

中经要报

国家信息中心

第 18 期 (总第 1131 期)

2018 年 5 月 7 日

要 目 导 航

本期推荐 2	低空空域 将迎更多私人飞机..... 10
充分释放经济增长潜力需正确处理好三个关 系.....2	香港《凤凰国际 iMARKETS》：中国无法复制美 国页岩气的繁荣.....11
国际财经 7	国内财经 11
美国一季度经济增长 2.3% 美联储最新例会保 持利率不变.....7	资管新规五大调整 “统一规制” 重构百万亿 资管格局.....11
欧央行将谨慎收紧货币政策 欧元区一季度 GDP 增速创一年半新低..... 8	一季度工业企业利润增 11.6% 国企实现利润 超 7100 亿元.....14
韩国 4 月出口一年半来首降 对华出口飙升.8	30 省份公布一季度经济数据 各地摒弃速度 情结.....17
海外媒体看中国 9	4 月 PMI 保持近 5 年来同期最高 非制造业发 展动能增强.....20
英国《FT 中文网》：中国银行业开展新一轮 融资行动.....9	观点精粹 23
美国《彭博社》：中国过去 10 年对欧洲投资 并购比美国同期多 45%..... 10	匡贤明：当前财政管理工作的三个要点..... 23
美国《福布斯双周刊网站》：中国逐步开放	张明：审慎应对全球债务水平的上升..... 23
	赵伟：全球加杠杆进程或将终结 欧洲较难成 为全球新的加杠杆主力..... 24

本期推荐

充分释放经济增长潜力需正确处理好三个关系

张军扩 吴振宇

增长阶段转换是我国现代化进程不可逾越的阶段。在此过程中，需正确认识和处理好经济发展中的几个重要关系。

一、正确认识当前实际增速和潜在增速的关系

增速变化是增长阶段转换的直接体现，也是认识引领新常态首先需面对的问题。但阶段转换后潜在增速具体是多少，却难以精确回答。通过传统的供给和需求空间分析，可大致估算出潜在增速水平。但制度调整、新技术和新产业打开的增长空间，在估算时难以准确度量。寻找和构建新常态可持续增长的平台，实际上就是摸索潜在增速的过程。在高增长时期，潜在增速可通过历史数据分析获得。进入新常态，潜在增速需在改革中去创造、在调控中去发现。

（一）受景气状况影响，当前实际增速不能直接反映中长期潜在增速

改革开放以来，我国经历三轮经济周期。最近一轮周期的扩张期启动于2001年，持续到2007年。2008年国际金融危机影响了周期的自然演进，增速快速回落。在危机应对政策的作用下，2010年经济增速回升到10%的高位。2011年后经济进入收缩阶段，延续至今。与以往不同是，此轮周期的收缩阶段与经济结构重大调整重叠，确定潜在增速难度更大。但企业和政府负债处于高位、制造业投资处于较低水平、国际市场仍未充分恢复。这些关键性指标都反映当前经济仍处周期的谷底附近，此时的经济增速不能直接反映中长期潜在增速。

（二）通过加大基础设施投资、维持宽松货币供给等政策，宏观调控拉高了经济增速

面对增速持续下行和转型期风险多发的局面，政府加大基础设施投资，通过扩大总需求稳定经济增长。同时，保持相对宽松的货币供应，为经济转型升级和风险防范创造有利环境。实施积极宏观调控政策，提高了实际经济增速，成本是推升全社会负债水平和杠杆率。这也是通过资源跨期配置，调控经济的应有之义，但在此背景下，当前的实际增速并非经济体系依靠自发力量达到的速度。

（三）全面深化改革仍在推进、效果尚未充分显现，增长潜力并未充分释放

过去 30 多年的高增长，很大程度上归结为改革开放释放了制度红利。目前，大多数经济领域市场化程度已较高，但关键领域、基础领域市场化改革仍在进行中。如，涉及面广的能源资源领域，市场准入改革仍在推进，竞争程度还不高；金融体系运行效率偏低，改革空间还很大；服务业领域对外开放正进入快速拓展期。随着改革开放在提高效率、降低成本等方面的作用逐步显现，将有助于潜在增速的提升。

上述三个因素中，景气状况、改革不到位对实际增速有抑制作用，政府宏观调控对实际增长有拉升作用。目前的经济运行状况并不是潜在增速的自然反映。既不能把改革不到位、景气状况导致的增速下降视为潜力不足，也不能误将政策刺激的短期效应视为增长潜力。新常态的潜在增速需通过深化改革开放努力争取，不是自动实现的，也不能从现实增速简单照搬。

二、正确认识培育经济新动力和挖掘传统动力间的关系

进入增长新阶段，生产要素成本上升、投资边际效率下降，经济增长需更多通过全要素生产率拉动。但处于动力转换阶段，在培育经济增长新动力的同时，不能忽略传统动力的改进提升空间。

（一）培育经济增长新动力，既不能漠视增长阶段的变化，也不

能超越历史发展阶段

增长阶段转换是追赶进程中的普遍现象。我国当前所处在资本积累和全要素生产率共同起作用的阶段，也是经济增长动力进一步向发达经济体收敛的阶段。既要看到全要素生产率的增长，特别是通过原始创新推动的增长，是进入高收入经济体行列后我国主要的增长来源，又要看到，受制于科学技术进步自身规律约束，这种形式的全要素生产率提升投入较大，速度有限。当前我国只在局部技术和产业领域有足够的知识储备和资金实力，开展原始创新需要结合客观条件推进。

高增长时期，持续的高投资带来边际效率下降、资源环境约束加强等问题。但也要看到，我国人均资本存量与发达经济体差距仍较大。实物形态的资本实际上也凝聚了大量技术成果，从一定意义上说，中国与发达国家生产率的差距主要体现在人均占有资本的差距上。2011年经济增长速度出现转折时，我国人均资本存量仅相当于美国的23%，而1974年和1997年日韩经济增速出现转折时，人均资本存量相当于美国分别为36%和47%。保持较快的投资增速，继续缩小人均资本存量与发达国家的差距是我国发展面临的长期任务。所以，从供给侧看，发挥投资拉动的传统动力仍有一定的空间。

从需求动力，特别是消费结构的转换看，近年文化、旅游、教育等领域成为新的消费热点。当人均收入达到一定程度后，随着居民需求层次提升，上述领域进入快速发展期。但新消费动力快速增长并不意味着传统衣食住行类消费就已得到充分发展。我国大量常住人口并未真正融入城市生产和消费体系。城镇非户籍常住人口的基本消费需求远低于户籍居民的平均水平。1978-2000年我国城镇化率提高18.3个百分点，城镇居民消费率提升12.9个百分点。但2001-2014年，我国城镇化率提高17.1个百分点，城镇居民消费率反而降低1.7个百分点。城镇居民消费率没有随城市人口增长而同比例上升，城乡结构优化所蕴藏的消费升级贡献并没有得到体现。这是由于非户籍居民的消

