

研究报告

2015 年第 93 期

2015.08.26

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

经济未续回升态势 央行“双降”力保增长

——2015年8月国内经济金融走势述评

要点

- 2015 年 7 月，宏观经济指标未能延续 6 月的回升态势。工业生产方面，出口产品、投资品和消费品等三大领域都出现下滑；固定资产投资方面，制造业、房地产和基础设施建设三大投资领域均出现增速下滑；消费增长总体稳定，网络消费贡献度提升。进出口增速双双下滑，但出口结构有所改善；当月消费者价格指数微涨，但消费和生产领域通缩压力尚未消除。金融领域，非银行金融机构贷款推高流动性水平，从贷款结构分析，企业贷款需求依然低迷。当月外汇占款创最大单月降幅。人民银行决定，自 2015 年 8 月 26 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。自 2015 年 9 月 6 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。此次“双降”无疑会强化人民币贬值预期，加剧当前的资本外流，但在同时面临股市暴跌和经济下行的双重压力下，央行此时出手，是两害相权取其轻。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

经济未续回升态势 央行“双降”力保增长

2015年7月，宏观经济指标未能延续6月的回升态势。工业生产、固定资产投资、消费、进出口增速均出现下滑。当月非银行金融机构贷款推高流动性水平，但从贷款结构分析，企业贷款需求依然低迷。当月外汇占款创最大单月降幅，资本外流压力加大。在资本外流、经济下行和股市大跌等复杂背景下，人民银行决定，自2015年8月26日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。自2015年9月6日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。此次“双降”无疑会强化人民币贬值预期，加剧当前的资本外流，但在同时面临股市暴跌和经济下行的双重压力下，央行此时出手，是两害相权取其轻。

一、经济领域：宏观数据重现回落，结构调整和消费升级稳步推进

（一）工业增加值增速回落，工业结构调整稳步推进

7月工业增加值同比增长6%，较上月回落0.8个百分点；1-7月工业增加值累计同比增长6.3%，与上半年持平（见图1）。工业生产在6月达到年内最高后，7月再度收缩，说明我国工业经济企稳的基础还不牢固。导致7月工业增加值下滑的原因：一是受外需低迷影响，部分出口行业工业品生产增速回落。7月我国出口同比下降8.3%，大幅低于预期和前值，其中纺织纱线、织物及制品、服装及衣着附件和鞋类等出口降幅扩大，导致这些行业的工业品生产增速有所回落。二是受投资需求减弱影响，部分投资品生产进一步下滑。7月，粗钢产量同比下降4.6%，降幅较6月份扩大3.8个百分点；钢材产量由6月同比增长1.3%转为同比下降1.9%；平板玻璃同比下降13.5%，降幅扩大9个百分点；十种有色金属产量增速也大幅下滑。三是部分消费品生产下降。7月份，轿车产量同比下降26.3%，降幅较6月份扩大14.9个百分点；卷烟产量由6月份同比增长1.4%转为同比下降4.3%。此外，去年同期工业同比增速高达9%，也在一定程度上压低了本月增速。

虽然7月工业增加值总体出现回落，但从行业结构看，仍然有积极的变化。



一是高技术产业增加值增长有所加快，7月，高技术产业同比增长9.6%，增速较6月份加快0.4个百分点。二是符合消费升级方向的新兴产品快速增长，智能电视、智能手机、太阳能电池、光电子器件等都实现了较快增长。

