

民银智库研究

2018年第23期

总第83期

中国民生银行研究院

2018年8月16日

内外部形势显著变化 加快改革刻不容缓

——2018年7月宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

袁雅瑾

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- 7月份以来全球经济复苏基础继续弱化，通胀整体上升，部分新兴市场国家遭受强烈冲击。美国经济虽稳健向好，但继续推行贸易保护主义，加息预期牢固且溢出效应增强；欧洲通胀回升，但经济放缓，货币政策正常化缓慢推进；日本经济扩张减弱，通胀低迷，微调货币政策框架；新兴市场遭遇严重挑战，土耳其汇率崩盘引发市场巨震。整体看我国经济面临的外部环境已有所恶化。
- 7月份以来我国经济运行中面临的困难有所增多。一是7月份消费名义同比增长8.8%，实际同比增长6.5%，为08年危机以来首次低于GDP增速，反映居民收入放缓、财富缩水和预期悲观；二是基建投资拖累投资增速放缓，1-7月固定资产投资同比增长5.5%，创纪录新低，其中基建同比增长5.7%，连续8个月下行，当月继续出现负增长；三是外需已现疲态，7月出口同比增长12.2%，但与中美贸易摩擦恶化前加速出口有关，前瞻性指标已走弱；四是通胀有所抬头，食品由跌转升，与非食品一起推动CPI涨幅超预期；五是人民币汇率在7月贬值近2000bp；六是调查失业率意外抬头，升至5.1%。
- 部分宏观指标的变化情况需密切关注。一是房地产各项指标出现回暖，包括投资、销售、开工、拿地和到位资金等，与整体经济形成反差；二是金融数据表内表外两重天，7月信贷投放超预期，M2增速回升，但表外融资继续下降，社融口径调整后仍增速下滑；三是7月财政收入反弹，支出增速下滑，财政政策仍待发力。
- 为应对已出现显著变化的内外部形势，从短期看，一是需要财政政策更加积极，尤其是对企业减税减负最为关键，且要优于继续举债扩大基建投资；二是货币政策在稳健基础上适当微调，特别是要构建定向破解民营企业融资难、融资贵的信贷渠道。从长期看，加快改革已刻不容缓，特别是符合人民群众广泛期待的改革措施要下定决心加快落实，包括适当鼓励生育、积极加大开放（吸引谷歌、特斯拉等优秀企业）、加快国企改革、扩大民企市场准入、从供给侧入手构建多层次多元化的房地产发展长效机制等。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国经济稳健向好，9月加息预期升温.....	1
欧洲通胀持续回升，货币政策正常化步伐仍将缓慢.....	2
日本经济扩张减弱，微调宽松政策框架.....	3
新兴经济体增长分化，货币政策姿态维持不变，土耳其引发市场巨震.....	4
二、我国宏观经济形势分析	6
工业生产保持平稳，三季度仍将低位徘徊.....	7
投资增速继续回落，基建仍是最大拖累.....	8
房地产投资增速重回 10% 以上，土地和销售仍有支撑	10
消费增速继续回落，新消费发展较快.....	11
出口已显现疲态，进口脉冲式高增.....	13
通胀回升略超市场预期，未来需保持警惕.....	14
新增信贷超预期，社融口径调整回落不改.....	15
人民币汇率继续贬值，外汇储备连续回升.....	17
财政收入反弹，支出增速下滑.....	19
三、政策回顾与展望	20
主要宏观政策回顾.....	20
未来政策展望与建议.....	22
主要宏观经济及金融数据一览表	24

一、全球宏观经济形势分析

7 月份以来全球经济复苏基础继续弱化，通胀整体上升，部分新兴市场国家遭受强烈冲击。美国经济虽稳健向好，但继续推行贸易保护主义，加息预期牢固且溢出效应增强；欧洲通胀回升，但经济放缓，货币政策正常化缓慢推进；日本经济扩张减弱，通胀低迷，微调货币政策框架；新兴市场遭遇严重挑战，土耳其汇率崩盘引发市场巨震。整体看我国经济面临的外部环境已有所恶化。

美国经济稳健向好，9 月加息预期升温

7 月美国经济稳健向好。生产端继续扩张，7 月美国 ISM 制造业 PMI 为 58.1%，较上月下降 2.1 个百分点，连续 23 个月高于荣枯线；6 月工业产出同比增长 3.8%，较上月上升 0.58 个百分点。消费端保持增长，6 月零售与食品服务销售同比增长 6.6%，较上月上升 0.14 个百分点；7 月密歇根消费者信心指数略下滑至 97.9。进出口保持稳定，6 月美国出口季调同比增长 9.77%，较上月下降 1.94 个百分点，连续 23 个月保持出口同比正增长；进口季调同比增长 8.59%，较上月上升 0.24 个百分点，连续 21 个月保持进口同比正增长；贸易逆差 463.48 亿美元，较上月增加 31.62 亿美元，对中国贸易逆差为 334.84 亿美元，较上月增加 2.97 亿美元。通胀上升显著，7 月 CPI 同比上涨 2.9%，与上月持平，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上涨 2.4%，比上月上升 0.1 个百分点，环比上升 0.2%；6 月核心 PCE 价格指数同比上升 1.9%。劳动力市场保持稳定，7 月新增非农就业人口为 15.7 万人；失业率为 3.9%，较上月下降 0.1 个百分点；劳动参与率为 62.9%，与上月持平。

8 月 1 日，美联储议息会议宣布将联邦基金目标利率区间保持在 1.75-2% 不变，符合市场广泛预期。在会后公布的声明中，美联储重申，预计进一步循序渐进加息将与经济活动持续扩张、就业市场强劲、通胀接近联储对称性 2% 的中期通胀目标一致。8 月声明对经济在各个方面的强劲表现予以了确认，这为年内再加息两次提供了信心支撑。但中长期来看，美联储的进一步加息路径仍难以确定。8 月会议声明提到，对于未来利率目标区间进一步调整的时间和规模，委员会将会考虑包括劳动力市场指标、通胀压力和通胀预期指标、金融和国际形势发展在内的各种信息。

值得注意的是，美国乐观的经济表现背后也隐藏着一些不可忽视的风险。首先，税改政策的利好效应逐渐消退后，美国经济增速可能有所下滑。国际货币基金组织等机构对此都曾发出过警告。此外，税改政策的负面作用也将逐渐显现，如税改实施令美国政府债务压力倍增。其次，美国与其他国家之间的贸易争端令美国的经济前景更加复杂。美国国内就业市场和经济的强劲表现正在推升通胀水平，同时进口关税的提高也令美国国内市场面临输入型通胀风险，加重物价压力。美国贸易政策的不确定性以及美国与各国贸易摩擦的不断演进将会对美国以及全球经济造成深入和持久的影响，从而可能对美联储未来收紧货币政策的进程形成牵制。

欧洲通胀持续回升，货币政策正常化步伐仍将缓慢

欧元区经济增长持续放缓，通胀持续回升。二季度，欧元区 GDP 初值表现依旧疲软，连续第二个季度放缓。二季度 GDP 初值环比增速降至 0.3%，不及预期值和前值的 0.4%；同比增长 2.1%，不及预期值 2.2% 和前值 2.5%。三季度，欧元区经济基本面仍未现显著改善迹象。生产端扩张趋势持续减弱，7 月制造业 PMI 由 6 月的 54.9% 上升至 55.1%，扭转了连续 6 个月的下滑趋势；服务业 PMI 由 6 月的 55.2% 下降至 54.2%，为 2017 年 2 月以来次低水平。消费端喜忧参半，7 月消费者信心指数为 -0.6，与上月持平；6 月零售销售指数同比增长 1.2%，较上月下降 0.4 个百分点，为 8 个月以来最低值。通胀持续回升，受能源价格上涨影响，7 月 CPI 同比上涨 2.1%，较 6 月提高 0.1 个百分点，连续第二个月达到 2% 的通胀目标，环比下降 0.3%；核心 CPI 同比上涨 1.1%，较上月提高 0.2 个百分点，环比下降 0.5%。就业形势保持向好，6 月欧元区失业率为 8.3%，与上月持平，维持 2009 年以来的最低水平。经济景气度低位徘徊，7 月经济景气指数为 112.3，较上月微升 0.1，为年内次低水平；工业信心指数为 5.8，较上月下降 0.7；营建信心指数为 3.5，较上月下降 0.7 个百分点；零售信心指数为 1.8，较上月下降 1.4；服务业信心指数为 13.1，较上月提高 0.8。

7 月 25 日，美国总统特朗普与欧盟委员会主席容克就双边贸易问题达成“初步协议”，双方将通过谈判化解钢铝关税和报复性关税问题，期间不会进一步相互加征关税，欧盟同意增加从美国进口液化天然气和大豆，美欧贸易摩擦暂时缓解。

