

中国经济金融展望报告

2017 年第 2 季度（总第 30 期）

报告日期：2017 年 3 月 31 日

要点

- 2017 年一季度，中国经济积极因素明显增多，增长动能由“单引擎”向“双引擎”（新动能和传统动能）转变，景气周期继续上升。预计一季度经济增速可能重回“7”时代，增长 7%左右，比去年同期回升 0.3 个百分点；CPI 上涨 1.6%左右，涨幅同比放缓 0.5 个百分点。
- 展望二季度，影响外部环境的不稳定、不确定因素依然较多，国内经济增长的内生动力依然较弱，投资回升的可持续性面临考验，新一轮房地产调控政策影响有待观察。与此同时，随着供给侧结构性改革的深入推进，企业效益将继续改善，新兴产业将快速成长。预计二季度 GDP 增长 6.9%左右，比一季度小幅回落 0.1 个百分点，全年呈“前高后低”走势。
- 经济企稳向好，近期稳增长政策不宜再加码，应把重点放在解决中长期发展问题和资产价格泡沫等方面。财政政策要切实研究继续实施减税的空间和可行性，降低全社会税费负担。货币政策要稳中趋紧，在时机成熟时可以考虑加息。多部门要加强配合，铁腕治理房地产泡沫，不能让房地产畸形发展断送了中国经济的大好前程。

中国宏观经济预警指数

| 指标名称 | 2016 | | | | | | | | | | | | 2017 | |
|--------------------|------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|------|---|
| | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 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. 进口金额：当月同比 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 5. 出口金额（当月同比） | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 6. CPI（当月同比） | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 7. 各项贷款余额：同比 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 综合判断 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| | 15 | 16 | 14 | 13 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 13 | 14 | 15 | | |

红色：过热；黄色：偏热；绿色：正常；浅蓝：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）

陈志华（中银基金）

瞿亢（伦敦）

联系人：周景彤

电话：010-66592779

邮件：zjtlucky@163.com

增长动能转向“双引擎”背景下的政策选择

——中国银行中国经济金融展望报告（2017年第2季度）

今年一季度，中国经济积极因素明显增多，“供需两旺”态势明显，增长动能由“单引擎”向“双引擎”（新动能和传统动能）转变，经济景气继续上升。但中美会否爆发贸易战、美联储加息和东北亚局势，以及国内资金“脱实向虚”、房价过快上涨和金融风险事件多发等问题，给经济稳定健康运行带来了不确定性。初步估计，一季度经济增速可能重回“7”时代，GDP增长7%左右，比去年同期回升0.3个百分点；CPI上涨1.6%左右，涨幅同比放缓0.5个百分点。展望二季度，影响外部环境的不稳定、不确定因素依然较多，国内经济由“双引擎”拉动态势和投资回升的可持续性存在变数，新一轮房地产调控政策的效果和影响有待观察。与此同时，供给侧结构性改革将深入推进，企业效益会延续改善趋势，新兴产业将较快成长。综合判断，预计二季度GDP增长在6.9%左右，比一季度小幅回落0.1个百分点。假定经济景气延续回升势头，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，这意味着中国经济将正式走过“拐点”。从政策选择看，经济企稳向好，近期稳增长政策不宜再加码，应把重点放在解决中长期发展和资产价格泡沫等方面。财政政策要切实研究继续实施减税的空间和可行性，降低全社会税费负担。货币政策要稳中趋紧，在时机成熟时可以考虑加息。多部门要加强配合，铁腕治理房地产泡沫，不能让房地产畸形发展断送了中国经济的大好前程。本报告还专题讨论了税费负担和制造业竞争力、金融改革新动向和中美潜在贸易战等当前市场上普遍关注的三个问题（详见第四部分）。

一、2017 年一季度经济形势回顾与二季度展望

(一) 一季度经济运行主要特征

一季度，中国经济主要指标“齐头并进”，经济景气显著上升（图 2），需求和供给之间、内需和外需之间、新兴与传统之间正在形成良性互动。主要运行特征：

图 1：中国 GDP 季度增长走势

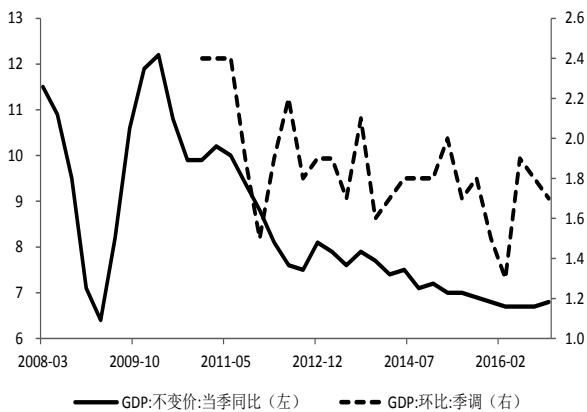


图 2：中国宏观经济景气预警系统

| 指标名称 | 2016 | | | | | | | | | | 2017 | |
|--------------------|------|---|---|---|---|---|---|----|----|----|------|---|
| | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 |
| 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. 进口金额：当月同比 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 5. 出口金额(当月同比) | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 6. CPI(当月同比) | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 7. 各项贷款余额：同比 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 综合判断 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

一是景气回升，需求和供给“两旺”。从需求角度看，前 2 个月投资增长 8.9%，比去年全年提高 0.8 个百分点（图 3），基础设施、制造业和房地产三大投资均在加快（图 4）。前 2 个月基建投资（不含电力）在去年高增长 15% 的基础上，增速高达 27.3%，其中水利环境和公共设施管理业投资增长比去年全年加快 10.3 个百分点，交通运输、仓储和邮政业投资增速比去年全年加快 9.3 个百分点。经济企稳向好、企业成本费用下降，带动制造业投资信心和能力的增强，前 2 个月制造业投资增长 4.3%，比去年全年加快 0.1 个百分点。受房价上涨、去库存等因素影响，房地产投资增长也延续了去年下半年以来不断加快的趋势，前 2 个月增长 8.9%，比去年全年加快 2 个百分点。挖掘机销量爆发式增长也从一个侧面反映了基建和房地产投资的加快，前 2 个月累计销售 22381 台，同比增长 55.9%。更值得关注的是，去年以来持续低迷的民间投资继续好转，1-2 月同比增长 6.7%，增速比去年全年加快 3.5 个百分点，表明随着企业效益改善、促进

民间投资政策的逐步落实，民企投资的能力和信心正在恢复。前 2 个月，出口受春节等因素影响波动较大，但还是增长了 4%，去年同期则为下降 21%；进口增长 26.4%，既与价格上升有关，也反映了国内经济回升和需求比较旺盛。

图 3：三大需求累计增速 (%)

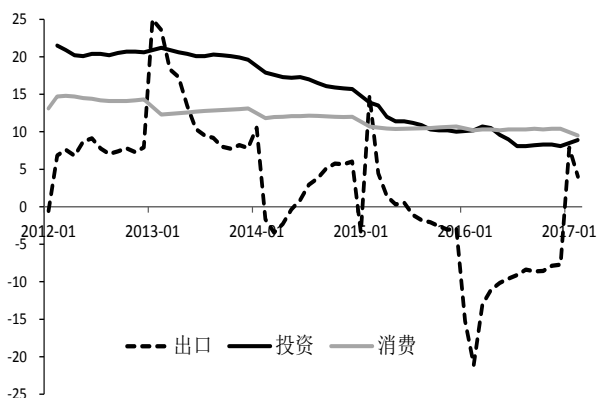
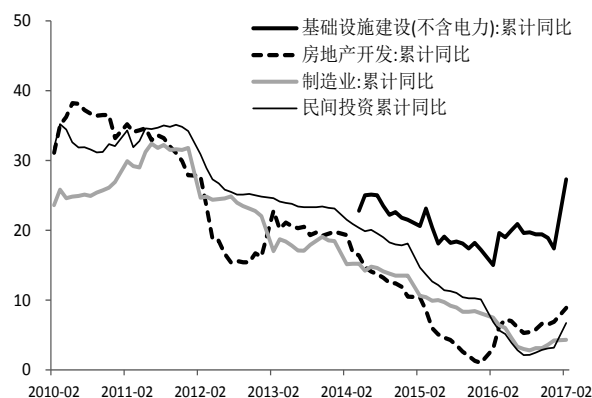


图 4：各类投资累计增速 (%)



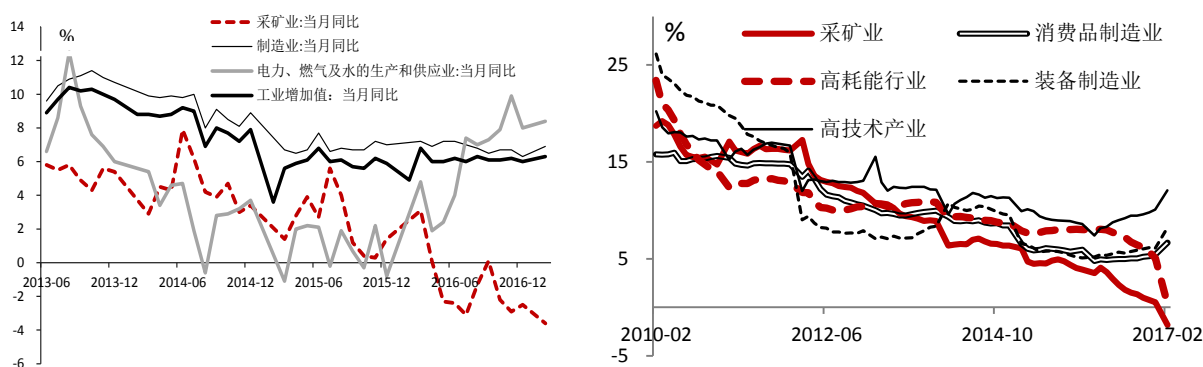
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

