

7.20日，中央国债登记结算有限责任公司、东方金诚国际信用评估有限公司联合发布了《上半年宏观经济运行分析与下半年展望》研究报告，核心观点如下：

经济增长展现较强韧性 宏观政策要有“非常规预案”

——上半年宏观经济运行分析与下半年展望

一、上半年宏观经济运行特征

上半年国内生产总值（GDP）增长展现较强韧性，增长结构进一步改善。1-6月GDP同比增长6.8%，较上年同期小幅回落0.1个百分点。在国内服务消费强劲增长背景下，消费贡献率大幅提升，内需拉动力进一步增强，而净出口拉动率由正转负。第三产业增长在GDP中的份额升至60.9%，较上年同期上升1.8个百分点。在国内金融整顿背景下，M2、社融存量增速迭创新低，宏观经济增长显示出较强韧性。

1-6月规模以上工业生产继续保持运行平稳态势，企业效益大幅改善。规模以上工业增加值同比增长6.7%，与上年同期基本持平，其中高技术产业和装备制造业增长势头明显高于平均水平。前5个月规模以上工业企业利润同比大幅增长16.5%，显示前期去产能带动工业企业效益持续改善。

上半年服务业继续保持较快增长状态，经济转型持续推进。第三产业同比增速达到7.6%，较上年同期上升0.1个百分点，其中战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业营业收入均明显高于平均水平。

1-6月固定资产投资增速在上半年延续放缓势头。其中，上半年严格控制隐性地方债扩张，各地PPP项目经历退库整改，基建投资增速下行明显；工业利润改善，带动制造业及民间投资增速小幅反弹；上半年房地产市场延续量价齐升走势，前期土地购置费用高增带动房地产投资增速有所加快。

上半年社会消费品零售增速稳中趋降。这主要缘于居民收入增速小幅下滑，以及房地产市场高位运行对消费形成一定挤压效应。上半年服务消费及消费升级类商品销售增长较快，网上消费等新业态保持高增长态势。

1-6月我国外贸进出口保持较快增长水平，贸易顺差规模持续缩减。在全球经济扩张整体加速背景下，上半年外需进一步走强，我国出口贸易额(按美元计)同比增速为12.8%，较上年同期高出5.1个百分点。

上半年国内经济增长保持较强韧性，进口需求持续扩张，原油价格大幅回升引领大宗商品价格走高，拉动上半年进口额大幅增长19.9%。上半年我国贸易顺差同比下降21.3%，带动同期净出口对GDP的拉动率重返负向区间。

上半年在食品价格增速转正带动下，CPI同比整体回升，但整体仍处2.0%的温和水平，未对货币政策形成明显掣肘。1-6月PPI同比整体回落，主要受上年高基数影响。二季度以来地缘政治紧引发国际原油价格快速上涨，6月末PPI同比增速升至4.7%的年内高点。

上半年人民币兑美元汇率呈先升后贬走势，CFETS指数走势稳定且略有上涨。受美元指数走强影响，人民币兑美元汇率双向波动态势明显，上半年经历了“升值-稳定-贬值”走势，6月末中间价较上年末贬值1.26%；人民币对一揽子货币呈震荡上行走势，6月末CFETS指数较上年末微涨0.85%，稳中有升。

二、宏观经济政策

(一) 财政政策

1.财政收入保持平稳较快增长。经济供需两旺和收入改善带动主要税种较快增长；财政收入质量进一步提高，非税收入持续下降；二三产业税收协调较快增长，多数行业税收增速较同期有所加快。

2.财政支出保持较高强度，支出进度总体加快。上半年财政支出增速有所回落，但支出强度不减，一般公共预算支出规模突破11万亿元；财政支出更加聚

力增效，体现为民生支出和重点领域的财政支持力度加大；受地方政府举债监管趋严影响，预算内基建支出对基建投资增速下滑的对冲效果有限。

（二）信贷与货币政策

1.货币政策维持稳健中性取向，存在结构性微调。一是货币政策兼顾“稳健中性”和“松紧适度”，流动性环境也经历了从“合理稳定”到“合理充裕”的微调；二是结构性货币政策体现灵活性和创新性，上半年共开展3次定向降准操作，流动性管理方式趋于精细化，力求平衡好“稳增长、调结构、防风险”之间的关系。

2.货币供应量总体适度，社会融资规模增速回落。一是货币供应低增速渐成常态，数量型指标有所淡化；二是社会融资规模回落，表外融资持续回表；三是受信用风险事件多发影响，上半年债券市场融资规模先增后降。