费潜力未得到释放。

另外，大量海外代购也反映出我国食品和其他日用品的质量在满足人民需求方面存在较大差距。而城市交通紧张、居住环境不佳、乡村基础设施建设滞后也反映出传统需求领域仍有进一步开发的空間。

（二）转轨经济的制度性因素既透支了部分增长空间，也制约了传统动能的释放

我国市场经济是从计划经济体制转轨而来。政府对经济运行介入程度较高既是发展型国家的现实需要，也是旧体制遗留下的问题。为能促进经济发展，地方政府经常用低地价等补贴的方式吸引投资，造成工业用地利用效率较低，投资冲动过度扩张的不利影响。行业景气状况较好时，这种行为确实能够推高增速。增长阶段转换行业发展进入低潮时，就会形成严重的产能过剩，造成资源浪费。另一方面，机场、公路、广场等看得见的基础设施投资超前，但城市地下管廊、农村地区等不容易看见的基础设施投资则相对不足。增长阶段转换后，我国新旧动能的转换不能简单对比其他经济体。

（三）体量大、区域经济发展不平衡，传统动力释放空间仍较大

正是由于转轨经济的特点，推进改革开放早、民营经济发达的地区其动力释放就较为充分，经济发展水平就高。而开放较晚，市场经济意识发展缓慢、公有制成分占比不合理的区域，增长动力释放就不足。按人均GDP水平看，中西部地区仅为东部地区的60%，进一步释放中部和西部的增长潜力的空间较大。与区域发展不平衡同时存在的是城乡间发展的不平衡，收入提高了的农民工生活方式和水平逐步向城市居民靠近，但农村基础设施建设严重落后，污水和垃圾处理、文化医疗设施严重不足。这些需求如果能通过有效的方式得以实现，也能够释放出新的增长动力。

三、正确认识和处理政府与市场的关系

经济转型期，增长潜力释放不仅取决于市场自发力量，政府作用

也是其重要影响因素。适应经济转型的新要求，需改革政府与市场的关系，这其中的关键又在于正确有力地发挥政府的作用。

（一）转型期政府引导发展、释放潜力的职能并未弱化

政府在若干重要领域依然起着市场培育和建设的基础性作用。政府在市场运行中的地位和作用与所处的发展阶段、技术背景和国际环境密切相关。面对发达国家的优势地位和发展中国家激烈的同质竞争，政府需在遵守市场规律的同时，积极发挥市场规模巨大等有利条件巩固扩大我国产业竞争优势。

改革进程中受扭曲的利益关系需政府推动调整。改革开放在带来福利普遍增加的同时，利益在行业间、区域间、职业间的分配不能保证完全公平。这是改革从局部地区、局部领域逐步突破的必然结果。改革形成的利益扭曲，只能在进一步深化改革中调整。这种利益关系的调整，一方面是缓解社会矛盾的需要，另一方面也是释放增长潜力的渠道。从短期和局部看，有可能是财务支出的负担，但从宏观和长期看，则为持续增长创造了更好的条件。

（二）持续释放增长潜力，需政府调整经济社会工作重点

增长阶段转换后，政府在经济运行中的地位并未削弱，但工作重点需根据形势变化作出调整，从而促进增长潜力的持续释放。

培育创新生态和环境的要求在提高。增长阶段转换后，通过提高全要素生产率为经济发展注入新动力，将增速保持在中高速水平是经济工作的核心任务。其重点又在于通过更多原始创新，促进产业转型升级。这就要求政府积极培育创新生态和环境，倡导勇于创新、容忍失败的文化，加强知识产权保护，加大对基础研究和共性技术的政府资金投入，完善金融领域支持创新的政策体系，并完善社保体系。

政府介入经济发展的角色须调整，应更加偏重市场规则制定。高增长期，居民衣食住行等传统需求增速稳定，发展方向易于把握。地方政府对产业发展介入程度较高。增长阶段转换后，行业技术路线变

化快，需求热点时常转换，政府难以精确把握发展趋势。此时，政府应更多做好信息发布、标准和法规的制定和实施工作，从而提供良好的竞争环境。

对外经济交往更加频繁，参与国际宏观经济政策协调任务加重。我国经济总量、对外贸易和对外直接投资占世界市场份额持续提高，显著影响全球经济金融格局，经济政策外溢性明显加大。积极加强国际政策协调，既是提升我国国内政策有效性的内在要求，也是与其他经济体谋求共赢，形成良性竞争合作关系的客观需要。另一方面，我国产业转型升级过程中与发达经济体的竞争加剧，贸易纠纷、投资限制等事件频发，也需政府投入更大精力营造有利的国际经贸环境。

社会问题相对突出，对政府社会管理提出新要求。增长潜力变化在影响经济增速和结构的同时，凸显了发展中的社会问题，需加强政府社会管理能力建设。例如，转型期产业结构调整、企业兼并重组加快，失业人员可能增加，需更加完善的社保体系兜底。人口老龄化程度快速提升对医疗、养老服务提出更高要求。此外，随着人均收入水平提高，新兴媒体的发展，人民公平意识和权利意识增强，也对社会治理提出新挑战。（张军扩系国务院发展研究中心副主任，吴振宇系国务院发展研究中心金融研究所所长）

国际财经

美国一季度经济增长 2.3% 美联储最新例会保持利率不变

美国商务部4月27日初次数据显示，一季度美国GDP按年率计算增长2.3%，好于市场预期，但低于前一季度2.9%的增速。美国商务部表示，消费增速放慢是当季GDP增长放缓的主因。数据显示，占美国经济总量约70%的个人消费开支当季按年率计算增长1.1%，低于前一季度4%的增速，为2013年以来最低季度增速。尽管一季度GDP增长放缓，但仍是近三年来同期最好水平。经济学者预期，GDP增长会在第二季度开始加速，期待特朗普政府的1.5万亿美元的减税计划开

始产生实际效果。分析人士预计，目前美国劳动力市场接近充分就业，商业和消费者信心提升，经济前景依然广阔，但贸易关系紧张则构成阻碍，美联储此前预计的 2018 年 2.7% 的经济增速不难实现，估计美联储仍将继续渐进加息步伐。美联储 5 月 3 日的货币政策例会决定维持政策利率不变。会议没有调整前景预期，但美联储在声明中修改了几处关于通胀的评论。美联储表达出对通胀前景信心愈发充足，认为通胀将会达到目标水平，同时中期还有可能小幅超过 2%。瑞典北欧斯安银行（SEB）分析师表示，通胀压力上升将会提升美联储中期加息路径，因此 2018 年合计有望完成四次加息，下一次加息时机在 6 月。