从供给角度看，前 2 个月工业增加值增长 6.3%，比去年同期加快 0.9 个百分点，比去年全年高 0.3 个百分点（图 5）。其中，汽车制造业增长 17%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.1%，专用设备制造业增长 11.5%，通用设备制造业增长 10.6%，电力、热力生产和供应业增长 8.7%。另外，备受社会关注的东北地区情况有所好转，辽宁省工业增加值下降 6.9%，降幅同比收窄 2.9 个百分点；吉林省增长 6.5%，增速同比加快 4 个百分点；黑龙江省增长 1%，去年同期则为下降 0.6%。前 2 个月，服务业生产指数同比增长 8.2%，增速比上年同期加快 0.1 个百分点。

二是动能转换，传统行业和新兴行业形成“双引擎”。随着供给侧结构性改革的推进和创业创新发展，新产业、新业态继续加快成长（图 6）。1-2 月高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 12.6% 和 11.9%，分别比上年提高 1.8、2.4 个百分点。其中光电子器件增长 54.4%，工业机器人增长 29.9%，集成电路增长 24.2%。消费增速有所放缓，1-2 月同比增长 9.5%，比去年全年下降 0.5 个百分点，这主要与小排量汽车减半征收购置税政策减退、新能源汽车补贴减少和去年基数较高等因素有关。同时，新兴消费和与住房有关的消费旺盛。实物

商品网上零售额增长 25.5%，文化办公用品增长 13.4%，建筑及装潢材料增长 12.9%，家具增长 11.8%。受价格上涨因素影响，1-2 月石油及制品同比增长 14%，增速比去年全年提高 12.8 个百分点。在新兴行业较快增长的同时，一些传统行业受价格上升、效益改善等方面的影响，其增长也有所加快。前 2 个月，粗钢产量增长 5.8%，增速比去年同期上升 11.5 个百分点；钢材增长 4.1%，增速比去年同期上升 6.2 个百分点；焦炭增长 4.6%，增速比去年同期加快 15 个百分点；氧化铝增长 22.9%，增速同比加快 20.6 个百分点。

图 5：工业行业增加值增速 图 6：不同类型制造业平均增速



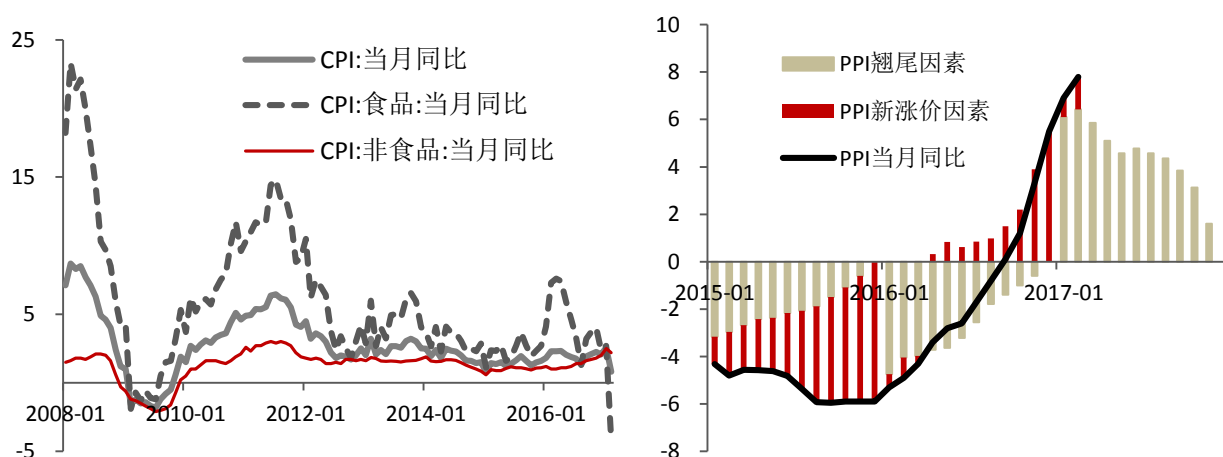
注：图 6 中高技术行业、装备制造业等不同类型增速为作者计算的各细分行业增速的平均值，文中高技术行业、装备制造业增速为统计局公布值。

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是通胀抬头，CPI 和 PPI“剪刀差”扩大。前 2 个月 CPI“大起大落”，1 月上涨 2.5%，2 月又大幅下降到 0.8%（图 7），主要与两个因素有关：一是春节因素。2016 年春节在 2 月，而今年春节在 1 月，今年 2 月春节因素的消失使得与节日消费有关的价格出现明显下降。比如食品烟酒价格去年 2 月上涨了 5.8%，今年 2 月下降了 2.4%；家庭服务价格去年 2 月上涨了 3.8%，今年 2 月仅上涨了 2.6%。二是暖冬因素。与 2015 年冬天寒潮等极端天气相比，今年 2016 年冬天天气总体比较好，未出现大范围降雪降温等极端天气，这使得鲜菜等生产和运输没有受影响，即使节日期间这些产品的价格也比较平稳，没有出现明显上涨。今年前 2 个月鲜菜价格累计下降了 14%，去年同期则上涨了 23.2%。春节和暖冬因素共同导致今年前 2 个月翘尾因素变化很大，1 月份 CPI 涨幅中的翘

尾因素为 1.6%，2 月则仅为 0。从八大篮子看，CPI 依然呈现“七涨一跌”格局，但这次价格下跌的不是交通和通讯（1.7%），而是食品（-4.3%），同时与消费结构升级有关的医疗、教育等服务价格持续上涨。虽然去年 10 月以来房地产调控政策不断收紧，但部分二线城市以及三线、四线城市销售快速上升，1-2 月份非重点城市商品房销售面积同比增长 35.9%，增速比上年全年加快 14.0 个百分点。销售较快带动房价继续攀升，2 月份 70 个大中城市二手住宅价格指数环比上涨 0.4%，同比上涨 7.9%。这使得房租价格涨幅也较高。近期钢铁、煤炭价格还在上涨，同时翘尾因素较高（前 2 个月均在 6% 以上，3、4 月份在 5% 以上），前 2 个月 PPI 同比上涨 7.3%（图 8），与 CPI 的“剪刀差”进一步扩大。

图 7: 食品价格带动 CPI 回落(%) 图 8: 新涨价因素带动 PPI 快速上涨(%)



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

总体来看，今年一季度，宏观经济运行中的积极因素明显增多，“供需两旺”态势明显，经济增长由新动能“单引擎”向新动能和传统动能“双引擎”转变，经济景气周期明显上升。但中美贸易战、东北亚局势，以及国内资金“脱实向虚”、房价过快上涨、资金成本可能上升和金融风险事件多发等问题，对经济稳定健康发展带来了不确定性。初步预计，一季度经济增速可能重回“7”时代，GDP 增长 7% 左右，比去年同期回升 0.3 个百分点；CPI 上涨 1.6% 左右，涨幅同比放缓 0.5 个百分点。

（二）2017 年二季度经济形势展望

展望二季度，全球经济总体在好转，欧元区经济改善，美国经济持续复苏，但国际环境复杂多变，全球化和逆全球化力量博弈加剧，美联储持续加息，外部经济的不稳定、不确定性仍然较多。国内经济内生动力依然较弱，投资回升的可持续性面临考验，新一轮房地产调控的效果和影响也存在变数。与此同时，供给侧结构性改革深入推进，企业效益将延续改善趋势，新兴产业将继续较快成长。综合考虑，预计二季度 GDP 增长 6.9% 左右，比一季度小幅回落 0.1 个百分点；假定经济景气延续回升势头，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，这意味着中国经济将正式走过“拐点”。支撑这一判断的理由：**一是**全球经济正在走出周期性底部，今年美、日、欧等主要经济体增速可能会高于去年；**二是**国内各方面逐步适应了政治和经济的新常态，再考虑到今年下半年要召开党的“十九大”和明年政府换届，各方面工作的内在动力和外在压力均在增大；**三是**近年来经济减速的客观形势和淘汰过剩产能等政策的主动作为，倒逼新兴产业和新兴业态发展壮大，其在国民经济中的地位正在由“无足轻重”变为“举足轻重”。

二季度经济运行将呈以下趋势：

一是从需求侧看，投资保持较快增长。基建投资将保持高增长，制造业投资将继续回升。但在货币政策中性偏紧的背景下，固定资产投资资金来源将受到限制。春节过后，随着部分一、二线城市房地产市场再度趋热，调控政策还在收紧，2 月以来 20 多个城市¹相继开启限购或升级限购政策。3 月中旬以来，北京实施“认房又认贷”、二套房首付比例提至 60% 等房地产新政。预计二季度政府调控措施将进一步加强，这将影响房地产投资回升，加之上年同期基数较高，预计二季度及以后房地产投资增速将有所回落。**新兴消费带动消费保持稳定，但受收入和高房价两个因素的掣肘。**在居民消费结构升级、政府政策支持

¹ 包括涿州、涿水、崇礼、杭州、南昌、滁州、三亚、嘉善、赣州、青岛、南京、北京、石家庄、广州、郑州、长沙、保定、临泉、成都、沧州、厦门、佛山、杭州、中山等。

引导的作用下，文体娱乐、医疗保健、网上零售等新型消费仍会保持较快增长，也将带动消费稳定增长。但去年居民收入增速（6.3%）低于 GDP 增速（6.7%），将影响居民消费的能力和意愿。同时，在热点城市房地产热的驱动下，居民杠杆率（住户贷款/GDP）上升较快，2016 年上升至 45%，比上年提高 6 个百分点。这意味着相当一部分收入将用于还贷，将会对消费产生“挤出效应”。**外贸压力有望减轻。**今年中国 PMI 新出口订单指数、外贸出口先导指数连续 2 个月回升，全球综合 PMI 保持在 53% 以上的景气区间，预计二季度出口延续回稳趋势，但考虑到去年同期基数上升，出口增速会略低于一季度。受大宗商品价格回升和国内需求企稳的影响，进口增长仍将有明显改善，增速将快于出口。