3.利率市场化改革途径进一步明确。下一步将推动存贷款基准利率和货币市场利率逐渐统一。

4.去杠杆取得阶段性成效，宏观杠杆率逐渐趋稳。今年一季度杠杆率较上年全年高0.9个百分点，增幅较上年同期收窄1.1个百分点，货币政策将逐渐聚焦于稳杠杆和结构性去杠杆。

（三）金融监管政策

1.监管力度不减，重在消除监管套利。4月下旬资管新规落地；上半年银监系统公布罚单1662张，较上年同期增长12.2%，罚没金额超14亿元。

2.“一委一行两会”监管框架确立。在补短板的同时实现监管全覆盖，体现“统一监管，统筹发展”的监管思路，有利于健全货币政策和宏观审慎政策的“双支柱”调控框架。

3.金融领域双向开放步伐加快，人民币汇率双向波动加强。十一项金融开放措施年内将落地，5月1日起扩大内地和香港互联互通额度，沪伦通有望今年内

开通。上半年人民币汇率延续双向波动且弹性增强，汇率调整成为平衡资本流动的主要手段，外储规模在合理区间内波动。

三、下半年宏观经济展望

下半年国内外经济环境均将趋紧，宏观经济增速下行压力也将有所加大，**预计下半年 GDP 增速将降至 6.5%，全年 GDP 增速将为 6.6%，仍然保持在中高速增长区间，物价继续处于温和水平。**其中投资增速将稳中趋缓。在严控隐性地方债增量的背景下，基建投资资料将继续承压。随着房地产调控持续加码，棚改政策收紧，下半年房地产市场存在降温的可能。此外，由于终端需求不会明显扩增、企业去杠杆压力较大，制造业投资难以延续大幅反弹。综上，下半年固定资产投资增速还有进一步下探的可能，**预计全年累计增速将降至 5.5%。**

消费方面，预计下半年社零增速将小幅回升。近期居民收入中位数增速已现反弹，10 月份之后个人所得税下调也将在一定程度上提升居民消费能力，**预计全年累计增速将在 9.5%左右，消费对宏观经济增长的贡献将保持高位。**

下半年出口增速将受贸易摩擦影响而有所波动，整体将趋于放缓，净出口对 GDP 的影响仍将处于负向区间。

物价方面，下半年受猪肉价格降幅收窄及中美贸易摩擦升温影响，CPI 通胀预期将有所抬升，但突破 2.5%的可能性不大，整体仍处于温和水平，这将继续为货币政策保持灵活性创造有利条件。下半年预计 PPI 同比涨幅将出现一定回调，但仍有望保持在 3.5%以上的偏高水平。这将继续有利于工业企业利润保持较快增长，进而推动去杠杆进程。

汇率方面，经济基本面是决定人民币汇率走势的根本因素，因此下半年人民币兑美元或呈震荡格局，但整体稳定趋势不改；CFETS 指数将延续稳定走势。

2018 年下半年宏观政策建议：

1.财政政策积极有效，把握好支出进度：一是确保积极的政策取向不变；二

是确保支出节奏,提高支出精准度;三是要拓展财政政策的空间,优化支出结构。

2.货币政策中性适度,注重引导预期: 一是维持货币政策中性,确保 M2 增速与实体经济运行所需相匹配,且增速不宜低于当前历史低位;二是营造适度的货币金融环境,根据市场需要适时运用 OMO、MLF、SLF 等工具平抑流动性巨大波动,引导金融机构加大对小微企业、三农、绿色金融等重点领域和薄弱环节的支持力度;三是汇率管理工作要确保稳中有进,要坚定推进金融市场双向开放,要加强汇率监测系统建设,维护人民币汇率在合理区间内双向浮动。

3.金融监管要把握好力度和节奏: 一是监管的力度要恰当,避免放松导致前功尽弃;二是监管的节奏要持重,避免防风险导致的“次生风险”,防止股市债市汇市出现巨大波动。

4.做好经济政策的“非常规预案”: 一是避免重走大水漫灌的刺激老路,预防出现房地产等资产价格泡沫,稳住宏观杠杆率;二是优化赤字政策,当贸易摩擦升级危害实体经济、经济下行压力较大时,适度放松财政赤字率,守住“稳增长”的底线;三是注重与市场沟通,做好政策解读,稳定市场预期,确保在国际重大宏观事件冲击下股市债市汇市能够在合理范围内波动,整体金融市场稳健运行。