欧央行将谨慎收紧货币政策 欧元区一季度 GDP 增速创一年半新低

欧洲央行 4 月 26 日议息会议后宣布，维持主要再融资利率 0.0% 不变，维持隔夜贷款利率 0.25% 不变，维持隔夜存款利率 -0.40% 不变，均符合市场预期。欧央行同时强调，该行每月 300 亿欧元的资产购买规模将至少持续到 9 月，如有必要将持续更长时间，QE 将持续到通胀路径出现可持续的调整。欧央行行长德拉吉指出，最新数据表明欧元区经济正温和扩张，尽管有迹象显示通胀将向目标靠拢，但核心通胀水平仍尚未表现出令人信服的上行趋势。总体看，欧元区仍需很大程度的宽松刺激措施。分析人士指出，由于刺激经济的压力较大，欧央行未来将相对谨慎地收紧货币政策，同时会加强与市场的沟通机制，以保证金融市场不会出现较大波动。5 月 2 日，欧洲统计局数据显示，一季度欧元区 19 国经济环比仅增 0.4%，创近一年半新低。HS Markit 首席经济学家 Chris Williamson 认为，供应限制、罢工、恶劣天气和异常高的疾病发病率，是欧元区经济不景气的主因；欧元走强和价格上涨等其它因素，也抑制了需求；贸易战和英国“脱欧”的担忧，也导致不确定性加剧。数据公布后，市场人士普遍表示，与 2017 年较为强劲的复苏势头相比，当前欧元区和欧盟经济面临的变数增多，尤其是贸易保护主义抬头、英国脱欧后续进展等因素。

韩国 4 月出口一年半来首降 对华出口飙升

韩国产业通商资源部 5 月 1 日初步核实数据显示，韩国 4 月出口同比下降 1.5%，至 500.6 亿美元，是韩国出口 18 个月以来首次同比下滑。这一数字远逊于

接受路透调查的经济学家平均预期的增长4.1%。据产业部分析，虽然4月出口形势整体良好，但去年4月的出口业绩尤其强劲，由此而产生的基数效应可能是导致韩国出口时隔18个月同比下滑的主因。此外，虽然出口同比有所下滑，但继3月(515.8亿美元)后连续两个月突破500亿美元大关，这在韩国历史上尚属首次。Eugene Investment and Securities 首席经济学家 Lee Sang-jae 表示，出口虽然下滑，但由于全球需求急剧下滑，所以没有必要把它看作是出口的硬着陆，因为与3月一样，出口金额仍然超过500亿美元。Daishin Financial Group 经济学家 Lim Hye-youn 表示，美国和中国之间仍存在贸易战的风险，将会影响全球需求并伤害韩国出口；预计韩国今年出口年成长率将达到7-9%。数据显示，得益于中国市场对韩国存储芯片、石化产品和机械的强劲需求，韩国4月对华出口依然强劲，增幅达23%，连续第18个月实现增长。而由于对汽车和智慧手机的需求疲软，4月对美出口同比下降1.8%，为连续第三个月下降。

海外媒体看中国

英国《FT 中文网》：中国银行业开展新一轮融资行动

受影子银行新规的影响，中国银行业开展了新一轮融资行动。新规的监管条例正迫使银行将影子贷款重新纳入资产负债表。在过去十年中的大部分时间里，随着非银行贷款机构及资本市场的扩张，银行贷款在中国金融体系中的主导地位有所减弱。但新规禁止银行将表外贷款打包进兼具高收益与隐性违约担保的“理财产品”。这刺激了传统银行贷款活动的复苏。由此导致银行资产负债表膨胀，增加了银行对资本金的需求，以达到中国监管机构关于积极落实全球《巴塞尔协议III》资本充足率规定的要求。今年一季度，银行贷款在央行广义融资指标中占比达到88%，这是自2009年中国在金融危机后出台刺激措施以来任意三个月的最高水平。中国正竭力遏制因过去十年债务超常增长而导致的金融风险，对银行施压要求其增加资本金。3月中国农业银行公告，拟通过非公开发行股票，融资160亿美元。瑞银(UBS)数据显示，2014-2017年间，中国银行业累计已募集8,610亿元人民币的额外股本，其中大部分资金是未上市的小型地方银行还有中国国家开

发银行等政策性银行采取非公开发行方式募集。瑞银驻香港的亚洲金融分析师贾森·贝德福德估计，把核心一级资本充足率提升至 10%，还将需补充资本 1.05 万亿元人民币（合 1,700 亿美元），这一充足率也只能为规模较小的银行提供比《巴塞 III》所要求的 9.5% 略大的缓冲空间。野村(Nomura)驻香港的银行业分析师江丽表示，最大的缺口出现在中型银行，包括中信银行、民生银行及平安银行。

美国《彭博社》：中国过去 10 年对欧洲投资并购比美国同期多 45%

数据显示，过去 10 年中，中国在欧洲并购或投资的总额达 3,180 亿美元，比美国在同一时期的投资行为高出 45%。中国在欧洲的投资领域包括在中东欧地区的基础设施投资，及在西欧高科技公司的投资。根据彭博社对中国自 2008 年以来在欧洲 30 国已完成或未完成的 678 个项目的数据分析，中国国企或私企（包括中国香港地区）在整个欧洲大陆的交易规模达到 2,550 亿美元，涉及多个机场、海港、风力发电厂和职业足球队的收购和投资。自 2008 年起，中国投资主要流向化工、传统能源、地产、采矿及网络等几个关键领域。已知的中国投资中半数以上集中在欧洲五大经济体。中国在欧洲的投资行为引发不同国家的不同反应。包括德国总理默克尔和法国总统马克龙在内，声称应对中国在欧洲的经济行为采取共同战略来应对。德国《商报》有关报道称，欧洲政界人士大都认为中国推进“一带一路”是为“输出自己的政治经济构想和目标”。美国一个智库也就“一带一路”倡议发布报告称，相关项目并非为实现双赢的经济发展，而是产生了政治影响力，扩大了中国的军事存在，反映了中国的安全意图。

美国《福布斯双周刊网站》：中国逐步开放低空空域 将迎更多私人飞机

中国以前少见私人飞机，但现在私人飞机则有机会进行更多飞行。因为中国民用航空局正打破一度使私人飞机产业难以发展的法规，从而有助于刺激经济增长。香港亚翔航空公司总经理杰弗里·洛认为，2017 年，中国政府修改了 30 多条规则，以使之有利于私人飞行者和相关服务。业内人士认为，中国政府已开始认识到私人航空与经济增长间的联系。美国政府的报告说，中国航空领域的官员正在逐步开放低空空域。这些措施有利于飞行高度不太高的小型私人飞机。严格说，这些措施还可让航空管理当局为被称为通用航空的广泛飞行类别开通更多航线。

有关中国私人飞机数量的估计从几百架到 2,000 架左右不等。亚翔航空有限公司表示，中国大陆私人飞机的注册数量从 2015 年的 299 架升至 2017 年的 339 架。