随后，在 7 月 26 日结束的货币政策例会上，欧央行重申 6 月例会的决定，维持三大利率不变，从 9 月起把每月资产净购买规模降至 150 亿欧元，并计划在 12 月后结束净资产购买。不过，这还要看相关数据是否符合理事会对中期通胀的预期。欧央行表示，在资产净购买阶段结束后，将到期证券本金再投资一段时间，以尽可能长时间地保持有利的流动性条件和充分的货币宽松；预计欧洲央行的关键利率至少会维持现有水平到 2019 年夏天前，并在必要的情况下继续维持，以确保通胀变化与预期保持一致。

会后，欧央行行长德拉吉指出，欧元区一季度部分经济疲软状况持续到了二季度，这与贸易增长减弱有关，但他对欧元区下半年通胀预期和经济增长均表示乐观。德拉吉认为，欧元区通胀的不确定性正在消除，潜在通胀正在逐渐上升，预计下半年欧元区各行业和各国将出现广泛的薪资增长，因此欧元区经济即使没有惊人的表现，也会保持可观的水准。但他同时强调，贸易相关的不确定性依旧显著，仍需大量货币政策刺激措施。

在 7 月货币政策会议声明中，欧央行对缩减和结束购债以及加息时点的表述与上月一致，符合市场预期。从 6 月和 7 月欧央行货币政策会议决策来看，虽然欧央行在今年 12 月结束购债几成定局，并反复强调会将到期的债券本金进行再投资，但迄今仍未给出再投资政策的期限。考虑到欧元区已连续两个季度经济增速放缓，而欧央行迟迟不愿讨论到期债券再投资时间表，并持续模糊首次加息时点，预计当前较高的通胀率不会引发欧央行的紧缩政策，欧央行货币政策正常化步伐仍将缓慢。

日本经济扩张减弱，微调宽松政策框架

6 月日本经济增长乏力，通胀指标距目标依然存在较大差距。生产端扩张态势减弱。7 月制造业 PMI 为 52.3%，较上月回落 0.7 个百分点；6 月工业生产指数同比减少 1.2%，较上月大幅回落 5.4 个百分点。消费增速下滑。6 月商业销售额同比增长 3.3%，增速较上月回落 1.4 个百分点；7 月消费者信心指数为 43.6%，较上月回落 0.5 个百分点。进出口增速双双回落。6 月出口总额为 70532 亿日元，同比增长 6.7%，增速较上月回落 1.4 个百分点；进口总额为 63325 亿日元，同比增长 2.6%，增速较上月大幅回落 11.5 个百分点；实现贸易顺差 7208 亿日元。完全就业状态继续保持。6 月失业率为 2.5%，较上月上升 0.2 个百分点；求才求

职比为 1.62，较上月上升 0.02，继续位于历史高位，为 1974 年以来的最高。通胀无明显改善。6 月 CPI 同比上涨 0.7%，与上月持平，环比下降 0.1%；核心 CPI 同比上升 0.8%，较上月上升 0.1 个百分点，环比上升 0.0%。

增强宽松政策的可持续性，下调经济预期。鉴于 6 月日本工业产出、消费、对外贸易增速均出现下滑，且通胀并无改善迹象，日本央行决定维持货币宽松，并下调经济增长和通胀预期，将今年 GDP 增速预期下调 0.1 个百分点，将今年起三年内通胀预期分别下调 0.2、0.3 和 0.2 个百分点。与此同时，**为保证强力宽松政策的可持续性，日央行对货币政策框架进行了一些细微调整。**一是引入货币政策前瞻性指引。日本央行计划在相当长的一段时间内保持极低利率，以应对经济增长和物价变动存在的不确定性，以及对冲 2019 年 10 月上调消费税的影响，因此需要通过调整前瞻指引引导市场预期，强化其实现价格目标的承诺。二是调整 ETF 购买结构。维持 6 万亿日元的 ETF 购买规模不变，但将东证 ETF 购买规模由 2.7 万亿上调至 4.2 万亿日元，日经 ETF 由 3 万亿下调至 1.5 万亿日元，从而减轻其对金融市场造成的负面影响。三是给予购债操作更大的灵活性。通过允许 10 年期日本国债收益率在更大的区间范围内交易，来实现收益率曲线的陡峭化，改善金融机构利润空间，这也有利于增强日本央行收益率曲线控制政策的灵活性、降低干预成本。

新兴经济体增长分化，货币政策姿态维持不变，土耳其引发市场巨震

金砖国家中，印度经济保持增长态势，俄罗斯经济有所下滑，巴西与南非经济有所改善。印度和巴西处于议息会议间隙，无货币政策动态；俄罗斯和南非召开议息会议，均决定维持原有利率水平不变。

此外，**近期新兴市场部分国家遭遇严重危机，汇率大幅贬值。**年初至今，由于美国经济持续向好，美元强势、美国债收益率上升，美元对发达国家和新兴市场货币都显著升值。新兴市场方面，阿根廷、土耳其、俄罗斯、巴西、南非、印尼、印度、中国等国的货币兑美元价值都出现了较大波动。**近期土耳其里拉成为全球市场的焦点。**上周五，美国总统特朗普宣布把进口的土耳其钢铝产品关税提高一倍，导致里拉汇率大跌。原因除美国制裁外，土耳其自身经济存在重大问题：包括债务结构恶化、长期双赤字、通胀高企等原因。

受到土耳其风暴直接和间接影响的新兴市场国家国内经济大都存在特定的自身特性和偶发因素。可以从资本流动、经常账户赤字、外债规模、预算赤字和政府债务、通货膨胀、经济增长、政治选举和国内改革等方面去考察其他新兴市场经济体的脆弱性以及可能受到的冲击领域。从资本流入角度，近期南非、印尼和埃及等国资本流入规模较大，可能受到传染；从通货膨胀角度，阿根廷的形势比较严峻，容易形成货币贬值和通货膨胀的恶性循环。

金砖国家国家中，印度经济保持增长态势，俄罗斯经济有所下滑，巴西与南非经济有所改善。印度和巴西处于议息会议间隙，无货币政策动态；俄罗斯和南非召开议息会议，均决定维持原有利率水平不变。

印度经济增长伴随通胀和货币贬值的烦恼。生产端景气和服务业持续企稳。7月，印度制造业 PMI 为 52.3%，较上月下降 0.8，连续 12 个月位于荣枯线以上；服务业 PMI 为 54.2%，较上月上升 1.2，持续企稳。**贸易继续复苏，出口增速有所下降。**6月出口同比增长 18%，较上月下降 3 个百分点；进口同比增加 19.5%，较上月提高 6 个百分点；年初以来贸易赤字不断增加。**通胀略有下降仍处高位。**7月 CPI 同比上升 4.2%，比上月下降 0.7 个百分点，但仍处于央行通胀目标之上。**货币政策维持中性立场。**鉴于国内通胀较高和卢比对美元大幅下跌，印度央行在 6 月初曾加息，并宣布维持中性货币政策立场，7月处于议息会议间隙。

巴西经济复苏，总统大选临近。生产端和服务业景气复苏。7月制造业 PMI 为 50.5%，较上月提高 0.7；服务业 PMI 为 50.4%，较上月提高 3.4；双双重回荣枯线之上。**消费有所增长。**7月零售指数由 6 月的 81.8 增加至 83.4。**通胀有所抬头。**7月广义消费者物价指数同比增长 4.5%，比上月提高 0.1 个百分点，为 2017 年 5 月以来最高值；环比上升 0.3%，基本无变化，显著低于上月 1.3% 的环比增速。**总统大选临近，货币政策维持不变。**政党大会推举候选人期限为 8 月 5 日，候选人注册登记期限为 8 月 15 日，下个月大选将有初步进展；考虑到外部经济仍具有挑战性和波动性，巴西央行 6 月 20 日宣布维持原有基准利率不变，本月通胀仍然处于巴西央行通胀目标中值范围内。

俄罗斯经济有所下滑，央行维持关键利率不变。制造业继续下滑。7月制造业 PMI 为 48.1%，比上月回落 1.4 个百分点，连续三个月位于荣枯线以下，为 2016 年 5 月以来最低值。**服务业持续企稳。**7月服务业 PMI 为 92.8%，比上月提高 0.5，维持 2016 年初以来的企稳态势。**进出口增**

长放缓。6月出口同比增速 23.8%，比上月下降 5.4 个百分点；进口同比增速仅为 1.1%，增幅比上月下降 7.7 个百分点。通胀有所上行。7月 CPI 同比上涨 2.5%，比上月微升 0.2 个百分点，基本保持稳定。央行维持关键利率不变。本月，俄罗斯央行宣布维持关键利率 7.25% 水平不变，这是连续三次议息会议保持利率不变；表示货币政策已经接近中性，暗示下半年关键利率将保持不变。本月，欧洲宣布延长经济制裁期限，加之贸易保护主义抬头和地缘政治紧张局势升级，经济增长不利因素较多。