二是从供给侧看，工业生产总体保持稳定。一方面，出口延续改善趋势，新兴产业加快成长，政府降成本力度进一步加大，工业产品价格回升，企业盈利能力和预期仍将有所提高，这些有利于工业生产增长。目前来看，工业企业产成品库存增速自 2016 年 11 月开始转负为正，企业已进入回补库存阶段；2 月 PMI 中企业生产经营活动预期指数回升到 60%。但另一方面，政府去产能仍将持续推进，《政府工作报告》提出今年要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，其中钢铁去产能目标要高于去年。一些产能利用率低、过剩产能比较严重的领域也会纳入去产能范围。这意味着煤炭、钢铁等相关行业的生产仍将保持低增长。房地产调控政策进一步收紧，二季度房地产销售、投资可能有所回落，不利于其上下游工业行业增长。**服务业保持较快增长。**主要行业中，房地产调控政策进一步收紧的影响逐步显现，预计二季度房地产业增加值增速继续回落。由于去年二季度基数降低，预计金融业增加值增速将较一季度有所回升。工业生产的总体稳定将带动交通运输、仓储和邮政业的较快增长，但考虑到基数原因，预计二季度其增速要略低于一季度。批发零售业、住宿餐饮业将平稳增长。租赁和商务服务业、科研技术服务业、文娱等其他服务业仍将保持较快增长。

三是 **CPI 与 PPI“剪刀差”将有所收窄，通胀总体温温和可控**。随着季节性因素消失，CPI 涨幅将逐步回归到由结构性因素主导的阶段，这意味着二季度 CPI 涨幅将小幅回升（1.8%左右），但回升幅度有限。同时，由于产能过剩领域供过于求的局面短期难以改变，固定资产投资难有明显回升，加之去产能的推进会更注重与价格回升的平衡，相关产品价格的持续大幅回升较难出现，再考虑到二季度 PPI 翘尾因素有所减小，预计 PPI 涨幅会较一季度略有回落。CPI 和 PPI 涨幅“一起一落”，两者的“剪刀差”将有所收窄，通胀总体温温和可控。

二、2017 年一季度金融形势回顾与二季度展望

一季度，金融政策更加强调为企业去杠杆、楼市抑泡沫和金融防风险创造良好环境。一是表外理财纳入宏观审慎评估体系，广义信贷口径调整正式落地。二是“隐性加息”进程开启，央行上调中期借贷便利（MLF）等公开市场操作利率。三是加强重点领域金融风险防控，实施房地产差别信贷政策。四是金融开放提速，外资进入银行、证券公司、保险机构等金融领域的门槛进一步降低²。从金融运行情况来看，货币信贷平稳增长，信贷结构趋于改善；人民币汇率企稳，外汇储备余额回升。但是，实现资金“脱虚向实”目标任重道远，受前期债市震荡的影响，债券融资规模出现下降，货币市场流动性趋紧，市场利率有所上升，美联储加息等外部因素将对境内金融市场和货币政策带来不确定性。

（一）一季度金融运行形势回顾

1. 货币信贷平稳增长，信贷结构继续改善

截至 2 月末，广义货币供应量（M2）达到 158.3 万亿元，同比增长 11.1%，增速比 2016 年末下降 0.2 个百分点；狭义货币供应量（M1）同比增长 21.4%，

² 2017 年 1 月，国务院《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》正式对外公布，《通知》提出，将进一步放宽银行类金融机构、证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、保险机构、保险中介机构外资准入限制，放开会计审计、建筑设计、评级服务等领域外资准入限制等。

“M2-M1”增速“剪刀差”由上月的-3.2%扩大至-10.3%，结束了此前连续6个月收窄的态势（图9）。M1增速加快，表面上看主要与单位活期存款大幅上升有关，2月份单位活期存款同比增长25.3%，相比上月大幅提高11.8个百分点。但其根本原因还在于房地产交易热度不减，导致交易性货币需求大幅增加。前2个月，商品房销售面积同比增长25.1%，相比2016年末加快2.6个百分点。

图9：M2和M1增速“剪刀差”扩大

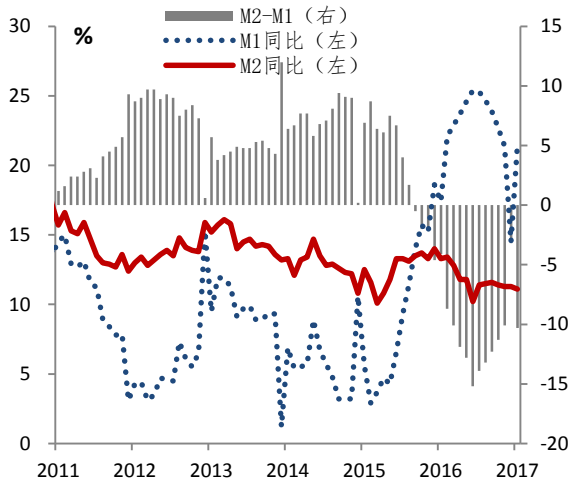
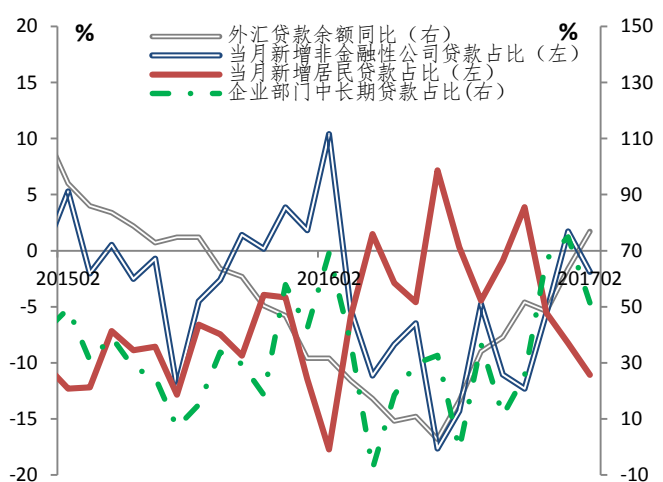


图10：贷款结构出现改善迹象



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

社会融资规模平稳增长，直接融资下降。前2个月，新增社会融资4.89万亿元，比上年同期多增加6777亿元，这主要与新增未贴现承兑汇票、信托贷款和外币贷款回升有关，其分别比上年同期增加6790亿元、3377亿元和2790亿元。与此同时，非金融企业债券融资和股票融资则分别比上年同期减少了8161亿元和144亿元，债券融资下降主要与去年四季度以来债市震荡和利率上升有关，股票融资减少主要与再融资新规实施有关。2月17日，中国证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》部分条文进行修订，明确对2017年A股再融资规模严格控制，这有利于保护中小投资者利益、减少股市“抽血”担忧和价差套利，但短期对股市融资产生了不利影响。

信贷结构趋于改善，住房抵押贷款占比下降。前2个月，新增人民币贷款

3.34 万亿元，与上年同期基本持平。贷款结构继续改善：一是中长期贷款稳中有升。前 2 个月，中长期贷款余额为 65.56 万亿元，占全部人民币贷款余额的 59.7%，比 2016 年末上升 1.2 个百分点。前 2 个月，新增中长期贷款 3.19 万亿元。二是非金融企业贷款大幅回升。2 月份，新增非金融企业贷款 7314 亿元，占当月新增贷款的 62.5%，比 2016 年末上升 14.8 个百分点。非金融企业贷款回升与投资企稳、企业盈利改善、实体经济正在好转等因素有关，同时也表明“脱虚向实”的相关政策在发挥作用。三是居民住房按揭抵押贷款占比下降。2 月，新增居民户中长期贷款为 3804 亿元，占当月新增贷款比重为 32.5%，比 2016 年末下降 8 个百分点。值得注意的是，尽管前 2 个月居民住房按揭贷款占当月新增贷款的比重下降，但规模还是高达 1 万亿元，比去年同期还是增加了 3494 亿元。四是外汇贷款需求回升。2 月末，外汇贷款余额同比上升 1.7%，结束了 2015 年 9 月以来持续下降局面（图 10），这主要与人民币贬值预期减弱有关。

2. “隐性加息”周期开启，流动性稳中趋紧

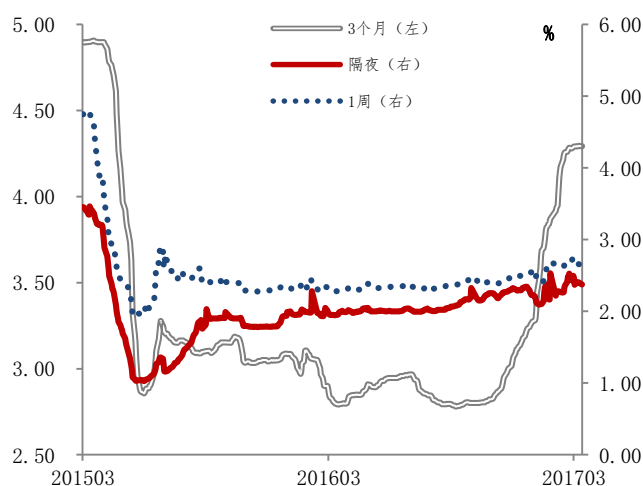
年初以来，受春节取现、缴税、外汇占款减少和存款准备金汇缴等因素影响，市场流动性明显趋于紧张。在此背景下，货币政策采用了“一手松、一手紧”的做法以稳定流动性。一方面，采用临时流动性便利（TLF）和加大逆回购操作等方式向市场注入流动性。1 月 20 日，央行使用临时流动性便利对五大行定向定时降准，这是央行首次采用此类工具。另一方面，通过提高中期借贷便利（MLF）利率和净回笼资金等“隐性加息”方式倒逼金融机构“去杠杆”。1 月 24 日，央行上调了 6 个月和 1 年期中期借贷便利（MLF）利率 10 个基点，这是自 2010 年 9 月以来首次上调政策利率。今年 2 月和 3 月，央行又分别将逆回购各期限利率（7 天、14 天和 28 天三个品种）、常备借贷便利 SLF 各期限利率（隔夜、7 天、1 个月）、中期借贷便利 MLF 各期限利率（3 个月、6 个月和 1 年）各分别上调 10 个 BP。总体看，今年以来货币供应量呈收紧态势。截至 3 月 24 日，央行通过公开市场操作净回笼 7350 亿元资金。这种政策组合拳的根