香港《凤凰国际 iMarkets》：中国无法复制美国页岩气的繁荣

据美国能源情报署 2015 年估计，中国拥有 1,115 万亿立方英尺的页岩气储备，成全球最大页岩气储备国，而世界第二大页岩气储备国阿根廷仅拥有略超过 800 万亿立方英尺的储备。由于其页岩气储备的地质分布特点，中国能源公司已开发出了专有的、针对本国储气岩石的水力压裂法。全球知名能源咨询顾问公司伍德麦肯兹数据显示，与 2010 年相比，现在的勘探井成本已减少了 40%，生产井成本自 2014 年以来减少了 25%。在需求持续以惊人速度增长之际，中国政府将页岩气的资源税下调了 30%，以刺激页岩气生产。虽然中国无法实现其 2020 年生产 300 亿立方米天然气的目标，但中国的页岩气前景看起来仍一片大好。伍德麦肯兹公司指出，中国将在 2020 年以前令其页岩气年产量翻一番至 170 亿立方米。尽管如此，中国也无法复制美国的页岩气繁荣。因为中国的页岩气储备位于偏远的、从地质学上看极具挑战性的地区。这些储备位置偏远意味着那里没有已建立的生产 and 运输数千万亿立方英尺的天然气的基建设施。此外，中国的页岩气产业在技术方面发展缓慢，其面临的制约因素不是一朝一夕能解决的。在一些人看来，缺乏开放市场及生产商之间竞争激烈也影响了中国在页岩气改革方面的机遇。现在，虽然中国天然气总产量不断增长，但增速还没有快到能赶上需求的增速。为实现供给增速目标，中国可能需要国际能源公司的协助。

国内财经

资管新规五大调整 “统一规制” 重构百万亿资管格局

4 月 27 日，央行、银保监会、证监会、外管局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。新规遵循坚持严控风险的底线思维，坚持服务实体经济的根本目标，坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合、机构监管与功能监管相结合的监管理念，坚持有的放矢的问题导向和坚持积极稳妥审慎推进五大原则，

重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题，设定统一的标准规制。同时，新规按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期为新规发布之日起至2020年底，对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。

资管新规五大调整 “统一规制”重构百万亿资管格局 较之去年11月发布的征求意见稿，五大关键问题有所调整：一是过渡期从2019年6月30日延长至2020年底，略超出市场预期。二是初步对“标准化债权资产”进行定义。三是就估值方法，明确鼓励采用市价计量，但在封闭式产品中，符合两种情况的可用摊余成本法，并设置了5%的偏离度约束。四是就消除多层嵌套方面，《意见》统一同类资管产品的监管标准，要求监管部门对资管业务实行平等准入，从根源上消除多层嵌套的动机。同时，将嵌套层级限制为一层，禁止开展多层嵌套和通道业务。五是就杠杆水平方面，新规根据不同产品的风险等级设置了不同的负债杠杆，参照行业监管标准，对允许分级的产品设定了不同的分级比例。民生银行研究院金融发展研究中心主任王一峰表示，新规比征求意见稿过渡期延长了一年半，同时执行新老划断标准，允许为接续存量资产进行发行产品对接。这些政策调整充分体现了监管层尊重当前客观现实，防止资产池出现流动性断裂，政策设置较长的过渡期，可有效防止影子银行融资过快收缩而出现的断崖效应。中欧基金认为，新规整体略超预期，既保持了金融监管的连续稳定，又没有因国内外复杂环境的压力而延迟推出政策，体现了政策的灵活性，给予金融机构更为充足的整改和转型时间，兼顾市场稳定。新规还明确资产管理业务不得承诺保本保收益。今年两会期间，时任银监会主席、现任银保监会主席郭树清曾明确提醒投资者注意“保本高收益”产品的风险。央行数据显示，近年来，我国金融机构资管业务规模不断攀升，截至2017年末，不考虑交叉持有因素，总规模已达百万亿元。其中，银行表外理财产品资金余额为22.2万亿元，信托公司受托管理的资金信托余额为21.9万亿元。同时，互联网企业、各类投资顾问公司等非金融机构开展资管业务也十分活跃。中国人民大学重阳金融研究院高级研究员董希淼指出，随着资管产品规模越来越大，风险也随之迅速上升。如果听之任之，一旦风险爆发将跨行业、跨市场传递，影响的不仅是我国金融市场，更给实体经济、给普通金融消费者带

来巨大的负面影响。中信建投证券宏观首席分析师黄文涛表示，资管新规关于打破刚性兑付、降低期限错配风险、控制杠杆率风险、实现净值化管理等要求，可能对资管行业甚至整个金融业造成重大影响。短期看，随着资管行业标准的逐步统一，此前依托同业加杠杆、委外、多层嵌套等快速扩张的资管产品将受到明显挤压，资管行业盈利模式将发生根本性变化。监管套利、过度加杠杆、期限错配曾是众多资管产品的主要盈利方式，也是滋生系统性金融风险的重要领域。资管新规针对上述问题所提出的监管要求和操作规则，将从根本上改变此前“重套利、轻管理”“重规模、轻质量”的行业投资风气。交行研究中心表示，长期看，资管新规有助于促进资产管理业务规范发展，降低金融风险，未来银行理财业务转型后，将会形成商业银行新的业务增长点。武汉科技大学金融证券研究所所长董登新表示，中长期看，资管新规是中国资管业务的第一个统一监管规则，也是大资管行业步入透明监管、穿透式监管新时期的标志。新规中一些带有颠覆性的规则出台，将打破传统的刚性兑付及过去一些屡禁不止的资金池业务、所谓保本保收益的承诺、虚假营销及不诚信的行为。这些将给资管产品的发行人和投资者带来理念上颠覆性的改变，家庭理财和个人投资将会更加注重风险。盘古智库高级研究员熊园指出，随着资管新规正式出炉，打破刚性兑付已成必然，保本理财也将退出历史舞台。未来我国资产管理行业将步入非保本理财时代，中国金融生态环境也就此被重塑。信托、公墓、券商及保险等行业均受到影响除银行外，信托、公墓、券商以及保险等均受到新规影响。信托方面，截至2017年年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模达26.25万亿，去通道、去杠杆背景下的信托业面临着行业收入增长放缓、信托报酬率下滑的挑战。多位信托业内人士认为，2018年信托资产规模、增速下滑或成现实。中短期看，多位分析人士预计今年二季度信托业规模和增速会有一个非常明显的反转回落，甚至不排除出现断崖式的下滑。在降杠杆、去通道大背景下，信托业难免经历转型“阵痛”，但平安集团总经理兼平安信托董事长任汇川认为，新规对行业长期健康发展是利好，对于行业而言，应该及时回归本源，助力实体经济发展。公募基金方面，基金公司普遍表示，新规将长期利好基金行业。华夏基金表示，随着近两年中国金融市场产品不断丰富，