南非经济小幅改善，央行维持回购利率不变。生产端景气有所回升，仍处于荣枯线以下。7月 PMI 为 46.7%，较上月回升 1.9 个百分点。消费有所回升，仍低于前期水平。5月零售销售同比上升 1.9%，较上月提高 1.4 个百分点，仍显著低于年初以来增速；7月份商业信心指数 94.7，前值 93.7，较年初水平仍有下降。进出口大幅改善。6月出口同比增速 7.97%，前值 0.14%；进口同比增速 7.31%，前值 3.69%。通胀有所抬头。6月 CPI 同比上升 4.4%，较上微升 0.1 个百分点。央行维持回购利率不变。本月，南非央行召开议息会议，货币政策委员会经过评估后认为近期油价上涨导致通胀压力，但是通胀仍在可控水平范围内；贸易紧张局势加剧，经济增长前景受到负面影响；给予上述考虑，决定维持回购利率 6.5% 不变。

二、我国宏观经济形势分析

7月份以来我国经济运行中面临的困难有所增多。一是消费持续下滑，7月份消费名义同比增长 8.8%，实际同比增长 6.5%，为 08 年危机以来首次低于 GDP 增速，反映居民收入放缓、财富缩水和预期悲观；二是基建投资拖累投资增速放缓，1-7 月固定资产投资同比增长 5.5%，创纪录新低，其中基建同比增长 5.7%，连续 8 个月下行，当月继续出现负增长；三是外需已现疲态，7月出口同比增长 12.2%，但受中美贸易摩擦恶化前加速出口有关，前瞻性指标已走弱；四是通胀有所抬头，食品由跌转升，与非食品一起推动 CPI 涨幅超预期；五是人民币汇率在 7 月贬值近 2000bp；六是调查失业率意外抬头，升至 5.1%。

同时部分宏观指标的变化情况需密切关注。一是房地产各项指标出现回暖，包括投资、销售、开工、拿地和到位资金等，与整体经济形成反差；二是金融数据表内表外两重天，7月信贷投放超预期，M2 增速回升，但表外融资继续下降，社融口径调整后仍增速下滑；三是 7 月财政收入反弹，支出增速下滑，财政政策仍待发力。

工业生产保持平稳，三季度仍将低位徘徊

7月工业生产保持平稳。1-7月份全国规模以上工业增加值同比实际增长6.6%，增速较1-6月份回落0.1个百分点，较去年同期回落0.2个百分点，与上年全年持平。7月当月工业增加值同比增长6.0%，与上月持平，为年内较低增速。从环比看，7月份，季调后规模以上工业增加值比上月增长0.48%，较上月回升0.13个百分点。三大门类表现为两降一升：7月采矿业增加值同比增长1.3%，增速较上月下降1.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.0%，较上月微降0.2个百分点；制造业增长6.2%，较上月回升0.2个百分点。

分行业增加值增速涨跌各半。7月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长，较6月份减少2个。17个主要行业中，9个行业增加值增速较6月上升，8个下降。分上中下游来看：下游消费品类行业涨跌互现，农副食品、食品、纺织回升，汽车、医药下滑；中游加工组装类行业涨多跌少，金属制品、通用设备、电气机械、电子均上升，专用设备、铁路船舶下滑；中游原材料类行业涨少跌多，黑金冶炼、化工上升，橡胶塑料、非金属矿、有色、电力热力均回落；上游采矿业增速小幅回落。

图1 工业增加值同比与环比增速

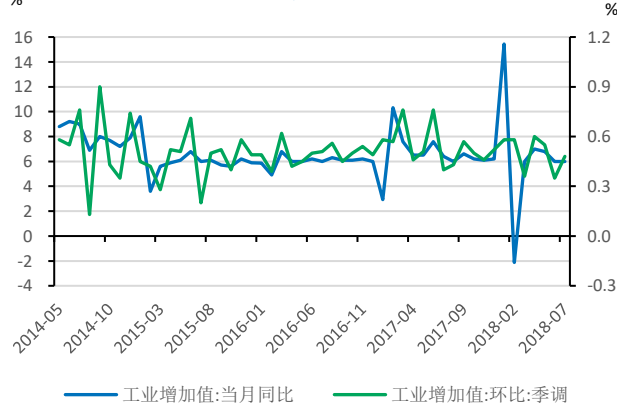
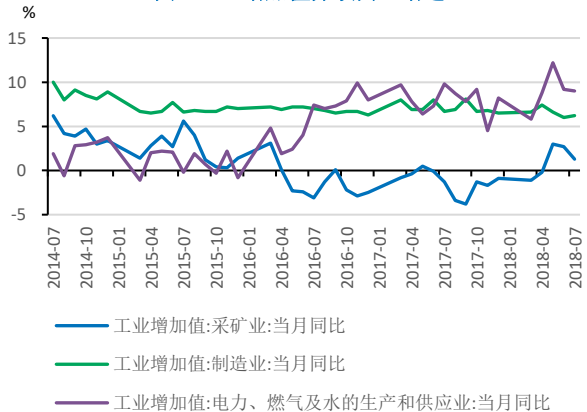


图2 工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

主要工业品产量增速涨跌互现。上游原煤产量增速大幅下滑，出现年内首次负增长，原油加工量增速大幅回升至2017年10月以来高点；中游的钢铁、有色、水泥、化纤产量增速均回升，仅乙烯微降；下游汽车产量增速持续回落。

7月工业生产平稳主要受两方面因素影响。7月份工业增加值与上月持平，主要同两方面因素有关：一方面，受季节因素影响，工业生产放缓。今年夏季我国普遍高温多雨，企业检修维护设备使生产进入淡季。官方7月制造业PMI中的生产指数为53.0%，较上月下降0.6个百分点；7月发电量同比增速由上月的6.7%降至5.7%，连续第二个月下滑；高炉开工率、六大发电集团日均耗煤量以及日均粗钢产量同比增速等高频指标均较上月下降，显示7月工业生产景气度下滑。另一方面，外贸情况表现稳健，进出口双双回升。7月份出口（按人民币计）同比增长6%，较上月3.1%的增速大幅回升，为年内次高水平。出口增速回升一定程度上拉动企业加快生产，相应的出口交货值同比增长8.7%，较上月大幅回升5.9个百分点，为年内高点。进口同比增长20.9%，较上月6%的增速大幅回升，为年内次高水平。此外，去年7月工业增加值为6.4%，低于同年6月1.2个百分点，为近年来月度较低点，同期基数偏低，加之今年7月较去年同期多1个工作日，整月有效生产时长高于去年同期，助推今年7月工业增加值在生产放缓的情况下总体保持平稳。

从高频数据来看，8月上旬工业仍显动力不足，发电耗煤增速下滑、高炉开工率降至5月以来新低，加之中美贸易摩擦未见改善，秋冬季节节能环保督查将进一步限制工业企业生产，预计三季度工业增加值仍将保持低位徘徊。

投资增速继续回落，基建仍是最大拖累

投资增速回落趋势不改，创纪录新低。2018年1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）355798亿元，同比增长5.5%，增速比1-6月份回落0.5个百分点，比去年同期低2.8个百分点，为1992年有记录以来的最低水平。从当月看，7月投资完成58482亿元，同比增长3%，增速比6月回落2.7个百分点；经季节调整后，7月环比增长0.43%，相当于折年后增长5.28%，低于6月的5.54%。今年来投资增速逐月回落态势未改，可见政策边际放松对社会融资的提振尚未显现，投资资金来源仍然受到制约。

分产业看，第一、第二产业增速回升，第三产业增速继续回落。1-7月份，第一产业投资12139亿元，同比增长13.7%，增速比1-6月份提高0.2个百分点。第二产业投资132109亿元，增长3.9%，增速提高0.1个百分点。其中，工业投资同比增长4.1%，增速比1-6月份提高0.2个百

分点；工业投资中，采矿业投资增速继续回暖，由微幅增长 0.2% 提高到 3.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资降幅扩大 1.3 个百分点至 11.6%，制造业投资增速继续改善至 7.3%。第三产业投资 211550 亿元，增长 6%，增速回落 0.8 个百分点。