本目的，一是满足春节和年初信贷投放的资金需求，有利于缓解阶段性流动性紧张。但考虑到该流动性便利在 28 天到期后要归还，且年初往往是信贷投放高峰期，使得春节后流动性紧张状况再次凸现；二是抑制廉价资金继续投向房地产和债券市场，促进资金“脱虚向实”。

表 1: SHIBOR 均值及其波动

| | 隔夜 SHIBOR | | 1 周 SHIBOR | | 3 个月 SHIBOR | |
|--------|-----------|------|------------|------|-------------|------|
| | 均值 | 方差 | 均值 | 方差 | 均值 | 方差 |
| 2011 | 3.27 | 1.69 | 4.03 | 2.15 | 5.22 | 0.43 |
| 2012 | 2.82 | 0.69 | 3.49 | 0.53 | 4.29 | 0.43 |
| 2013 | 3.32 | 1.78 | 4.08 | 1.43 | 4.44 | 0.30 |
| 2014 | 2.77 | 0.28 | 3.58 | 0.47 | 4.97 | 0.22 |
| 2015 | 2.01 | 0.51 | 2.87 | 0.75 | 3.68 | 0.68 |
| 2016Q1 | 1.98 | 0.05 | 2.32 | 0.05 | 2.94 | 0.12 |
| 2016Q2 | 2.01 | 0.01 | 2.33 | 0.02 | 2.91 | 0.04 |
| 2016Q3 | 2.06 | 0.07 | 2.39 | 0.06 | 2.87 | 0.10 |
| 2016Q4 | 2.22 | 0.08 | 2.44 | 0.06 | 2.93 | 0.16 |
| 2017Q1 | 2.30 | 0.13 | 2.61 | 0.10 | 3.99 | 0.32 |

图 11: SHIBOR 利率上行



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

从市场运行看，流动性稳中有紧。一是 SHIBOR 各期限利率均有不同程度的上升。截至 2017 年 3 月 14 日，隔夜 SHIBOR 的平均值为 2.3%，相比 2016 年四季度上行 8 个 BP；7 天 SHIBOR 的平均值为 2.61%，相比 2016 年四季度上行 17 个 BP（表 1）。二是波动性加大。一季度，SHIBOR 各期限利率波动性相比 2016 年各季度均上升，即方差变大（表 1）。三是隔夜及 7 天资金利率上行幅度较小。2017 年 3 月 14 日，3 个月期 SHIBOR 较 2016 年末大幅上升了 102 个 BP，同期 SHIBOR 隔夜及 7 天利率则分别上升了 15 和 11 个 BP（图 11）。

3. 债券市场趋于平稳，前期冲击因素减弱

债券市场经历了去年四季度大幅下跌³之后，今年一季度总体上趋于平稳。

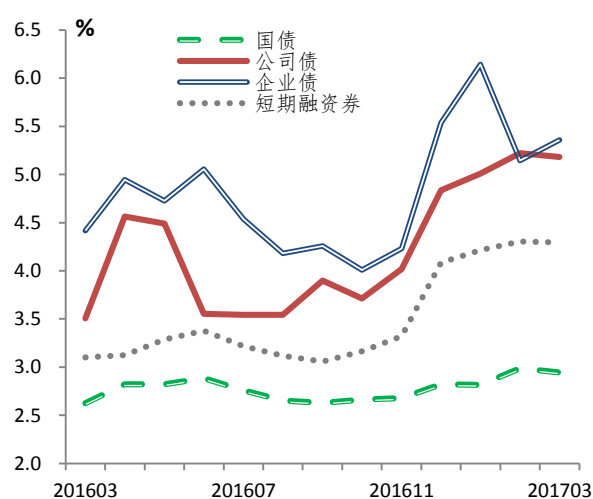
³ 去年四季度债券市场大幅调整，主要与货币政策收紧、表外理财纳入 MPA 考核以及债券代持等风险事件爆发有关。

中债总指数先跌后涨，3月24日，中债总指数收报于168.81点，相较于2016年末下降1.1点。前2个月债券市场运行主要特点：**一是**债券发行减少。今年前2个月，债券累计发行1.2万亿元，比上年同期减少32.4%。其中，企业债券发行55.4亿元，比上年同期减少93.4%。**二是**信用利差扩大，期限利差收窄。受去年四季度以来债市违约现象增加的影响，不同信用等级企业债券利率均出现不同程度上行且利差也不断扩大，3月末，三年期（AAA）企业债与同期限国债信用利差提高了342.1个BP。在收益率整体上行的同时，10年期和1年期国债期限利差大幅收窄，3月末，期限利差相比2016年末收窄120个BP（图12）。**三是**债市违约事件依旧高发。年初以来，中国又有8只债券违约，涉及金额为69亿元。**四是**债券发行利率明显上行。3月末，国债、公司债和企业债发行利率相比2016年9月分别上行了315、1283和1100个BP，相比2015年上行219、2039和797个BP（图13）。

图 12：期限利差和信用利差



图 13：不同类型债券发行利率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 人民币汇率有所企稳，境内外汇差由负转正

今年以来，人民币汇率逐步企稳。3月10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93.32、94.5和95.14，

比去年末略有下降（图 14）。3 月 24 日，人民币兑美元汇率中间价报 6.8845，较去年末升值 0.76%。在岸和离岸人民币汇差也由负转正⁴，即由去年末的-200 个基点上升至 148 个基点（图 15）。离岸市场与在岸市场人民币的汇差出现逆转，表明离岸市场更趋看多人民币。当前人民币汇率企稳主要与以下因素有关：一是中国经济正在企稳，人民币贬值预期明显缓解。二是非正常跨境资本流出受到限制。人民银行于 2016 年 12 月 30 日发布《金融机构大额交易和可疑交易报告管理办法》后，今年以来个人购汇审查更加严格，且不得用于境外买房、证券投资等尚未开放的资本项目。这有力打击了此前部分套汇、套利等不合规行为，从源头上减少了非正常跨境资本流出。三是中美利差收窄。央行利用利率手段调节汇率，通过逆回购、调节 MLF 和 SLF 利率等手段，引导市场利率和利率走廊上移。人民币汇率企稳、市场结售汇意愿变化等因素使得外汇储备出现回升。2 月末官方外汇储备余额较 1 月份增加 69.2 亿美元，重新回到 3 万亿美元以上。

图 14：人民币汇率走势

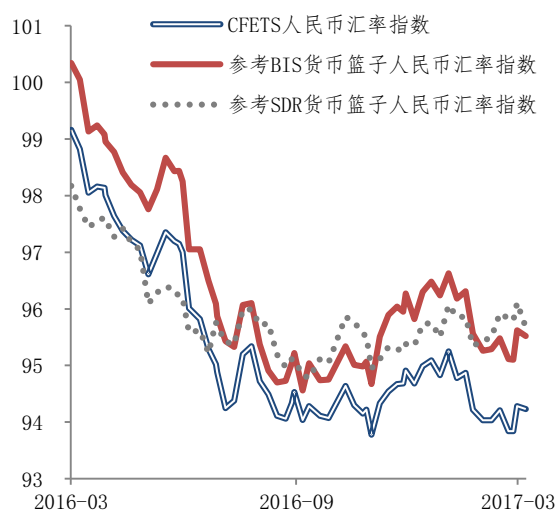
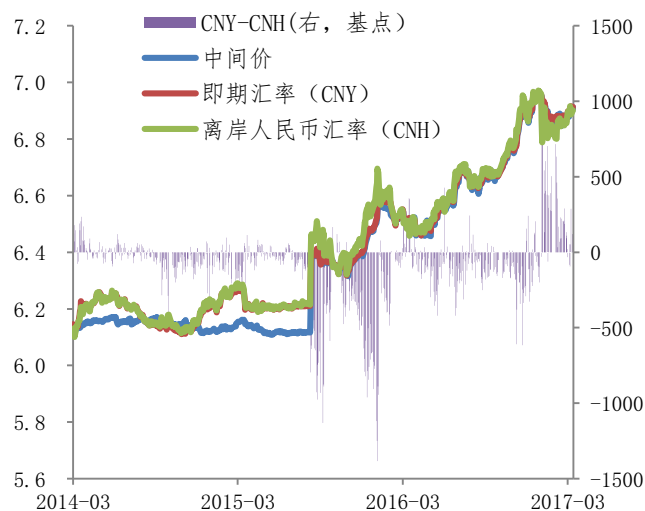


图 15：境内外美元兑人民币汇差



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4 境内在岸人民币兑美元即期汇率与香港离岸人民币汇率的差值，该值为正，则为正缺口，表明在岸人民币汇率贬值预期大于离岸市场。反之亦然。