资产配置理念和方法不断成熟，投资人对收益特征的认知逐步理性，资产管理机构有能力为客户设计不同风险等级的金融产品以满足不同的风险收益偏好。这些净值型产品将逐步替代传统理财产品，在未来金融市场中占据重要地位。银河证券基金研究中心总经理胡立峰表示，新规进一步规范与优化了公募基金行业发展。首先，新规对公募基金与私募基金做了不同安排；其次，公募基金产品定义面临规范与优化；第三，货币基金是否由摊余成本计价改为净值型计价目前还未明确。特别值得注意的是，分级基金与保本基金产品需要转型或者终止。券商方面，根据基金业协会数据，截至2017年末，证券公司资产管理业务规模16.88万亿元，相比2017年一季度末18.77万亿元减少1.89万亿元。海通资管相关人士表示，新规为资管产品的健康发展指明了方向。投资经理必须要注重发现优质价值的资产机会，关注新技术、新产业、新生态，加强主动管理能力，在打破刚兑的要求下，回归服务实体经济，创造资产配置价值。保险方面，某大型国有保险资管人士点评，这是第一次正式把保险资管列入资管行业，使保险资管机构可以在同一起点上与其他金融机构开展公平竞争，改善了保险资管机构的市场地位。其次，由于银行理财受资管业务新规影响较大，预计银行理财规模增速或将大幅下滑，并且打破刚兑净值化管理后由于无法进行期限错配投资或使银行理财投资收益有所下滑，导致保险资金投资银行理财的规模下降。在新规下，虽然保险资管公司可能会流失部分来自银行的委外业务，但却迎来直接面对企业客户的机会。

一季度工业企业利润增 11.6% 国企实现利润超 7100 亿元

首季工业企业利润增 11.6% 煤气油开采业贡献最大 4月27日，国家统计局发布一季度工业经济效益月度报告显示，1-3月，全国规模以上工业企业实现利润总额1.55万亿，同比增长11.6%，创2017年以来增速新低，增速比1-2月放缓4.5个百分点，相比去年同期的28.3%增速也大幅下降。国家统计局工业司何平分析称，整体看，工业企业利润保持两位数较快增长，利润结构有所优化，工业经济稳中向好的格局没有改变。一季度工业经济主要呈三个特征：一是盈利能力增强，制造业比重上升。1-3月，在全部规模以上工业企业利润总额中，制造业比重为83.9%，比1-2月上升0.3个百分点；采矿业比重为8.9%，比1-2月下降0.2

个百分点。1-3月，工业战略性新兴产业利润增长10.7%，保持较快增长势头。二是成本下降，杠杆率降低。1-3月，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为92.61元，同比下降0.13元。3月末，规模以上工业企业资产负债率为56.4%，同比降低0.8个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为59.5%，同比降低1.5个百分点。三是产成品、应收账款周转加快。3月末，规模以上工业企业产成品存货周转天数为16.8天，同比减少0.1天；应收账款平均回收期为45.3天，同比减少0.1天。中国企业研究院首席研究员李锦表示，工业企业利润继续保持两位数增长，是推进供给侧结构性改革，去产能结果的反映。特别是煤炭、钢铁行业在治理后，供给质量改善，产品价格提高，企业效益大幅回升。分行业看，一季度煤炭、钢铁等上游行业利润保持较高增速，但汽车、通信等制造业利润增速出现下滑。数据显示，一季度，煤炭开采和洗选业利润总额同比增长18.1%，石油和天然气开采业增长1.2倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长64.1%。但下游工业领域则增长缓慢。一季度农副食品加工业利润增长1%，纺织业下降2.6%，汽车制造业下降4.7%，化纤制造业增速为-15.2%，家具制造业增速为-1.5%，电气机械和器材制造业下降0.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降11%。目前利润率（利润额/营业收入）较高的工业行业也主要集中在上游领域。比如一季度石油和天然气开采业利润率为21.41%，煤炭开采和洗选业利润率、有色金属矿采选业利润率分别为12.46%、12.4%。但面向消费者的制造业领域利润率很低，比如一季度纺织业为3.99%，纺织服装、服饰业为5.15%，汽车行业为7.26%，化纤行业为3.73%。交行金融研究中心高级研究员刘学智认为，去年以来，资源能源和部分工业产品价格回升，带动企业经营状况改善，盈利水平显著提升。采矿、黑色金属、有色金属等行业去年以来价格上涨最显著，因而利润恢复性大幅增长。卓创资讯石油分析师高健分析，上游领域价格上涨快，下游行业的成本肯定会提升，进而对利润形成挤压。比如目前原油价格平均在每桶70美元左右，而去年全年每桶50美元左右，原油价格快速上升，使开采行业利润上升，但石油加工领域利润则下降，相应以石油为原料的产业利润也会放慢，比如化纤行业。关于负债率，招商宏观研报指出，分经济类型看，国有控股企业资产负债率59.5%，低于

前值 59.6%，也低于 2017 年全年水平，保持去杠杆态势；而民营企业资产负债率既显著高于前值（多 0.5 个百分点），则显著高于 2017 年全年水平，呈出加杠杆态势，这与 2018 年以来民间投资增速加快一致。从 3 月单月数据看，3 月工业利润同比增长率仅有 3.1%，增速比 1-2 月明显回落 13 个百分点，放缓迹象更为明显。何平表示，增速滑落主要受以下三方面因素影响。一是春节延后，3 月初部分企业尚未复工，实际生产经营天数比上年同期有所减少。二是工业产品价格涨幅回落，初步测算，因价格变动，3 月工业企业利润同比增加约 624.6 亿元，对利润增速的拉动作用为 10.9 个百分点，比 1-2 月下降 5.9 个百分点。三是汇兑损失等使财务费用增加，上年末以来，因汇兑损失、利息净支出增加等原因，企业财务费用增长有所加快，3 月，规模以上工业企业财务费用同比增长 15.1%，增速比 1-2 月份、上年全年分别加快 2.8 个、8.6 个百分点。中信证券首席经济学家诸建芳认为，春节因素、供暖季限产、PPI 增速放缓是增速明显回落的主因。申万宏源宏观研报指出，3 月工业企业盈利大幅回落，除受工业生产放缓和 PPI 涨幅回落影响，也与企业财务费用的大幅增加有关。企业盈利的放缓和财务费用的增加，导致企业的资产负债率再度走高，值得关注；这可能也是 4.23 政治局会议提出“降低企业融资成本”的重要出发点。随着工业生产的恢复和 PPI 在基数效应下止跌，企业盈利有望保持平稳；但如何降低企业的财务费用，将是需重点关注的方向。关于全年形势，中信证券首席经济学家诸建芳认为，工业企业利润的影响因素主要是工业生产的扩张速度和工业品出厂价格涨幅。今年预计工业增加值增速还将维持在 6-7% 左右，工业生产仍将维持平稳增长，而 PPI 仍将维持 3-4% 左右。因此，可预期今年工业企业利润仍将维持 10-12% 左右。华泰证券研报认为，今年工业经济大概率放缓，但预计不会超预期下行，从提高全要素生产率的角度，预计国家政策可能会增加对相关高端制造业的投入，以对冲制造业下行压力。另外，今年减税降费力度较大，经测算，增值税政策对全年工业企业利润增速的正向拉动预计在 2 个百分点左右，将减缓企业利润的下行。