图3 固定资产投资累计同比与环比折年率

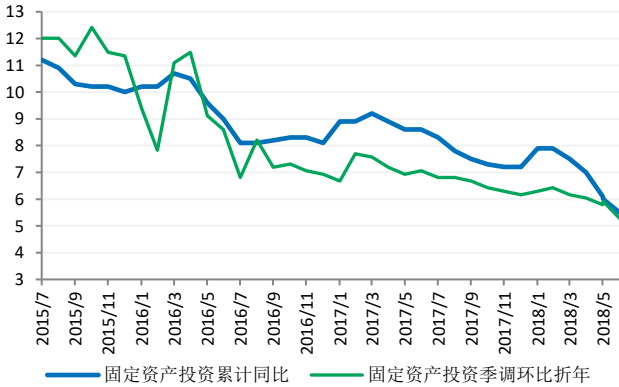
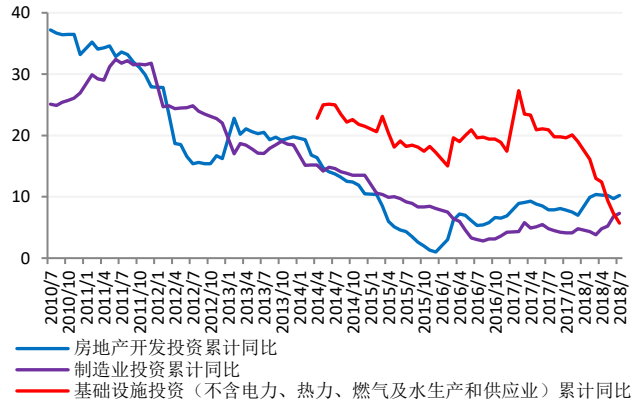


图4 固定资产投资分项数据



数据来源：CEIC

从房地产、基建和制造业三大支柱来看，基建投资继续拖累投资增速下行，制造业稳固复苏和房地产开发投资超预期改善则成为投资托底力量。具体来看，1-7月第三产业中的基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.7%，增速比 1-6 月份回落 1.6 个百分点，比去年同期低 15.2 个百分点，已连续下行 8 个月。经测算，全口径的基建投资同比增速已降至 1.8%，较 1-6 月回落 1.5 个百分点；7 月当月则为下降 5.3%，已连续 3 个月罕见负增长。基建投资继续探底，表明当前政策定力超出预期，政府去杠杆的方向不会改变，只是去杠杆的力度和节奏将有所调整，大规模财政刺激政策不会再现，而是以定向发力为主。制造业投资增长 7.3%，增速比 1-6 月回升 0.5 个百分点，比去年同期高 2.5 个百分点，已连续 4 个月增速加快。新动能对制造业投资的带动较强，高技术制造业投资增速高于制造业整体投资增速 4.9 个百分点，专用设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业投资仍然保持较高增长。房地产开发投资同比名义增长 10.2%，增速比 1-6 月份回升 0.5 个百分点，比去年同期高 2.3 个百分点，显示出较强韧性，主要原因是土地和销售对房地产开发投资的支撑仍然较强。

民间投资继续回暖，高于总体增速的幅度进一步拉大。民间投资 1-7 月同比增长 8.8%，增速比 1-6 月回升 0.4 个百分点。民间投资在制造业投资稳步复苏的提振下增速持续高于 8%。1-7 月民间固定资产投资占

全国固定资产投资（不含农户）的比重为 62.6%，比 1-6 月份略升 0.5 个百分点，比重较年初明显上升。

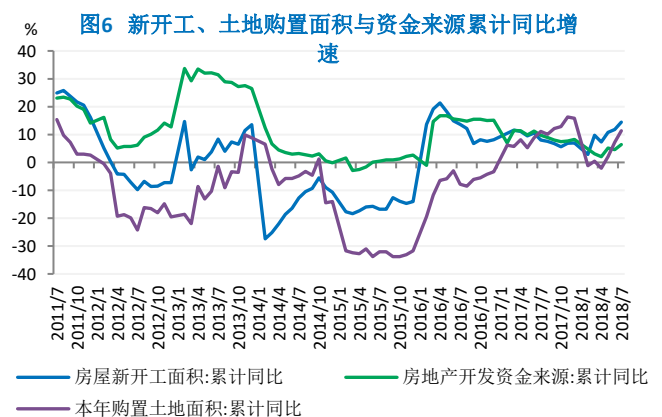
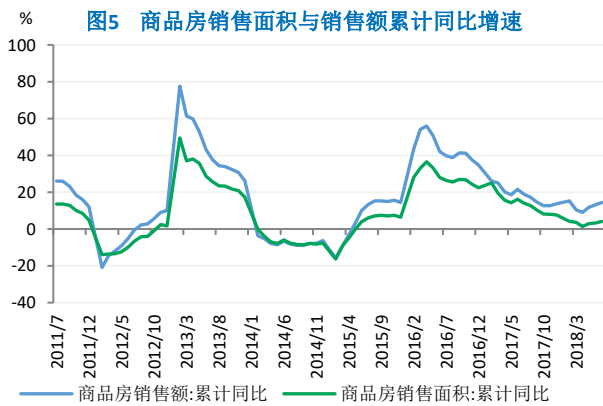
今年后几个月投资仍有下行压力。具体来看，基建投资可能止跌企稳。根据中央部署，下一步基础设施领域补短板将成为财政政策重点发力方向之一；地方政府专项债券的发行和使用进度将加快；对于融资平台公司在建项目的合理融资需求也将予以保障。因此，后续财政政策将更加积极，基建进一步下滑空间已不大，交通、水利、乡村振兴等各类基建项目审批有望加快，且中西部基建将成为补短板重点倾斜方向。制造业投资能否持续改善存疑。中美贸易摩擦对外贸带来的负面影响仍是威胁制造业回升态势的最大不确定因素，制造业扩张态势需进一步观察。房地产开发投资增速仍有可能渐进回落，高层不断强调稳定楼市、坚定房地产调控，此轮调控的决心和力度空前，房企资金链仍然承压。

房地产投资增速重回 10% 以上，土地和销售仍有支撑

房地产开发投资增速重回 10% 以上，韧性较强。2018 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 65886 亿元，同比名义增长 10.2%，增速比 1-6 月份回升 0.5 个百分点，比去年同期高 2.3 个百分点；7 月当月房地产开发投资 10355 亿元，同比增长 13.2%，较 6 月回升 4.8 个百分点，是 2016 年 11 月以来最高水平。房地产开发投资保持了较强韧性，主要原因是土地成交和楼市销售回暖带动投资回升。7 月土地购置和商品房销售增速显著回升。一方面，热点城市楼市销售活跃带动资金来源改善；另一方面，资金来源好转也推动土地购置大幅增长，带动投资继续高增。

地产销售连续回升，带动资金来源改善。商品房销售面积与销售额累计同比增速均已连续 3 个月回升。其中，1-7 月份商品房销售面积同比增长 4.2%，增速比 1-6 月份回升 0.9 个百分点，比去年同期仍低 9.8 个百分点；商品房销售额增长 14.4%，增速比 1-6 月份回升 1.2 个百分点，比去年同期低 4.5 个百分点。商品房销售回升主要源于热点二线城市和三四线城市成交活跃。一是人才引进政策一定程度上刺激了购房需求；二是严调控下一二线城市的需求向三四线城市外溢；三是棚改货币化安置的支持效应在延续。在销售回升的支撑下，房企资金来源中的自筹资金和定金及预收款增速均超过 10%，带动到位资金增速显著改善，在一定程度上抵消了外部融资收缩压力，使得 7 月当月资金来源同比增长 17.8%，较 6 月回升 14.8 个百分点。

建设指标继续回暖，土地成交支撑仍在。7 月房地产开发投资相关指标呈全面回升态势。其中，建设指标继续显著回升，房屋新开工面积 1-7 月累计同比增长 14.4%，较 1-6 月回升 2.6 个百分点，较去年同期也高出 6.4 个百分点；7 月当月同比增长高达 29.4%，较 6 月回升 4.4 个百分点。施工面积增速仍低于新开工面积增速，但回升态势明显，1-7 月累计同比增长 3%，较 1-6 月继续回升 0.5 个百分点，较去年同期略低 0.2 个百分点；7 月当月同比增速已高达 26.4%，较 6 月回升 8.4 个百分点，已接近新开工增速。土地市场仍然火热，1-7 月本年购置土地面积累计同比增速为 11.3%，较 1-6 月回升 4.1 个百分点，已与去年同期水平相近；7 月当月增速为 32.1%，较 6 月提高 11 个百分点，比去年同期高出 7.8 个百分点。根据中国指数研究院发布的 300 城市土地市场数据，7 月土地成交量显著增长，带动土地出让金继续实现高涨；各地区土地成交分化显著，三四线城市为主动力。