（二）二季度金融形势展望

1. “紧货币”格局持续，货币市场利率易升难降

二季度，影响货币市场的主要因素有：一是货币政策“稳中趋紧”将是大概率事件。今年《政府工作报告》指出，2017年广义货币（M2）和社会融资规模预期增长目标均为12%左右，较2016年下调1个百分点。并且与往年“流动性合理充裕，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长”等表述方式不同，今年货币政策更加强调“流动性基本稳定和疏通货币政策传导机制”，表明货币政策放松的可能性小。二是外部流动性趋紧。3月美联储已再次加息，预计今年仍有可能加息2-3次。与此同时，根据3月9日公布的欧洲央行利率决议，欧洲央行上调未来通胀预期，删除了“使用所有可用工具”的表述，表明随着欧洲经济好转，欧央行继续宽松的可能性下降，货币政策或将转向。美、欧等主要经济体货币政策边际收紧将带来全球流动性收紧和市场利率上升。三是通胀上升加大货币政策收紧的压力。预计二季度M2增长11.2%，社会融资规模同比增长12.5%，“紧货币”格局将持续。

2. 信贷平稳增长，“稳信贷”趋势下信贷结构继续优化

二季度，随着宏观经济继续企稳、基建投资融资需求较大，信贷增长面临更有利的条件，同时股市和债市的融资功能在短期内难以修复，需要信贷继续发力。但考虑到货币政策稳中有紧，信贷大幅增长的可能性不大。预计二季度新增人民币贷款约4万亿元，全年新增贷款接近12万亿元。一是非金融企业贷款继续回升。这主要得益于经济企稳、企业效益改善和民间投资回升。二是基建投资融资需求仍然较大。今年要完成铁路建设投资8000亿元、公路水运投资1.8万亿元，这都需要大量信贷资金的支持。三是个人住房按揭贷款增长放缓。随着今年3月以来新一轮从严房地产调控政策的出台，预计二季度个人住房按揭贷款增速或将明显放缓。四是新产业、新消费、新农村、绿色金融加快发展。

《政府工作报告》提出，大力发展乡村、休闲、全域旅游等，促进电商、快递进社区进农村，加快新材料、人工智能等技术研发和转化，稳步推进农村集体产权制度改革等。全域旅游、人工智能、第五代移动通信等第一次写入《政府工作报告》，预计新产业、基础设施、新消费、新旅游、绿色金融或将引领今年金融服务需求。

3. 人民币汇率稳定因素增加，债市乌云“挥之不去”

二季度，人民币汇率保持稳定的因素将继续增加。一方面，随着3月美联储加息的落地，美元指数升势暂告一段落，对人民币汇率和资本外流最悲观的时候已经过去。另一方面，随着中国经济增长逐步企稳、外汇储备重现增长、境内外汇差由负转正，这些积极因素决定了人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定。中期看，受全球不确定性持续发酵、美联储加息预期依然存在以及国内经济企稳基础尚不牢固等因素影响，人民币兑美元汇率仍然存在一定的贬值压力。

从近期看，债市乌云“挥之不去”，阶段性底部行情持续。经济企稳信号增加，流动性边际收紧和通胀预期上行，加大了利率上行压力。与此同时，今年信用风险难有明显缓释，去产能、去杠杆持续推进将仍将导致相关企业违约风险上升。从中期看，债市发展面临一些利好因素。一是今年宏观经济环境整体好于去年，信用资产质量继续大幅恶化可能性小；二是债券市场开放步伐继续扩大，有利于吸引资金流入。3月15日李克强总理在答记者问时提出，今年准备在香港和内地试行“债券通”，国际投资者进入境内债券市场的便利性将进一步提升；三是利率债仍将是低风险偏好资金“抱团取暖”的避风港。

表 2：2017 年二季度及全年中国经济金融主要指标预测 (%)

| 指 标 | 2013 (R) | 2014 (R) | 2015 (R) | 2016 (R) | 2017 | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-------|
| | | | | | Q1 (E) | Q2 (F) | 全年(F) |
| GDP | 7.8 | 7.3 | 6.9 | 6.7 | 7.0 | 6.9 | 6.8 |
| 规模以上工业 增加值 | 9.7 | 8.3 | 6.1 | 6.0 | 6.2 | 6.2 | 6.1 |
| 服务业增加值 | 8.3 | 7.8 | 8.2 | 7.8 | 8.2 | 8.1 | 8.1 |
| 固定资产投资额 | 19.6 | 15.7 | 10.0 | 8.1 | 8.8 | 8.6 | 8.5 |
| 消费品零售总额 | 13.1 | 12.0 | 10.7 | 10.4 | 9.5 | 9.5 | 9.8 |
| 出口 | 7.8 | 6.0 | -2.9 | -7.7 | 2.5 | 2.5 | 1.0 |
| 进口 | 7.3 | 0.5 | -14.3 | -5.5 | 26.0 | 15.0 | 12.5 |
| 居民消费价格指数 (CPI) | 2.6 | 2.0 | 1.4 | 2.0 | 1.6 | 1.8 | 2.0 |
| 工业品出厂价格指数 (PPI) | -1.9 | -1.9 | -5.2 | -1.4 | 7.5 | 6.3 | 5.5 |
| 广义货币(M2, 期 末) | 13.6 | 12.2 | 13.3 | 11.3 | 11.2 | 11.2 | 11.5 |
| 社会融资规模 (存量) | 17.5 | 14.3 | 12.4 | 12.8 | 12.5 | 12.5 | 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

(一) 财政政策：加快支出进度，增强政策有效性

二季度，财政政策将坚持积极有效基调，力求早发力、早见效，保持科技、社保、医疗、保障房等重点支出的快速增长。

第一，继续实施积极财政政策，加快支出进度。一方面，继续推动减税降费。今年《政府工作报告》提出，全年再减少企业税负 3500 亿元左右、涉企收费约 2000 亿元，取消或停征中央涉企行政事业性收费 35 项，收费项目再减少一半以上。另一方面，适度扩大支出规模，加快支出进度。今年财政赤字率保持在 3%，将加大科技、社保、就业、医疗卫生、住房保障等支出力度，在适度增加总需求中发挥积极作用。近三年财政支出进度明显加快，二季度在全年财

政支出中的比重高于以前年份，预计今年财政支出仍将在二季度发力。

第二，完善增值税税率结构，降低小微企业税负。在去年全面推开营改增试点政策之后，一般纳税人适用四档税率，即 6%、11%、13% 和 17%。下一步政府将更好地落实和完善营改增试点政策，简化增值税税率结构，在准确测算税负的基础上，将四档税率简并为三档，同时完善增值税抵扣链条。政府将再度扩大小微企业享受减半征收所得税优惠的范围，由年纳税所得额 30 万以下扩大到年纳税所得额 50 万以下的小微企业，更大力度扶持小微企业发展。同时，提高科技型中小企业研发费用加计扣除比例，从 50% 提高到 75%，加大对科技创新企业的扶持力度，使企业能够轻装上阵。

第三，提高政策的有效性和精准度。政府将资金更多投向补短板、调结构、促创新、惠民生领域，特别是定向支持经济困难地区、落后地区和国民经济薄弱环节。今年中央预算内投资安排 5076 亿元，继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设。政府将完善精准扶贫、精准脱贫机制，确保脱贫攻坚资金用到“刀刃上”，用到帮助贫困群众解决实际问题上。加大教育、医疗、养老、农村人居环境等民生投资，推进公共服务领域的短板建设，增加有效供给。此外，还将坚持有保有压、区别对待，特别是压缩非重点支出，减少对绩效不高项目的预算安排，提高资金使用效益。

第四，严格规范地方政府举债行为。过去两年，8.1 万亿元的地方政府债务实现置换，减少利息支出超过 5000 亿元，地方政府债务风险得到较好地控制。为适应预算赤字安排，今年政府将安排发行 8000 亿元地方专项债券，主要用于具有一定收益项目的资本支出，可以起到扩大总需求的作用。下一步，政府将坚持“开前门，堵后门”的原则，继续推进地方政府债务置换，完善地方政府债务预警、监督、应急处置和问责机制，特别是严查违法违规担保举债，加强对此类问题的查处问责力度，全面加强地方债务风险防控。

第五，加快推动 PPP 项目落地，关注项目实施进度和规范性。2016 年末，中国 PPP 综合信息平台入库项目多达 11260 个，概算总投资达 13.5 万亿元，签约落地的项目已有 1351 个，总投资额 2.2 万亿元。与 2015 年相比，项目落地数量和投资规模增长了 4 倍多。下一步，政府将在总结前期 PPP 项目经验的基础上，深化政府和社会资本合作，落实和完善促进民间投资的政策措施，完善相关价格、税费等优惠政策，要求地方政府带头讲诚信，决不能随意改变约定，不能“新官不理旧账”，保护私人资本合法权益。

(二) 货币政策：总体稳健，隐性加息步伐加快

二季度，在经济企稳的大背景下，考虑到部分城市房价继续大幅上行、企业融资成本承压以及人民币汇率贬值压力犹存等问题，货币政策调控在总体保持稳健基调上，会将重点放在“抑泡沫、稳汇率”等风险防控上，通过强化政策工具组合和差别化房贷调控，以引导资金“脱虚向实”。

第一，力度更加趋紧。为抑制资产价格泡沫，货币政策调控将保持稳健，降准可能性进一步降低。但为保证流动性基本稳定，在类似遇到货币市场利率飚升、外汇占款等基础货币大幅减少情况下，仍将会通过加大公开市场操作力度等注入流动性。

第二，隐性加息步伐加快，公开市场利率和房贷利率或将进一步上行。如果房地产等资产价格继续大幅上涨和人民币汇率贬值预期再次上升，不排除央行再度提高 MLF、逆回购等利率的可能，以减少金融套利空间和提高境内资产吸引力。事实上，央行已于 3 月 16 日提高了逆回购利率以应对美联储加息带来的不利影响。此外，央行也可以窗口指导等方式要求银行减少房贷利率优惠幅度或提高个人住房按揭贷款利率。

