这将为 2018 年企业生产和投资的恢复和调整争取更多空间。

与此同时，工业生产仍面临一些制约因素。一是去杠杆难以一蹴而就，特别是在全球流动性进入拐点，国内更加重视抑泡沫、防风险的背景下，货币政策不会过于宽松，利率水平易升难降，企业资产负债表修复仍需时间。二是房地产市场长效机制短期内难见成效，限制需求的调控政策仍会延续，财政收支仍面临一定压力，基建投资较难进一步加快，贸易保护、汇率升值等增大外贸的不确定性，这意味着 2018 年需求面或将趋弱，对工业生产的拉动有限。三是去产能持续深入推进，环保政策仍会趋严。2017 年钢铁、煤炭去产能目标已提前完成，2018 年将继续推动去产能目标的实现。污染防治是未来三年的三大攻坚战之一，对散乱污企业和化工、钢铁等行业的综合治理仍会加强。这些会制约相关行业生产增长，也会使得上游产品价格保持高位，在一定程度上压缩下游利润空间。整体来看，预计 2018 年工业增加值增长 6.5% 左右。

生活性服务业中，批发零售业、住宿餐饮业等传统服务业将保持平稳增长。

文化、养老、旅游等体现消费转型升级行业将保持较快增长。重在打击过度投资和投机、规范市场交易等的房地产政策仍会继续，房地产销售也将继续降温，融资环境总体趋紧，这意味着房地产投资增速较 2017 年可能难有明显回升。促进租赁市场发展、增加土地供应等供给侧措施会逐步推进，前期库存下降较快的热点地区会适当增加库存，这会抵消部分房地产投资增速下降的压力。预计房地产业增加值增长将有所回落。生产性服务业中，工业平稳增长、互联网与物流结合发展将带动交通运输、仓储邮政业较快增长。信息、科研技术、租赁和商务服务、物流等重点支持产业将保持较快增长。预计 2018 年服务业增加值增速将稳中略降，增长 7.7% 左右。

二、2017 年金融形势回顾与 2018 年展望

2017 年，金融政策更加注重为加快供给侧结构性改革、引导资金“脱虚入实”、防范金融风险营造良好环境。国务院金融稳定发展委员会成立（以下简称“金稳会”），表外理财纳入宏观审慎 MPA 考核，资产管理业务即将纳入统一监管框架。在货币政策和监管政策共同收紧的作用下，去杠杆政策取得了明显成效。货币信贷增长放缓，金融杠杆不断下降，债务风险有所缓解，跨境资金流动风险减弱，人民币兑美元汇率由贬转升，股市小幅反弹。中国金融市场进入纵深开放新阶段，A 股成功纳入 MSCI 新兴市场指数，“债券通”启动。政府决定实施内外一致的银行业股权投资比例规则，三年或五年过渡期后外资金融机构投资证券、保险等公司股权比例不受限制。但是，也出现了市场资金利率上行、利率“双倒挂”（不同期限 SHIBOR 利率倒挂，贷款利率和债券发行利率倒挂）、债市融资减少和市场波动加大等新情况。

（一）2017 年金融运行主要特征

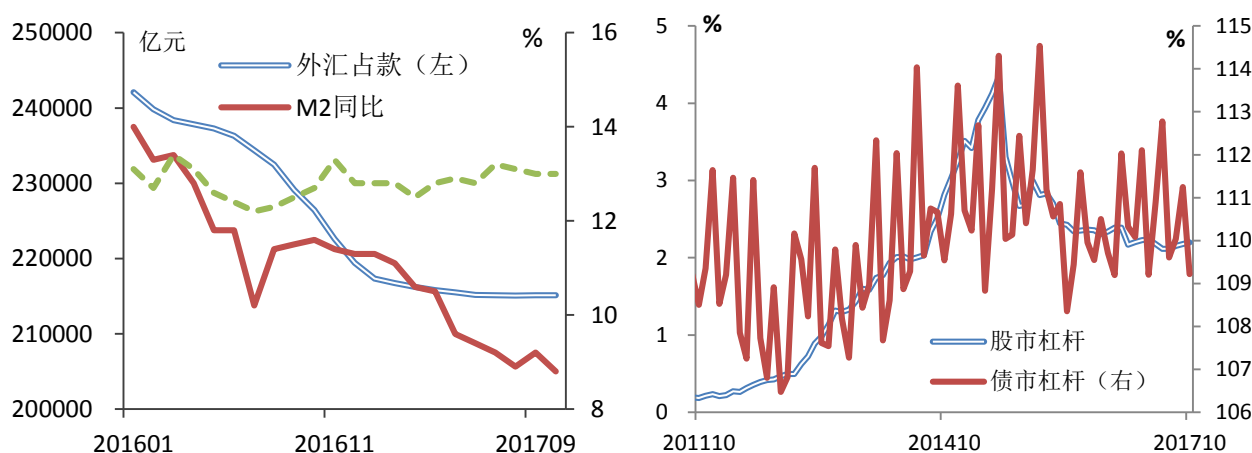
1. 货币增长放缓，去杠杆政策取得明显成效

在稳健中性货币政策和外汇占款减少背景下，货币供应量增速逐月走低。

截至 10 月末 M2 增长 8.8%，为历史最低值。在 M2 不断走低的同时，社会融资规模平稳增长，10 月末，社会融资规模（存量）同比增长 13%，相比与 2016 年末提高 0.2 个百分点（图 13）。M2 不断走低且与社会融资存量增长出现背离的原因既与金融去杠杆有关（股市杠杆²、债市杠杆³分别下降至 10 月末的 2.2% 和 109%，图 14），也与 M2 作为货币政策中间目标的导向作用减弱有关。银行同业业务收缩。截至 10 月末，银行同业资产和同业负债余额分别为 56.86 万亿元和 29.0 万亿元，比 2016 年末分别减少 1.26 万亿元和 1.2 万亿元。

图 13：货币供应与社会融资走势背离

图 14：金融杠杆率变化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

直接融资占比下降，社会融资中信贷占比上升。前 10 个月，累计新增社会融资规模为 16.7 万亿元，比上年同期多增 2.36 万亿元。社会融资规模适度增长主要与未贴现银行承兑汇票多增、人民币贷款较快增长和信托贷款复苏有关，其分别比上年同期多增 2.7 万亿元、1.53 万亿元和 1.36 万亿元。直接融资规模占比下降，前 10 个月，直接融资占新增社会融资规模的比重为 4.2%，相比 2016 年大幅减少 17.8 个百分点。其中，债券融资规模减少，前 10 个月，累计新增债券融资 3091 亿元，比上年同期少增 2.54 万亿元。由于未贴现银行承