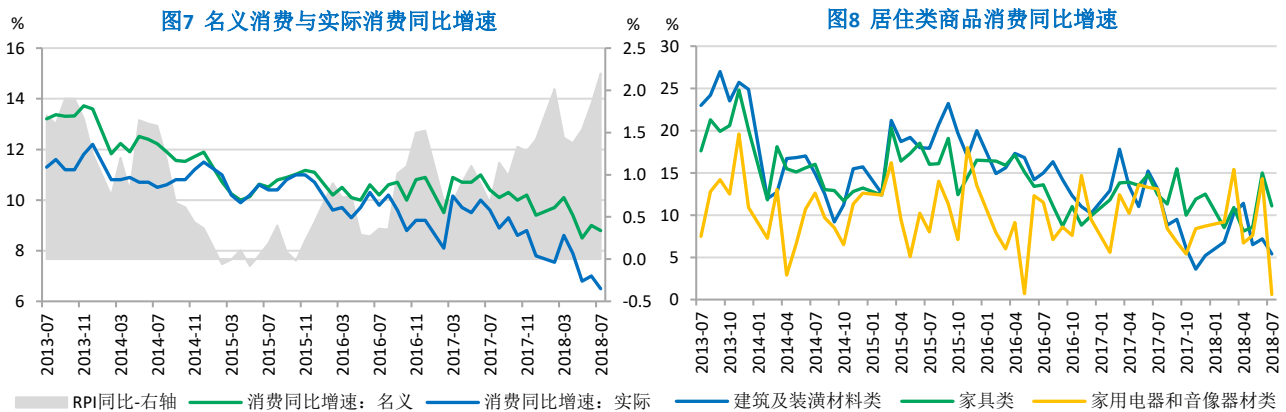
数据来源: WIND

房地产投资增速仍有可能渐进回落。7 月 31 日召开的中央政治局会议强调“下决心解决好房地产市场问题，坚决遏制房价上涨”，表明了稳定楼市、坚定房地产调控的信心和决心。住建部 8 月 7 日再次召开部分城市房地产工作座谈会，强调将对楼市调控不力的城市坚决问责。这意味着房地产调控政策将不会走“回头路”，房地产信贷受限和表外融资收缩下房企资金压力进一步加大，拿地意愿和能力将有所下降，从而对地产投资产生负面影响。

消费增速继续回落，新消费发展较快

7 月社会消费品零售总额增速小幅回落。7 月份，社会消费品零售总额 30734 亿元，同比名义增长 8.8%，较上月小幅回落 0.2 个百分点，扣

除价格因素实际增长 6.5%，较上月回落 0.5 个百分点，自 08 年金融危机以来首次低于 GDP 增速。7 月份，尽管汽车类商品进口关税下调和国内油价整体上调带动汽车类、石油及制品类消费增速分别较上月提高 5.0 和 1.9 个百分点，但社会消费品零售总额增速仍出现小幅回落，主要原因有二：一是居住类消费增长放缓。其中建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类商品增速分别较上月回落 1.8、3.9 和 13.7 个百分点；二是与上月网购促销相关度较高的商品增速高位回落。其中，限额以上单位粮油食品类、日用品类、服装鞋帽针纺织品类等基本生活类商品增速分别较上月回落 3.5、4.5、1.3 个百分点，限额以上单位饮料类、烟酒类、化妆品类、通讯器材类、文化办公用品类等消费升级类商品增速分别较上月回落 5.8、5.1、3.7、6.5 和 1.7 个百分点。



数据来源：WIND

新消费发展较快。1-7 月份，全国网上零售额 47863 亿元，同比增长 29.3%，较去年同期回落 4.4 个百分点，继续保持较快发展。其中，实物商品网上零售额 36461 亿元，同比增长 29.1%，占社会消费品零售总额的比重为 17.3%，较去年同期提高 3.5 个百分点；非实物商品网上零售额 11402 亿元，同比增长 30.1%。

8 月份，一方面，汽车消费会继续增加。受二季度汽车市场平淡以及三季度厂商任务压力的影响，经销商将持续加大促销力度和降价幅度，以刺激消费者购车需求的释放，新车型的市场投放、新生入学等因素也会刺激购车需求；一系列促消费政策的落地，会对消费形成有利支撑。另一方面，从大环境来看，今年上半年全国居民人均可支配收入累计同比增速已经回落至 6.6%，低于 GDP 增速 0.2 个百分点，加之前期居民杠杆率上行过快，将构成长期压制因素。综合考虑，预计 8 月份社会消费品零售总额增速将与 7 月份基本持平。

出口已显现疲态，进口脉冲式高增

中国 7 月进出口总值(按美元计)同比增长 18.8%，高于上月的 12.5%。其中，出口同比增长 12.2%，预期 10.0%，前值 11.3%；进口同比增长 27.3%，预期 16.5%，前值 14.1%；贸易顺差 280.5 亿美元，预期 389.2 亿美元，前值 416.1 亿美元。

7 月出口好于预期，但已显现出疲态。7 月出口增速好于预期和前值，应同人民币汇率贬值对出口的刺激以及企业赶在中美贸易摩擦恶化之前加速出口有关。但由于 7 月摩根大通全球制造业 PMI 已回落至近一年来的最低水平，国际金融学会（IIF）公布的新兴市场 6 月增长指数出现了近一年多以来的最大放缓，7 月我国 PMI 中的新出口订单指数也连续两个月持平于 49.8%，显示外需并不强劲，再加上中美贸易摩擦因素，预计我国出口将会逐渐受到制约。7 月经季调后的同比增速由上月的 12.4% 回落至 11.3%，环比增速由 5.7% 回落至 -1.9%，已经出现疲态。

7 月进口大超预期，但主要受政策性因素推动。7 月 1 日起，我国如期降低汽车和部分消费品进口关税；7 月 9 日，国务院办公厅转发商务部等 20 个部门《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的意见》，从四个方面提出政策举措以扩大进口，导致 7 月进口出现脉冲式增长。不过，随着政策性因素的释放完毕，再考虑到我国内需的放缓，预计进口增速将会明显回落。7 月季调后的进口增速同比由 23.5% 回落至 22.6%，环比增速由 1.0% 回落至 -1.0%，已呈现出放缓势头。

图9 中国月度出口总额和同比增速

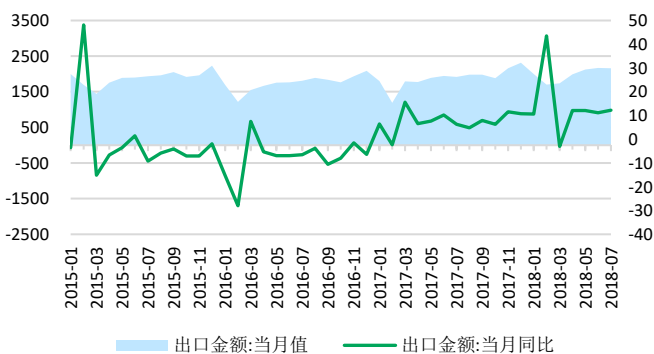
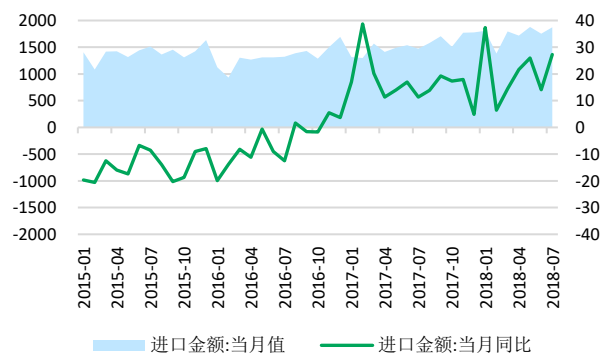


图10 中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

贸易逆差大幅收窄，未来不确定性增强。由于进口增速远超出口，7 月我国贸易顺差额由上月的 416.1 亿美元大幅收窄至 280.5 亿，但当月

对美贸易顺差却高达 289.9 亿，美国仍是我国顺差最重要的来源地。由于目前中美贸易摩擦仍未有缓解迹象，再加上内需外需的双双放缓，未来我国外贸形势将面临巨大不确定性。

通胀回升略超市场预期，未来需保持警惕

7 月份 CPI 同比上涨 2.1%，自 3 月份以来重新回到“2 时代”，PPI 同比上涨 4.6%，从上月 4.7% 的年内高点缓慢回落。无论是 CPI 还是 PPI，涨幅都略超市场预期。