第三，完善跨境资本流动的监管框架，做好人民币汇率预期管理。进一步监控及判断客户跨境交易的资金流向。对于确有实需背景的客户，应保持政策

的连贯性。对于无真实贸易背景或资金去向不明的购汇交易，加大处罚力度，提高套利成本。加强对货币市场、资本市场、外汇市场和保险市场跨境资本流动和跨境交易的统一监控，制定有效措施应对资本外流压力。

第四，强化差别化房贷调控，进一步提高信贷门槛和扩大限贷城市范围。春节之后，部分一、二线城市房地产市场再度趋热，三、四线城市销售回升，预计政府将继续强化差别化信贷调控，进一步提高贷款门槛，包括二套房认定标准、首付比例、贷款利率等；扩大限购城市范围，部分三、四城市也将纳入限贷范围内。

四、专题研究

专题一：从税收负担看中国制造业的竞争力

税收负担是影响制造业竞争力的重要因素。尤其中国税制以流转税为主，当经济下行、企业盈利不佳时，制造业实际税负趋于上升，直接拖累竞争力的提升。同时，美国总统特朗普宣称将加大力度减税，可能会扩大美国制造业的税收成本优势，以至吸引更多产业资本流向美国。未来，中国应立足于培育和做大做强中高端制造业，推动合理降低企业税负，增强中国制造业的竞争力。

（一）税收负担是影响制造业竞争力的重要因素

税收负担对于制造业竞争力的影响，既体现在推高综合生产成本进而降低利润总额上，也体现在缴纳企业所得税进而降低净利润上。如果税收负担较轻，制造业企业可以轻装上阵，增强参与市场竞争的实力；如果税收负担较重，制造业企业将受到拖累，有损其竞争力的提升。

一方面，税收负担是生产成本的一部分，会直接影响制造业竞争力。一般而言，生产成本越高，制造业竞争力越弱；生产成本越低，制造业竞争力越强。根据德勤会计师事务所（下称“德勤”）2016年的调查，成本竞争力被列为影响

制造业竞争力的第二大因素（表3）。在中国，可纳入综合生产成本的税负包括增值税、营业税、消费税等税费及其附加。按照财政部财政科学研究所的调研，税费成本仅占中国企业总成本的6%左右；根据统计局工业企业效益指标所做的估算表明，2015年税费成本在其总成本中仅占5.7%。尽管税收在综合生产成本中的占比并不高，但往往在激烈的市场竞争中，微弱的成本优势对于赢得竞争也很关键。

表3：影响制造业竞争力的因素

| 排名 | 影响因素 | 排名 | 影响因素 |
|----|--------|----|---------------|
| 1 | 人才 | 7 | 物质基础设施建设 |
| 2 | 成本竞争力 | 8 | 经济、贸易、金融和税收体系 |
| 3 | 劳动力生产力 | 9 | 创新政策和基础设施 |
| 4 | 供应商网络 | 10 | 能源政策 |
| 5 | 法律监管体系 | 11 | 本地市场吸引力 |
| 6 | 教育基础设施 | 12 | 医疗体系 |

资料来源：《2016全球制造业竞争力指数》（德勤和美国竞争力委员会）

另一方面，税收负担会直接减少净利润，不利于制造业积蓄后劲增强竞争力。在利润总额一定的情况下，所得税率越高，制造业获得的净利润越少；所得税率越低，制造业获得的净利润越多。在净利润较高的情况下，制造业企业参与市场竞争的策略选择空间增大，对于增强其竞争力比较有利。企业既可以通过降价让利，在市场上获得主动权，扩大市场份额；也可以将更多资金投入创新研发，在开发新产品、满足新需求上快人一步，进而在竞争中脱颖而出。

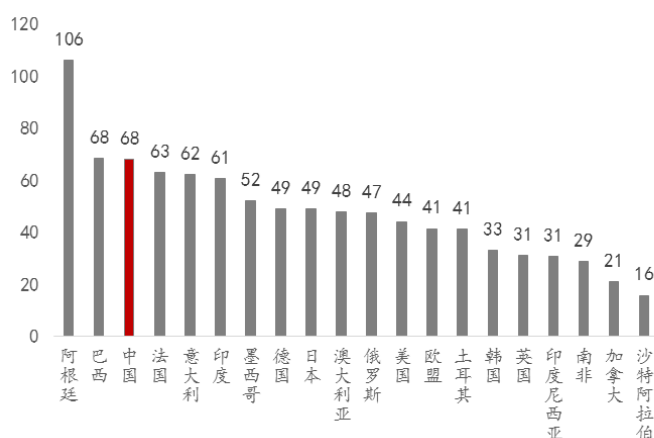
（二）税收负担对中国制造业竞争力的影响：国际比较

制造业税负高低直接影响企业参与国际市场的竞争力。同一行业的中国企业在国内市场开展竞争时，各自所承担的税负大体一致，都可以在一定程度上将税负转嫁给国内消费者，因而更多地技术在技术、效率、管理等层面比拼实力。但是，一旦中资企业进入国际市场，同台竞争的大多是来自不同税制体制、承担不同税负的外国企业。尽管出口退税等政策抵消了一部分国内税负的影响，

但在资本跨国流动便利化的条件下，有的企业为了提高收益率或者提高市场份额，会选择靠近市场、税负较轻的地区投资，可能对国内制造业发展产生不利冲击。

中国制造业承担的总税率较高，不利于增强企业竞争力。世界银行和普华永道采用模拟推算方法，通过模拟一个从事劳动密集型制造业的中型企业，根据各经济体的税种税率推算企业总税率，以反映该经济体代表性企业的税负。2016年底，世界银行和普华永道公布了《世界纳税指数 2017》，计算了 190 个经济体的总税率。其中，中国总税率为 68%，全球排名第 12 位。与主要经济体比，中国企业总税率与巴西相当，小幅高于法国、意大利和印度，但比德国、日本高 19 个百分点，比美国高 24 个百分点，比韩国高 35 个百分点。如此高的总税率，增大了中国制造业赢得国际竞争的难度。

图 16：各国企业总税率（企业总税负占商业利润的百分比，%）



资料来源：世界银行，中国银行国际金融研究所

考虑税负转嫁因素后，中国制造业税负依然较高。由于各国税制存在显著差异，制造业流转环节税负可以转嫁一部分，总税率高并不意味着实际税负一定就高，因此还需要比较税负转嫁后的税负。以中国和美国为例，中国以间接税为主，开征增值税，目前税率分为 6%、11%、13% 和 17% 四档，一般估计制

制造业企业承担的增值税 2/3 可以转嫁，实际承担 1/3 左右；美国以直接税为主，不征收增值税，企业所得税税率为 35%，高于中国（25%）。OECD 数据表明，2016 年美国各级政府企业所得税实际税率合计 38.9%。不考虑税收减免等其他因素，按照中国企业所得税率 25%、实际承担增值税款率 4% 所做的数值模拟表明（表 4），销售利润率越低，实际税负率越高。由于中国大部分制造业行业平均利润率都低于 20%，因此折算所得税税率基本都在 45% 以上，高于上述美国所得税实际税率；按照 2016 年全部制造业上市公司 8.62% 的平均利润率计算，折算所得税率为 71%，显著高于美国实际所得税税率。除了增值税、企业所得税之外，中国制造业企业还承担了大量税外缴费。2016 年，中国非税收入与 GDP 的比值为 10.2%，而美国仅为 5%，中国是美国的 2 倍。这进一步增大了中国制造业的税费负担，有损国际竞争力。

表 4：中国制造业企业折算所得税税率估算：数值模拟

| 业务收入 | 利润率 | 税前利润 | 所得税 | 增值税 | 纳税总额 | 折算所得税税率 |
|-------|-------|------|-----|-----|------|---------|
| 10000 | 30% | 3000 | 750 | 400 | 1150 | 38% |
| 10000 | 25% | 2500 | 625 | 400 | 1025 | 41% |
| 10000 | 20% | 2000 | 500 | 400 | 900 | 45% |
| 10000 | 15% | 1500 | 375 | 400 | 775 | 52% |
| 10000 | 10% | 1000 | 250 | 400 | 650 | 65% |
| 10000 | 8.62% | 862 | 216 | 400 | 616 | 71% |
| 10000 | 5% | 500 | 125 | 400 | 525 | 105% |

资料来源：中国银行国际金融研究所

盈利状况不佳以及特朗普减税等因素，倒逼中国加大减税力度，有利于增强制造业竞争力。一方面，在经济下行背景下，中国制造业企业盈利下滑，实际税负进一步增大。从表 5 的估算看，当企业利润率越高时，税负越低；当企业利润率越低时，税负越高。近几年，由于经济减速、产能过剩，中国制造业企业利润率持续下降，税负随之增大损及竞争力。另一方面，美国特朗普强调要推动“制造业回归”，把减税作为高调宣布的主要刺激政策。如果美国像特朗普宣称的将企业所得税税率从 35% 降至 15%，如此大力度的减税必将进一步增

强美国对制造业资本的吸引力，也将增强其制造业的竞争力。在资本跨国流动便利化的条件下，有的中资企业也会为了提高收益率，选择赴美投资。中国已经确立了“中国制造 2025”等战略，需要从减轻税收负担入手，增强中国制造业的国际竞争力。

（三）相关建议

当前中国制造业税收负担较重，压低了本就比较微薄的利润，使其内生投资动力不足或者转向海外投资，对中国制造迈向中高端、参与国际竞争产生不利影响。当中资企业进入国际市场时，同台竞争的大多是来自不同税制、承受不同税收负担的外国企业，税收负担较重的中国企业要想取胜难度更大。要增强中国制造业竞争力，降低税收负担可以成为选项之一。