²股市杠杆率=融资融券余额占股市流通市值的比率

³债市杠杆率=债券托管量/(债券托管量-待购回余额)

兑汇票和贷款增加，前 10 个月银行信贷占社会融资规模比重为 75.4%，相比 2016 年提高了 16.5 个百分点，全社会信用扩张向银行渠道倾斜的趋势明显（图 15）。

图 15：社会融资构成变化

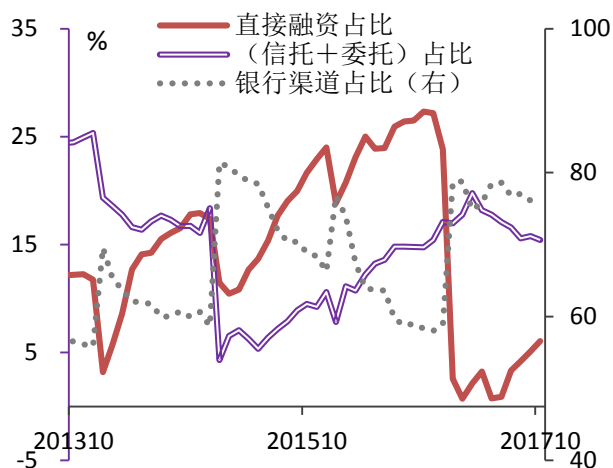
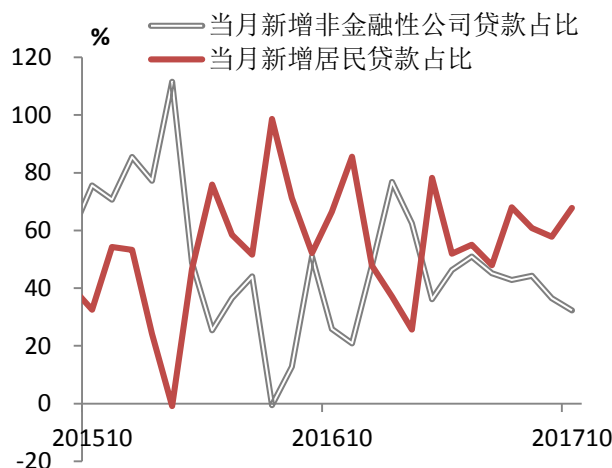


图 16：新增人民币贷款结构变化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

非金融企业贷款占比回升，居民短期贷款增长较快。受贷款需求回升，强监管下表外业务回归表内、直接融资回归间接融资等影响，人民币贷款保持平稳较快增长。前 10 个月，累计新增人民币贷款 11.8 万亿元，比上年同期多增 1 万亿元。具体特点：一是非金融企业贷款占比回升。前 10 个月，非金融性贷款占新增贷款比重由 2016 年末的 48% 提高至 50.3%。二是居民户贷款保持快速增长。前 10 个月，居民户贷款占新增贷款比重为 52.3%，相比 2016 年末提高了 2.2 个百分点（图 16）。三是居民户短期贷款增长较快。前 10 个月，累计新增居民户短期贷款 1.6 万亿元，是 2016 年全年的 2.5 倍。居民短期贷款增长较快可能与房地产调控从严，部分居民购房贷款借道短期消费贷款有关。

2. 货币市场利率整体抬升，流动性基本保持稳定

今年以来，在货币政策稳健偏紧、金融去杠杆政策推进、美联储加息等内外因素的共同影响下，货币市场资金价格总体抬升。一是各期限 SHIBOR 均有

所上升。截止 11 月 24 日，隔夜、1 周、3 个月和 1 年期 SHIBOR 分别为 2.8%、2.87%、4.67% 和 4.6%，分别较年初上升 59、28、139 和 122 个基点（图 17）。同时，在监管加码的背景下，3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期 SHIBOR 之间经常出现倒挂。二是 1 年期 SHIBOR 与 1 年期贷款基准利率（LPR）出现“倒挂”。今年 5 月开始，反映银行间市场同业拆借成本的 SHIBOR 开始逐渐超过反映企业从金融机构获取贷款成本的 LPR。这表明去杠杆政策的效果主要体现在金融体系，尚未传导至实体经济。三是货币政策工具更加丰富，资金面稳定性有所提高。2017 年以来，央行首次引入了临时流动性便利（TLF）和 2 个月逆回购，进一步丰富了货币政策工具覆盖的利率期限，提升了货币政策工具的有效性和灵活性。与此同时，央行更加注重“削峰填谷”，提高了对季节性扰动因素的平抑效果，具有代表性的银行间市场存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率（DR007）总体在 2.5%-3.1% 的区间波动。四是非银金融机构融资成本抬升。DR007 主要衡量银行类金融机构资金拆借成本，R007（7 天期银行间质押式回购利率）则衡量包含非银金融机构在内的资金拆借成本。2017 年以来，R007 明显高于 DR007，表明非银金融机构受金融去杠杆政策的影响较大，融资成本抬升得更快（图 18）。

图 17：各期限 SHIBOR 走势

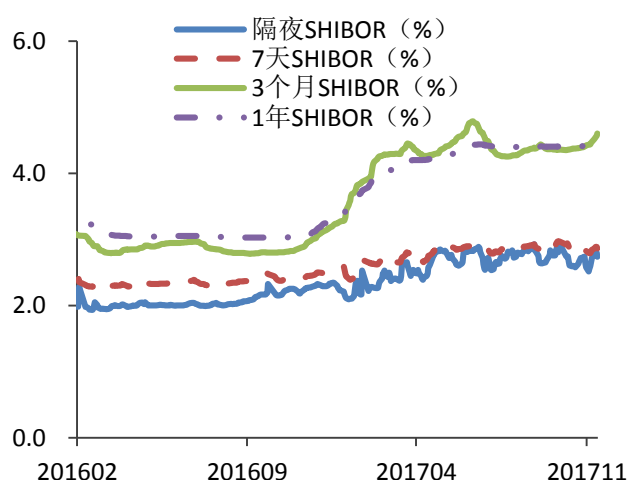
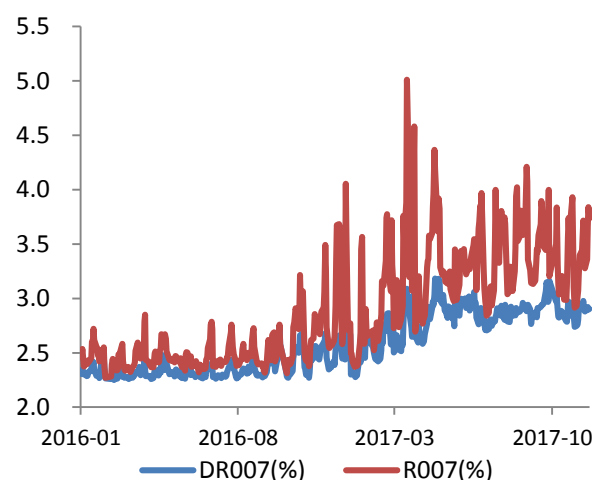


