

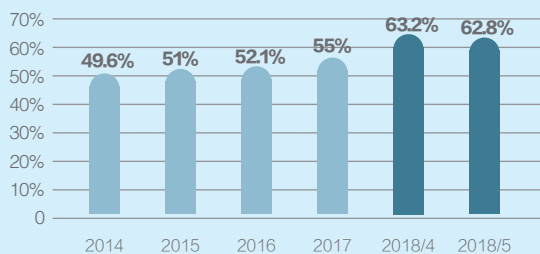
下半年， 中国经济怎么走？

外有贸易战和全球需求的不确定性，内有融资环境恶化对于经济的潜在风险，现阶段的中国经济仍面临较大不确定性。中国经济结构正在发生真实的变化，新旧动能切换正处于从量变到质变的关键期；在去杠杆的大背景下，货币政策能够调整的空间非常有限，财政政策才是下半年政策微调的重点；基建投资增速回落趋势不会改变，但下行速度将有所放缓，制造业投资在投资新动能的推动下将延续小幅回升的趋势，地产投资对下半年经济影响较小；供求推动而非央行干预的人民币汇率双向波动更加明显，下半年进一步推动汇率形成机制改革的可能性很小。

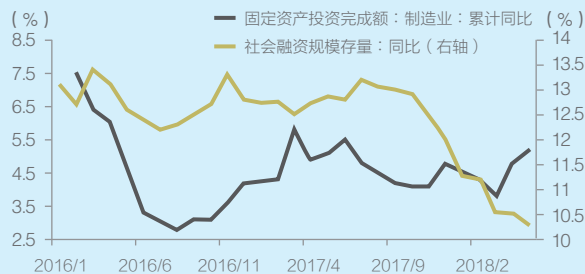
新旧动能切换：从量变到质变

在过去，市场共识是经济新动能确实增速较快，盈利能力较强，但由于在国民经济中的体量偏低，新动能对经济影响偏小，难以扭转旧动能趋缓带来的负面影响。因此，新旧动能切换从量变到质变的关键因素就在于新动能在国民经济中的占比正在加速提升，其规模已经可以与部分旧动能等量齐观。今年2季度以来，宏观经济数据之所以出现供需脱节的情况，其核心原因就在于新动能需求贡献上升，而新动能贡献提升正是源于其规模呈现出较为明显的加速提升趋势。

今年制造业投资新动能在制造业投资中占比大幅提升



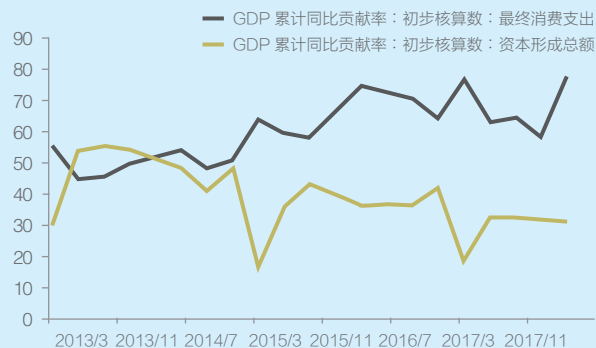
广义信用收紧而制造业投资增速回升



最大内部风险：融资环境恶化

最近一段时间，在去杠杆、紧信用的大背景下，债券市场信用事件频发，这不但对资本市场的风险偏好造成明显冲击，也加深了投资者对下半年经济的担忧程度。目前的信用事件主要集中于民营企业层面，这些企业拥有一个共同特征，即经济模式过于依赖外生负债推动，内生增长动力相对不足，企业资产负债率偏高，资金周转对再融资的依赖程度较高。那些被政策、被经济发展阶段所抛弃的企业，爆发信用事件难以避免，破产在供给出清的过程中不会缺席。这将带来阵痛，但不会引发“休克”。展望未来，去杠杆节奏决定 M2 同比增速将低位震荡。

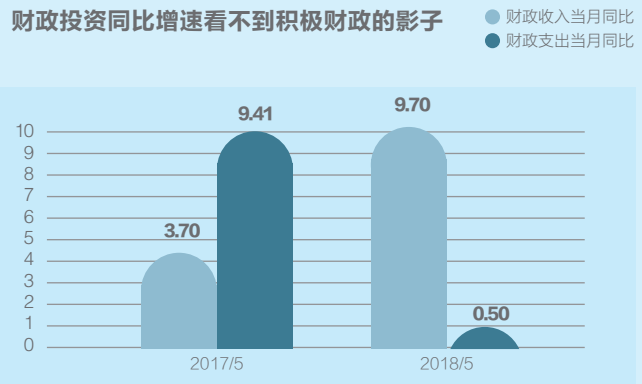
对融资条件敏感的投资对经济贡献已明显下降



政策微调重点：财政政策

上半年经济形势好于预期，经济增长质量继续提高，工业企业利润增速保持较快增长。近期的民企信用事件对实体经济造成不利冲击的可能性并不高，下半年的宏观经济政策无需大改，只需针对外需的不确定性做小幅调整。今年前5个月，财政收入同比增长12.2%，比去年同期快2.2个百分点。尽管财政部已发文要求加快支出进度，前5月财政支出增速仅为8.1%，比去年同期慢6.5个百分点。若以当月同比增速来衡量财政收支情况，则看不出积极财政的影子。因此，财政支出存在加码空间。

财政投资同比增速看不到积极财政的影子



汇率制度和形成机制不会有大的改革

2018年1月初，央行暂停在中间价中使用逆周期因子后，人民币汇率决定的分析框架由三因素决定转为两因素决定：一个是收盘价代表的外汇市场供求情况，一个是篮子货币的走势。目前汇率形成机制运行良好，两因素汇率形成机制可实现自我进化，加之从《政府工作报告》看，汇改并非当前中心任务，所以下半年央行进一步推动汇率形成机制改革的可能性小。