图1 规模以上工业增加值同比增速（2010.2-2015.7）

单位：%

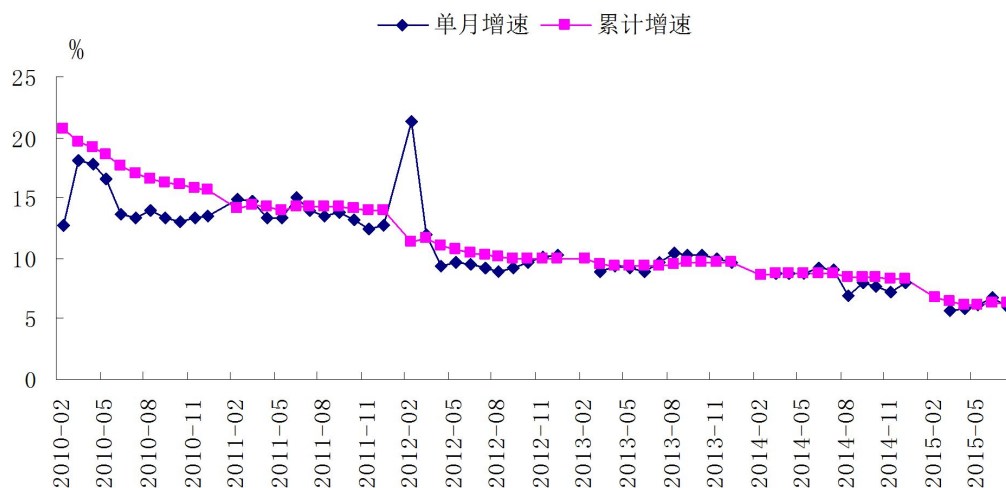
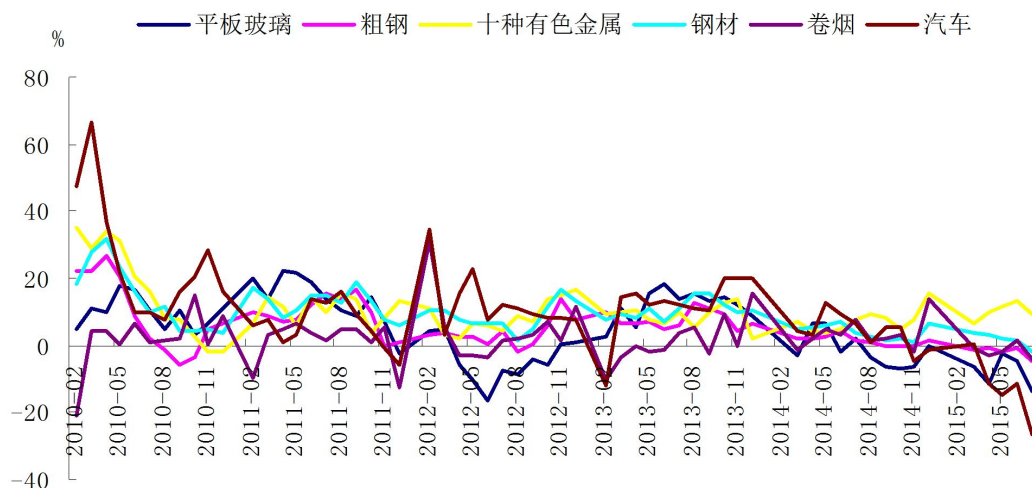


图2 主要工业品产量单月增速（2010.2-2015.7）

单位：%



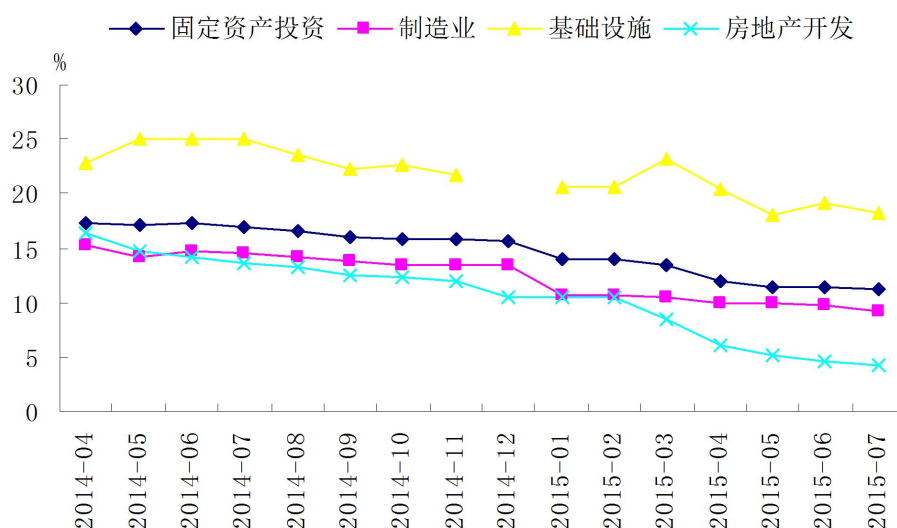
（二）三大领域固定资产投资齐降，但投资结构继续优化

1-7月，全国固定资产投资（不含农户）28.8万亿元，同比名义增长11.2%，

增速比1-6月份回落0.2个百分点，创2001年以来新低，延续了2013年以来的总体下滑态势。房地产、制造业和基础设施建设投资均出现下滑。1-7月，房地产投资同比增长4.3%，较上半年下滑0.3个百分点，已连续17个月回调；制造业同比增长9.2%，比上半年回落0.5个百分点；基础设施建设投资同比增长18.6%，比上半年低0.6个百分点（见图3）。

