

民银智库研究

2018年第22期

总第82期

中国民生银行研究院

2018年7月18日

积极应对中美贸易摩擦 加快破解民企融资难题

——2018年上半年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

- 上半年全球经济复苏遭遇的干扰与困难增多，多数国家复苏放缓，全球整体通胀回升，货币政策边际收紧，贸易保护主义明显抬头。美国经济基本稳健，保持渐进加息节奏，推动贸易摩擦升级，增加了全球复苏的不稳定因素；欧洲经济复苏动能减弱，政治风波缓和，加息或将推迟；日本经济景气度提升，增长动能仍存，货币宽松延续；新兴经济体复苏分化，通胀上升，货币宽松受限，面临挑战增多。整体看我国经济外部环境不利因素增多，需要调整政策积极应对。
- 上半年我国经济整体保持稳健。一是GDP同比增长6.8%，与去年全年持平；二是实体经济表现稳健，规模以上工业同比增长6.7%，工业企业利润、用电量均维持高增长；三是最终消费对GDP贡献率达78.5%，创历史新高，基础性作用增强，与社会消费品零售总额持续下滑相比，反映服务消费增速加快；四是通胀保持温和水平，居民收入与就业保持稳健；五是财政收入加快，财政支出仍有积极空间。
- 需引起重视的是，当前面临的困难与挑战也在增多。一是外部环境的不利因素增多，中美贸易战升级背景下，上半年净出口对增长的贡献率为-9.9%，拖累幅度较一季度扩大；二是信用环境整体收缩，表外信用扩张大幅缩水，导致M2与社融持续减速，6月末M2同比降至8%的历史最低，社融存量增速同比降至9.8%，首现个位数增长，部分企业、特别是中小民企陷入了资金困境，信用风险时有爆发；三是紧信用导致投资持续下滑，上半年同比增长6%为2000年以来最低水平，基建投资断崖式下滑，房地产投资小幅回落；四是人民币汇率兑美元一度出现快速贬值。
- 为积极应对内外部风险，建议一是应合理推进产能高端化、库存合理化和杠杆适度化的“三化”政策，打好货币政策、财政政策和金融监管的组合拳；二是采取“降关税+降准+减税+加工资+扩大与产业升级相关投资+适当增加一二线城市住房供给”的政策组合，以对冲经济下行压力；三是充分发挥全国工商联独有优势，基于民生银行的功能定位，构建新型信贷模式，有效破解民营企业融资难、融资贵难题。

目 录

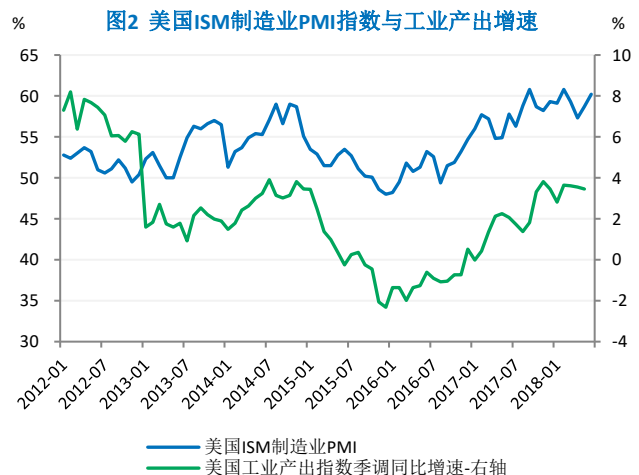
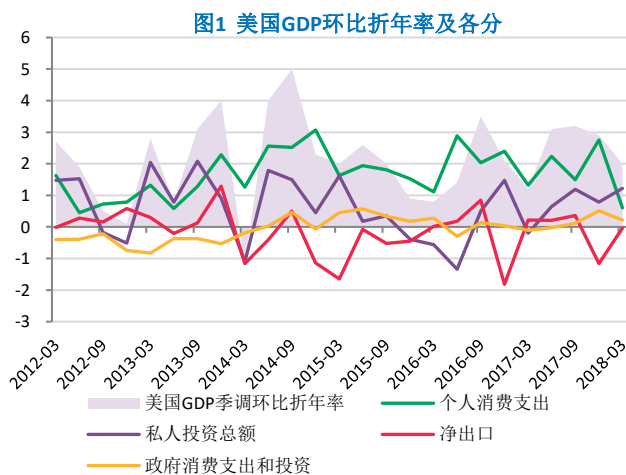
| | |
|----------------------------------|-----------|
| 一、全球宏观经济形势分析 | 1 |
| 美国经济基本稳健，保持渐进加息节奏，与中国贸易摩擦升级..... | 1 |
| 欧元区经济上半年复苏动能减弱，下半年风险仍存..... | 3 |
| 日本经济景气度提升，增长动能仍存，货币宽松延续..... | 6 |
| 新兴经济体通胀上升，货币宽松受限，面临挑战增多..... | 8 |
| 二、我国宏观经济形势分析 | 10 |
| 二季度 GDP 小幅减速，经济增长动力转换显著..... | 11 |
| 工业生产季末回落显著，下半年压力有所加大..... | 12 |
| 投资增速逐月回落，下半年预计增长仍乏力..... | 14 |
| 房地产投资维持高增，下半年继续渐进回落..... | 16 |
| 社会消费品增速大幅回落，最终消费基础性作用继续增强..... | 18 |
| 上半年净出口拖累增长，未来仍有压力..... | 19 |
| 通胀保持温和水平，不会对货币政策产生掣肘..... | 21 |
| 新增信贷超预期，M2 增速创历史最低..... | 22 |
| 人民币汇率大幅贬值，外汇储备小幅增加..... | 23 |
| 财政运行状况总体良好..... | 25 |
| 三、政策回顾与展望 | 26 |
| 主要宏观政策回顾..... | 26 |
| 未来政策展望与建议..... | 28 |
| 主要宏观经济及金融数据一览表 | 31 |

一、全球宏观经济形势分析

上半年全球经济复苏遭遇的干扰与困难增多，多数国家复苏放缓，全球整体通胀回升，货币政策边际收紧，贸易保护主义明显抬头。美国经济基本稳健，保持渐进加息节奏，推动贸易摩擦升级，增加了全球复苏的不稳定因素；欧洲经济复苏动能减弱，政治风波缓和，加息或将推迟；日本经济景气度提升，增长动能仍存，货币宽松延续；新兴经济体复苏分化，通胀上升，货币宽松受限，面临挑战增多。整体看我国经济外部环境的不利因素增多，需要调整政策积极应对。

美国经济基本稳健，保持渐进加息节奏，与中国贸易摩擦升级

2018 年一季度美国经济增速继续有所回落。2018 年一季度美国实际 GDP 年化季调环比终值为 2.0%，较前一季度下降 0.9 个百分点。其中，私人消费贡献了 0.6 个百分点，私人投资贡献了 1.22 个百分点，净出口拖累了 0.04 个百分点，政府支出贡献了 0.22 个百分点。一季度经济减速属于正常的季节性波动，在强劲的劳动力市场和减税政策推动下，预计二季度美国经济增长将显著提升。



数据来源：WIND

2018 年二季度美国经济总体稳健。生产端继续扩张。6 月美国 ISM 制造业 PMI 为 60.2%，连续 22 个月高于荣枯线；5 月工业产出同比增长 3.46%，较上月降低 0.09 个百分点。消费端信心增强。5 月零售与食品服务销售同比增长 5.87%，较上月上升 1.09 个百分点；6 月密歇根消费者

信心指数回升至 98.2。进出口保持稳定。5 月美国出口季调同比增长 11.7%，较上月上升 1.79 个百分点，连续 22 个月保持出口同比正增长；进口季调同比增长 8.29%，较上月上升 0.3 个百分点，连续 20 个月保持进口同比正增长；贸易逆差 430.53 亿美元，较上月减少 30.28 亿美元，对中国贸易逆差为 331.87 亿美元，较上月增加 52.25 亿美元。

图 3 美国消费者信心指数与零售额季调同比增长

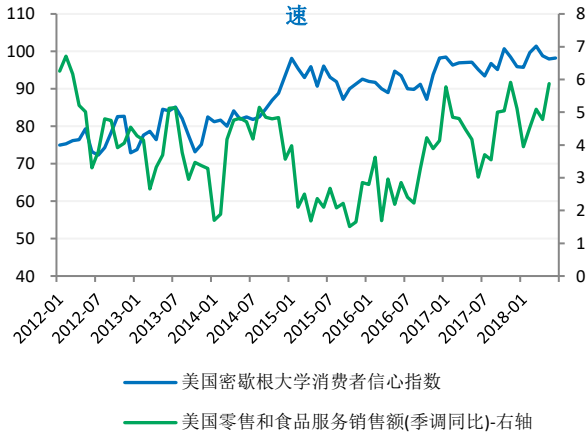
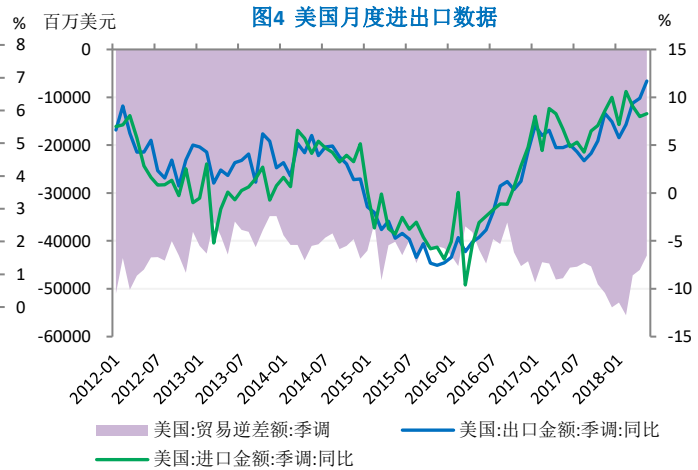


图 4 美国月度进出口数据



数据来源：WIND

通胀率上升显著。6 月 CPI 同比上涨 2.9%，比上月上升 0.1 个百分点，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上涨 2.3%，比上月上升 0.1 个百分点，环比上升 0.2%；5 月核心 PCE 价格指数同比上升 2.25%。劳动力市场保持稳定。6 月新增非农就业人口为 21.3 万人；失业率为 4.0%，较上月上升 0.2 个百分点；劳动参与率为 62.9%，较上月上升 0.2 个百分点。

图 5 美国 CPI 与核心 CPI

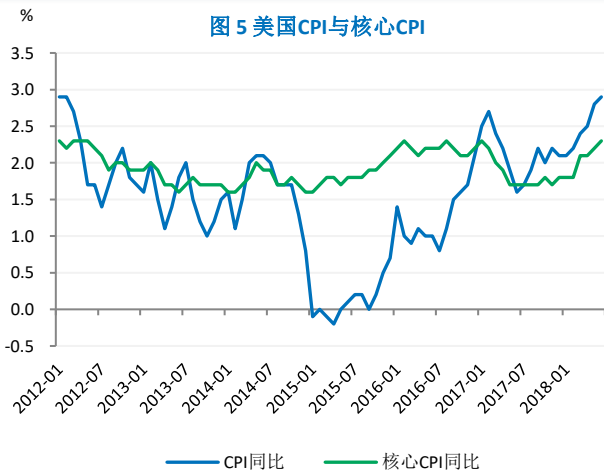
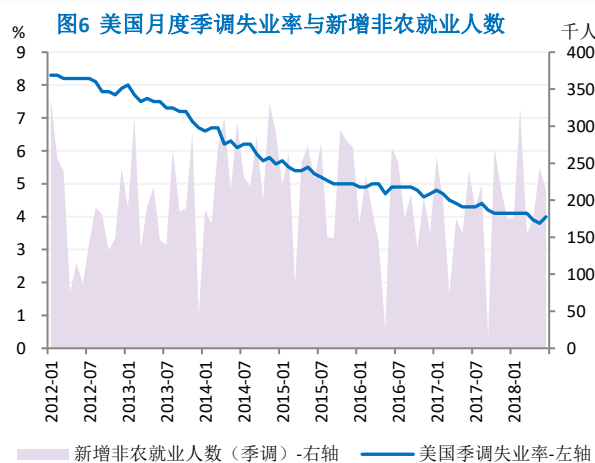