图 18：DR007 和 R007 走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 债券市场震荡下行，融资功能有所弱化

受流动性整体偏紧、监管持续强化、通胀上行以及经济超预期等影响，在经历去年四季度的大幅下跌之后，2017 年债券市场延续了此前震荡下行行情。截至 11 月 24 日，中债总指数收报于 167.39，相比 2016 年下降 2.5 点。今年四季度，更是出现了国债二级市场收益率短期内大幅上行的情况，个别时点还出现国债和国开债利率分别突破 4% 和 5% 的情况，这是过去三年很少见的情况。

一是债券发行减少。前 10 个月，债券累计发行 14.4 万亿元，相比上年同期减少 11.1%。其中，国债累计发行 7.17 万亿元，相比上年同期减少 11.7%；地方债累计发行 3.87 万亿元，相比上年同期减少 30.4%；企业债券累计发行 3118 亿元，相比上年同期减少 41%。**二是**发行利率上行，债券利率和贷款利率出现“倒挂”。11 月份，地方债、企业债、国债、短期融资券、公司债和的票面发行利率分别比 2016 年上升了 129、119、101、98 和 89 个 BP（图 19）。企业债发行利率为 6.73%，高于金融机构贷款加权利率（5.76%）。**三是**国债收益率上行幅度较大，信用利差扩大，期限利差收窄。截至 11 月 24 日，10 年期国债到期收益率收报于 3.95%，相比 2016 年末大幅上行了 93 个 BP。信用利差扩大，3 年期（AAA）企业债与同期限国债的信用利差为 1.48%，比 2016 年末扩大了 36 个 BP。期限利率收窄，“10-3”年期国债期限利差为 0.178%，相比 2016 年末收窄了 4.9 个 BP（图 20）。**四是**债券违约数量和金额减少。前 11 个月（截至 11 月 24 日），债券违约事件数和金额分别为 41 个和 307.8 亿元，相比 2016 年均有所减少（分别为 78 个和 403 亿元）。

图 19：不同债券发行利率

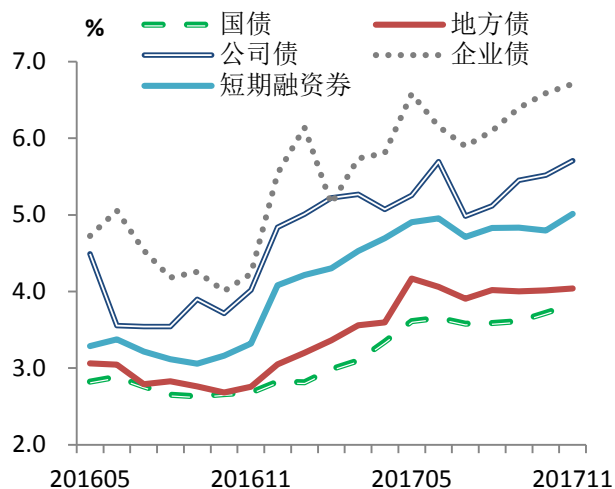
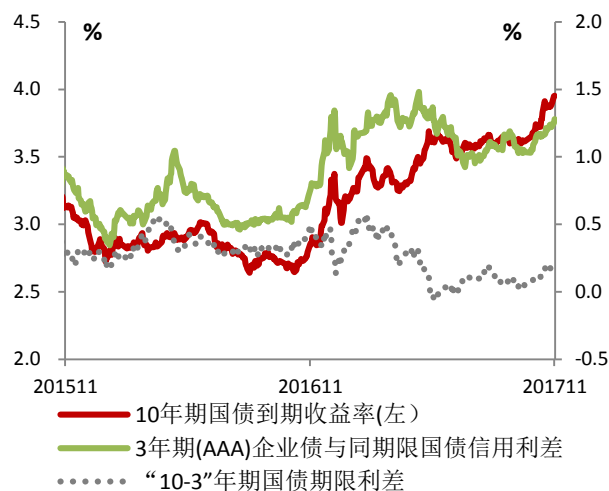


图 20：期限利差和信用利差



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 股指震荡走高，市场向价值投资转型

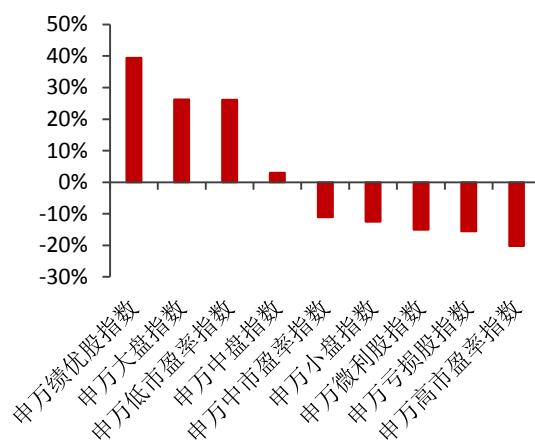
2017 年，股市一季度走高，二季度转跌，下半年总体上持续回升，上证综指、深证成指均创出年内新高。截至 11 月 24 日，上证综指、深证成指分别报收于 3353.8 点、11168.4 点，比上年末上涨 8%、9.8%(图 21)。一是经济基本面好转为股指上扬奠定基础。A 股上市公司前三季度利润累计同比增长 18.3%，比二季报回升 2 个百分点，进一步推动了下半年股指持续上涨。二是市场行情分化，趋于向价值投资理念转型。在过去的牛市中，炒作亏损股、高估值股扭曲了市场风气。以申万风格指数计算，2015 年上半年，亏损股涨幅比绩优股高出 92 个百分点。在 2017 年行情中，绩优股、低估值股涨势名列前茅，价值投资理念逐步成为市场主流。截至 11 月 24 日，绩优股股指分别比上年末上涨 40.5%，比 2015 年牛市峰值还高出 11.7%，但亏损股股指反而比上年末下跌 14.5%，几乎仅为 2015 年牛市峰值的一半(图 22)。三是 IPO 审核速度加快，但审核尺度趋严。截至 11 月 24 日，2017 年以来已有 447 家拟 IPO 企业上会，审核数量比去年同期增长 126%，但通过率却仅为 80.8%，比去年同期下降 10.1 个百分点。四是 MSCI 宣布旗下指数纳入 A 股标的。其短期影响有限，但从中长期看