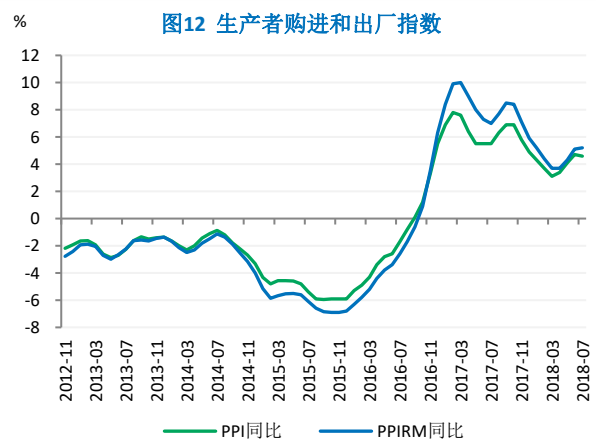
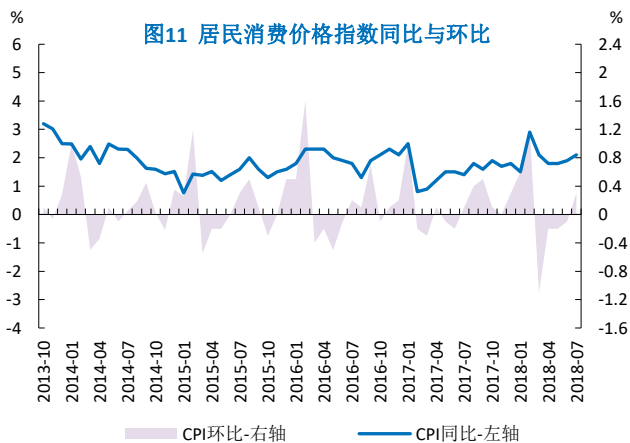
7 月 CPI 呈现出两个方面的特点：一方面是食品价格止跌回升。7 月食品价格环比上涨 0.1%，结束了连续 4 个月环比下跌势头，同比上涨 0.5%，达到近 3 个月来最高水平。食品价格上涨主要受到鲜菜和猪肉价格上涨的推动。7 月极端天气导致鲜菜价格环比上涨 1.7%，结束了此前连续 4 个月的环比下降，影响 CPI 环比上涨约 0.04 个百分点；7 月猪肉价格环比上涨 2.9%，涨幅比上月扩大 1.8 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.06 个百分点。相比于鲜菜价格波动的季节性，猪肉价格上涨更多表现为趋势性。在 5 月份触底后，猪价已连续两个月反弹且涨幅不断扩大，“淡季不淡”的特征相当明显。8 月以来，局部地区暴发猪瘟疫情，可能会导致生猪供应减少，再加上大豆等饲料原料价格上涨，预计猪肉价格维持上涨态势几率较大。近几年来“猪周期”随着生猪产业集中度的提升而有所钝化，但并未彻底消除，随着这轮周期的触底反弹，需密切关注猪肉价格对食品价格和整体 CPI 的推升作用。

另一方面则是非食品价格的居高不下。7 月非食品价格环比上涨 0.3%，同比上涨 2.4%，均为 2 月以来最高水平。非食品价格上涨有一定的季节性因素，如暑期旅游旺季推动飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别环比上涨 14.5%、7.9% 和 2.2%，合计影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点，成为 CPI 上涨的主要原因。此外，能源价格上涨也发挥了一定的推动作用。

由于前期国际原油价格飙升，发改委在 7 月份相应上调了国内成品油最高零售价格，尽管下旬又进行了下调，但下调幅度小于上调幅度，7 月汽油和柴油价格均环比上涨 0.9%，合计影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。从目前情况来看，因地缘政治风险始终难以消除，国际原油供给面临巨大不确定性，而下半年国内稳增长政策又将增加能源需求，预计油价仍有一定上行空间，或将成为影响通胀预期的又一重要因素。

7 月 PPI 环比上涨 0.1%，已连续第二个月放缓，同比上涨 4.6%，低于上月的 4.7%，下行通道正在缓慢开启。分项来看，7 月生产资料价格同比上涨 6.0%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。由于受能源价格上涨影响，采掘工业和原材料工业同比涨幅均有所加快，加工工业同比涨幅则由上月的 4.6% 回落至 4.1%，成为主要的下拉因素。7 月生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，主要受衣着类涨幅加快和耐用消费品类降幅收窄的推动，整体表现温和。

此外，翘尾因素对 7 月份物价超预期上涨也起到了不小作用。7 月份 CPI 同比翘尾因素约为 1.4%，PPI 的翘尾因素约为 3.9%，其对物价的贡献远超新涨价因素。但从 7 月份以后，翘尾因素将会逐渐回落，再加上国内需求稳中趋缓、狭义货币 M1 增速持续走低等因素，预计 CPI 和 PPI 仍会以回落为主，通胀水平温和可控，难以对货币政策的边际宽松产生掣肘。



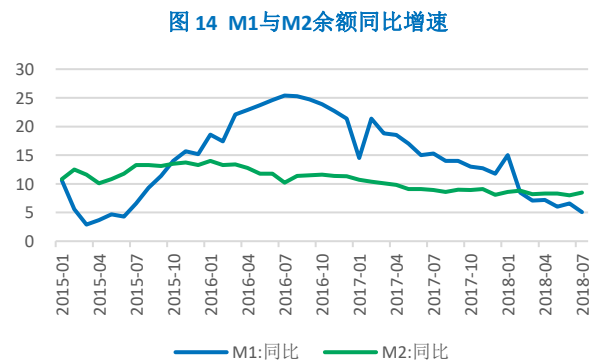
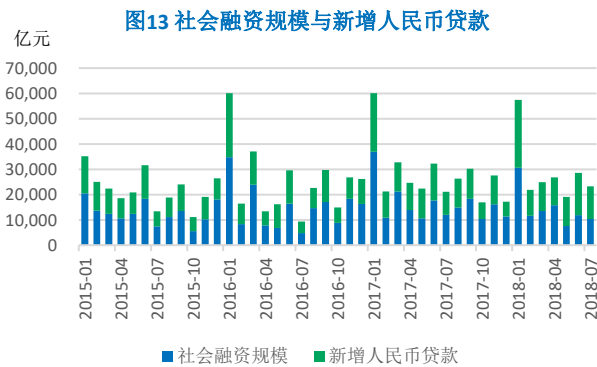
数据来源：WIND

当然，即便物价指数开始走低，我们仍需对通胀预期的抬头保持警惕。影响通胀预期的因素大致包括三类，一是猪肉价格上涨会否持续，二是能源价格会否冲高，三是人民币持续贬值对进口价格的影响，会在多大程度上传导至国内。这几项因素，可能会决定下半年乃至明年的物价走势。

新增信贷超预期，社融口径调整回落不改

7 月新增信贷超预期增长。7 月末，本外币贷款余额 136.35 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末高 0.6 个百分点，比上年同期低 0.3 个百分点；人民币贷款余额 130.61 万亿元，同比增长 13.2%，增速比上

月末高 0.5 个百分点，与上年同期持平。7 月，人民币贷款增加 1.45 万亿元，同比多增 6245 亿元，超过市场预期。个人贷款新增 6344 亿元，其中，短期贷款 1768 亿元，中长期贷款 4576 亿元，中长期贷款 2017 年 5 月以来首次出现同比正增加。短期贷款增长体现出高收益的信用卡贷款、消费贷等个人短贷广受青睐；长期贷款增长一方面体现出个人按揭需求较强，另一方面在总信贷额度趋松以及对公信用风险上升的情况下，住房抵押贷款仍是优质资产。企业贷款新增 6501 亿元，其中，短期贷款减少 1035 亿元，中长期贷款增加 4576 亿元，票据融资增加 2388 亿元；在流动性宽松环境下，银行中长期贷款明显增多，在期限上呈现一定优化，宽货币起到了一定的作用。从贷款结构来看，还存在一定问题，短期贷款同比下降较大；中长期贷款同比小幅增长，房贷受限和对地方政府项目相对谨慎是主要原因；票据投放依然较多，反应了银行对信用风险的担忧，从非银贷款同比增长 2433 亿元可以得到印证。



数据来源：WIND

7 月新增社会融资规模继续回落。7 月份社会融资规模增量为 1.04 万亿元，比上年同期少 1556 亿元。贷款以及债券和股票融资为“双支柱”，其中，新增人民币贷款 1.29 万亿元，高于上年同期；债券和股票融资 2412 亿元，低于上年同期。表外融资增量继续负增长对社融增量形成拖累，委托贷款、信托贷款和未贴现票据合计减少 4886 亿元；考虑到资管新规细则落地的影响将逐步显现，非标压降的速度有望减缓。社融存量增速由上月的 9.8% 回升至 10.3%。其中一个重要因素是，央行完善社融规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，两类活动均可释放银行的信贷额度，相应增加金融对实体经济的支持。新口径下 7 月社融存款增速 10.3%，

较新口径前值 10.5% 继续回落 0.2 个百分点，但回落速度较前值放缓 0.2 个百分点，社融依增速依然延续下行趋势。

7 月 M2 增速超预期回升。7 月末，广义货币 (M2) 余额 177.62 万亿元，同比增长 8.5%，增速比上月末高 0.5 个百分点，比上年同期低 0.4 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 53.66 万亿元，同比增长 5.1%，增速比上月末和上年同期分别低 1.5 个和 10.2 个百分点，为 2015 年 7 月以来最低；流通中货币 (M0) 余额 6.95 万亿元，同比增长 3.6%。M1-M2 剪刀差自 2 月份以来连续 6 个月为负，且呈逐渐放大趋势。7 月 M2 超预期回升 0.5 个百分点至 8.5%。从存款端来看，主要是受非银存款和居民存款超季节性拉动，其中非银存款同比增加了 1218 亿元，居民存款同比增加了 4583 亿。财政存款保持季节性高增，企业存款基本符合季节性规律。7 月 M1 大幅低于预期下滑 1.5 个百分点至 5.1%，一方面或反映了 7 月工业企业利润有回落压力，另外，也和 7 月银行对企业的短贷低于季节性有关。