图 6 美国月度季调失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

7 月 5 日，美联储公布 6 月货币政策会议纪要。纪要显示，美国经济已非常强健，通胀料将中期内持续处于 2% 这一联储对称目标水平，

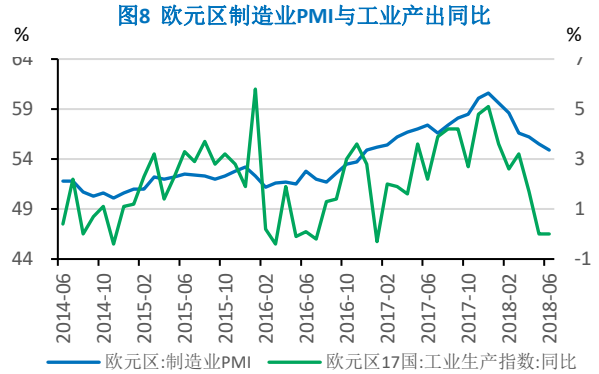
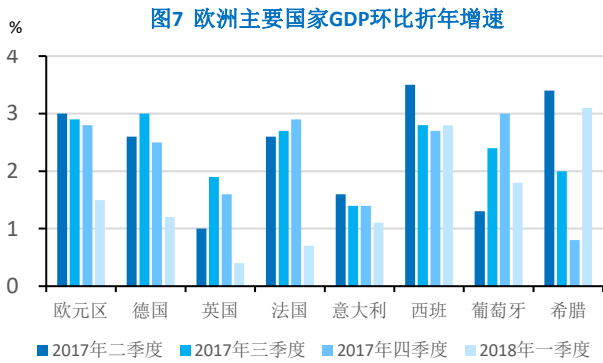
在明年或后年以前通胀处于或略高于预期的背景下，可能适合继续渐进加息。美联储官员普遍预计，最近的美国财政政策变化会在未来几年支持经济增长。少数官员担心财政政策目前并非处于可持续的轨道。大部分官员担心贸易政策的风险，担心不确定性和风险最终可能对商业信心和投资支出有负面影响。从 6 月会议纪要来看，美联储保持了渐进加息的态度，并暗示可能很快修改会后声明中“货币政策立场仍宽松”的措辞，声明偏鹰派。美国近期经济数据表现稳健，为美联储继续实施货币政策正常化提供了有利支撑。值得注意的是，此次美联储会议纪要中提到了美联储对于收益率曲线倒挂的担忧。近期美国国债收益率期限溢价呈现逐步收窄态势，2 年期与 10 期国债收益率息差最小已缩窄至 24bp，刷新 11 年来最低。收益率曲线趋平往往是经济疲软的警示，而收益率曲线倒挂则预示经济衰退的到来。近期美国的一项调查显示，多数经济学家认为由于美联储为避免美国经济过热而大幅收紧货币政策将导致本轮经济扩张在 2020 年结束。从目前的情况来看，美联储再加息一次即有可能导致长短期收益率曲线发生倒挂，这意味着货币政策收紧过快或将致使美国经济面临下滑挑战。

近期，中美贸易战加速升级。7 月 10 日，美国贸易代表办公室发布了对 2000 亿美元来自中国的进口商品征收 10% 关税的商品清单；7 月 11 日，商务部新闻发言人表示中国政府将不得不作出必要反制。鉴于 11 月美国国会将进行中期选举，不排除特朗普希望升级贸易战迫使中国就范，从而赢得选举利益的考量；但从征税产品清单来看，实现对中国的战略遏制仍是特朗普政府的根本目标。针对美国的贸易霸凌主义，除适当的反击外，中国必须内外兼修，在与美国进行双边和多边谈判，联合第三方维护自由贸易规则和多边贸易体制的同时，更要合理调整产业布局，加快推动自主创新和产业结构升级，进一步加快改革开放，改善国内有效供给和需求，提高经济发展质量，提升抵御国际风险的能力。美国经济基本稳健，仍保持既定加息节奏，与中国贸易摩擦升级。

欧元区经济上半年复苏动能减弱，下半年风险仍存

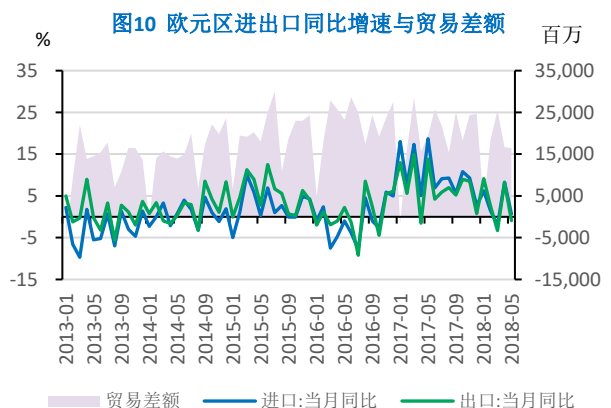
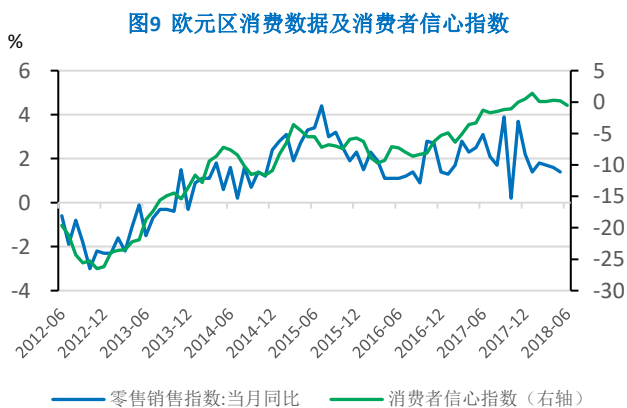
欧元区 2018 年一季度 GDP 季调环比折年增长 1.5%，显著低于 2017 年四季度 2.3% 的增速，创 2016 年三季度以来新低。除希腊和西班牙以外，欧洲主要国家 GDP 增速多数有所放缓：法国一季度 GDP 季调环比折年增长 0.7%，较 2017 年四季度大幅下降 2.2 个百分点；德国增长 1.2%，较 2017 年四季度大幅下降 1.3 个百分点；英国增长 0.4%，较 2017 年四

季度下降 1.2 个百分点；葡萄牙增长 1.8%，较 2017 年四季度下降 1.2 个百分点；意大利增长 1.1%，较 2017 年四季度下降 0.3 个百分点；西班牙增长 2.8%，较 2017 年四季度微升 0.1 个百分点；希腊增长 3.1%，较 2017 年四季度大幅提高 2.3 个百分点。



数据来源：WIND

2018 年二季度欧元区经济复苏动能减弱。生产端扩张趋势放缓。欧元区 4、5、6 月制造业 PMI 分别为 56.2%、55.5%、54.9%，今年以来持续下滑，6 月制造业 PMI 创 18 个月以来最低水平；服务业 PMI 分别为 54.7%、53.8%、55.2%，在今年以来持续下滑的情况下于季末反弹，但仍整体低于一季度水平；4、5 月工业产出同比增长 1.7%和 2.4%，整体低于一季度水平。**消费增速放缓。**4、5 月份零售销售指数分别同比增长 1.6%、1.4%，连续三个月下滑，整体低于一季度水平。4、5、6 月份消费者信心指数分别为 0.3、0.2、-0.5，整体低于一季度水平，6 月消费者信心指数创 8 个月以来新低。**进出口增速波动加剧。**4、5 月欧元区出口同比增速分别为 8.2%和-0.9%，进口增速分别为 8.3%和 0.7%，整体高于一季度水平；4、5 月分别实现贸易顺差 166.9 亿和 165.1 亿欧元。



数据来源：WIND

通胀达到目标水平。4、5、6 月欧元区调和 CPI 同比涨幅分别为 1.3%、1.9%、2.0%，整体显著高于一季度水平。欧元区二季度通胀水平持续攀升主要受油价上涨影响，6 月份 CPI 同比增速为 16 月以来首次达到欧央行 2% 的通胀目标；4、5、6 月核心 CPI 同比涨幅分别为 0.8%、1.1%、1.0%，整体较一季度水平略有下降。就业形势持续向好。4、5 月欧元区失业率均为 8.4%，为 2008 年 12 月以来最低水平。与去年同期相比，欧元区所有成员国失业率均有所下降，劳动力市场呈稳步复苏态势。

图11 欧元区调和CPI及核心调和CPI同比

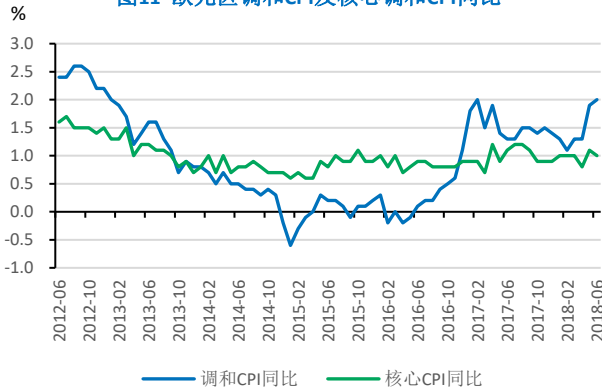
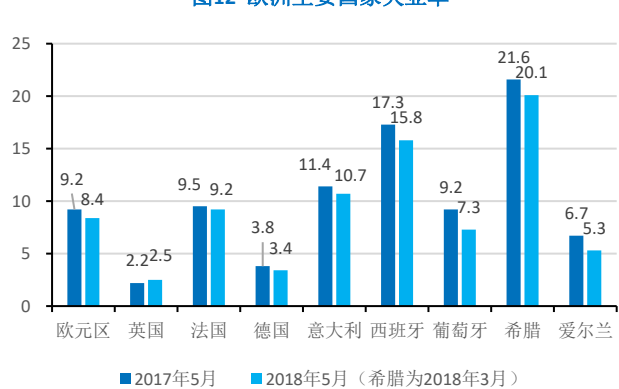


图12 欧洲主要国家失业率



数据来源：WIND

2018 年上半年，欧元区政治风波暂时平息。受德国联合组阁谈判破裂、意大利组建新政府困难重重、西班牙前首相拉霍伊被罢免等事件影响，2018 年上半年欧元区政治风险一度升温，引发市场忧虑情绪和金融震荡。所幸德国、意大利和西班牙均最终组阁成功，此前抱有疑欧情绪的意大利新政府也做出了将留在欧元区的承诺，欧元区政治风波暂时平息。欧债危机正式终结。6 月 22 日，欧元区 19 个成员国财政部长就希腊债务危机救助计划最后阶段实施方案达成一致，欧盟和希腊与会代表一致认同希腊主权债务危机已至此结束，由此引发的欧债危机就此正式终结。欧美贸易摩擦聚焦汽车关税。7 月 2 日，欧盟表示如果美国征收惩罚性汽车关税，则欧盟将和其他主要经济体一同对此展开反制措施。美国驻德国大使则向德国汽车业负责人表示，如果欧盟取消对美国汽车的关税，美国总统特朗普将暂停对从欧盟进口的汽车征收关税。6 月货币政策会议纪要偏鸽派。6 月货币政策会议纪要较 6 月会后的声明和行长德拉吉讲话更偏鸽派，主要体现在两方面：购债方面，强调结束净资产购买遵循的是过去政策变化的可预测路径，而鉴于市场不确定性仍存，根据经济数据来决定何时结束 QE 是审慎之举；利率方面，指出保持利率指引的开放性特征非常重要，欧央行有关利率将保持在纪录低点至少