将促进中国股市对外开放度进一步提升，投资者机构化进一步加速，市场投资理念也将进一步调整。

图 21：股指震荡走高



图 22：绩优股、大盘股涨幅居前



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 人民币兑美元汇率阶段性显著升值，汇率弹性增强

2017 年，人民币兑美元汇率改变了 2016 年稳中走贬态势，呈现整体阶段性升值特征。截至 11 月 24 日，人民币兑美元中间价报 6.581，较去年年底升值了 5.4%（图 23）。美元整体走弱、经济基本面稳中向好、跨境资本流动管理趋严、引入逆周期调节因子等多重因素共同推动了人民币兑美元汇率升值。一是人民币对货币篮子汇率基本稳定。截至 11 月 24 日，CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别为 94.67、95.49 和 95.52，基本与去年年底持平（图 24）。二是宽幅双向浮动。2017 年以来人民币兑美元汇率大致呈现“微贬—大幅升值—小幅回调”的运行轨迹。从年初至 5 月中旬呈震荡微贬态势；从 5 月中旬至 9 月上旬人民币汇率强势上涨，中间价甚至冲破 6.5 大关；此后，受美联储“缩表”计划启动、四季度经济基本面边际走弱等影响，人民币汇率又有所回调。三是境内外人民币汇率走势趋于统一。2017 年以来在岸（CNY）与离岸（CNH）价差不断缩小，且大部分时间里 CNY

高于 CNH，表明离岸市场对人民币汇率的预期作用转向中性。

图 23：人民币对美元汇率走势

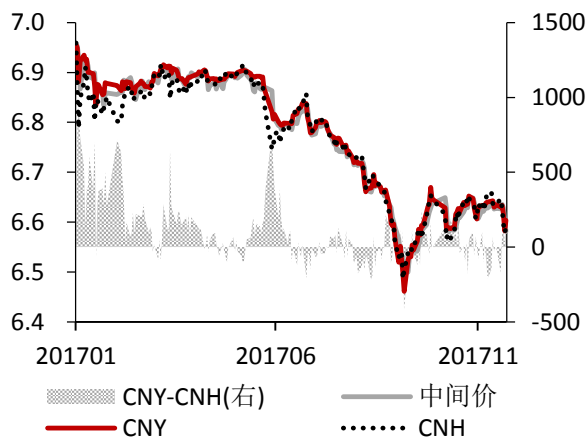
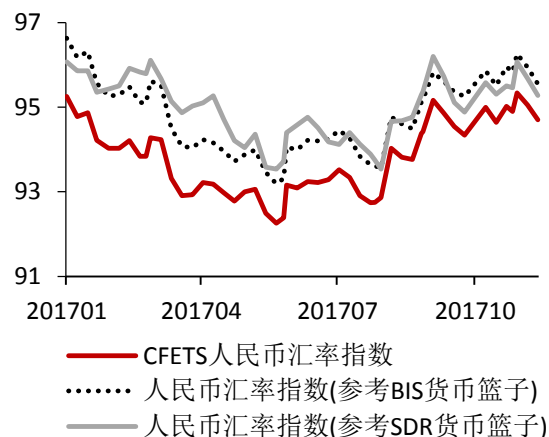


图 24：人民币汇率指数走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）2018 年金融形势主要判断

1. 货币信贷“不松不紧”，消费贷款增速趋缓

2018 年，定向降准政策开始实施，货币信贷将改变 2017 年总体偏紧状态，真正回归“不松不紧”，信贷将继续平稳增长。但考虑到去杠杆政策持续和房地产抑泡沫延续，货币政策整体将稳健，不会根本性转向。与此同时，考虑到股市企稳，债市继续大幅下跌可能性较小，实体经济从资本市场融资的功能修复，直接融资将改变 2017 年持续减少局面。此外，受新兴产业加快形成、基建投资继续发力、房地产市场降温等影响，信贷结构将更加均衡。第一，非金融企业贷款保持较快增长。工业生产稳定和企业盈利温和增长，带动相关融资需求继续平稳有增。第二，基建投资融资需求仍然较大。2018 年，宽财政政策持续，基础设施投融资领域的信贷需求仍将保持较快增长。第三，个人消费贷款增长稳中趋缓。2017 年四季度以来，相关部门加大了对“消费贷”业务的治理，预计 2018 年个人按揭贷款增长将回落。预计 2018 年 M2 增长 9% 左右，社会融资规模存量增长 12.5% 左右，新增人民币贷款 13 万亿元。

2. 流动性维持紧平衡，资金价格或波动趋升

2018 年，针对普惠金融领域的定向降准政策开始实施，对银行间市场流动性将形成一定的支撑。但是，国内外的一系列形势变化可能对流动性造成一定的冲击。一是美元阶段性走高将加大货币市场时点性紧张压力。2018 年，美联储加息预期、较为正面的经济和就业数据，都将会提振美元。尽管由于美国税收改革、贸易政策以及外交政策等都存在一定的不确定性，美元走强的道路将多有波折，但美元阶段性的走高仍将会使人民币汇率承压，引发跨境资金的流动，带来时点性的流动性紧张和利率上行压力。二是金融体系降杠杆、防风险仍将是金融工作的主基调。监管层将灵活运用各期限货币政策工具，更加强调各期限工具的紧密衔接和削峰填谷式对冲操作，以维护好降杠杆与流动性基本稳定之间的平衡。总体来看，受一些不确定性因素的影响，流动性或将呈现阶段性紧平衡状态，但不会出现过度紧张局面。

3. 债市难以走出低迷行情，继续大幅下行可能性不大

2018 年，在经济平稳发展、通胀预期上行、监管继续从严背景下，债券市场难以走出低迷行情，但继续大幅下行可能性不大。一是流动性继续收紧可能性较小。随着 2018 年定向降准政策的实施，流动性将边际性改善。二是恐慌情绪逐步减少。2017 年 10 月以来债券市场的快速下跌主要与三季度以来经济增长好于预期等有关。随着宏观审慎政策的实质性落地，恐慌情绪逐步平复。三是经济基本面存在边际走弱压力。2017 年下半年来，投资、消费、进出口、PMI 等都呈现边际走弱态势，这一运行特征将延续至 2018 年。四是境外机构持有境内债券的意愿上升。随着中国金融开放进入新阶段，境外机构投资于境内金融市场有利于其更好地分享中国经济增长的红利，债券市场也将受益。尤其是考虑到稳定的人民币汇率和较高的境内资金利率，资金配置债券市场的热情将进一步高涨。