整体来看，7 月新增人民币贷款超预期增加，宽货币成效初显；口径调整导致社融存量增速回升，新增社融继续回落；M2 增速较上月回升，M1 增速创新低，剪刀差继续放大。信贷投放力度加大，但整体需求走弱，表外融资继续萎缩，社融增速仍是回落趋势。

人民币汇率继续贬值，外汇储备连续回升

7 月人民币兑美元汇率大幅走弱。7 月末，人民币兑美元中间价为 6.8165，较上月末下调 1999bp，在岸即期汇率贬值 2009bp 至 6.8255，离岸即期汇率贬值 1700bp 至 6.8053。近期人民币汇率与美元走势仍保持一定的相关度。美国近期良好的经济增长态势、政策组合的短期刺激以及与欧日等经济体的渐趋分化使美元短期内保持强劲势头。此外，8 月 10 日，土耳其里拉一度暴跌 20%，创下历史新低，2018 年年初至今土耳其里拉已贬值超过 40%。里拉持续下跌引发市场对欧洲银行可能受到波及的担忧，欧元汇率大幅跳水，美元指数则飙升，收盘站稳 96 关口。美元指数的突破上行对人民币汇率造成较大压力。此外，近期外汇供求及资本流动对人民币汇率的影响也值得高度关注。首先，未来我国国际收支状况不容乐观，一季度我国经常账户出现逆差，原因是进口增长加速导致货物贸易顺差减少，同时服务贸易逆差增长较快。随着中美贸易摩擦的不断升级，未来我国货物贸易顺差可能继续回落，而服务贸易逆差可

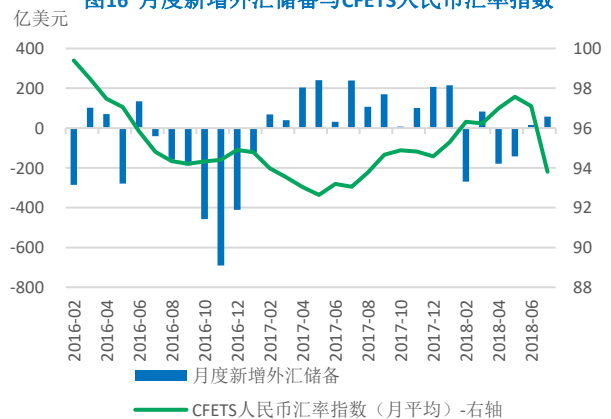
能依然保持高位，这意味着经常账户顺差收窄具有趋势性，并且不排除转为逆差的可能性，这将加剧人民币贬值压力。其次，近期中美货币政策分化导致中美利差进一步缩窄。7月中下旬以来，我国货币市场流动性超常充裕，银行间市场资金淤积导致货币市场利率不断下行，而相对之下，随着美联储稳步加息，美国国债利率则自 2015 年末以来不断攀升。这导致中美短期利差出现自 2008 年次贷危机爆发以来的首次倒挂，同时 10 年期国债收益率利差也缩窄至 60bp 左右。利差缩窄使得资本套利空间被压缩，将加大我国资本流出压力，使人民币汇率进一步承压。

但另一方面也应看到，我国监管层对维持汇率相对稳定的态度坚定，措施力度不断加强，这对稳定汇率预期起到了显著作用，人民币汇率非理性超速下跌可能性较低。继宣布重新启用远期售汇风险准备金后，8月初，央行召集 14 家人民币中间价报价银行举行会谈，要求银行和央行一起出力防范羊群效应和顺周期行为，此后部分银行加大了对企业购汇的管控力度。此外，央行在二季度货币政策报告中也明确表示，“在保持汇率弹性的同时，必须坚持底线思维，必要时通过宏观审慎政策对外汇供求进行逆周期调节，维护外汇市场平稳运行”。若短期内人民币兑美元汇率继续快速大幅下跌，预计央行将逐步采取抽空离岸市场人民币流动性抬高沽空人民币成本、加大资本跨境流动管控、启用逆周期因子引导预期或者跟随美联储加息等措施来确保人民币汇率维持在合理均衡区间。

图15 人民币对美元汇率走势



图16 月度新增外汇储备与CFETS人民币汇率指数



数据来源：WIND

7月末，我国外汇储备为 31179 亿美元，较上月提升 58 亿美元，连续两个月回升。在汇率和债券收益率波动造成的估值效应为负的情况下，7月外汇储备仍然继续增加，表明当前跨境资金流动形势总体稳定，保持净流入。汇率因素方面，7月美元指数微涨 0.02%，日元、英镑分别兑美

元小幅贬值 1.06%、0.65%，欧元兑美元微升 0.05%，导致我国外汇储备中非美元计价部分折算成美元计价后形成估值损失。利率因素方面，7 月美国、日本、欧盟、英国 10 年期国债收益率均有所上升，使得外汇储备账面价值下降。展望未来，尽管中美贸易争端持续升级不利于出口创汇，外部环境不确定性上升使得人民币兑美元汇率双向波动加大，但经济基本面相对稳健、综合投资收益依然较高、对外开放深入推进等因素有利于吸引资金流入，我国跨境资金流动和外汇供求有条件保持合理均衡，外汇储备规模会有双向变化，但总体保持稳定。

财政收入反弹，支出增速下滑

财政收入增速反弹。7 月份，全国一般公共预算收入 17461 亿元，同比增长 6.1%，较上月加快 2.6 个百分点，这主要是受消费税和进口相关税收明显改善因素的影响。1-7 月累计，全国一般公共预算收入 121791 亿元，同比增长 10%，较上月回落 0.6 个百分点。其中，增值税、非税收入累计同比增速分别较上月回落 1.7、2.6 个百分点，出口退税累计同比增速较上月提升 2.6 个百分点，减税降费效果显著；与经济运行密切相关的主要税种均保持较快增长，企业所得税、个人所得税、进口环节增值税和消费税、关税累计同比增速分别较上月加快 0.6、0.3、0.9、0.8 个百分点，表明当前仍有较大减税空间。

财政支出增速下滑。7 月份，全国一般公共预算支出 13944 亿元，同比增长 3.3%，增速较上月回落 3.7 个百分点，这主要因为一些地区前期加快支出进度、部分支出错月、去年同期基数较高，导致 7 月中央、地方支出增幅分别较上月回落 3.9、4.1 个百分点。1-7 月累计，全国一般公共预算支出 125537 亿元，完成年初预算的 59.8%，较去年同期进度加快 4 个百分点，同比增长 7.3%，增速较今年预算目标低 0.3 个百分点。从主要支出项目来看，1-7 月份，除教育支出、农林水支出、债务付息支出外，其他各分项较上月增速普遍放缓，基建投资相关分项支出增速未见明显改善，积极财政政策有待加码。

土地出让收入回落但整体仍较快。1-7 月累计，国有土地使用权出让收入 31548 亿元，同比增长 35.1%，较上月大幅回落 7.9 个百分点，这主要因为近期各地土地流拍较多。随着新一轮地产调控加速向低线城市下沉，土地市场持续冷清或将给财政收入和政府性基金收入带来压力。

积极财政政策将更加积极。7月23日召开的国务院常务会议提出财政政策要更加积极。一方面，通过进一步减税来降低企业负担，促进实体经济发展，这是积极财政政策的主要着力点；另一方面，保持财政支出强度，加快财政支出进度，优化财政支出结构。预计下半年财政收入将延续平稳回落态势，财政支出步伐会有所加快。

三、政策回顾与展望

主要宏观政策回顾

一是政治局会议分析研究当前经济形势和经济工作。7月31日，中共中央政治局召开会议。会议认为，上半年经济保持了总体平稳、稳中向好态势；当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化；下半年，要坚持稳中求进工作总基调，保持经济运行在合理区间。会议要求，保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策；把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏；推进改革开放，继续研究推出一批管用见效的重大改革举措；下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，坚决遏制房价上涨；做好民生保障和社会稳定工作，把稳定就业放在更加突出位置。

二是国务院常务会议传递财政金融政策协同发力新动向。7月23日，李克强主持召开国务院常务会议，要求财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济，更有力服务宏观大局。积极财政政策要更加积极，要聚焦减税降费，提高企业研发费用加计扣除比例，尽快完成先进制造业、现代服务业等增值税留抵退税返，加快地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目早见成效。稳健的货币政策要松紧适度，保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，疏通货币信贷政策传导机制；落实好已出台的各项措施，把支小再贷款、小微企业和个体工商户贷款利息免征增值税等政策抓紧落实到位，引导金融机构将降准资金用于支持小微企业、市场化债转股等，鼓励商业银行发行小微企业金融债券，豁免发行人连续盈利要求。