图 3 主要领域固定资产投资累计增速（2014.4-2015.7）

单位：%



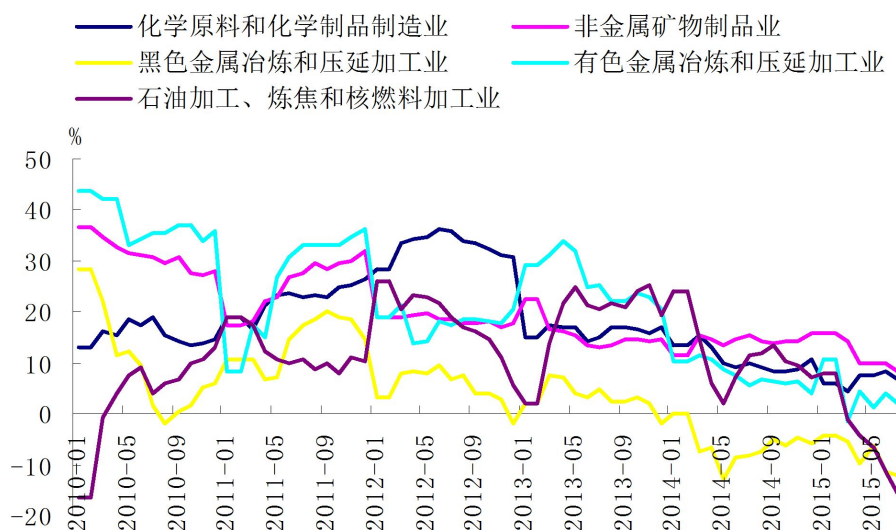
分析前7个月固定资产投资结构，不难发现其中亮点：一是高技术行业增速高于整体水平。1-7月，全国高技术产业投资1.7万亿元，同比增长16.4%，比全部投资增速高5.2个百分点。其中，高技术制造业投资1.06万亿元，同比增长13.1%，比全部制造业投资增速高3.9个百分点；高技术服务业投资6071亿元，增长22.8%，比全部服务业投资增速高10.7个百分点。二是基础设施投资中民间投资快速增长。随着基础设施领域对民营资本进入条件的不断放宽，基础设施投资中民间投资增长较快，比重不断提高。1-7月，全国基础设施投资中民间投资1.12万亿元，同比增长24.7%，比全部基础设施投资增速高6.5个百分点。民间基础设施投资占全部基础设施投资的比重为22.6%，比去年同期提高1.2个百



分点。三是六大高耗能行业投资增速回落。1-7月，六大高耗能行业投资3.43万亿元，同比增长6.3%，增速比1-6月份回落1.2个百分点，比工业投资增速低2.7个百分点。其中，石油加工、炼焦及核燃料加工业投资同比下降15.6%，降幅比1-6月扩大4.3个百分点；黑色金属冶炼及压延加工业投资同比下降12.3%，降幅扩大0.9个百分点；化学原料及化学制品制造业投资同比增长6.8%，增速比1-6月回落1.6个百分点；非金属矿物制品业投资同比增长8.2%，比1-6月回落1.5个百分点；有色金属冶炼及压延加工业投资同比增长2.0%，比1-6月回落1.8个百分点（见图4）。

图4 六大高耗能行业投资增速（2010.1-2015.7）

单位：%



1-7月，新开工项目计划总投资累计同比增长2.4%，连续3个月回升。固定资产投资资金来源中，国家预算内资金累计同比增长20.2%，较上半年高1.6个百分点，连续3个月回升。计划总投资和预算内投资资金的连续回升为未来固定资产投资的增长提供了有利的支撑。7月，国家公共财政支出同比增长24.1%，比6月上升10.2个百分点。其中，中央本级财政支出同比增长48.6%，创2010年11月以来最高。财政支出的大幅上涨尤其是中央财政支出的增长将对未来几个