持续至 2019 年夏季结束的政策，在提供精确性和灵活性之间取得了良好的平衡。这一措辞再次印证了欧央行不急于加息。

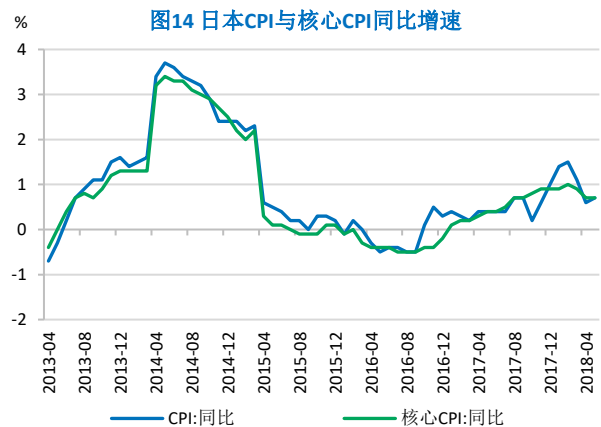
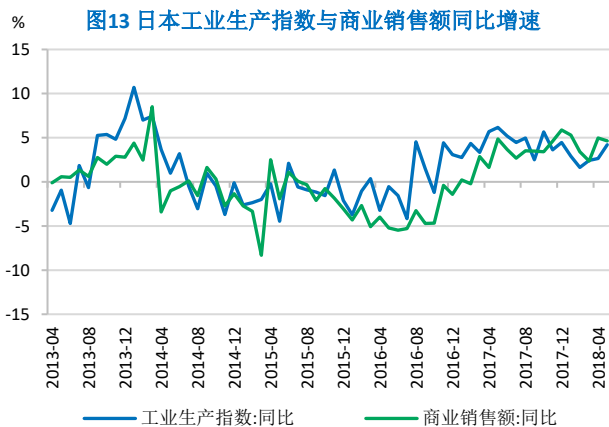
展望 2018 年下半年，欧元区政治风险仍存。尽管以意大利为代表的一些欧元区成员国政治危机短期内得到缓解，但其背后所展现出来的民粹主义蔓延、疑欧情绪增长、难民负担加剧以及政党间分歧加大等一系列在欧元区普遍存在的矛盾仍未得到根本性解决，加之意大利、西班牙等新政府政策仍具有较强不确定性、英国脱欧进程曲折而缓慢，因此欧元区政治风险仍存。**财政机制改革困难重重。**受限于统一的货币政策，欧元区成员国在应对外部风险时很大程度上只能依赖财政政策，并因此引发了高赤字、高债务等问题。尽管法国和德国已同意在 2021 年前设立欧元区统一财政预算，但该计划仍面临其他成员国的质疑与反对。欧元区财政机制改革进程缓慢，区域内经济不平衡和政策目标不一致问题或将引发更多风险与矛盾。**贸易风险仍存。**汽车关税在欧美贸易摩擦中具有举足轻重的低位，如果最终美国向欧盟进口汽车征收关税，则全球贸易争端将持续升级，最终导致投资进一步下滑，冲击实体经济。**经济增长继续放缓。**受上述负面因素影响，预计欧元区下半年经济增长前景将继续放缓。7 月 12 日，欧盟下调欧元区 2018 年经济增长预测至 2.1%，远低于 3 月预期值和去年增速 2.3%。**货币政策出现分歧。**尽管 6 月货币政策会议纪要显示欧央行委员会一致支持 6 月货币政策决定和前瞻指引，但委员们的最新表态显示，委员会对 2019 年首次加息时点仍存分歧。部分委员认为 2019 年秋天才会加息，其他一些委员则预计最早加息时间可能为 2019 年 7 月。考虑到德拉吉任期将于 2019 年 10 月结束，而当前油价上行不断推升欧元区通胀，预计欧央行明年 10 月前加息概率较大。

日本经济景气度提升，增长动能仍存，货币宽松延续

一季度经济出现萎缩。由于资本支出下滑、私人消费疲弱和出口需求疲软，一季度日本经济环比下降 0.2%，结束了近 28 年来连续 8 个季度的最长经济扩张期；同比增长 0.9%，回落至近 6 个季度以来的最低水平。

二季度，在高度宽松的财政政策和货币政策支撑下，日本经济景气度提升，预计实际 GDP 增速将有所回升，但消费通胀仍低迷。生产端继续扩张。4、5、6 月制造业 PMI 分别为 53.8%、52.8%、53.0%，继续位于 50% 荣枯线以上，整体略低于一季度水平，但 6 月份已出现反弹；4、

5月工业生产指数分别同比增长2.7%、4.2%，较一季度明显改善。**消费疲弱**。5月家庭月消费性支出实际同比下降1.4%，较上月下降0.1个百分点，连续四个月下滑；4月消费者信心指数仅为43.4%，较3月大幅下滑1个百分点，但5、6月又上升至44.1%，预示未来消费增速有望止跌回升。**进出口增速双双反弹**。4、5月出口同比增速分别为7.8%和8.1%，其中汽车和半导体等生产设备增长显著；在国际原油价格上涨带动下，进口增速由负转正，连续两个月上升，4、5月增速分别为6.0%和14.0%。**完全就业状态继续保持，劳动者报酬稳定增长**。4、5月份失业率分别为2.6%、2.3%，继续维持在低位；就业市场紧俏带动薪资上行，4、5月份家庭可支配收入同比分别增长4.6%、4.5%，较一季度提升显著。**通胀低迷**。4、5月CPI同比分别上涨0.6%、0.7%，核心CPI同比分别上涨0.7%、0.7%，较一季度明显降低，远低于日央行2%的目标，这主要是因为家庭和企业的通缩心态阻碍了长期通胀预期改善，以及非制造企业的生产率显著提高抑制了价格增长。



数据来源：WIND

下半年日本经济增长动能仍存。一是随着企业利润与财务状况的持续改善，资本支出呈上升趋势；二是劳动力市场供求持续稳定收紧和安倍劳动力市场改革有利于增加劳动收入，改善内需；三是从日本银行公布的6月份“生活感受调查”结果来看，家庭消费支出有所增加，通缩心态逐步改变；四是日本积极调整对外战略，如全面致力于RCEP和日欧自贸区谈判，加之美元处于强势周期引发日元贬值、中国扩大对外开放和大幅下调关税，都将对日本外贸发展形成重要支撑。

强有力的宽松政策仍会持续。据日本央行预测，2018年实际GDP增速会继续超过潜在增速。随着产出缺口改善，企业倾向于逐渐提高工资

和价格，通胀将加速升至 2%。因此日央行会继续推进强有力的宽松政策，力求保持当前经济的良性循环，以实现 2% 的通胀目标。

新兴经济体通胀上升，货币宽松受限，面临挑战增多

2018 年上半年，新兴经济体经济复苏遭遇挑战，一方面随着石油等大宗商品价格走高，贸易保护主义抬头，新兴经济体复苏势头放缓而通胀有所提升；另一方面强势美元导致部分国家金融市场持续动荡，汇率贬值，资本外流。金砖国家中，印度经济增速加快，俄罗斯经济小幅改善，巴西与南非经济复苏放缓。随着内外部环境的变化，未来新兴经济体货币政策宽松的空间进一步减小，印度已在 6 月加息，巴西、俄罗斯、南非难以进一步降息，各国亦存在财政与公共债务压力，经济增长面临的挑战增多。

图15 “金砖国家” GDP 增速

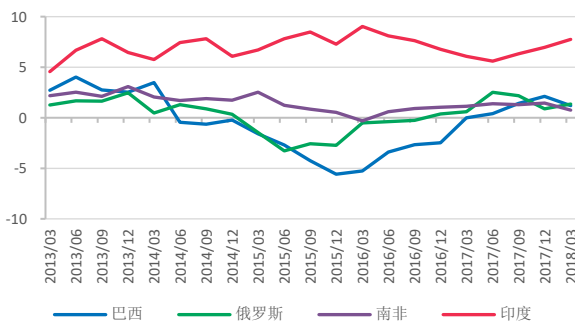
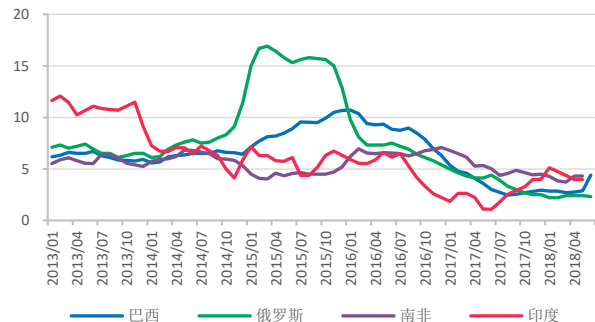


图16 “金砖国家” 通货膨胀率



数据来源：WIND

印度经济增长遭遇通胀和货币贬值，货币政策转向收紧。2018 年一季度，印度 GDP 同比增长 7.7%，较去年四季度提高 0.7 个百分点，为连续六个季度以来最高增速。二季度以来，制造业景气复苏。6 月份制造业 PMI 为 53.1，较上月提升 0.9；5 月工业生产指数同比上升 3.2%，比上月下降 1.6 个百分点。服务业持续企稳。6 月服务业 PMI 为 52.6%，较上月上升 3 个百分点，重回 50% 荣枯线以上。贸易继续复苏。6 月出口同比增长 17.6%，较上月下降 2.6 个百分点；进口同比增加 21.3%，较上月提高 6.4 个百分点。通胀略有下降。5 月 CPI 同比上升 4%，基本与上月持平，与上一季度相比有所下降。货币政策转向收紧。经济扩张，加之油价上涨，印度的通胀水平已经达到央行设定的中期目标；政府预算对农业、基建和社会领域的投资承诺，为中长期经济发展注入了动力，但也引发了对政府财政状况的担忧；美联储加息，美元走强，卢比对美元承压并大幅下跌，印度央行在 6 月选择加息。IMF 最新经济展望已经下调

其经济增长预期，未来，上述国内和国际方面因素都将对中性的货币政策定位带来挑战。

巴西经济复苏放缓，持续罢工和政治不确定性制约未来增长。2018 年一季度，巴西 GDP 同比上升 1.2%，增幅较去年四季度下降 0.9 个百分点，但仍连续四个季度保持增长；环比增长 0.5%，连续五个季度保持增长。二季度以来，**生产端趋于疲软**。6 月制造业 PMI 为 49.8，较上月回落 0.9；6 月服务业 PMI 为 47%，较上月回落 2.5 个百分点。**消费有所下滑**。5 月零售指数由 4 月的 87.8 增加至 91.8；6 月消费者信心指数由 4 月的 88.1 逐月降至 81.8。**通胀有所抬头**。6 月广义消费者物价指数同比增长 4.4%，比上月提高 1.5 个百分点，为近 12 个月以来最高值；环比上升 1.3%，为 2016 年 1 月份以来最高水平。**大选不确定性较大，亟待推进国内改革**。巴西经济存在诸多问题，财政赤字高、公共债务重，养老金改革阻力巨大，经济复苏缓慢、通胀有所抬头，汇率贬值，货币政策空间有限；IMF 最新经济展望已下调其经济增长预期，展望下半年，制约巴西经济发展的主要因素是大选的不确定性和国内改革的推进程度。

俄罗斯经济小幅改善，内外部不利因素较多。2018 年一季度，俄罗斯 GDP 同比增长 1.3%，较去年四季度提高 0.4 个百分点，好于去年同期。二季度以来，**制造业有所下滑**。6 月制造业 PMI 为 49.5%，比上月回落 0.3 个百分点，连续两个月位于 50% 以下，为 2016 年 7 月以来最低值。**消费端增长放缓**。5 月零售营业额指数同比增长 2.4%，年初以来增长放缓。**进出口增长放缓**。5 月出口同比上升 29.2%，比上月大幅下降 10.2 个百分点；进口同比上升 8.8%，增幅比上月下降 5.8 个百分点。**通胀有所上行**。6 月 CPI 同比上升 2.3%，比上月微降 0.1 个百分点，半年来基本保持稳定。**货币状况已接近中性，内外部不利因素较多**。目前，基准利率已降至 7.25%，为 2014 年 4 月以来最低点，货币状况已接近中性，考虑到对通胀的影响、金融市场的波动以及卢布的弱势，近期不太可能再次下调关键利率。经济增速仍保持低位、经济结构调整尚未完成，美国新一轮制裁浪潮和地缘政治紧张局势升级，未来经济增长不利因素较多。

南非经济增长下滑，货币财政政策承压。2018 年一季度，南非 GDP 同比增长 0.8%，较去年四季度下降 0.7 个百分点，为连续 5 个季度以来首次低于 1%。二季度以来，**生产端景气下滑**。6 月 PMI 为 44.8%，较上月大幅回落 5 个百分点；5 月制造业生产指数同比上升 1.4%，与上月相