4. 股市价值投资理念深化，投融资功能明显增强

在宏观经济总体平稳增长、结构调整不断推进的背景下，中国股市有望继续深化价值投资理念，投融资功能明显增强，市场行情延续结构性回暖态势，但也面临一些不确定因素。从发展导向看，推广价值投资、长期投资理念有助于抑制“炒小、炒新、炒差、炒消息”的不良文化，有助于提高资产的价格发现效率，进而有助于发挥股市投融资功能对经济转型、创新发展的重要作用。从流动性环境看，市场对货币政策管住总闸门、监管政策强化防风险、金融去杠杆持续推进已经有一定预期，2018 年利率形势难以显著冲击市场估值中枢，但也不会解除对高市盈率股价的压制。从行情逻辑看，经济发展从数量规模驱动转向质量效益驱动，经济增长从高速轨道转向低波动的平稳轨道，市场重心也从关注成长性转为关注产业向龙头集中、龙头引领升级的新逻辑，未来各行业优质上市公司的价值会进一步发掘，市场总体延续结构性回暖态势。但是，也要注意市场面临的一些潜在风险，如上市公司盈利不及预期、海外股市高位回落、全球复苏再现波折、美欧货币政策收紧快于预期等因素的溢出影响。

5. 人民币兑美元汇率将承压，双向浮动特征更加明显

考虑到中国经济整体平稳，外汇供求基本稳定，国际收支趋于平衡，跨境资金流动监管持续加强，市场对人民币汇率预期趋于稳定，预计 2018 年人民币汇率单边大幅升值或贬值的可能性不大，双向浮动特征将较为明显。但需要关注以下因素：一方面，未来美元仍存在一定的上行空间。鲍威尔被提名为下一任美联储主席，大概率延续货币政策正常化节奏，特朗普税改取得积极进展，推动加息预期升温，将推动美元指数后续走强。2017 年美国经济数据表现较好，失业率已达危机后最低水平，2018 年美国经济将进一步企稳回升，基本面良好将给美元以强力支撑。另一方面，中国经济运行平稳但依然面临下行压力。2017 年下半年经济表现较上半年偏弱，2018 年经济增长有可能小幅回落。随着外贸

回暖步入下半场，进出口数据增长将会有所放缓，贸易顺差将收窄，基本面转弱加大了汇率调整压力。

表 1：2017-2018 年中国经济金融主要指标预测

指 标	2013 (R)	2014 (R)	2015 (R)	2016 (R)	2017					2018 (F)
					Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.9	6.8	6.7	6.8	6.7
规模以上工业 增加值	9.7	8.3	6.1	6.0	6.8	6.9	6.3	6.3	6.6	6.5
服务业增加值	8.3	7.8	8.2	7.8	7.7	7.6	8.0	8.0	7.8	7.7
固定资产投资额	19.6	15.7	10.0	8.1	9.2	8.3	5.8	6.0	7.1	7.2
消费品零售总额	13.1	12.0	10.7	10.4	10.0	10.8	10.3	10.0	10.2	10.0
出口	7.8	6.0	-2.9	-7.7	7.8	9.0	6.8	6.5	7.2	6.0
进口	7.3	0.5	-14.3	-5.5	24.0	14.4	14.4	16.0	16.0	8.0
居民消费价格指数 (CPI)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.4	1.4	1.6	1.8	1.6	2.0
工业品出厂价格指数 (PPI)	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	7.4	5.8	6.2	6.7	6.5	3.5
广义货币供应量 (M2, 期末)	13.6	12.2	13.3	11.3	10.6	9.4	9.2	9.0	9.0	9.0
社会融资规模 (存量)	17.5	14.3	12.4	12.8	12.5	12.8	13.0	13.0	13.0	12.5

资料来源：中国银行国际金融研究所

三、宏观经济政策取向

2018年是贯彻十九大精神的第一年，也是政府换届之年。从目前条件判断，中国经济仍将保持稳定增长。但有三点值得特别关注：第一，如果说十八大后，中国经济发展主要面临“人”和“钱”两个约束的话，那么2018年面临的主要是“钱”的约束，在金融去杠杆、防范风险大背景下，金融政策易紧难松。第二，当前中国金融市场风险有所缓解，股、汇、债、楼“四市”波动明显减小，金融风险的跨市场跨行业跨境传递也有所好转，非金融企业杠杆率开始下降，

因此，货币政策、宏观审慎政策和监管政策在保持大方向不变的同时，要有足够的前瞻性和灵活性，贯彻十九大报告提出的“宏观调控有度”的精神，谨防因三大金融政策同时发力而导致政策“超调”。第三，2017年第四季度以来，由于全国“环保风暴”进一步加剧，使得有些地区的工业生产数据相当难看（从两位数增长掉到负增长），不仅当地经济发展和财政收入受到影响，就业问题也凸显出来。环境污染问题不是一天造成的，解决这一问题也不能一蹴而就。既要贯彻“建设美丽中国”的精神，咬定青山不放松，也要通过建立健全法律法规提高准入标准并严格执行，通过制度“治污”，避免环保政策因经济和政治周期而出现“运动式”变化，进而对企业经营、就业和经济发展产生过大的冲击。具体宏观政策操作预判如下：

（一）加大支出优化结构，发挥财政在解决不平衡不充分发展问题中的独特作用

预计 2018 年财政政策将延续积极的总体基调，保持 3% 的赤字率不变，但围绕新时代中国社会主要矛盾的变化，重点将深入推进供给侧改革、积极落实减税降费措施、进一步发挥税收对收入分配的调节作用，更好地发挥其在解决发展不平衡不充分问题方面的独特作用。

第一，调整优化支出结构。2018 年，围绕当前中国存在的供给结构、区域结构等领域的不平衡问题，以及社会事业、生态环境等领域发展的不充分问题，加大财政资金投入，将进一步向农业、扶贫和生态环保等，以及教育、医疗、社保等民生领域倾斜。政府与社会资本合作模式（PPP）、政府产业引导基金等也将围绕重点领域和薄弱环节加快推进，并加强相关法律法规建设、提高市场化运作水平。

第二，推进重点税制改革。2018 年营改增的后续改革将加快推进，着力健全增值税抵扣链条、完善简易计税等政策、逐步解决个别行业和小微企业税收

抵扣不足等问题。同时继续完善针对小微企业、高新技术企业等的减税降费措施。此外，资源税、环境保护税、消费税、个人所得税等税收制度改革也将深入推进。

第三，协调推进三大主体改革。2018 年，预计预算绩效管理改革有望得到全面深化，教育、医疗卫生等基本公共服务领域的财政事权与支出责任改革方案有望推动，同时税制改革与地方主体税种构建将加快研究与协调推进。此外，加快完善地方政府债务管理体制建设、加强监管与问责、防范地方政府隐性债务风险也将是财政改革的重要内容。