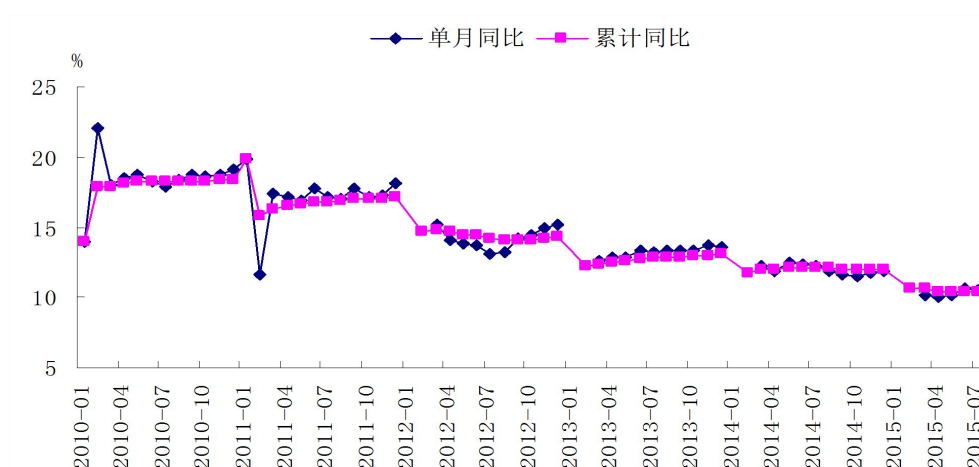
月的固定资产投资尤其是中央项目投资起到拉动作用。

（三）国内消费保持稳定，进出口贸易双双下降，消费和贸易结构优化

7月，社会消费品零售总额同比增长10.5%，较上月微降0.1个百分点；1-7月，社会消费品零售总额累计同比增长10.4%，连续4个月保持基本稳定。7月消费市场增速小幅回落但不乏亮点。一是农村消费增长继续提速。7月份全国乡村消费品零售额3342亿元，同比增长11.9%，较6月加快0.1个百分点，高于当月城镇消费增速1.6个百分点，对社零总额增长的贡献率达到15.4%，较2014年同期高0.9个百分点。二是消费升级类商品需求趋旺。7月，限额以上单位通讯器材销售额同比增长29.8%，比2014年同期加快5.6个百分点；金银珠宝类商品销售额同比增长14.2%，比6月和2014年同期分别加快13.2和25.9个百分点。随着商品房销售逐渐回暖和家居家装更新换代需求增加，7月限额以上单位建材销售额同比增长17.9%，比2014年同期加快3个百分点。三是新兴业态保持快速发展。7月份商务部重点监测的网络零售企业销售额增长39.3%，增速比6月加快1.1个百分点。1-7月全国实物商品网上零售额增长37%，占社会消费品零售总额的比重达9.7%，对社零总额增长的贡献率达到27.9%。电子商务正在逐步成为拉动消费的“主力军”，在我国经济稳增长、产业调结构的关键节点上发挥着重要的作用。

图5 社会消费品零售总额增速（2010.1-2015.7）

单位：%

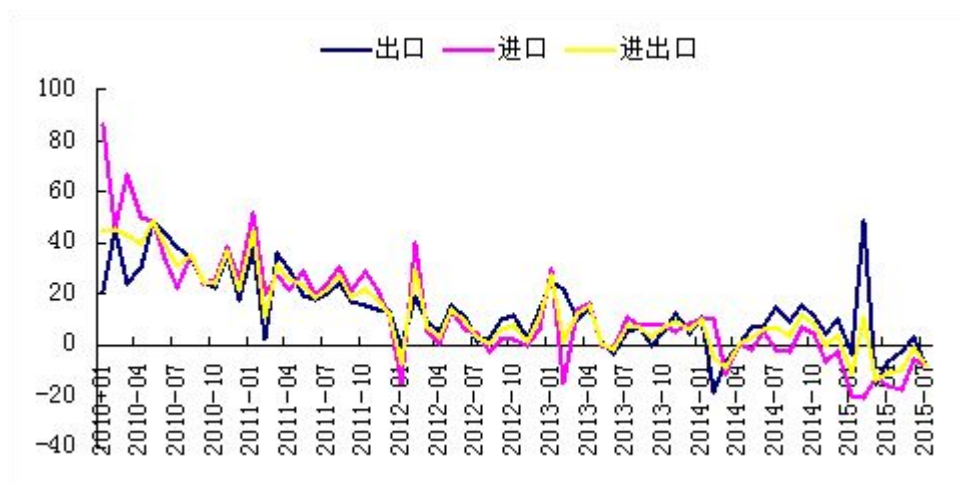




7月,我国外贸进出口双双下降,我国进出口总值3472亿美元,同比下降8.2%。其中,出口1951亿美元,同比下降8.3%;进口1521亿美元,同比下降8.1%;贸易顺差430亿美元,同比收窄9.1%。在6月出口转负为正后,7月出口再度深跌,主要是受外需改善乏力、人民币升值等因素影响。首先,从外部环境来看,当前全球经济复苏依然较为疲软,世界贸易依然较为低迷。同时,受劳动力、环保及汇率成本升高的影响,传统劳动密集型产业加速向东南亚国家转移的趋势明显。今年前7个月,服装、纺织品、鞋类三大传统优势出口产品同比分别下降了6.4%、1.7%、1.9%。其次,高汇率影响出口增长。前7个月,我国向货币走强的美国出口同比增长7.3%,向货币大体贬值的欧盟出口同比下降4.3%,向汇率剧烈贬值的日本出口同比下降11%,由此带来了我国外贸进出口数据的波动。