比由负转正。消费大幅下滑。4 月零售销售同比上升 0.5%，较上月下降 4.1 个百分点；6 月份商业信心指数 93.7，呈逐月下降态势。进出口有所改善。5 月出口同比下降 0.1%，前值-2.8%；进口同比上升 3.8%，前值 1.4%。通胀有所抬头。5 月 CPI 同比上升 4.3%，与上月基本持平，较一季度有所上升。货币政策艰难平衡，财政政策空间有限。货币政策方面，美国货币政策正常化和加息导致汇率持续走弱，国内经济复苏带动通胀上升，需要收紧货币政策，但可能抑制经济复苏；国内经济复苏尚未明确企稳，需要进一步降低利率，但可能推高通胀、助长汇率走弱；财政政策方面，南非公共债务占国民生产总值比重在过去十年来翻了一番，2017 年末已达 53%，债务缓冲工具几乎已经用尽，用于支持经济增长的财政空间十分有限，当务之急是在财政政策框架中设定实际支出上限或者债务规模上限。

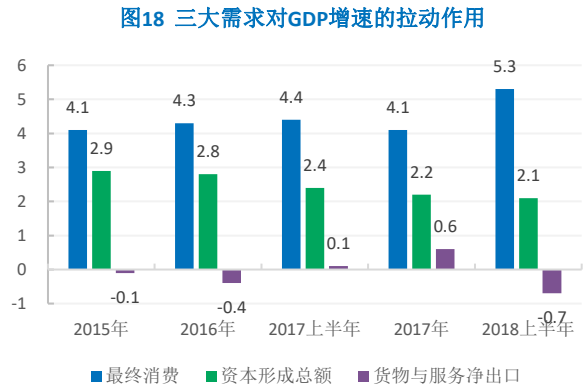
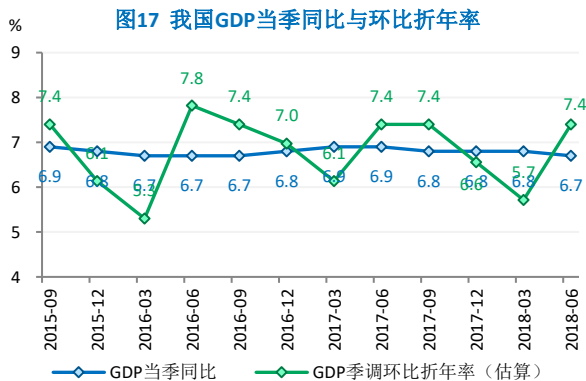
二、我国宏观经济形势分析

上半年我国经济整体保持稳健。一是 GDP 同比增长 6.8%，与去年全年持平，但二季度小幅降至 6.7%；二是实体经济表现稳健，规模以上工业同比增长 6.7%，工业企业利润、用电量均维持高速增长；三是最终消费对 GDP 贡献率达 78.5%，创历史新高，基础性作用增强，与社会消费品零售总额持续下滑相比，反映服务消费增速加快；四是通胀保持温和水平，居民收入与就业保持稳健；五是财政收入加快，财政支出仍有积极空间。

需引起重视的是，当前面临的困难与挑战也在增多。一是外部环境的不利因素增多，中美贸易战升级背景下，上半年净出口对增长的贡献率为-9.9%，拖累幅度较一季度扩大；二是信用环境整体收缩，表外信用扩张大幅缩水，导致 M2 与社融持续减速，6 月末 M2 同比降至 8% 的历史最低，社融存量增速同比降至 9.8%，首现个位数增长，部分企业、特别是中小民企陷入了资金困境，信用风险时有爆发；三是紧信用导致投资持续下滑，上半年同比增长 6% 为 2000 年以来最低水平，基建投资断崖式下滑，房地产投资小幅回落；四是人民币汇率兑美元一度出现快速贬值。

二季度 GDP 小幅减速，经济增长动力转换显著

2018 年二季度 GDP 同比增长 6.7%，符合市场预期。上半年国内生产总值 418961 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 22087 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 169299 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 227576 亿元，增长 7.6%。二季度 GDP 同比增长 6.7%，较一季度放缓 0.1 个百分点，该增速与 2016 年的低谷位置持平，显示经济在经历了 2017 年的供给侧改革周期性反弹后开始进入下行区间。从环比看，二季度 GDP 经季节调整后环比增长 1.8%，较上季度加快 0.4 个百分点，相当于年化增长 7.39%。尽管环比数据较高，但近年来一季度季调环比均较低，导致二季度环比偏高，可能仍有季调不充分问题。



数据来源：CEIC

工业增速平稳，建筑与房地产业放缓，服务业提供支撑。分行业看，二季度农林渔牧业增加值实际同比增长 3.4%，与一季度持平，但平减指数大幅下降 3.9%，反映农业生产良好，供给充沛而但需求略有下降。工业同比增长 6.4%，较上季度放缓 0.1 个百分点，建筑业同比增长 4.0%，较上季度放缓 1.4 个百分点，主要源于房地产与基建投资回落。第三产业同比增长 7.8%，较上季度加快 0.3 个百分点，占 GDP 比重进一步提升，达到 52.3%，较去年同期上升 0.26 个百分点，成为支撑 GDP 增长的重要力量。从第三产业细分来看，批发零售、餐饮住宿有所减速，分别同比增长 6.6% 和 6.8%，较上季度放缓，交通运输仓储邮政业(交运仓邮)同比增长 8.1%，较上季度加快 0.4 个百分点。金融业增加值增速从历史低谷中回升，二季度同比增长 4.3%，较一季度加快 1.4 个百分点，原因在于一方面二季度以来货币政策有所微调，表内信贷投放加快，另一方

面去年同期金融业增加值基数也较低。不过当前在严监管背景下，货币政策边际放松效果并不大，表外业务仍在收缩，金融业仍处在低谷。房地产业增加值同比增长 4.2%，较上季度回落 0.5 个百分点，趋势与建筑业相一致，强监管效果显现。信息软件服务业同比增长 31.7%，较上季度进一步加快，租赁和商务服务同比增长 9.4%，较上季度回落 0.6 个百分点。其他服务业同比增长 5.7%，较上季度回落 0.4 个百分点。整体看，建筑业、房地产业、餐饮住宿、批发零售业增速回落，工业保持平稳，金融业低位回升。

从三大需求贡献来看，消费成为拉动 GDP 的关键力量。上半年最终消费对 GDP 增长的贡献率为 78.5%，较 2017 年同期大幅提升了 15.1 个百分点，创历史新高，拉动 GDP 同比增长 5.3 个百分点；资本形成总额对 GDP 增长的贡献率为 31.4%，较 2017 年同期下降了 1.3 个百分点，拉动 GDP 同比增长 2.1 个百分点；货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率为 -9.9%，连续第二个季度负增长，拉动 GDP 同比增长 -0.7 个百分点。如果剔除外需，2018 年一季度内需 GDP 同比增长 7.4%，而 2017 年全年仅为 6.2%。可以说，在全球贸易摩擦加剧的情况下，内需尤其是消费再次扮演了拉动 GDP 增长的重要角色。

工业生产季末回落显著，下半年压力有所加大

上半年工业生产季末回落显著。1-6 月份全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.7%，增速较 1-5 月份和去年同期回落 0.2 个百分点，但较上年全年提高 0.1 个百分点。6 月规模以上工业增速明显下滑。6 月当月工业增加值同比增长 6.0%，比 5 月份回落 0.8 个百分点，与 3 月份持平，为年内较低增速。从环比看，6 月份，季调后规模以上工业增加值比上月增长 0.36%，较上月回落 0.19 个百分点，为 2015 年 8 月以来的最低水平，与 3 月份持平。三大门类均有所下降：6 月采矿业增加值同比增长 6.1%，增速较上月下降 0.3 个百分点；制造业增长 6.0%，较上月下降 0.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.2%，较上月大幅回落 3 个百分点，成为拖累工业生产显著放缓的主要因素。

上游黑色金属与非金属矿物业保持高速增长，中游部分制造业增速持续减缓。6 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长，较 5 月份增加 1 个。其中，黑色金属冶炼和压延加工业以及非金属矿物制品业等上游高耗能行业增速分别为 7.8% 和 3.7%，较上月提高 0.4 和

1.1个百分点，分别为2015年3月和2017年7月以来最高水平。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业等中游制造业增速分别为0.7%、3.8%和10.9%，较上月下降1.8、2.6和2.6个百分点。2018年1-5月份，全国规模以上工业企业利润同比增长16.5%，增速比1-4月份加快1.5个百分点。5月份规模以上工业企业利润总额同比增长21.1%，虽较上月回落0.8个百分点，但仍为近年来较高水平，延续了快速增长的势头，主要源于工业产品价格涨幅回升以及成本下降推升利润率影响。

图19 工业增加值同比与环比增速

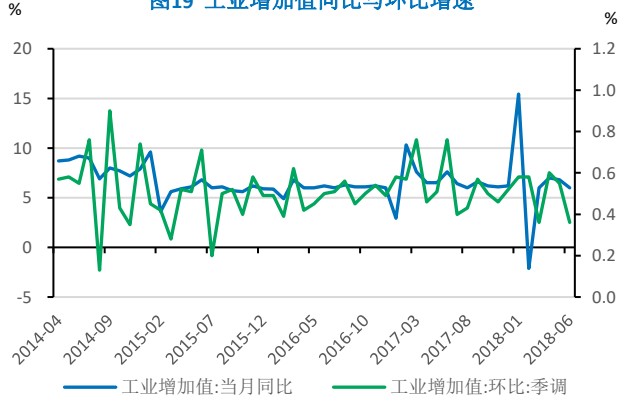
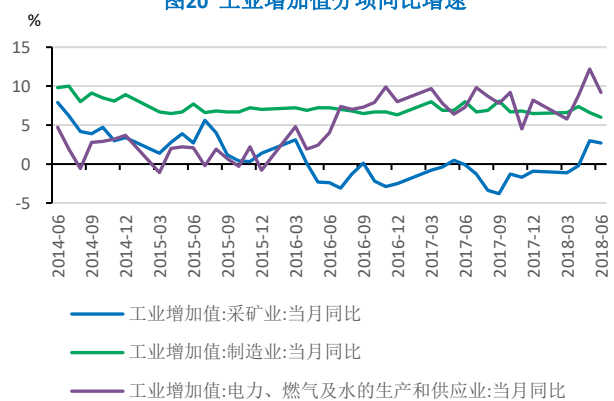


图20 工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

6月工业生产放缓主要受三方面因素影响。6月份工业增加值的显著回落，主要同三方面因素有关：一是从生产端看，高炉开工率、六大发电集团日均耗煤量以及汽车轮胎钢胎和半钢胎周平均开工率等高频指标均显示6月工业生产景气度下滑，6月发电量同比增速由上月的9.8%大幅降至6.7%，同时主要工业品产量增速普遍下滑，加之今年6月受端午假期影响较去年同期少两个工作日，整月有效生产时长较去年同期偏低，致使生产活动进一步放缓；二是从需求端看，内外需同时承压，进出口双双回落并低于预期。6月份出口（按人民币计）同比增长3.1%，不及预期值4%和前值3.2%，为2017年以来新低（2018年3月因春节错位因素造成的低位除外）。出口增速回落致使企业生产放缓，相应的出口交货值同比增长2.8%，较上月大幅回落4.1个百分点，创2016年12月以来最低水平。进口同比增长6%，远不及预期值12.6%和前值15.6%；三是继今年一季度末工业增加值同比增速大幅下滑后，二季度末再度出现显著回落，主要源于去年一季度和二季度均出现季末翘尾。2017年4月和5月工业增加值同比增速均仅为6.5%，但6月份受节假日和季末因素

影响大幅跳升至 7.6%，去年同期基数偏高在一定程度上导致今年 6 月工业增加值同比增速回落。

展望下半年，六大发电集团日均耗煤量和高炉开工率等高频数据均显示 7 月上旬工业生产活动仍未见加快，加之中美贸易战阴霾对贸易影响将逐步显现，秋冬季节节能环保督查将进一步限制工业企业生产，预计下半年工业生产压力或有所加大。

投资增速逐月回落，下半年预计增长仍乏力

上半年投资增速逐月回落，6 月回落幅度放缓。2018 年 1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）297316 亿元，同比增长 6.0%，增速比 1-5 月份回落 0.1 个百分点，比 2017 年同期低 2.6 个百分点，已降至 2000 年以来的最低水平。从当月看，6 月投资完成 81273 亿元，同比增长 5.7%，增速比 5 月回升 1.8 个百分点；经季节调整后，6 月环比增长 0.48%，相当于折年后增长 5.91%，高于 5 月的 5.66%。上半年，投资增速从 1-2 月的 7.9% 逐月下滑至 1-6 月的 6.0%，主要原因是金融强监管去杠杆效应与地方政府债务监管加强导致社融断崖式下滑，整体融资环境不断收紧。