首季国企成绩斐然 钢铁等行业利润大增

4 月 26 日，财政部数据显示，一季度全国国有及国有控股企业经济运行态势良好，利润实现较大增幅，偿债能力和盈利能力比上年同期均有所

提升，利润总额达 7,110.4 亿元，同比增长 16.7%，利润增幅高于收入 7.8 个百分点。在成本方面，一季度国企营业总成本为 124,687.9 亿元，同比增长 8.3%，其中销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长 5.4%、12.5%和 12.9%。值得注意的是，国企资产负债率仍保持可控，央企资产负债率有所下降，从 1-2 月的 68.30%下降为 67.79%。中国财政科学研究院副院长白景明表示，一季度国企成本增幅低于收入增幅，利润增幅超出收入增幅的近一倍、超出成本增幅的一倍多，显示出国企收入、成本、利润三方面协调性增强，企业效益提升较快。这是大力推进“三去一降一补”成效的表现。此外，国企各项成本中，财务费用增幅较大。财务费用增幅较大反映出融资成本还相对较高，应继续大力推进国企去杠杆，减少企业负债，降低融资成本。在主要行业盈利情况方面，一季度，钢铁、煤炭、石油石化、电力等行业利润同比大幅增长，均高于收入增长幅度；有色等行业利润同比降幅较大。白景明表示，钢铁、煤炭等行业的利润增长表现突出，主要是“去产能”不断推进，企业效益显著提升。数据显示，一季度国企应缴税金为 11,529.4 亿元，同比增长 9.4%。其中，央企为 8,507.4 亿元，同比增长 7.3%；地方国企为 3,022 亿元，同比增长 16%。白景明表示，应缴税金保持较快增长，且大于收入增幅，显示出国企的税收贡献稳步上升，特别是地方国企应缴税金增幅达 16%，对地方财政起到重要的支撑作用。

30 省份公布一季度经济数据 各地摒弃速度情结

截至 5 月 1 日，除西藏外，31 个省份中 30 省份公布一季度经济数据。总量方面，排在第一、第二位的广东省和江苏省均首次突破 2 万亿元大关，河南省首次突破 1 万亿元；增速方面，目前有 19 个省份持平或超过 6.8% 的全国平均线，数量比去年减少 3 个。一季度 19 省份 GDP 增速跑赢或持平全国 5 省份一季度经济总量破万亿 中国国际经济交流中心研究员马庆斌认为，各省 GDP 增速整体稳中有进，为全年经济发展开了好头。从数据看，东部地区在积极转型的同时，一季度增速还能保持在中高速，是可喜的局面。从区域发展看，沿着长江经济带的省份、“一带一路”的部分省份，借助国家大的发展战略取得了很好的经济发展成绩；如果用研究经费占 GDP 的比重看，这些省市的比重比较高，比如广东超过了

2.4%，也就是说其经济发展的后劲很足。一季度各地经济增速延续了此前“西高东低”的态势。其中，贵州以10.1%的GDP增速继续领跑，这是贵州连续29个季度GDP增速居于全国前列。云南、江西增速分别为9.3%和9.0%，位列第二和第三位，也均为中西部省份。数据显示，一季度，贵州固定资产投资比上年同期增长17.8%，位居全国第三，高于全国平均水平10.3个百分点，高于西部平均水平8.4个百分点。新兴产业方面，贵州省计算机、通信和其他电子设备制造业增加值比上年同期增长22.6%，高技术制造业增长16.3%。贵州大数据的发展目前全国瞩目，对贵州经济发展的推动起到了很大的作用。贵州省统计局副局长肖云慧说，大数据的发展对贵州经济起到很大的推动作用。着力培育壮大新动能，改造提升传统动能，着力推动实施“万企融合”，“贵州制造”加快迈向“贵州智造”，以网络消费为代表的互联网经济继续保持快速增长，互联网金融、移动支付等新模式成为促进实体经济较快发展的新兴载体。此外，西部的陕西、云南、四川等省份GDP也都超过8%。兴业银行首席经济学家鲁政委分析，大力发展基础设施建设与产业升级是这些地区发展的重要原因。从去年到今年，投资在向中西部倾斜，特别是基础设施方面，比如公路、邮政基础设施投入量比较大。其次，西部省份也有其独特的产业优势，而这些产业在当下能够适应经济体制结构调整，得到快速发展，比如旅游。同时，这些省份也有代表未来战略新兴产业方向的产业，比如陕西的现代高端制造业、医药等等。此外，山西、辽宁等地的经济增速开始逆势上扬，表现亮眼。一季度，山西省地区生产总值3,122.07亿元，按可比价格计算，比上年增长6.2%，较上年同期加快0.1个百分点。山西省统计局总统计师卫永杰介绍，GDP增长6.2%，是5年来同期最快增速。回顾山西近年来经济情况，2014年GDP增速开始大幅回落，至2015年一季度达到最低点增速2.5%，之后逐步回升。2017年增速为7.0%。与山西相似，辽宁省经济增速自2014年开始走低，2016年底达到-2.5%，此后逐步回升。较去年同期相比，今年一季度增速提升2.7个百分点。**各地摒弃速度情结 重点部署向高质量发展转变**从一季度经济数据看，各地对经济数据的核算都极为谨慎。19个省市增速较去年有所回落，5个省市持平，仅有5个省市较去年同期有所上调。这表明我国经济确实在向高