（二）加强货币政策、宏观审慎和监管政策协调，更重视防控流动性风险

十九大报告提出要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，这要求金融政策要更加注重政策协调，既要坚持防范金融风险，更要为经济转向高质量增长创造稳定融资条件。

一是货币政策稳健中性，避免货币供给下降过快对经济增长带来不利影响。货币政策将从此前的稳中偏紧向真正“不紧不松”的中性回归。“不松”意味着为防范房地产泡沫风险再度膨胀和非金融企业杠杆再度扩张，货币政策没有必要再次出台“定向降准”或者将其实施范围扩大。“不紧”意味着在外汇占款难以明显增加，美联储加息政策启动对中国跨境资金流动及国内流动性带来扰动背景下，仍将通过加大公开市场操作力度等以确保流动性基本稳定。丰富逆回购工具期限，加大 MLF、PSL 等中长期资金投放；尽管当前中国利率上行压力加大、通胀有所抬头，但考虑到全球主要经济体货币政策正常化的外溢效应，加息或降息的可能性都较小。

二是丰富和完善宏观审慎政策工具，加强政策协调。2018 年，同业存单将纳入 MPA 考核框架下，资产管理业务统一监管也将落地，需要进一步研判其对

金融市场的潜在影响，做好前瞻性应对，避免政策超调。加强对绿色信贷纳入MPA考核的评估，把握好政策出台时机，充分考虑市场承受力。未来还可考虑将规模较大的非银金融机构、具有系统重要性特征的互联网金融业务等纳入MPA。

三是强化金融监管，防范和化解金融风险。优化金融生态环境，加大对恶意逃废债打击，营造讲信用、守信用的社会环境。继续深化对表外业务和同业业务的“穿透式”监管；针对金融机构集团化、金融业务混业化的趋势，构建有效“防火墙”。对于控股公司不同业务领域应设置独立法人实体从事经营，使其以自身资产为限对该业务经营承担责任。坚决堵住地方政府违法违规举债的后门，遏制隐性债务增量。针对部分现金贷业务的野蛮式生长和贷款利率过高等问题，加强治理整顿，保护消费者利益。

（三）推动建立协同发展的产业体系，着力提高供给质量

十九大报告提出必须坚持质量第一、效益优先。为更好地满足人民日益增长的美好生活需要，2018年将把提高供给体系质量作为产业政策的主攻方向。

第一，去产能的推进更注重实现供需动态平衡。2018年，钢铁、煤炭等重点行业的去产能继续推进，在坚持推动淘汰落后产能的同时，将更注重扩大优质增量的供给，实现产品总量、品种与需求的基本平衡，避免相关产品价格大起大落。继续按照市场化、法治化原则推动企业债务和资产处置，推进企业兼并重组，实现产业布局的优化。

第二，深入贯彻新发展理念，加快培育产业新动能。促进创新成果的转化应用，继续推动以先进制造业、现代服务业为代表的先进产能的发展。推动互联网、大数据、人工智能与实体经济的深度融合，促进产业信息化、智能化发展。推动绿色清洁生产，支持节能环保、污染治理、清洁能源等绿色产业发展。

第三，围绕实体经济建立协同发展的产业体系。十九大报告提出加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系。未来将进一步推动创新、金融、人力资源等高端要素对实体经济的支撑，建立和发挥公共服务、协同创新等平台作用，强化产业链整合和产业融合发展，依托于产业园区等载体建设推动产业集群发展，推动区域产业优化布局、要素自由有序流动。

（四）创新支持区域协调发展战略，着力加快“短板”地区发展

2018年，区域政策将在实施区域协调发展战略的基础上，更加关注中西部、东北和资源型地区经济转型，着力发挥东部地区、城市群、自贸区以及国家级新区的带动作用。

第一，推动三大战略实现更大突破。以“一带一路”建设为引领，建设新疆丝绸之路核心区、福建“21世纪海上丝绸之路”核心区，特别是加大西部开放力度。以疏解北京非首都功能为“牛鼻子”推动京津冀协同发展，高起点规划、高标准建设雄安新区，推动京津冀交通基础设施互联互通。以共抓大保护、不搞大开发为导向推动长江经济带发展，加强流域重点生态功能区保护修复，提升沿江城市群功能。

第二，着力加强四大板块“短板”。针对区域经济增长形势变化，特别是甘肃、天津等经济增速显著下滑，辽宁等经济增速偏低，2018年区域政策将“对症下药”，建立更加有效的区域协调发展新机制，优化区域发展和开放布局。一是强化举措推进西部大开发形成新格局，特别是更好发挥“一带一路”建设对西部大开发的带动作用；二是深化改革加快东北等老工业基地振兴，建设服务型政府，改善营商环境；三是发挥优势推动中部地区崛起，培育一批现代产业集群；四是创新引领率先实现东部地区优化发展，加快推动产业升级，更高层次参与国际合作与竞争。

第三，加大支持贫困地区发展力度。精准脱贫是决胜全面建成小康社会的

三大攻坚战之一，2018 年的脱贫攻坚任务依然十分艰巨。区域政策将聚焦贫困地区，坚持精准扶贫、精准脱贫，注重扶贫同扶志、扶智相结合，深入实施东西部扶贫协作，重点攻克深度贫困地区脱贫任务。与此同时，加快革命老区、民族地区、边疆地区发展，加快基础设施建设，提升公共服务水平，实施人才支持计划，培育特色优势产业，加强生态环境保护，确保特殊类型地区经济加快发展、人民生活明显改善。

（五）房地产调控继续从严，完善因城施策房地产宏观审慎政策

2018 年，房地产调控将继续从严基调，更加注重建立因城施策的房地产宏观审慎政策和加快房地产长效机制落地。坚持一线和二线城市限贷限购不放松，保持政策的定力和压力。督促各地落实年度住房用地供应计划，尽快形成住房的有效供应，缓解这些城市供不应求的矛盾。对于三四线城市，在坚持“去库存”总基调下，对部分房价过快上涨的城市及时调整去库存政策，不断提高房贷首付比例要求等。加强流入房地产市场的资金监管，防控楼市风险和泡沫。细化承租人管理等制度，推动“租购同权”政策落地。建立倾向于承租人保护的法律法规，从而使其更愿意租房而不是买房。加大教育、医疗等公共服务的有效供给，缩小区域间的差距。保障充足、优质的租赁房源，防止房租过快上涨。加快房地产投资信托基金(REITS)落地，帮助住房租赁企业拓宽融资渠道。