图21 固定资产投资累计同比与环比折年率

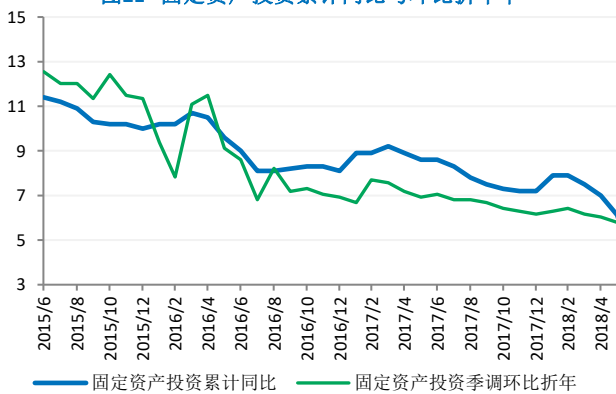
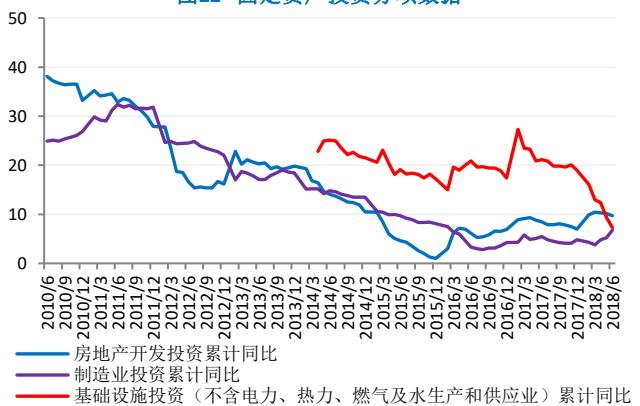


图22 固定资产投资分项数据



数据来源：CEIC

分产业看，第一产业和第三产业投资增速逐月回落，第二产业增速在制造业回暖带动下持续回升。1-6 月份，第一产业投资 9872 亿元，同比增长 13.5%，增速比 1-5 月份回落 1.7 个百分点。第二产业投资 109878 亿元，增长 3.8%，增速提高 1.3 个百分点。其中，工业投资同比增长 3.9%，增速比 1-5 月份提高 1.3 个百分点；工业投资中，采矿业投资增速由负转正，微幅增长 0.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资降幅小幅

收窄 0.5 个百分点至 10.3%，制造业投资增速继续改善至 6.8%。第三产业投资 177566 亿元，增长 6.8%，增速回落 0.9 个百分点。

从房地产、基建和制造业三大支柱来看，上半年投资增速下行主要受到基建投资超预期回落的拖累，而房地产开发投资维持高位为投资托底，制造业投资二季度来的显著回暖也是投资回落幅度收窄的重要支撑。具体来看，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）上半年逐月下滑，已由 1-2 月的 16.1% 跌至 1-6 月的 7.3%，远低于 2017 年近 20% 的增速。究其原因，一是 2018 年以来地方政府债务监管持续加码，中央经济工作会议明确的三大攻坚战中“防范化解重大风险”被放在首位，其中化解地方债务风险是 2018 年地方政府面临的一大重要任务，今年来高层发布多个文件剑指地方违规举债，并对多地债务违规问题作出处罚，近期进一步启动多部门参与的地方政府隐性债务排查，严监管下地方政府融资压力上升；二是财政部对 PPP 入库项目进行大清理，大量不规范、不合格的 PPP 项目被清退，对基建投资的负向冲击不容忽视；三是今年地方债到期量显著高于前两年，借新还旧压力加大；四是 2017 年上半年基建投资基数较高。

制造业投资一季度略有回落，二季度则逐月回暖，且回暖幅度逐渐加大，是上半年投资的一大亮点。1-6 月制造业投资同比增长 6.8%，比 1-2 月高 2.5 个百分点，也高于去年底的 4.8%，已超过投资总体增速，达到 2016 年 3 月以来最高水平。制造业投资的复苏一是来自高技术制造业与高端制造业新动能的拉升，1-6 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速由 1-5 月的 14.6% 继续升至 19.7%，汽车制造业投资增速从 7.4% 上升至 8.5%，专用设备制造业维持在 10.3%；二是出口仍保持在较高水平的支撑；三是企业利润维持高位的带动。

房地产开发投资上半年保持 10% 左右的高增速，但已在逐月小幅放缓，是上半年投资的主要托底力量。1-6 月房地产开发投资同比名义增长 9.7%，增速比 1-5 月份进一步回落 0.5 个百分点，仍处于较高增长水平。

民间投资回暖显著，持续高于投资总体增速。民间投资 1-6 月同比增长 8.4%，增速比 1-5 月回升 0.3 个百分点；上半年增速持续高于 8%，主要受制造业持续向好的提振。1-6 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 62.1%，比 1-5 月份略降 0.1 个百分点，基本保持稳定。

展望下半年，投资增速下行压力仍大。其中，基建投资增速可能触底企稳，一方面，高质量发展阶段基建投资稳增长的作用将下降，增速不会大幅上升，下半年维持较低水平的概率较大。但另一方面，当前经济存在减速压力，且外部形势错综复杂，综合考虑下财政政策可能趋向更加积极，以应对需求下滑；同时今年上半年地方政府债券发行节奏慢于去年，下半年发行规模将扩大；加上 PPP 项目清理结束，合规项目加快落地，基建投资下半年资金来源可能改善，增速有望止跌企稳。制造业可能延续企稳回升，但存在不确定性，战略性新兴产业、高技术制造业将继续带动制造业投资结构优化和动能提升，但中美贸易摩擦持续升级对制造业投资的负面冲击或将在下半年逐渐显现，成为影响制造业回暖进程的最大不确定因素，此外企业融资环境紧缩也是制造业投资意愿和能力的一大制约。

房地产投资维持高增，下半年继续渐进回落

上半年房地产开发投资增速维持高位。2018 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 55531 亿元，同比名义增长 9.7%，增速比 1-5 月份回落 0.5 个百分点，比去年同期高 1.2 个百分点。上半年地产投资累计同比增速保持在 10% 左右的较高增长水平，主要原因是去年下半年土地成交高增带来的土地购置费递延支付效应。此外，部分热点城市销售继续高位运行一定程度上提振了投资需求；去库存政策导致部分城市库存降至历史低位，存在补库存需求带动。但随着土地购置费递延支付因素逐渐消退，地产投资增速二季度已连续回落至 10% 以下。

上半年地产销售呈现一季度回落、二季度回暖态势。商品房销售面积与销售额累计同比增速在前 4 个月逐月回落，5、6 月则连续回升。其中，1-6 月份，商品房销售面积同比增长 3.3%，增速比 1-5 月份回升 0.4 个百分点，比去年同期仍低 12.8 个百分点，已连续 2 个月回升；商品房销售额增长 13.2%，增速比 1-5 月份回升 1.4 个百分点，比去年同期仍低 8.3 个百分点。这表明在高强度、高密度房地产市场调控政策的压力下，商品房销售仍然出现升温，主要是受到部分热点二线城市和三四线城市楼市成交热度较高带动，原因在棚改货币化安置比例维持高位和人才引进政策带来的购房需求支撑。

上半年新开工和土地成交逐步回暖，到位资金增速则维持低位。具体来看，建设指标显著反弹，房屋新开工面积增速已由 1-2 月的 2.9% 反

弹至 1-6 月的 11.8%；施工面积增速也由 1-2 月的 1.5% 小幅回升至 1-6 月的 2.5%，但仍远低于新开工面积增速。楼市销售回暖与补库存需求驱动下，房企开工有所加快。土地成交热度不低，本年购置土地面积累计同比增速由 1-2 月的下降 1.2% 回升至 1-6 月的增长 7.2%；土地成交价款增速上半年持续位于高位，1-6 月累计增长 20.3%。上半年来土地成交热度较高，但不及去年下半年的火热程度。资金来源维持低位，上半年房地产开发资金来源累计增速持续位于低位，除 1-4 月达到 5.1% 外其余月份均位于 5% 以下区间。分项中，1-6 月国内贷款增速已降至 -7.9%，个人按揭贷款增速降至 -4%，定金及预收款和自筹资金则仍居于高位，分别增长 12.5% 和 9.7%，这表明当前房企外部融资困难，资金主要依赖于销售回款，但随着调控从严下销售下行，此类资金来源也将难以为继。

图23 商品房销售面积与销售额累计同比增速

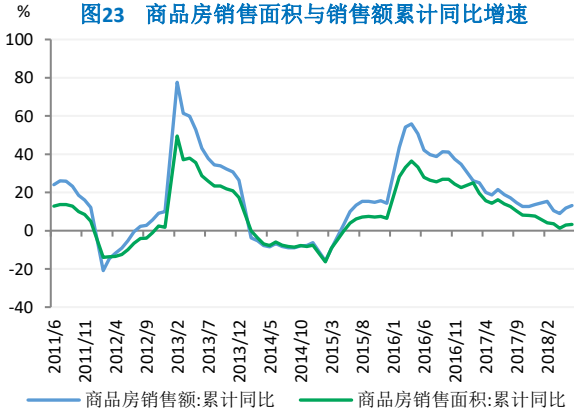
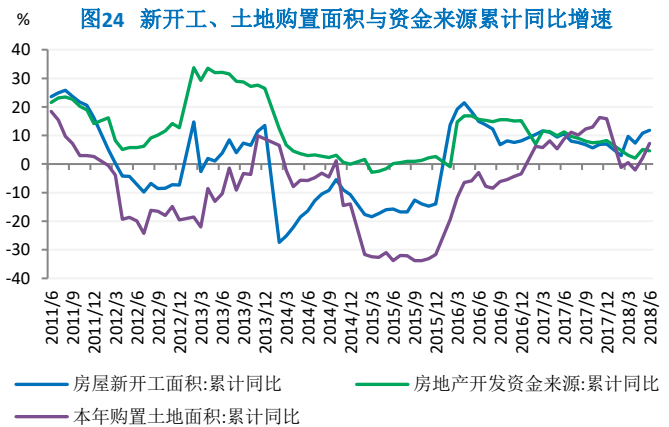


图24 新开工、土地购置面积与资金来源累计同比增速



数据来源：WIND

下半年房地产投资增速将继续回落。政策性住房建设、租赁住房建设与人才引进政策是下半年地产投资的重要支撑力量。但就整体环境而言，中央与地方均高度重视房地产调控，5 月以来住建部约谈部分地方政府，7 部委联合整治 30 个城市的房地产乱象，实施调控城市由一二线城市向三四线城市不断扩围，这预示着房地产销售反弹可持续性存疑；同时，开发商将继续面临趋严的资金约束，楼市销售位于低位、表外融资收紧和严控房地产信贷增长对房企从内部资金回笼、外部银行和非银行金融机构获取资金构成三重制约，重压之下房企融资形势严峻，融资成本陡增，这将构成下半年房地产开发投资的最大制约。综合来看，预计下半年房地产投资将处渐进回落通道。

社会消费品增速大幅回落，最终消费基础性作用继续增强

上半年消费增速较去年同期大幅回落。1-6 月份，社会消费品零售总额 180018 亿元，同比增长 9.4%，较去年同期增速大幅下滑 1 个百分点，究其原因，主要在于以下三点：一是在汽车类商品进口关税下调实施在即，部分居民推迟购买汽车行为，导致 5 月、6 月汽车消费增速大幅下滑；二是高房价带来的挤出效应使城镇居民消费受到抑制；三是服务消费快速增长、医疗保健类消费强劲，但却无法完全从社会消费品零售总额中体现，该数据对总体消费的代表性有所下降。若扣除 5 月、6 月汽车类商品销售短期因素的影响，上半年社会消费品零售总额增速为 10% 左右，继续保持较快增长势头。