三是新一届国务院金融稳定发展委员会成立。7月2日，新一届国务院金融稳定发展委员会成立并召开会议，研究部署打好防范化解重大

风险攻坚战等相关工作。会议认为，党的十九大以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，金融系统团结协作，坚持稳中求进，坚持底线思维，监管体系建设和金融风险处置取得积极成效，结构性去杠杆有序推进，高风险金融业务收缩，一些机构野蛮扩张行为收敛，金融乱象得到初步遏制，市场约束逐步增强，市场主体心理预期出现积极变化，审慎经营理念得到强化，金融运行整体稳健。会议认为，当前我国经济正向高质量发展迈进，市场主体韧性强，国内巨大规模市场的回旋空间广阔，完全具备打赢重大风险攻坚战和应对外部风险的诸多有利条件，对此充满信心，下一步各项工作都将按既定方案有序推进。

四是发改委将做好政策储备稳定经济。7月3日，国家发展改革委召开会议，会议强调，在看到我国经济运行保持稳中向好发展态势的同时，也要高度关注我国经济面临的风险挑战，特别是国际环境变化可能引发的不稳定、不确定因素。下半年，发改委将着力稳定经济运行，做好政策储备，激发内需潜力。7月17日，发改委就宏观经济运行情况举行发布会称，当前，我国财政赤字率、政府负债率较低，商业银行资本充足率、拨备覆盖率较高，企业负债率趋于下降，宏观调控有足够的空间和政策工具可用。下半年，将坚持稳中求进这一工作总基调，保持战略定力，增强宏观经济政策的灵活性，加强政策之间的协调联动，确保稳住宏观经济基本面。

五是中央有关部门正研究制定防控地方政府债务风险文件。今年以来，中央对地方政府债务的强监管一如既往地保持高压态势。但是，地方隐性债务形式多、增速快，日益成为地方政府债务的关注焦点。关于要界定地方政府隐性债务口径的呼声不断。财政部相关负责人表示，要督促地方严格执行国家出台的 PPP、政府投资基金、政府购买服务等各项规范管理政策要求，防止地方政府把它异化为变相举债的渠道。据媒体报道，中央有关部门正在研究制定防控地方政府债务风险的文件，其中包含了对隐性债务认定、摸底、化解等内容。下一步，中央相关部委对地方政府隐性债务有望出台统一口径和标准，也必将推出一系列化解地方政府隐性债务的对症之药，以免债务风险失控。

此外，国务院常务会议部署持续优化营商环境，推进“一网通办”；国务院启动 2018 年大督查，部署推进国有资本投资、运营公司改革试点；刘鹤主持召开国务院国有企业改革领导小组第一次会议，研究部署国有企业改革重点任务；住建部表示将因地制宜推进棚改货币化安置，不搞

一刀切此。

未来政策展望与建议

面对贸易摩擦加剧、新兴市场动荡等不利的外部环境，我国经济内外部形势出现显著变化。为应对新形势，从短期看，一是需要财政政策更加积极，尤其是对企业减税减负最为关键，且要优于继续举债扩大基建投资；二是货币政策在稳健基础上适当微调，特别是要构建定向破解民营企业融资难、融资贵的信贷渠道。从长期看，加快改革已刻不容缓，特别是符合人民群众广泛期待的改革措施要下定决心加快落实，包括适当鼓励生育、积极加大开放（吸引谷歌、特斯拉等优秀企业）、加快国企改革、扩大民企市场准入、从供给侧入手构建多层次多元化的房地产发展长效机制等。

财政政策方面要更加积极，扎实推进国税地税征管体制改革，防控地方债务风险。一是通过进一步减税来降低企业负担，促进实体经济发展，这是积极财政政策的主要着力点。在确保全年减轻市场主体税费负担 1.1 万亿元以上的基础上，从 2018 年至 2020 年底，将企业研发费用加计扣除比例提高到 75% 的政策由科技型中小企业扩大至所有企业，初步测算全年将减收 650 亿元；对已确定的先进制造业、现代服务业、电网企业增值税留抵退税返还的 1130 亿元，在 9 月底前基本完成，加快释放政策红利。二是保持财政支出强度，加快财政支出进度，优化财政支出结构。加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，从而更好地提高财政资金的使用效率，体现积极财政政策的聚力增效作用。三是明确国税地税征管体制改革的指导思想、基本原则、主要目标、实施步骤和保障措施等。下半年，各级各地税务部门改革和税收重点工作包括：完成职能配置、内设机构和人员编制规定方案制定，逐步推进社会保险费和非税收入征管职责划转，清理修改相关法律法规；在改革过程中从严从紧控制机构数量，强化经费保障和资产管理，进一步优化各层级税务组织体系和征管职责，完善结构布局 and 力量配置；遵循“机构改革，服务先行”的理念，深入推进税费业务和信息系统整合优化，持续为纳税人提供更加优质、高效、便利的服务，切实减轻纳税人办税负担，降低纳税人办税成本，提升纳税人的获得感和满意度。四是继续消除地方债务风险隐患。财政部、国家发改委等方面密集发文，明晰政府显性债务和隐性债务之间的界限，通过多种手段，有效控制政府债务增量，防范地方债务风险；中央在推动各省市开展政府性债务、尤其是隐

性债务的摸底清查，同时提防并治理地方政府债务问题中引发连环违约现象。

货币政策方面，政策基调有所微调。7月23日的国务院常务会议要求财政金融政策协同发力，积极的财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕。8月10日，央行发布的二季度货币政策执行报告指出，疏通货币信贷政策传导机制。银保监会也发文要求银行保险机构加大信贷投放力度，重点加大对基础设施领域补短板的金融支持，并推出调整贷款损失准备监管要求、落实无还本续贷、提高小微贷款不良容忍度等一系列措施，放松对信贷的限制，以期疏通金融服务实体经济的“最后一公里”。这意味着宏观经济政策基调将从“紧财政、宽货币、紧信用”向“松财政、宽货币、宽信用”的方向转变。首先，“稳健的货币政策要松紧适度”是对边际宽松的货币政策的确认，三次定向降准以及超预期新增MLF投放均验证了货币政策转松的趋势。其次，货币政策传递了纠偏信用过紧局面、稳定信用预期的政策意图。近期，监管部门相继推出了MLF担保品扩容、银保监与银行座谈会、投放MLF资金匹配银行购买低等级信用债以及较预期宽松的资管理财细则等多项举措，这些政策措施的落实将有效缓解信用紧张局面，稳定信用增速。第三，此轮宽松具有显著的结构特征。不搞“大水漫灌”式强刺激，而是引导金融机构利用降准资金支持小微企业，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求等，这有利于控制经济下行和企业违约风险，但宽松氛围蔓延至房地产等行业和市场的的市场可能性不大。总体来看，目前货币政策以定向结构性宽松为主基调，注重加强对信用端的支持，确保资金流入小微、民企等实体经济的关键领域和薄弱环节，“紧信用”局面有望缓解。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		17-12	18-1	18-2	18-3	18-4	18-5	18-6	18-7
国内生产总值当季									
GDP	同比增长, %	6.8			6.8			6.7	
工业生产 当月									
增加值	同比增长, %	6.2		7.2*	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0
消费 当月									
社会消费品	同比增长, %	9.4		9.7*	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8
固定资产投资自年初累计									
总额	同比增长, %	7.2		7.9*	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5
房地产开发	同比增长, %	7.0		9.9*	10.4	10.3	10.2	9.7	10.2
外贸 按美元, 当月									
进出口	同比增长, %	8.0	22.0	24.5	5.3	16.6	18.5	12.5	18.8
出口	同比增长, %	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.2	12.2
进口	同比增长, %	4.5	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3
贸易差额	美元, 亿	540.1	190.4	326.9	-52.7	282.9	249.2	414.7	280.5
通货膨胀 当月									
CPI	同比增长, %	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1
PPI	同比增长, %	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6
社融及货币信贷									
社融规模	人民币, 万亿	1.50	3.07	1.18	1.51	1.69	0.85	1.39	1.04
新增信贷	人民币, 万亿	0.58	2.90	0.84	1.12	1.18	1.15	1.84	1.45
M0	同比增长, %	3.4	8.6	13.5	6.0	4.5	3.6	3.9	3.6
M1	同比增长, %	11.8	15.0	8.5	7.1	7.2	6.0	6.6	5.1
M2	同比增长, %	8.2	-13.8	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5

*注: 工业、消费、投资为 1-2 月累计增速

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: yingxiwen@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