第一，推动增值税转型改革，继续落实减税降负政策。全面推开营改增试点政策实施之后，企业税费负担明显减轻。然而，目前增值税依然存在抵扣链条不完整、进项抵扣不充分等问题，这明显增大了制造业的实际税负。因此，应该继续深化营改增，将增值税四档税率减并至三档，进一步完善抵扣制度。由于中国增值税制有别于西方，包含增值税的含税价格成为市场交易信号，容易造成供求失衡等“无谓损失”出现。下一步，应当逐步探索建立价税分离的增值税体系，促进纳税人意识的培养，实现增值税良性运转。通过结构性减税，将更多的中小微企业纳入减半征收企业所得税范围，提高研发费用加计扣除比例，推动中小微企业和高新技术产业加快发展。

第二，规范涉企非税收入，减少行政事业性收费项目。短期而言，一方面，要严格限制相关部门和单位通过非法的自我赋权形成非税收入，严禁针对企业违法乱收费；另一方面，要按照不同性质对非税收入进行分类，实行类型化、有差别管理。中长期来看，要进一步推进财税体制改革，将适合税收形式征缴的收费、基金项目改为有法可依的税收项目，将某些收费项目适当并入税改方

案统筹实施，同时健全完善地方税体系，保证地方政府财源稳固，降低因收入不足而增加地方性企业收费项目的可能性，切实降低制度性交易成本。

第三，严格贯彻税收法定原则。一是全国立法机关要逐步将税收立法权完全收回，以立法的方式将涉企税收明确下来。二是行政机关要正确理解税收法定原则的含义，在法治思维下实施税收法定原则，确保税收政策的连续性、稳定性和有效性。三是要加强培育纳税人权利意识的提升，加强税收从业人员的专业素质，对收缴“过头税”、“过头费”现象要严肃监督问责。

第四，坚持制造业创新发展之路，推动新技术、新产业、新业态蓬勃发展。税收是增强制造业竞争力的一个方面，但并非治本固本的长久之计。未来中国必须通过落实“中国制造 2025”，深化企业创新体制，加快制造业转型升级，在若干领域形成中国制造的全球领先地位。在依靠政府、国企力量推动基础性创新、战略性新兴产业发展之外，要依靠“互联网+”与制造业的深度融合，提升制造业的技术含量、智能化水平和生产效率。同时，政府要为制造业发展提供良好的创新环境和营商环境，为持续提升中国制造业竞争力提供制度保障。

专题二：金融改革新动向与新突破

今年《政府工作报告》提出要“抓好金融体制改革。促进金融机构突出主业、下沉重心，防止脱实向虚。有序化解处置突出风险点”。3月15日，李克强总理在答记者问时表示，今年准备在香港和内地试行“债券通”，允许境外资金在境外购买内地债券。结合“两会”及李克强总理答记者问综合分析，预计今年金融改革或将在六个方面取得突破。

（一）要求金融机构“突出主业”，资金向实体经济回归

今年《政府工作报告》中首先提出要“促进金融机构突出主业、下沉重心，防止脱实向虚”。这不同于2016年“加快改革完善现代金融监管体制，提高金融服务实体经济效率，深化利率市场化改革。继续完善人民币汇率市场化形成

机制”的表述。换言之，2016年金融改革在优先顺序上更加注重利率、汇率市场化和金融机构类型的丰富等，而今年更加强调引导资金“脱虚向实”。2016年金融机构各项贷款总额比上年增长13.5%，但企业经营性贷款仅增长6.6%、工业长期贷款仅增长3.1%。资产价格泡沫化倾向的背后，存在部分金融机构偏离主业等问题，不仅拉长了企业的融资链条，也造成资金“脱实向虚”。如何促进资金“脱虚向实”？《政府工作报告》提出金融机构要“突出主业、下沉重心、防范风险”的解决思路并对金融机构如何突出主业和下沉业务重心进行了部署。其一，通过监管规则的一致性，减少金融机构过度混业经营和加杠杆，使资金能更好流入实体经济。其二，强调关注普惠金融、绿色金融等领域，加强对“三农”、小微等金融薄弱领域的支持，引导金融机构进一步增强服务实体经济的能力。

（二）将普惠金融上升到新高度

长期以来，小微企业和“三农”领域的融资难、融资贵问题相对较为突出，其原因既与中小企业自身的特点有关，也与中小金融服务机构发展不足有关。

《政府工作报告》提出“鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部，实行差别化考核评价办法和支持政策，有效缓解中小微企业融资难、融资贵问题”。与此前重在强调加快民营银行发展等解决小微企业融资问题的思路有所不同，今年更加强调国有大型银行在服务普惠、小微企业金融领域的作用。这种转变主要与近年来中小银行在表外理财、委外投资等领域投资过度激进有关。要求大型商业银行率先设立普惠金融事业部和实行差别化考核评价办法，有利于加大大型商业银行对小微企业融资的进一步支持。值得注意的是，小微企业融资是一个复杂的金融生态系统，涉及宏观环境、财税政策、融资结构、信用环境、监管政策和信贷技术等各个方面，小微企业面临的融资问题不是政府、银行或企业哪一方面能够单独解决的，未来还需要系统设计、协同推进。

（三）汇率市场化稳步推进，人民币国际化纵深发展

今年《政府工作报告》提出要坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。随着中国对外开放进程的加速，人民币汇率的影响因素将从经济因素为主向金融因素为主转变，其影响途径和机制也将更趋复杂，要求未来人民币汇率改革既要立足于形成机制的更加市场化、更有弹性、更加可控，也要加快配套改革，保持人民币汇率在均衡水平上的总体稳定。随着美联储加息政策的再次实施，人民币汇率依然面临着一定的贬值预期，但总的来看人民币汇率将保持稳定，这为人民币国际化的进一步发展创造了条件。2016年，人民币国际化走势已出现了新的特点。熊猫债增长迅猛、境外机构投资境内债券市场热情高涨、跨境现金管理受到追捧，人民币跨境使用的主体正在由传统工商企业向境外主权机构、境外个人等各类主体拓展。人民币国际化进程的深入发展，有利于企业降低因汇率变动带来的交易成本，并带来更多的人民币计价贸易与投资机会。未来，人民币国际化的基础和前景依然看好。

（四）金融监管更加注重控风险，强调功能监管与机构监管相结合

今年《政府工作报告》还提出要高度警惕不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险，有序化解处置突出风险点，整顿规范金融秩序，筑牢金融风险“防火墙”。对比2016年《政府工作报告》提出的“加强全口径外债宏观审慎管理。严厉打击金融诈骗、非法集资和证券期货领域的违法犯罪活动”，明显看出今年金融风险防范将主要聚焦于银行不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等四个领域。这主要是考虑到，未来一段时间中国金融体系风险将更加突出和复杂。一是经济下行带来不良趋势性“双升”。二是债务风险依然较大，2016年债券市场偿债风险事件78起，涉及金额为403亿元，达到了历史最高点。三是“影子银行”使得金融风险更容易在不同金融市场进行传播。四是互联网等金融领域的潜在风险加大，“e租宝”等风险事件频出。我们认为，2017年金融监管不仅领域更广，力度也将更强，且更加注重机构监管与功能监

管相结合。具体而言，一是对资管业务，重在统一标准。按照产品类型而不是机构类型实施功能监管，同一类的资产管理产品按照同一标准进行监管；二是将表外理财业务纳入表内；三是将因城施策、分类调控、有保有压作为房地产信贷调控主基调；四是更好发挥债委会在处置“僵尸企业”过程中的作用；五是在网贷监管制度框架内开展网贷风险专项整治。

（五）资管行业统一监管成共识，推动资管业务向本质回归

近年来，中国的资管行业发展迅速，已形成了事实上的混业经营大资管格局。截至2016年第三季度，中国银行业、证券、基金、保险、信托等金融机构的资管规模已达到107万亿，较2012年的27万亿，资管总规模在短短的四年间增长了296.3%。由于不同类型金融机构发行的资管产品分属不同的监管部门，大量创新型资管产品游走在灰色地带，监管套利活动滋生。银行理财等资管产品存在刚性兑付的问题，既加大了金融体系内的风险，又扭曲了风险资产的定价水平。部分资管产品层层嵌套，资金链条过长，造成资金在金融体系空转，还使得金融风险更容易在不同市场传递。2013年6月“钱荒”事件和2016年四季度的“债灾”事件就与金融同业业务杠杆过高等有关。2013年下半年开始，人民银行等部委相继出台多项政策以引导资管业务发展，但是，上述政策重在对银行理财等资管业务的治理，对涉及证券、保险和基金公司的类似业务监管重视不够，且不同监管部门的标准不一，监管套利空间犹存，效果有限。

今年两会期间“一行三会”高层纷纷表态，未来将加强合作与协调，引导资管行业规范化发展。预计，未来资管业务监管将沿着以下路径加速推进：一是统一监管标准。包括统一资管产品的分类标准、统一杠杆要求、统一资本约束和风险准备金要求等，例如不同类型的资产管理机构所发行的同类型资产管理产品监管标准的统一，并按照产品管理费收入的10%计提风险准备金。二是实行穿透式监管，消除多层嵌套。三是打破刚性兑付，加强对银行表外业务的监管。受此影响，具有刚性兑付特性的资金池或类资金池方式运作的资产管理