6 月社会消费品零售总额增速回升。6 月份，社会消费品零售总额 30842 亿元，同比名义增长 9.0%，较上月回升 0.5 个百分点，扣除价格因素实际增长 7.0%，较上月回升 0.2 个百分点。其中，端午节假日移动带动餐饮收入同比增速较上月加快 1.3 个百分点；房地产市场显著回暖带动建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类商品增速分别较上月回升 0.7、6.4 和 6.7 个百分点。

图25 名义消费与实际消费同比增速

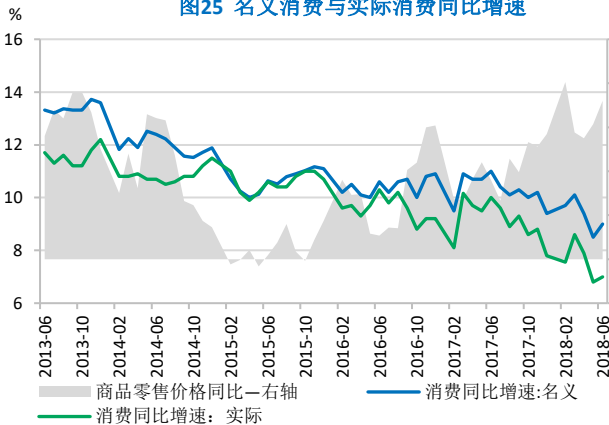
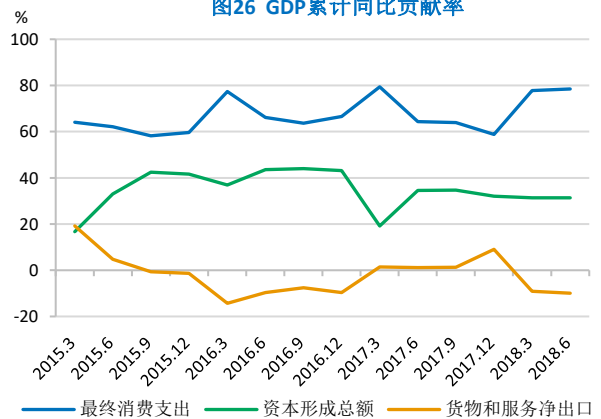


图26 GDP累计同比贡献率



数据来源：WIND

消费基础性作用继续增强，升级势头明显。上半年，消费对经济增长的贡献率稳步提升，最终消费支出对经济增长的贡献率达到 78.5%，较去年同期提高 14.2 个百分点，高于资本形成总额的贡献率 47.1 个百分点，消费基础性作用继续增强。这与上半年消费品零售增速大幅回落有所背离。究其原因，一是与社会消费品零售总额相比，政府购买汽车并不纳入最终消费，而是固定资本形成，所以汽车销售下滑对最终消费的影响更小。二是社会消费品零售总额并不包括服务消费，近年来服务消

费的比重已高达 50%左右，且增速加快，2018 年上半年服务业生产指数同比增长 8%，GDP 中第三产业同比增长 7.6%，均保持较快增长，在并入服务消费后，最终消费增长也会有所加快。三是最终消费还包括虚拟消费，即以实物形态获得的消费、农民自产自销农产品、自有住房、自我服务消费等。近年来农村消费增速显著快于城市，其中虚拟消费起到了很大作用。

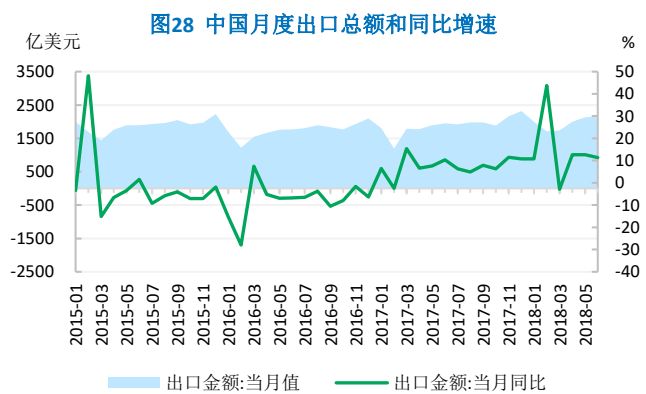
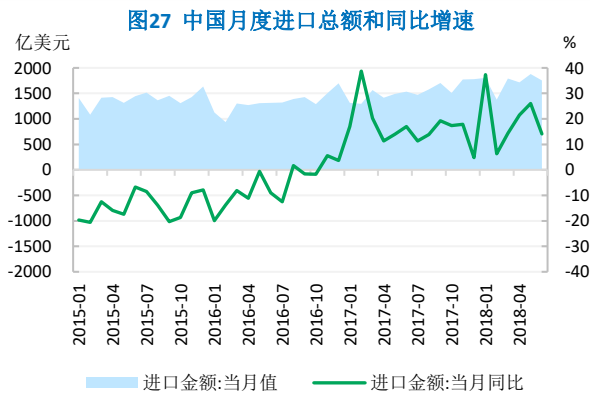
消费将继续展现韧劲，发挥稳健托底作用。从不利因素看，今年上半年全国居民人均可支配收入累计同比增速已经回落至 6.6%，低于 GDP 增速 0.2 个百分点，加之高房价带来的挤出效应，将制约居民消费增长。但另一方面，下半年多项消费红利密集释放，有利于增加居民收入、提高城乡居民消费能力、促进消费升级，从而带动消费增长。一是降低了 1449 个税目的日用消费品进口关税和汽车整车及零部件进口关税；二是个税改革正在加速推进，居民的税负压力将有所减小；三是商务部、发改委等部门将陆续出台多项政策，推动居民消费扩大升级、优化消费者体验。此外，随着消费区域结构逐步改善、城乡居民人均收入倍差逐步缩小，农村消费市场还有很大上升空间，从而为消费增长提供了稳定动力。综合考虑，预计下半年社会消费品零售总额增速较上半年小幅回升，保持 9.8%左右的平稳较快增长，全年最终消费支出对经济增长的贡献率将稳定在 70%左右。

上半年净出口拖累增长，未来仍有压力

中国 6 月进出口总值(按美元计)同比增长 12.5%，低于上月的 18.5%。其中，出口同比增长 11.3%，略低于前值 12.6%，高于预期值 9.5%；进口同比增长 14.1%，大幅低于前值 26%，也低于预期值 21.3%。由于进口增速的明显回落，6 月实现贸易顺差 416.1 亿美元，创年内最高水平。

6 月出口好于预期，显示出口动力仍在。今年 6 月工作日同比去年少两个，经季调后的同比增速由上月的 10.3%回升至 12.4%，环比增速由 -2.7%回升至 5.7%，显示出口动力仍在。支撑出口的因素：一是全球经济景气度仍处于高位，6 月摩根大通全球制造业 PMI 为 53.0%，仅比上月略低 0.1 个百分点，美欧日的制造业 PMI 都在 53%以上的水平；二是 5、6 月人民币兑美元贬值对出口产生了推动作用；三是 6 月是中美贸易摩擦落地前的最后窗口期，企业仍有加速出口的动力。

6月进口弱于预期,主要源于关税下调前企业推迟进口。5月31日,国务院关税税则委员会发布《关于降低日用消费品进口关税的公告》,决定7月1日起,降低部分进口日用消费品的最惠国税率,涉及1449个税目、70%以上的日用消费品。企业在关税落地之前推迟进口,是导致6月进口增速低于市场预期和前值的重要原因。如6月汽车进口额仅为19.7亿美元,较上月的44.7亿大幅收窄,是2010年2月以来的最低水平。值得关注的是,季调后6月进口同比增速由上月的20.9%回升至23.5%,环比增速由上月的0.1%回升至1.0%,显示内需并不弱。



数据来源: Wind

上半年净出口继续拖累增长。由于进口名义增速大幅回落,6月份贸易顺差创年内新高。今年上半年贸易顺差累计值为1396.5亿美元,大幅低于去年同期的1775.4亿美元。根据GDP核算,上半年净出口对增长的贡献率为-9.9%,较一季度的-9.1%继续恶化。但需要强调的是,上半年出口同比增长12.8%,进口同比增长19.9%,均好于上年同期,整个贸易部门对增长的贡献应高于净出口。

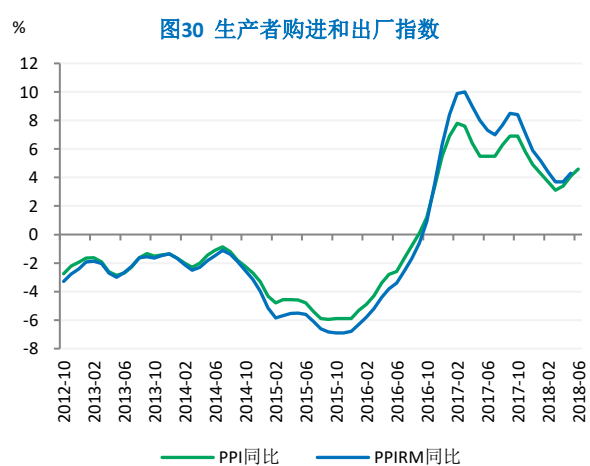
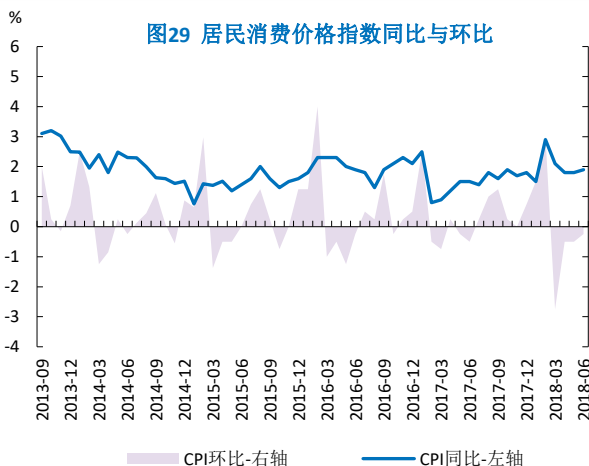
下半年贸易部门压力仍将加大。7月6日,美国宣布对340亿美元的中国商品加征25%的关税,7月10日又拟对2000亿美元的中国商品征收10%的关税。贸易战正在加速升级。这将导致下半年的国际环境不确定因素明显增多。再加上全球复苏共振势头削弱,预计下半年出口增速将会明显回落。与此同时,以7月1日降低关税和11月的进口博览会为契机,我国进口规模将会持续扩大,预计下半年贸易顺差将会继续缩窄。

通胀保持温和水平，不会对货币政策产生掣肘

上半年 CPI 同比增长 2.0%，较一季度放缓 0.1 个百分点，显示通胀压力有所减轻。从月度走势看，4、5、6 月 CPI 分别同比增长 1.8%、1.8% 和 1.9%，连续三个月保持在 2% 以下，通胀压力较一季度减小。从结构看，依旧形成食品弱、非食品强，消费品弱、服务品强的格局。剔除食品、能源价格后，二季度核心 CPI 也低于一季度，4、5、6 月分别为 2.0%、1.9% 和 1.9%，显示当前社会总需求保持平稳，通胀相对温和。

6 月 CPI 环比下降 0.1%，同比上涨 1.9%，符合市场预期。从分项看，食品价格依然是 CPI 环比下降的主要因素，其中鲜果鲜菜受气候良好大量上市影响价格环比下跌，但猪肉价格连降 3 个月后小幅反弹，已逐步企稳，预计未来食品价格继续下降的空间有限。

非食品方面，药品价格上涨推动医疗价格环比上涨 0.2%，随着《我不是药神》的热映，近来药品价格已受到社会广泛关注，而医疗保健类价格同比上涨 5%，一直是近年来 CPI 八大类品种中涨幅最大的，后续相关平抑药价政策出台对 CPI 的影响值得关注。其它非食品中，交通价格上涨幅度最大，主要受国内成品油调价影响；衣着价格季节性环比下降 0.2%；居住、教育文化娱乐均环比上涨 0.2%。上半年整体 CPI 同比上涨 2.0%，较去年加快 0.4 个百分点，预计下半年通胀压力仍将保持温和水平。



数据来源：WIND

上半年 PPI 同比上涨 4.7%，较一季度显著上升 1.6 个百分点。一方面二季度以原油、金属为主的国际大宗商品价格整体呈现上升趋势，贸易保护主义也提高了全球商品流动的成本，带动商品上涨预期，并由此