四、专题研究：“双支柱”调控框架有助于实现稳增长、防风险的平衡

十九大报告对未来金融工作提出了新要求，提出要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。这主要是基于金融新环境下危机传染性和市场顺周期性增强，对传统的货币政策单一框架提出了挑战。“双支柱”调控框架的构建既有助于保持币值稳定，又有利于防范化解系统性金融风险。金融危机后，国内外都开始探索加强宏观审慎管理，逐渐完善金融危机前以货币政策为核心的传统政策框架，并取得了明显进展和成果。未来需要进一步丰富“双支柱”调

控框架的内涵、创新和优化政策工具、加强货币政策与宏观审慎政策之间的协调配合。

（一）新时代下中国“双支柱”调控框架已逐渐清晰

十九大报告指出，中国特色社会主义进入了新时代，中国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。中国社会主要矛盾的变化是关系全局的历史性变化，在此基础上，十九大报告对未来金融工作提出了新要求。提出要“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。其中，“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”是较十八大报告的新增内容，也是中央层面的报告文件中首次提及“双支柱”调控框架，突出了宏观审慎政策的重要性，表明当前中国“双支柱”调控框架已逐渐清晰，这也是中国在金融宏观调控政策框架的探索中取得的重要成果。

（二）构建“双支柱”调控框架的必要性

金融危机的爆发让人们开始对传统的货币政策单一框架进行反思，认识到加强宏观审慎管理的重要性。“双支柱”调控框架的确立既有助于保持币值稳定，又有利于维护金融系统的稳定。

第一，传统的货币政策单一框架在金融危机后受到冲击与挑战。20 世纪 30 年代的“大萧条”诞生了凯恩斯主义，开始意识到政府干预对于经济发展的重要作用，央行需要对调控市场有所作为。70 年代的“滞胀”后，以弗里德曼为代表的经济学家进一步反思货币政策的作用，认为以货币政策为核心的传统政策框架的主要目标是稳定物价、防止高通胀。在此基础上，西方经济学家们与货币当局达成了“杰克逊霍尔共识”，即央行货币政策的主要目标是稳定物价、

促进经济增长，只有当金融稳定的风险影响到通货膨胀和 GDP 预期时才需央行有所行动。在“杰克逊霍尔共识”的指导下，美联储依赖泰勒规则实施货币政策，主要关注的是通货膨胀和产出缺口水平。但本次金融危机的爆发让人们意识到，物价稳定并不必然带来金融稳定。金融市场发展改变了传统货币政策的调节、传导机制，同时全球金融一体化助推了资产价格上涨增加金融风险的可能性。在新的金融环境下，如何实现物价稳定与金融稳定目标是央行面临的新挑战，需要对传统的货币政策单一框架重新进行思考。将货币政策与宏观审慎政策协调配合有助于提高调控有效性，维护金融市场稳定。一方面，稳健的货币政策有助于保持流动性合理适度，为维护价格和产出稳定、金融稳定营造适宜的货币金融环境；另一方面，宏观审慎政策能够防止资产价格泡沫，防范和化解系统性金融风险。

第二，金融混业经营、金融创新发展、资金跨境流动增大了危机的传染性。不同金融机构资产负债表之间的高度关联性导致金融危机容易彼此相互传染，近年来金融市场发展新形势也极大增加了危机的传染性。由于金融混业经营发展，资金链条拉长、不同金融机构业务往来增加，造成了金融风险的传递速度加快。随着人工智能、大数据等在金融领域的应用推广，金融创新步伐加快，互联网金融等领域风险不断累积，新业态引起的风险事件频发。资金跨境流动更为频繁、规模增加、渠道复杂，增加了金融风险在不同国别间传染的可能性。新的金融环境下，仅关注单个金融机构或单个行业的风险防范是不够的，还需要从系统性角度防范金融风险，考虑到系统重要性金融机构的市场影响力，有必要适当提高对这些机构的监管标准。宏观审慎管理正是加强防范和化解系统性金融风险的一种有益尝试。从时间维度看，通过对资本和杠杆情况等指标进行逆周期调节，降低金融体系的顺周期波动；从空间维度看，通过对系统重要性金融机构进行规范与约束，防范风险的跨部门传播。

第三，动物精神的驱动，市场非理性行为扩大了市场顺周期性。早在凯恩

斯时期就提出了“动物精神”的概念，人们在做决策时并不是完全理性的。此后乔治·阿克洛夫、罗伯特·希勒、理查德·塞勒等行为经济学家们对此进行了深化，认为人是非理性的，信息并不是完全透明的，人们决策时会通过对周围人群或业界领袖进行观察而作出判断。情绪的高涨（或低迷）往往引起人们的从众行为，进而推动市场的狂热（或萧条）状态。这种“羊群效应”使得某些市场行为容易被强化，个体非理性演变为集体非理性，甚至最终引致危机的爆发。基于市场行为的明显顺周期性，单独靠货币政策很难实现预期的调控效果。这就需要通过宏观审慎政策的逆周期调控作用，使金融发展与整体的宏观经济热度相适应，从而维护金融市场稳定。

（三）探索“双支柱”调控框架的构建是一个长期持续的过程

“宏观审慎”概念早在 20 世纪 70 年代就已出现，2009 年 G20 峰会提出要推进“宏观审慎管理”。在此基础上，国际主要经济体开始探索加强宏观审慎管理，逐渐完善金融危机前以货币政策为核心的传统政策框架。中国作为 G20 成员国之一，在金融危机后也积极加强完善宏观审慎政策框架，并取得了明显进展。

1. 国际经验总结

第一，英国央行直接承担宏观审慎监管的职能。金融危机中，英国金融体系受到了巨大冲击，暴露了“三头监管模式”的诸多弊端，从而引发了英国的金融体制改革。改革的核心是撤销了原有的财政部、英格兰银行和金融服务局组成的监管架构。2016 年出台的《英格兰银行和金融服务法》最终明确了英国央行在经济与金融体系中的核心地位，形成了由货币政策委员会（MPC）、金融政策委员会（FPC）和审慎监管委员会（PRC）共同组成的新的中央银行组织架构。终止了审慎监管局作为英国央行附属机构的地位，由新的审慎监管委员会负责英格兰银行的审慎监管职能，该委员会包括英格兰银行行长与副行长等 4

人，成员中至少由财政部大臣选任 6 人，且英格兰银行行使审慎监管职能的情况需作年度报告给财政大臣，从而保障审慎监管职能的独立性。可见，经过一系列的改革实践，当前英国明确了中央银行集货币职能与监管职能于一身的模式，由英格兰银行行使审慎监管职责，确保了英国央行作为一个整体维护货币与金融稳定。同时，通过立法的完善、议会定期召开质询会议、赋予财政部一定的指导权和建议权等措施，在保障央行货币政策和金融稳定独立性的前提下，对其进行监督。