图6 对外贸易增速(2010.1-2015.7)

单位: %

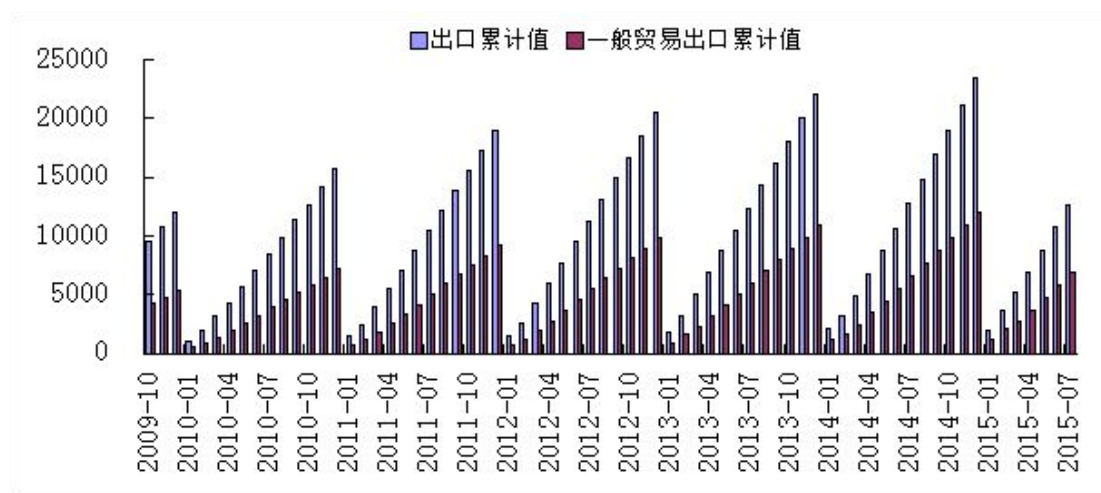


总的来看,前7个月我国外贸进出口主要呈现以下特点:一是一般贸易占进出口比重有所提升。前7个月,我国一般贸易进出口1.23万亿美元,占我国外贸总值的55.3%,较去年同期上升0.3个百分点。其中一般贸易出口6882亿美元,同比增长4%,占出口总值的54.4%,比去年同期高2.5个百分点(见

图7)。今年以来,一般贸易出口(累计)在出口总值中的比重一直稳定在54%-56%之间,比往年有明显提升。前7月在一般贸易项下顺差1473亿美元,去年同期仅为48亿美元。加工贸易普遍缺乏设计、研发、品牌等环节,靠低廉的劳动力成本优势,还要付出能源、环境消耗等代价。而一般贸易产业链长,从设计、生产到销售,产品增值率较高,并包含知识产权,经济增长贡献率高于加工贸易。一般贸易份额提升,表明自主产品出口提升,贸易方式正在优化。

图7 出口金额和一般贸易出口金额(2009.10-2015.7)

单位: 亿美元



二是传统劳动密集型产品出口有所下降。前7个月,我国传统劳动密集型产品出口下降。七大类劳动密集型产品出口2412.9亿美元,同比下降1.1%,其中纺织品、服装、鞋分别下降1.5%、6.2%和1.8%。