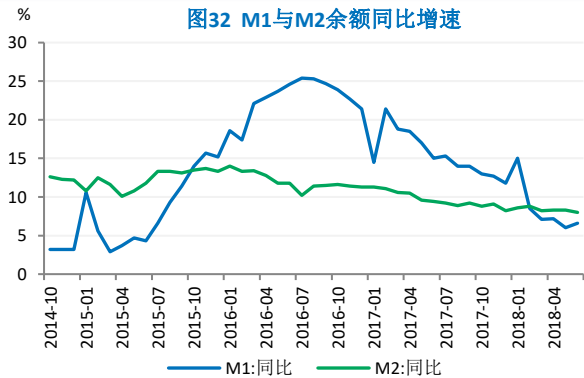
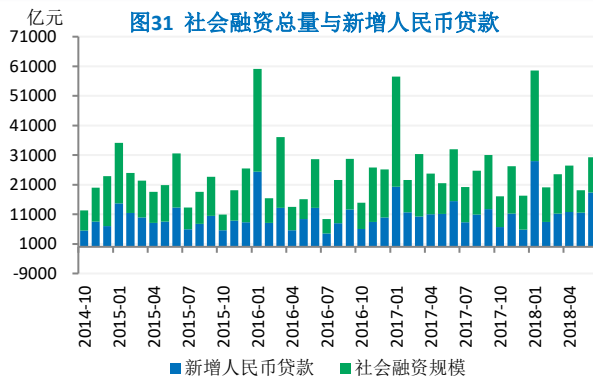
向国内传导；另一方面，国内供给侧结构性改革下工业企业产能利用率提升，上游工业企业需求仍较为旺盛。从结构看，目前价格上涨压力仍集中在产业链上游，有利于上游工业企业利润增长。同时，由于产业结构因素，PPI 向下游传导并不明显，对整体通胀的影响有限，但下游工业企业利润空间将有所压缩。预计下半年 PPI 将出现冲高回落，与 CPI 差距呈缩小态势，整体通胀压力温和，暂不对货币政策边际宽松产生掣肘。

新增信贷超预期，M2 增速创历史最低

6 月新增信贷超预期增长。6 月末，本外币贷款余额 134.81 万亿元，同比增长 12.1%。6 月末人民币贷款余额 129.15 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.2 个百分点。上半年人民币贷款增加 9.03 万亿元，同比多增 1.06 万亿元。6 月份，人民币贷款增加 1.84 万亿元，同比多增 3054 亿元，超过市场预期。从支撑因素来看，随着货币政策向实体经济尤其是小微企业倾斜以及资管新规落地，企业融资需求更加倚重银行贷款，新增企业短期贷款接近 2600 亿元，环比增加超 3000 亿元，同时企业中长期贷款规模进入稳定增长周期，连续 4 个月保持超 4000 亿元规模。个人贷款方面，二季度我国部分城市房地产销售升温，6 月新增个人中长期贷款环比增长近 700 亿元至 4634 亿元，为今年内仅次于 1 月的高点；基于扩大内需、消费升级的政策导向，同时结合 6 月电商大促活动，6 月个人短期贷款保持稳健增长。此外，6 月票据融资环比翻番、非银贷款环比增加 1500 亿元均对信贷形成强力拉动。整体来看，央行窗口指导叠加季节性因素是 6 月信贷超预期增加的根本原因。

6 月新增社会融资规模不及预期。上半年社会融资规模增量累计为 9.1 万亿元，比上年同期少 2.03 万亿元。其中，委托贷款减少 8008 亿元，同比多减 1.4 万亿元；信托贷款减少 1863 亿元，同比多减 1.5 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2717 亿元，同比多减 8388 亿元；企业债券净融资 1.02 万亿元，同比多 1.38 万亿元；非金融企业境内股票融资 2511 亿元，同比少 1799 亿元。6 月份社会融资规模增量为 1.18 万亿元，比上年同期少 5902 亿元。表外融资增量继续负增长对社融增量形成拖累，尤其是信托贷款负增长超 1600 亿元，委托贷款负增长近 3700 亿元，均创历史记录。值得关注的是，在近期债券市场风险频发的背景下，6 月企业债券融资逆势增加，环比增幅超 1700 亿元。此外，6 月股票融资环比大幅下滑至 257 亿元，为 2015 年 11 月以来的最低

值，原因在于近期中美贸易摩擦升级以及股权质押风险和信用风险上升导致股市走势低迷。



数据来源：WIND

6月M2增速创历史最低值。6月末，广义货币（M2）余额177.02万亿元，同比增长8%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和1.1个百分点；狭义货币（M1）余额54.39万亿元，同比增长6.6%，增速比上月末高0.6个百分点，比上年同期低8.4个百分点；流通中货币（M0）余额6.96万亿元，同比增长3.9%。上半年净回笼现金1056亿元。虽然6月M2增速8.0%创历史最低记录，但主要源于高基数效应。从存款来看，6月居民及企业存款增长均在万亿元左右，财政拨付近7000亿元，与去年同期相比保持平稳态势。受资管新规及金融严监管影响，今年以来银行表外货币派生渠道受阻，但降准将会提高货币乘数，预计今年全年M2增速将略超8%。

整体来看，在货币政策及监管政策的共同作用下，社融呈现出“减表外、增表内”趋势，表内信贷投放则是“增短期、稳长期”，商业银行正力图在货币政策导向与风险偏好降低间维持平衡。由于强监管带来的信用环境收紧将加剧经济下行压力，预计央行下半年将继续通过货币政策边际放松予以对冲，以保证流动性合理充裕。

人民币汇率大幅贬值，外汇储备小幅增加

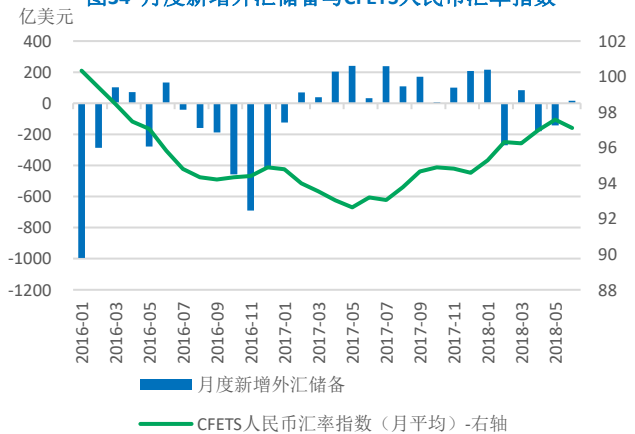
6月人民币兑美元汇率大幅走弱。6月末，人民币兑美元中间价为6.6166，较上月末下调2022bp，在岸即期汇率贬值2236bp至6.6246，离岸即期汇率贬值2263bp至6.6353。自6月中旬以来，在美元指数并未表现强劲的情况下，人民币汇率持续下跌，可视为一轮补跌行为。其触发因素包括：一是美联储货币政策收紧，而我国货币政策趋于边际放松，

资金面的宽松使得我国国债利率持续下降，中美 10 年期国债利率收窄至约 66bp，较 6 月初下降 7bp；二是中美贸易摩擦呈逐步升级态势，货物贸易顺差存在下降预期，经济运行的不确定性因素增速。在上述因素的作用下，人民币极易形成下跌惯性，进而出现超跌。而一旦人民币单向贬值预期强化，下跌通道打开，将迫使央行再度动用逆周期因子以及资本管制等工具干预汇率市场，人民币汇率市场化改革将因此受阻。因此，在人民币汇率基本回复至均衡水平之际，央行官员出面稳定市场情绪。7 月 3 日，央行行长易纲与国家外汇管理局局长潘功胜均发言力挺人民币汇率稳定。从效果来看，此次央行官员表态立竿见影，有效稳定了市场情绪，及时遏止了人民币顺势下滑的趋势。值得注意的是，近期市场有观点认为由于央行在汇率下跌接近 6.7 时发声，因此猜测 6.7 为官方汇率底线。实际上，央行在各种场合曾多次提及“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，“合理均衡水平”的要义在于汇率在充分反映经济基本面以及外汇供求关系的基础上保持双向浮动，而不应将其简单理解为汇率波动区间的绝对化。在有效遏止人民币超跌趋势后，下一阶段人民币汇率波动将回归理性。短期来看，美国经济稳健向好，对美元指数形成支撑，因此，人民币兑美元汇率将在现有相对水平上维持双向波动态势，同时不排除若美元指数强势上行人民币相应贬值的可能。

图33 人民币对美元汇率走势



图34 月度新增外汇储备与CFETS人民币汇率指数



6 月末，我国外汇储备为 31121 亿美元，较上月小幅增加 15 亿美元，结束了连续两个月下跌的势头。在国际金融市场波动加大的情况下，我国外汇储备仍然小幅增加，表明市场情绪较为平稳，跨境资金流动保持基本稳定。汇率因素方面，6 月美元指数上涨 0.6%，升值幅度较上月大幅回落，主要货币兑美元贬值，其中欧元、英镑、日元分别兑美元贬值

0.1%、0.6%、1.7%，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，6月美国、日本10年期国债收益率微幅上升，欧盟10年期国债收益率大幅下降，总体来看使得外汇储备账面价值增加；结售汇方面，尽管6月人民币兑美元汇率大幅贬值3.5%，但5月银行结售汇顺差继续扩大至194亿美元，银行代客结售汇顺差更是达到225亿美元，均创下2014年4月以来的最大顺差，对外汇储备规模形成重要支撑。展望未来，一方面，近期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；另一方面，对外开放水平持续提高会带动出口增长，国内经济韧性逐渐增强决定了人民币不存在大幅贬值的可能。在两方面因素综合作用下，我国跨境资本流动和外汇供求将更趋合理均衡，外汇储备规模会有双向变化，但总体保持稳定。

财政运行状况总体良好

6月财政收入增速大幅下滑，财政支出大幅回升。6月份，全国一般公共预算收入17680亿元，同比增长3.5%，增速较上月大幅回落6.2个百分点，主要原因有三：一是减税降费政策效应逐步显现，直接造成财政收入减收；二是受7月1日起汽车整车和零部件及部分日用消费品进口关税税率大幅下降政策预期影响，相关产品的进口和消费有所延后，造成6月份进口环节税收、车辆购置税、国内消费税由前5月两位数增长转为同比下降；三是今年6月份较上年少2个工作日。6月份，全国一般公共预算支出28897亿元，同比增长7%，增速较上月大幅回升6.5个百分点，这主要因为受部分支出错月的影响，地方一般公共预算支出增速较上月大幅提高7.4个百分点。

上半年财政收入总体保持较快增长，非税收入同比下降。1-6月累计，全国一般公共预算收入104331亿元，同比增长10.6%，增速较去年同期加快0.8个百分点，保持平稳较快增长。其中，税收收入同比增长14.4%，增速较去年同期加快3.5个百分点，延续去年以来的较快增长势头，与经济运行密切相关的主要税种均保持较快增长，经济结构优化的带动作用进一步显现；非税收入同比下降10.8%，增速较去年同期下降15.2个百分点，占一般公共预算收入的比重较去年全年下降4.1个百分点，财政收入的质量和结构不断改善。

上半年财政支出进度总体加快，各项重点支出得到有效保障。1-6 月累计，全国一般公共预算支出 111592 亿元，同比增长 7.8%，为年初预算的 53.2%，较去年同期进度加快 0.1 个百分点。财政资金主要用于支持供给侧结构性改革、脱贫攻坚、生态环保、教育、科技创新、社保、医疗等重点领域和项目，支出的公共性和普惠性不断提高，结构不断优化，加快补齐全面小康短板。

地方债市场化水平进一步提高。上半年，地方政府债券共计发行 1.41 万亿元（含定向承销方式），平均发行利率为 3.98%，较国债高 42 个基点，较去年高 3 个基点，基本反映市场实际供求关系，市场化定价机制对地方政府债券发行利率走势的作用不断增强。随着地方债券发行定价市场化水平不断提高，债券市场投资者对地方债券的认可度逐步提升，投资需求增加，上半年地方债券平均投标倍数为 2.56 倍，较去年平均水平增加 0.68 倍。

下半年，随着各项减税降费政策落到实处，加之中美贸易不稳定性不确定性增加，会对财政收入带来减收影响，但改革红利的进一步释放，有助于经济发展质量、效率、动力稳步提升，将为财政增收提供有力支撑。综合考虑，预计下半年财政收入增速将有所放缓，继续保持平稳。