第二，美国重点加强金融监管机构与美联储的沟通、协调，美联储负责部分宏观审慎监管职能。在金融危机前，美国实行的是联邦和州分级负责、根据不同类别由不同监管主体负责的多头分业监管模式，但这种模式的不足引发了严重的金融风险与危机。此后美国开始了探索改革的道路，重点加强宏观审慎管理。2010 年通过的《多德—弗兰克法》设立了金融稳定监督委员会（FSOC）作为跨部门的系统性风险监测和监管协调机构，负责识别危及美国金融稳定的各类风险，全面加强系统性风险的识别与防范。此外，美联储的监管权力与风险处置权力也得到了扩充，赋予美联储对系统性风险的监管职能，监管范围既包括商业银行还包括银行控股公司、对冲基金、保险公司等金融机构。美联储内部新设负责监管事项的副主席，向美联储提出监管政策建议。总体来看，美国的宏观审慎管理框架以金融稳定监督委员会为依托，进一步加强了金融监管的协调、配合。美联储的金融监管核心地位得到强化，有权对大型商业银行和重要非银金融机构进行管理。

2. 国内前期探索

第一，金融危机后我国开始探索加强宏观审慎管理。中国人民银行在《2009 年第三季度货币政策执行报告》首次提出要将宏观审慎管理制度纳入宏观调控政策框架，并在 2009 年四季度例会中明确表示“要研究建立宏观审慎管理制度，

有效防范和化解各类潜在金融风险，保障金融体系安全稳健运行”。2011 年，正式引入差别准备金动态调整机制，引导金融机构保持稳健经营并调整信贷投放。在此基础上，人民银行将原有的差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估体系（MPA），并于 2016 年开始正式实施。MPA 从资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险和信贷政策执行情况等七方面的十多项指标来引导银行业金融机构加强自我约束和自律管理，使之更全面、有效地发挥逆周期调节作用和防范系统性风险。此后，MPA 的范畴得到相应调整，逐步将跨境资金流动、表外理财纳入 MPA 考核范围。部分房价上涨较快的城市还把房地产信贷调控纳入了 MPA 考核，强化住房金融宏观审慎管理，限制信贷流向投资投机性购房。当前，中国仍在不断完善宏观审慎政策框架的过程中，与国外相比，中国的宏观审慎政策工具箱的内涵更为丰富，承担的责任也更多。

第二，中国“货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”逐渐清晰。“双支柱”调控框架这一概念是人民银行《2016 年第四季度货币政策执行报告》首次提出，指明“MPA 已成为‘货币政策+宏观审慎政策’双支柱的金融调控政策框架的重要组成部分”。此后，在《2017 年第一季度货币政策执行报告》中对“双支柱”调控框架又进行了重申。今年第五次全国金融工作会议设立国务院金融稳定发展委员会，强化了人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，进一步完善了“双支柱”调控框架。十九大报告是中央层面的报告文件首次提及“双支柱”调控框架，表明当前中国“双支柱”调控框架已逐渐清晰。

（四）未来完善方向

第一，结合中国新时代特征，进一步丰富“双支柱”调控框架的内涵。从前期实践可知，探索构建“双支柱”调控框架的过程本身就是一个不断丰富其内涵的过程。从将外汇流动性和跨境资金流动纳入 MPA，到将表外理财纳入

MPA 广义信贷范围，中国宏观审慎管理框架得到了不断完善。十九大报告中明确指出，中国特色社会主义进入新时代，社会主要矛盾已经发生转变，国内外经济金融形势正在发生深刻复杂变化。因此，需要进一步丰富“双支柱”调控框架的内涵，将更广泛的金融资产、金融机构、金融市场纳入 MPA，更全面地防范和化解金融风险。人民银行《2017 年第三季度货币政策执行报告》提出，要做好将同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标的准备工作，并研究探索将绿色信贷纳入 MPA 评估体系。随着互联网、大数据、人工智能等在金融领域的广泛应用，金融创新步伐加快，未来可考虑将规模较大、具有系统重要性特征的互联网金融业务纳入 MPA，更全面地防范和化解系统性金融风险。

第二，创新、优化货币政策工具和宏观审慎政策工具。“双支柱”调控框架包括货币政策与宏观审慎政策两方面，未来很重要的内容便是在这两方面进行政策工具上的创新与优化。其一，创新货币政策工具，提高货币政策调控的前瞻性、灵活性和有效性。建立完善的政策利率体系，探索构建利率走廊机制，通过公开市场操作释放短期政策利率信号，改善短期利率向中长期利率的传导。创新提供流动性货币政策工具，合理安排流动性期限，将流动性供给与金融机构信贷投放相联系以强化对“三农”、小微等薄弱环节的信贷支持，完善央行合格抵押品框架。其二，健全宏观审慎政策工具。巴塞尔协议III从应对空间维度系统性风险的角度提出了最大杠杆率、留存资本缓冲和逆周期资本缓冲三种工具，并从跨行业维度确定了系统重要性金融机构的评估方法、强化系统重要性金融机构的损失吸收能力等方面的要求。由于各国所处发展阶段、面临的风险来源、对风险的监测能力、对监管成本的容忍度等方面的不同，所使用的宏观审慎政策工具及其适用规则也会有所差异，因此中国应当借鉴国际经验、结合中国实际，创新使用能有效防范中国金融风险的宏观审慎政策工具。

第三，进一步加强货币政策与宏观审慎政策之间的协调、配合。货币政策与宏观审慎政策的目标、工具并不一致，货币政策主要针对宏观经济和总需求

管理，侧重经济增长和物价稳定，主要针对经济周期发挥作用；宏观审慎政策则作用于金融体系本身，侧重维护金融稳定，主要针对金融周期发挥作用。当二者配合得当时，可以相互促进、强化政策效果，反之则可能相互制约、产生抑制作用。从全球来看，“双支柱”调控框架的构建仍处于不断探索中，每个国家具体情况不尽相同。因此，需要结合具体的经济金融环境，深入研究对货币政策与宏观审慎政策之间的协调问题，这包括二者的各自政策方向、工具实施力度以及相互间的配合。既需要事先地制定两大支柱之间的协调配合规则，还需要灵活判断所处的经济、金融周期以及引起周期波动的原因，平衡协调货币政策与宏观审慎政策的关系。

免责声明

本研究报告由中国银行国际金融研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行国际金融研究所可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行国际金融研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行国际金融研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行国际金融研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



国际金融研究所

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592779

传真：+86-10-66030183