质量发展阶段延伸。压缩数据水分对于改变地方经济排名影响最为直接，从2017年全年的经济数据看，天津滨海新区压减GDP3,348.31亿元，其带来的直接变化是天津经济总量较大幅度下降，在全国城市排名中被重庆和苏州超越，跌出全国前五。除天津，内蒙古也承认政府财政收入存在虚增空转，工业增加值也存在水分。中国人民大学统计学院院长赵彦云表示，地方主动挤出经济数据中的水分，与中央高度重视统计工作和推进统计制度改革分不开。数据挤水分后，地方经济总量可能会不好看，但剔除过去的“虚胖”后，依据高质量数据作出的经济布局和政策部署将会更加科学有效。数据显示，一季度，天津以1.9%的增速垫底，比去年同期下降6.1个百分点，吉林回落3.7个百分点，海南省和重庆市的经济增速也出现下降，各自放缓3.8个和3.5个百分点。自2016年第二季度以来，天津GDP增速连续7个季度回落，尤其2017年以来，回落幅度较大，2017年前四个季度分别为8.0%、6.9%、6.0%、3.6%。自2017年以来，内蒙古经济增速一直处于回落态势，前四季度分别为7.2%、6.6%、5.0%、4.0%。今年一季度经济增速尚未公布。但分析这些地方数据，可发现一些和高质量发展相关的经济指标都显示出了积极的趋势。例如，天津市统计局副局长褚丽萍表示，在天津服务业当中有两类增长比较快，一类是与提升人民生活品质相关的服务业，比如娱乐业，营业收入增长了16.5倍；还有互联网与相关产业增速也达到30%以上，且一季度对互联网与相关行业的投资增长了6倍，这就预示下一步天津的互联网经济和平台经济的发展潜力非常大。此外，海南省正在减少对房地产的依赖。数据上看，海南房地产投资比重在逐渐减少，海南统计局新闻发言人王渊表示，海南的结构不断升级优化。尽管一季度吉林省工业经济数据不够亮眼，但其服务业发展对吉林全省经济的贡献则大幅提高：一季度，吉林全省服务业增加值同比增长3.4%，快于地区生产总值增速1.2个百分点，占地区生产总值的比重为48.3%，同比提高7.2个百分点，对地区生产总值的贡献率达到62.7%。在近两年全国经济工作会议中，政府对经济增长指标的提法越来越淡化，各省在经济发展规划中也在相应作出部署的调整，将重点向高质量发展转变，各地不再“唯GDP论”，“提质增效”成为今年一季度各地经济发展的主基调。例如，天津、湖北、山东、海南、浙江

等地分别在各省的经济工作会议中强调不要单纯追求 GDP 增速,要推动高质量发展,有些地区取消了部分市县的 GDP 考核,以绿色发展为向导来评判。

4 月 PMI 保持近 5 年来同期最高 非制造业发展动能增强

4 月 PMI 保持近 5 年来同期最高 国家统计局 4 月 30 日数据显示,4 月制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.4%,微低于上月 0.1 个百分点。从分项指标看,在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中,除新订单指数外的其他 4 个指数走势稳定,上下波动在 0.1 个百分点以内。生产指数为 53.1%与上个月持平,显示当前制造业生产状况良好。国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河表示,4 月制造业 PMI 仍高于一季度均值和上年同期 0.4 和 0.2 个百分点,继续保持稳步增长态势。4 月 PMI 主要呈五方面特点:一是生产平稳扩张,需求总体稳定;二是高技术制造业继续领跑,高质量发展稳步推进;三是进出口继续保持增长,增速有所放缓;四是价格指数一落一升,企业效益有所改善;五是大型企业运行稳定,中小型企业景气度提升。国务院发展研究中心研究员张立群认为,4 月制造业 PMI 指数小幅回落,继续保持在 51%以上的景气区间,创近 5 年来同期最高,表明经济平稳增长特点明显。订单类指数小幅回落,反映国内外市场需求基本平稳,出口形势尚未发生明显逆转;生产指数与上月持平、采购量指数略有下降,表明企业市场预期总体稳定,生产经营活动平稳。综合研判,近期经济运行总体保持平稳。值得关注的是,4 月高技术产业 PMI 指数较上月上升 0.6 个百分点,达 53.8%,高于制造业整体水平 2.4 个百分点,高于去年同期 0.4 个百分点,其中,医药制造业、专用设备制造业、计算机通信电子设备及仪器仪表制造等行业 PMI 均高于上月和制造业总体,持续处于较高的发展水平,显示制造业结构有所改善,高技术产业发展加快。中国物流信息中心分析师陈中涛认为,今年,我国要进一步加快创新驱动,加大核心关键技术攻关,预计高技术产业将保持稳步上升;高技术产业加快发展,有利于提高经济效率,优化提升产业结构,促进经济高质量发展。此外,受出口波动影响,4 月制造业 PMI 中,新出口订单指数较上月回落 0.6 个百分点至 50.7%,该指数的回落也是拖累制造业 PMI 整体回调的原因。从企业类型看,中型企业 PMI 指数继 3 月上升 1.4 个百分点后,又上升 0.3 个百分点,达

到 50.7%，为去年 10 月以来最高值；小型企业 PMI 指数上升更为明显，连续两个月保持在 50% 以上，为去年下半年以来的最高值。专家认为，中小型企业 PMI 指数持续上升，显示国家减税降费等积极扶持政策成效显现，中小企业生产经营形势向好发展。兴业银行首席经济学家鲁政委指出，小企业生产情况和经营预期的改善可能与政策提振有关。例如，在融资方面，2017 年主要金融机构对小微企业的贷款增速高于全部金融机构贷款增速约 3.7 个百分点；在税费负担方面，3 月 28 日，国务院常务会议确定深化增值税改革措施。中信证券固定收益首席研究员明明称，从制造业看，主要指标均下滑，其中生产端的稳定和需求端的大幅下行是拉低制造业 PMI 的主因，从业人员和生产经营活动预期均走弱，制造业未来存在一定下行风险；但另一方面，制造业内部结构有所改善，中小型企业存在回暖势头，同时价格分歧缩小也能改善企业盈利能力，制造业扩张较为平稳。在非制造业 PMI 上升的带动下，综合 PMI 上升 0.1 个百分点至 54.1%。关于我国制造业是否能在未来继续延续景气回升态势，中泰证券宏观高级分析师杨畅指出，随着 5 月 1 日制造业增值税税率调整等政策落地，及在“把加快调整结构与持续扩大内需结合起来”等明确指向下，后续有关部门有望出台系列政策措施，支持未来制造业的景气回升，特别是高技术产业及消费品制造业值得看好。5 月 2 日公布的 4 月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）为 51.1，较 3 月回升 0.1 个百分点，显示制造业仍处轻微扩张态势。这一趋势与统计局制造业 PMI 并不一致。从分项数据看，两个制造业 PMI 也存在一定差异。财新中国制造业 PMI 中，产出指数、就业指数、采购库存指数、产成品库存指数均有不同幅度的上升，出厂价格指数略微回落，投入价格指数止跌企稳，对企业盈利状况有负面影响。财新智库莫尼塔研究首席经济学家钟正生表示，4 月财新中国制造业 PMI 仍处较好景气区间内，但由于出口形势较严峻，经济增长对内需的依赖度显著上升。**非制造业发展动能增强 经济高质量发展具有坚实基础** 数据显示，4 月非制造业商务活动指数为 54.8%，较上月和去年同期分别上升 0.2 和 0.8 个百分点，是该指数连续八个月保持在 54% 以上。非制造业总体继续保持增长态势，扩张步伐加快。赵庆河称，非制造业商务活动指数继续高于制造业生产指数，显示非制造业对经济增长