三、政策回顾与展望

主要宏观政策回顾

一是切实落实新发展理念，增强发展创新力。6 月 12 至 14 日，国家主席习近平在山东省考察时强调，推动高质量发展，关键是要按照新发展理念的要求，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革；农业大省的责任首先是维护国家粮食安全，要把粮食生产抓紧抓好，把农业结构调活调优，把农民增收夯实夯牢，把脱贫攻坚战打好打赢，扎实实施乡村振兴战略；增进民生福祉是发展的根本目的，要多谋民生之利、多解民生之忧，在发展中补齐民生短板、促进社会公平正义，要坚持以人民为中心的发展思想，扭住人民群众最关心的问题，扎扎实实把民生工作做好。

二是加快新旧动能转换，增强发展内生动力。6 月 11 日至 12 日，国务院总理李克强在湖南考察时强调，要加大对农业的投入和扶持，加强基础设施建设，适度规模经营，提高产品质量，提高种粮收益，调动

种粮积极性；围绕加快新旧动能转换、促进经济转型升级，推动产业合理有序转移，创造良好营商环境，激发市场活力；积极发展开放共享包容的工业互联网平台，汇聚人才和创意，使大中小企业各展所长、融通发展；中国将进一步扩大开放，对各国发展先进制造业持开放态度，欢迎外商来华兴业，加强国际合作；要发展“互联网+民生”，积极培育和引导新业态健康发展，拓展就业岗位，满足消费升级需求。

三是致力于央企降杠杆、减负债、控风险。6月7日，证券时报消息称，目前国务院国资委已经制定了中央企业降杠杆、减负债、控风险的指导意见，并明确到2020年前中央企业的平均资产负债率要再下降2个百分点。对于本轮国企改革来说，央企、国企去杠杆始终是一个绕不开的待解决问题。随着改革的进一步推进，去年央企、国企去杠杆已然取得一定成效。截至3月份，央企平均资产负债率65.9%，较年初下降0.4个百分点，大多数企业的资产负债率比年初有所下降，近三分之一企业资产负债率比年初下降超过1个百分点。

四是新版负面清单公布，22领域推出重大开放举措。6月28日，国家发展改革委、商务部联合发布了《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》（以下简称2018年版负面清单），自2018年7月28日起施行。2018年版负面清单，大幅度放宽市场准入，清单长度由63条减至48条，在银行、汽车、铁路干线网、电网、加油站等22个领域推出一系列重大开放措施。2018年版负面清单的主要特点：一是全方位推进开放，二是大幅精简负面清单，三是对部分领域开放作出整体安排。

五是开展房地产市场乱象治理专项行动。6月28日，住房和城乡建设部网站消息称，住建部会同中宣部、公安部、司法部、税务总局、市场监管总局、银保监会等部委联合印发了《关于在部分城市先行开展打击侵害群众利益违法违规行为治理房地产市场乱象专项行动的通知》，决定于2018年7月初至12月底，在北京、上海等30个城市先行开展治理房地产市场乱象专项行动。打击重点包括投机炒房、房地产“黑中介”、违法违规房地产开发企业和虚假房地产广告等四个方面。

六是运用定向降准等工具支持小微企业。国务院总理李克强6月20日主持召开国务院常务会议，部署进一步缓解小微企业融资难融资贵，持续推动实体经济降成本。具体措施包括：增加支持小微企业和“三农”再贷款、再贴现额度，下调支小再贷款利率，完善考核机制；提高小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限，规定国

家融资担保基金支持小微企业融资的担保金额最低占比；禁止金融机构向小微企业贷款收取承诺费、资金管理费，减少融资附加费用；支持银行开拓小微企业市场，运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力；将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利合格抵押品范围等。

此外，个人所得税法修正案草案提请十三届全国人大常委会第三次会议审议，此次修改是个税法自 1980 年出台以来的第七次大修，多项内容迎来重大变化。

未来政策展望与建议

2018 年以来我国经济面临的内外部不确定性增加，外部中美贸易战升级，内部金融去杠杆背景下部分企业、特别是中小民企陷入了资金困境。建议一是应合理推进产能高端化、库存合理化和杠杆适度化的“三化”政策，打好货币政策、财政政策和金融监管的组合拳。二是采取“降关税+降准+减税+加工资+扩大与产业升级相关投资+适当增加一二线城市住房供给”的政策组合，以对冲经济下行压力。三是充分发挥全国工商联独有优势，基于民生银行服务民企的功能定位，构建新型信贷模式，有效破解民营企业融资难、融资贵难题。

合理推进产能高端化、库存合理化和杠杆适度化的“三化”政策。面对贸易摩擦加剧、新兴市场资本流出与金融市场动荡等不利的外部环境，我国经济出现了投资消费下滑、信用违约频发、金融市场低迷等问题。为有效应对内外部风险，应从供给侧入手，合理推进产能高端化、库存合理化和杠杆适度化的“三化”政策。**在产能方面**，在去产能的同时，应积极扩大高端产能投资，以高端产能替代低端无效产能，从而推升新一轮的设备投资周期，扩大内需；**在库存方面**，应鼓励企业将库存保持在合理区间，避免库存过低引发的供给不足和价格上涨，建立长效和预期稳定的供给机制；**在杠杆方面**，应有序控制杠杆，保持适度杠杆率，允许杠杆在一定程度内发挥提升资金效率的作用。

发挥全国工商联独有优势，基于民生银行服务民企的功能定位，构建新型信贷模式，有效破解民营企业融资难、融资贵难题。一是借鉴“滴滴打车”原理，由全国工商联牵头，会同民生银行等符合条件的银行及有关民企入股，打造一个“滴滴融资”平台，实现资金供给端与资金需求端多对多实时有效对接。二是加快研究“修建”一条能够将央行放出

的“水”，直接引到民营企业“田”里的主管道。其中，放水方式可以是专项降准或专项再贷款，传导的桥梁、主渠道是民生银行等符合条件的银行，总转运站是全国工商联，分渠道是 4.6 万家商会，最后流到千家万户民营企业。三是为防控风险，积极研究发展“信用保证保险”产品，有效破解担保抵押难问题。

继续推进积极的财政政策，深化个税制度改革，合并省级及省级以下国税地税机构，防范外债风险。一是扩大技术先进型服务企业所得税优惠政策范围。自 2018 年 1 月 1 日起，对经认定的技术先进型服务企业（服务贸易类），减按 15% 的税率征收企业所得税。服务贸易类技术先进型服务企业的业务领域范围可分为以下四类：计算机和信息服务类，包括信息系统集成服务、数据服务；研究开发和技术服务类，包括研究和实验开发服务、工业设计服务、知识产权跨境许可与转让；文化技术服务类，包括文化产品数字制作及相关服务、文化产品的对外翻译配音及制作服务；中医药医疗服务类，包括中医药医疗保健及相关服务。二是修改个人所得税法。个人所得税法迎来自 1980 年出台以后的第七次大修，这是对个税制度一次比较全面的改革，包括完善有关纳税人的规定、对部分劳动性所得实行综合征税、优化调整税率结构、提高综合所得基本减除费用标准、设立专项附加扣除、增加反避税条款六项内容，有利于完善直接税体系、维护国家税收权益、促进经济稳定增长、实现社会公平正义。三是**扎实推进国税地税机构合并**。为确保改革圆满完成，税务总局在坚持以目标和问题为导向、“瘦身”与“健身”相结合、稳妥有序分步推进三项原则的基础上，构建了“改革方案+配套办法+操作文件”3 个层面的制度体系，制定了一揽子改革事项的任务台账和路线图、时间表，按照总体上比部委层面稍后一些、比地方机构改革稍前一些的进度安排，将改革分为统一思想保稳定、顶层设计定方案、动员部署鼓干劲、改好省局树样板、市县推进全覆盖、总结经验找差距、优化完善再升级 7 个阶段进行。四是**完善企业外债备案登记管理**。为优化境外发债主体结构、加强企业境外发债风险防控、完善部门之间外债管理协调配合机制，财政部、发改委下发通知，要求企业依托自身资信状况制定外债本息偿付计划，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，对涉及地方政府违法违规融资和担保的企业、承销机构、会计师事务所、律师事务所等主体及其主要负责人，将加大惩处问责力度。

货币政策方面，政策基调略有调整，未来将更多以结构性定向宽松手段缓解信用风险担忧、引导资金脱虚向实、支持调结构和促改革。央行货币政策委员会 6 月 27 日召开的第二季度例会指出，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。从“管住”货币供给总闸门到“管好”货币供给总闸门、从维护流动性“合理稳定”到保持流动性“合理充裕”的措辞变化，表明货币政策思路正在发生微妙调整——在国内外经济形势不确定性上升的情况下，货币政策未来将更加灵活有度，着力寻求稳增长、防风险和去杠杆之间的平衡。在工具选择上，近期央行两度通过定向降准实现结构性宽松。4 月 17 日，央行宣布定向降准 100bp，配合置换未到期 MLF 和促进小微贷款投放的操作；6 月 24 日，央行宣布对国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城商行、非县域农商行、外资银行等定向降准 50bp，其中针对国有行与股份行降准释放 5000 亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目，针对其他银行降准释放 2000 亿元，用于促进小微信贷投放。从政策走向来看，由于强监管带来的信用环境收紧将加剧经济下行压力，预计央行下半年将继续实施结构性定向宽松政策，一方面为去杠杆营造适合的货币金融环境，另一方面对实体经济中的薄弱环节给予更多流动性支持。

主要宏观经济及金融数据一览表

| 年-月份 | | 17-11 | 17-12 | 18-1 | 18-2 | 18-3 | 18-4 | 18-5 | 18-6 |
|--------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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, % | 6.1 | 6.2 | | 7.2* | 6.0 | 7.0 | 6.8 | 6.0 |
| 消费 当月 | | | | | | | | | |
| 社会消费品 | 同比增长, % | 10.2 | 9.4 | | 9.7* | 10.1 | 9.4 | 8.5 | 9.0 |
| 固定资产投资自年初累计 | | | | | | | | | |
| 总额 | 同比增长, % | 7.2 | 7.2 | | 7.9* | 7.5 | 7.0 | 6.1 | 6.0 |
| 房地产开发 | 同比增长, % | 7.5 | 7.0 | | 9.9* | 10.4 | 10.3 | 10.2 | 9.7 |
| 外贸 按美元, 当月 | | | | | | | | | |
| 进出口 | 同比增长, % | 14.7 | 8.0 | 22.0 | 24.5 | 5.3 | 16.6 | 18.5 | 12.5 |
| 出口 | 同比增长, % | 12.3 | 10.9 | 11.1 | 44.5 | -2.7 | 12.9 | 12.6 | 11.3 |
| 进口 | 同比增长, % | 17.7 | 4.5 | 36.9 | 6.3 | 14.4 | 21.5 | 26.0 | 14.1 |
| 贸易差额 | 美元, 亿 | 385.1 | 540.1 | 190.4 | 326.9 | -52.7 | 282.9 | 249.2 | 416.1 |
| 通货膨胀 当月 | | | | | | | | | |
| CPI | 同比增长, % | 1.7 | 1.8 | 1.5 | 2.9 | 2.1 | 1.8 | 1.8 | 1.9 |
| PPI | 同比增长, % | 5.8 | 4.9 | 4.3 | 3.7 | 3.1 | 3.4 | 4.1 | 4.7 |
| 社融及货币信贷 | | | | | | | | | |
| 社融规模 | 人民币, 万亿 | 1.60 | 1.14 | 3.06 | 1.17 | 1.33 | 1.56 | 0.76 | 1.18 |
| 新增信贷 | 人民币, 万亿 | 0.66 | 0.58 | 2.90 | 0.84 | 1.12 | 1.18 | 1.15 | 1.84 |
| M0 | 同比增长, % | 5.7 | 3.4 | 8.6 | 13.5 | 6.0 | 4.5 | 3.6 | 3.9 |
| M1 | 同比增长, % | 12.7 | 11.8 | 15.0 | 8.5 | 7.1 | 7.2 | 6.0 | 6.6 |
| M2 | 同比增长, % | 9.1 | 8.2 | -13.8 | 8.8 | 8.2 | 8.3 | 8.3 | 8.0 |

*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)