规模受到限制，资产管理行业将逐步挤去水分、开始回归本源。对银行业而言，由于此前受到的监管较为严格，受到的影响相对较小，表外理外业务将面临更多合规压力和调整风险。

（六）“债券通”开放箭在弦上，中国债市国际化更进一步

“债券通”的开放是继沪港通、深港通之后，中国资本市场对外开放的又一个里程碑事件，对于丰富中国债券投资者类型、扩大境外资金来源，提高债券市场的对外开放程度和人民币国际化均有重要意义。一方面，“债券通”有利于提高境外投资者投资境内债券市场的便利度。2016年，中国政府在前期三类机构、QFII和RQFII基础上，进一步放宽了境外商业银行、基金管理公司购买中国债券的审批程序。目前几乎所有类型境外机构者都可购买境内债券，但整的来看，仍存在资格审批、额度管控等。随着“债券通”的启动，更多境外投资者在境外就可以购买境内债券，未来可能不需要再审批而只需要总的额度监控，这会大大提高投资者的便利性。另一方面，“债券通”也为境内投资者购买境外债券提供了契机，有利于增加内地投资者对香港港币债、点心债的需求，香港债券发行活动也会大量增加。从国际经验看，债券市场的互联互通是全球的普遍实践，美、欧和日韩等国家和地区都已建立或推进与相关国家的中央债券托管机构跨境互联为投资者提供更多债券投资品种选择，便利资金双向流动。内地、香港开通“债券通”只是第一步，未来或向其他国际金融市场拓展。在开放之初，考虑到目前人民币汇率尚未完全企稳，资本外流风险犹存，或将只允许单向开放，即可能不允许内地资金购买在香港发行的债券。

专题三：中美潜在贸易战的格局与应对

特朗普的贸易战设想让中美贸易战的风险前所未有的，但最终出台的贸易战政策路线存在从激进到温和的多种可能。研判中美贸易战性质不能局限于计算贸易额的一时得失，更应该看到中美贸易战对历史发展格局的深远影响。从这

个角度出发，贸易战的底线在于维护二战后来之不易的国际贸易基本秩序和规则。如果没有突破这个底线，美国的政策执行成本最小、姿态也最温和，中国可以按部就班地与美国“讲道理”。像实施 45% 关税这种激进贸易战，虽然突破了底线，但由于中国非对称式贸易报复的潜在作用，反而爆发的可能性很小。最需警惕的是美国可能提出“对等开放”要求，中国应坚决拒绝，并积极主动推进自主开放。

（一）特朗普的贸易战：从设想到政策

中美贸易战的爆发风险因特朗普当选达到了前所未有的程度，但特朗普的贸易战设想能变成何种强度贸易战政策还面临很多不确定性。尽管历次美国总统大选中都有“反华”噪音，但从没有获选总统像特朗普一样贸易保护立场如此激进（如宣称对中国征收 45% 关税）。特朗普上台后一些“出格”竞选言论付诸实施（如退出 TPP），更让中美贸易战风险陡然上升。但是，美国贸易政策的出台是贯穿内政外交、行政机构和国会的博弈过程，各方力量互动的复杂性决定了最终政策形式的多样性，既有可能激进，也有可能温和，还可能介于两者之间。

一是特朗普与共和党建制派的关系。特朗普是作为共和党人当选总统，并且共和党仍然控制国会参众两院，一般而言这有助于总统落实竞选言论，例如奥巴马借势完成了医保改革。但特朗普是以“反建制派”标签出身，与国会里传统的建制派共和党在内政外交等多方面存在不同程度分歧。特朗普能争取到国会对贸易战设想多大强度的支持，对最终政策而言将是一个重要变数。

二是特朗普决策圈的内部派系问题。特朗普一方面信任其竞选团队人马，将竞选团队首席执行官班农任命为白宫首席战略官，代表了激进派思路，另一方面又吸纳了多位建制派共和党人加盟，如任命共和党全国委员会主席普利布斯为白宫办公室主任。目前决策圈的主导权归属激进派还是建制派尚不明晰。

此前两派在国务卿提名上各执一端，最终上任的蒂勒森属于双方折中妥协之选。所以两派就对外贸易的政策路线之争也是一个重要变数。

三是特朗普熟悉国际事务后的政策思路转变。在冷战后的历任美国总统中，不少对华战略都需要经过较长一段时期才能稳定成型。特朗普从未有过政坛经历，上任后精力优先关注移民、医改等国内议题，对于国际事务需要较长时间学习和熟悉，这就产生了一些变数。一方面，特朗普可能会逐渐接受和延续共和党建制派的温和重商主义路线，另一方面也可能有某些幕僚利用特朗普对国际事务缺乏了解和多变易怒的个性，致使特朗普执意采取激进对华政策。

（二）大国贸易战博弈应着眼于大格局

美国对华贸易战的政策形式可能是多种多样的，进而问题就引向了如何判断不同形式贸易战的强度，这决定了中国应该如何与之博弈。贸易战本身是经济利益的冲突，但贸易壁垒大幅变动的的影响往往难以准确估计，甚至在得失方向上也容易计算失误。中美贸易战与其他国家间的贸易战有本质差异，研判的着眼点不能局限于计算贸易额得失，更应该看到中美互动对国际贸易秩序的深远影响能力，这在当前全球化放缓的历史环境下有着独特的意义。

以规则为基础的国际贸易秩序是二战后全球化的重要成果，各方应珍惜这一国际格局。二战之后的全球化与一战之前的全球化相比，国际贸易政策的互动不再总是伴随着强权胁迫甚至战争，关键原因是国际贸易秩序从“以实力为基础”进化到了“以规则为基础”。如果一国违反规则，受到波及的国家无论实力大小都可以合法的采取反制措施。所以就算是美国，在 WTO 体制内也经常遭受其他小国起诉，而且美国即便败诉也基本服从执行裁决。这种小国和大国的贸易政策互动在二战之前是难以想象的，也是如今汇率、货币、财政等其他国际政策协调时不易做到的。正是在以规则为基础的秩序中，形成了以最惠国待遇、国民待遇以及照顾发展中国家实行特殊待遇为基本规则的国际贸易体制。

中美两国是少数有能力影响国际格局的大国，是否冲击国际贸易秩序和基本规则应是判断贸易战强度的重点。大国的贸易政策及互动能对国际格局产生深远影响。回首历史，19世纪80年代俾斯麦政府提高德国农产品关税之后，引发俄国、法国等欧洲国家纷纷效仿，从此农产品贸易全球化严重受挫，保护主义反而成为农业领域的历史潮流，直到21世纪依然如此。美国和中国分别是现今世界第一大和第二大贸易国，是为数不多能够提供国际公共品、掌握制度话语权的大国，双方贸易战对贸易额的影响可能最多持续数年，但如果一旦改变了国际贸易秩序和基本规则，则有可能对全球化历史进程和各方发展环境产生深远影响。所以，面对多种多样的贸易战手段，判断冲突强度的重点不单是一时贸易金额得失的多寡，更在于是否影响国际贸易秩序和基本规则。

（三）美国对华贸易战的三种强度与中国应对

一是低强度的贸易战，即美国使用反倾销、反补贴、301条款等常规措施，这种贸易战政策最易执行也最温和，中国可以与美国“讲道理”。美国贸易代表署在3月刚发布的《2017年美国贸易政策推动重点》中强调了要采取反倾销、反补贴、301条款等措施维护公平贸易。这些措施执行难度小、见效快、针对性强，既可兑现竞选承诺，也都符合WTO规则，美国采取这些措施的概率较高。中国对这些常规措施过去已经非常熟悉，也可以到WTO争端解决机构对之提起诉讼。凡是可以在WTO框架之内解决的贸易摩擦都属于低强度的贸易战，中美双方完全可以在“斗而不破”的现有规则之下“讲道理”。

二是中等强度的贸易战，一旦美国对华关税政策出现任何违背最惠国待遇的行为，无论是多罚收1%关税还是实施45%高关税，中国都应迅速回应非对称式贸易报复，也正因如此这种激进贸易战实际上不太可能出现。最惠国待遇是二战后国际贸易的基本规则，意味着美国对华关税与对其他贸易伙伴相比不应有歧视。一旦美国单方面修改对华关税，无论是与别国相比多罚收1%还是如特朗普所言实施45%高关税，都是违背最惠国待遇的行为，也是美国贸易政策

的历史性倒退。对于这种消极的贸易战，中国占据维护全球化的道义高地，应发动远超过美方对华歧视水平的贸易报复。也就是说，贸易报复的强度不止于“以牙还牙”的对称报复，而是回应更高强度的非对称式报复，即“以血还牙”。事实上，也只有中国这样超大贸易体量的国家才可能在关税战爆发之前就对美国形成震慑，使其不敢轻举妄动，所以真正发生“两败俱伤”的概率反而很低。

三是高强度的贸易战，美国可能提出中国应为推动全球化做出与美国同等贡献，实现原则上中美“对等开放”，对这种绵里藏针的贸易战中国应刚柔并济，坚决拒绝无理要求的同时坚持自主开放路线。

近年来美国政策界认为中国已经崛起为全球化大国、强国，要求中国承担与美国对等的开放水平。2017年2月，特朗普在推特抱怨美国比外国关税低太多，应该征收与别国同等水平的关税。3月，纽约时报等媒体报道特朗普幕僚正准备从汽车领域入手对华施压，中国汽车关税高达25%并且美国汽车企业投资来华必须合资，美国汽车关税仅为2.5%并对外资没有任何股权限制。

“对等开放”看似不如关税战激进，但实则绵里藏针。这不仅在投资领域瓦解了最惠国待遇和促进发展两大基本规则，而且实质上回到了二战前“以实力为基础”的国际贸易秩序。只有对等的经济实力才能有真正对等的市场开放，所以小国显然无力撬开大国市场，大国可以将保护视为常态，将开放视为对小国的恩惠，为保护主义披上合理的外衣，从此可能扭转多边自由化趋势和动摇全球化历史进程。所以，无论美国是从个别领域入手（如汽车）还是全方位提出“对等开放”，中国应一方面坚决拒绝把“对等开放”纳入国际经贸基本规则，另一方面积极主动推进自主开放，抓紧落实2017年国发5号文《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》，为支持全球化做出应有贡献。

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