拉动作用进一步增强。具体看，4月，在非制造业PMI各单项指数中，新订单、在手订单、存货、投入品价格、销售价格和业务活动预期指数环比有所上升，升幅在0.1-2.8个百分点之间；新出口订单、从业人员和供应商配送时间指数环比有所下降，降幅在0.1-0.4个百分点之间。专家认为，4月非制造业商务活动指数呈三大特点：一是新订单指数有所上升，内需基础进一步巩固；二是价格升、就业稳、信心增，非制造业具备继续向好发展的基础；三是企业经营活动整体稳健。

中国物流与采购联合会副会长蔡进认为，新订单指数有所上升，显示出经济发展的内需基础进一步巩固。值得注意的是，服务业需求结构进一步优化，引领了消费升级，推动经济发展质量提升。数据显示，4月，服务业商务活动指数为53.8%，比上月上升0.2个百分点，明显高于上年同期1.2个百分点。从行业大类看，航空运输业、邮政快递业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务等行业商务活动指数均位于60.0%以上的高位景气区间，保持较快扩张势头。餐饮业、房地产业商务活动指数继续位于临界点以下，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为60.6%，比上月微落0.1个百分点，建筑业延续快速增长势头。陈中涛表示，综合前4个月情况看，今年以来经济发展一直保持态势稳、势头劲、质量优、效益好、活力强的状态，经济高质量发展新周期已开启，后期保持平稳运行、经济高质量发展具有坚实的基础和条件。交行金融研究中心高级研究员刘学智认为，高技术制造业发展较快，非制造业PMI上升，都表明经济结构持续改善，经济增长向高质量方向发展。专家认为，当前非制造业持续较快发展的动能进一步增强，特别是内需基础进一步巩固，内需结构有所优化，有利于提升经济发展的质量和效益，经济运行持续向好的基础依然较强。张立群表示，未来宏观调控应注重预期引导，将加快调整结构与持续扩大内需相结合，提高经济增长的韧性和回旋的空间。4月23日，中央政治局会议分析强调，全力打好“三大攻坚战”、坚持积极的财政政策取向不变、保持货币政策稳健中性的同时，还提出要“注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”。这是近三年以来，中央政治局首次提到“扩大内需”。西南证券首席宏观分析师杨业伟表示，政治局会议提出的扩大内需，更多是指结构调整，而

非扩大总需求，因此短期内政策尚不会完全转向，需求可能继续处于弱通道。

观点精粹

匡贤明：当前财政管理工作的三个要点

中国（海南）改革发展研究院经济所所长匡贤明认为，防范重大风险的一个重要任务是防范地方债风险，这也是当前财政管理工作的重中之重。一是需从根本上规范并明确地方政府的支出职能，形成相应的制度安排。一方面，加快地方政府职能转变；另一方面，加快中央和地方的支出责任划分。总的看，通过明确地方政府支出责任，降低地方政府债务冲动，是化解地方债风险的治本之策。这也成为未来几年深化改革的重大任务之一。二是在理顺支出责任基础上，还需加快理顺中央地方收入划分。除地方主体税种构建外，地方还拥有环境资源等大量资源。盘活这些资源，需尽快资产化，使之形成有稳定收益的资产，形成地方稳定的收入来源。通过税收和资源两个角度切入，培育地方稳定财源，形成地方债坚实的地方财力基础，不仅能降低地方债风险，且可形成市场化约束机制。三是加快形成地方债市场化制度安排。要把市场化作为地方债制度设计的基础，按照市场化方式加快规范地方债制度，加快形成地方债市场化发行、交易、流转的制度安排。首先，在地方债项目选择环节要引入市场机制。其次，要进一步扩大交易者范围。地方债的交易参与者越多，均衡价格就越容易形成。最后，要加快形成地方债统一的二级市场，提高地方债流动性。重点是打破银行间和交易所市场分割，加快建立统一、完备、高效、流动性强的二级市场。通过市场化方式，可有效剔除非经济因素对地方债风险的影响。

张明：审慎应对全球债务水平的上升

平安证券首席经济学家张明指出，根据IMF今年4月发布的最新全球经济展望，全球经济增速在2017年达到3.8%，这是自2011年以来全球经济的最快增速。但全球债务水平快速上升是最大隐忧。由于全球债务水平过去10年来上升显著，随着主要国家货币政策正常化的进行，全球利率水平有望显著上升，将加剧部分

高债务国家还本付息压力，最终对经济增长与金融稳定产生新的冲击。为避免上述不利情景的出现，有关国家可采取的主要对策包括：一是通过加强宏观审慎监管措施来抑制金融机构的过度放贷行为，避免杠杆率进一步上升；二是如果本国经济增速快于全球水平，则可加快本国货币政策正常化速度，以主动促进特定部门的去杠杆；三是加快国内结构性改革的力度，提振全要素生产率对经济的贡献，降低对信贷刺激拉动增长的依赖；四是提前做好准备以应对去杠杆可能带来的金融市场震荡。

赵伟：全球加杠杆进程或将终结 欧洲较难成为全球新的加杠杆主力

长江证券研究所首席宏观债券研究员赵伟认为，全球多年来持续加杠杆的进程面临终结，景气繁荣的顶点已出现。一方面，企业接近历史新高的资产负债率水平和居民接近历史低位的储蓄率水平，使美国经济加杠杆已到“天花板”。从宏观层面的企业杠杆率(债务/GDP)看，美国企业部门杠杆已创历史新高；从微观层面的企业资产负债率(债务/资产)看，美国企业加杠杆也无空间。近期美国制造业PMI新订单指数和企业利润的疲软走势，预示着美国经济已达繁荣顶点。另一方面，中国开启结构性去杠杆进程，杠杆率或趋稳步回落。2018年4月，中央财经委员会第一次会议在顶层设计层面首次提出“结构性去杠杆”。去杠杆背景下，中国经济增速或面临阶段性下行压力。欧洲也较难成为全球新的加杠杆主力。一方面，欧洲杠杆率处于历史高位，加杠杆空间十分有限。当前欧元区政府和私人部门杠杆率分别高达100%和160%，与各自的历史最高值(109%和168%)差距极小。另一方面，欧洲经济因缺乏内生增长动能，其经济景气将极大地受美国和中国经济影响。比如，2017年，伴随美国经济加速增长、中国经济企稳修复，欧元区出口增速大幅改善，支撑经济增速持续抬升；随着美国经济见顶、中国经济增速阶段性下行，欧元区出口或将显著承压，进而拖累总体经济改善速度。

(未经许可，请勿转载)

总编审：任朝霞

责任编辑：赵军利

联系人：陈新孙 赵军利 电话：(010) 68558515 68140713 13910382901 传真：(010)68558341

Email: cxinsun@cei.gov.cn zhaojl@mx.cei.gov.cn