三是民营企业出口占外贸出口比重提升。1-7月,民营企业出口5643.2亿美元,同比增长4.6%,占外贸出口44.7%,比去年同期提高2.3个百分点。

(四) 消费价格微涨,但消费和生产领域通缩压力尚未消除

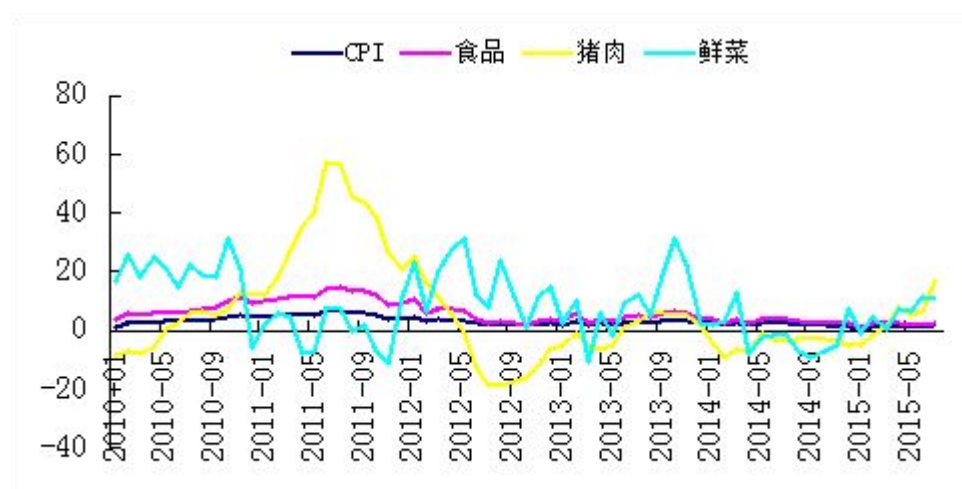
7月,CPI同比上涨1.6%,为今年以来最高,当月环比上涨0.3%。受猪周期影响,猪肉价格同比涨幅达16.7%,比6月大幅上升9.7个百分点,对CPI的影响从



上个月的0.2个百分点扩大到0.48个百分点。同时鲜菜价格上升明显,同比涨幅10.5%。2013年10月至今年6月,CPI虽然增速为正但呈现持续下降的趋势,从3.2%下降到1.4%,7月微升至1.6%,但仍低于3.0%的调控目标,居民消费领域的潜在通缩风险仍较大。

图8 CPI及主要分项增速(2010.1-2015.7)

单位: %



PPI同比增速自2012年3月以来连续下降,7月进一步扩大至5.4%,创2009年11月以来最低;PPI月环比自2014年1月以来连续18个月下降,超过亚洲金融危机和世界金融危机时下降的持续时间。虽然在2014年中PPI增速跌幅有所收窄,但三季度跌幅再次扩大且持续至今,同比增速屡创五年新低。本轮PPI负增长持续时间之长为20年来之最,这在改革开放以来多轮经济周期中并不多见,生产领域呈明显的通缩态势。

二、金融领域：救市资金推高流动性数据，外汇占款创最大降幅

(一) 非银行金融机构贷款推高流动性水平，企业贷款需求依然低迷

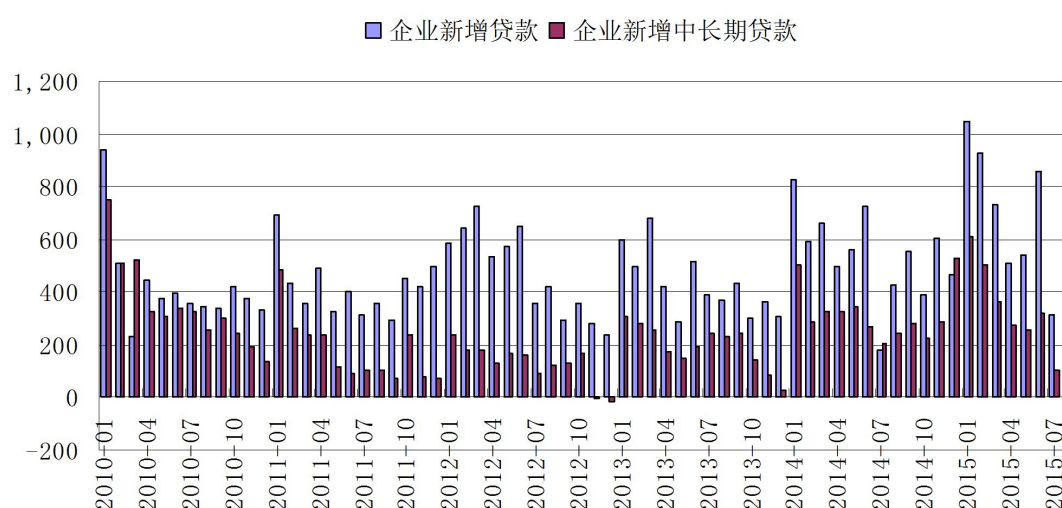
7月末,M2同比增长13.3%,比6月末高1.6个百分点,为去年8月以来最高。7月M2增速快速回升,除了前期降准降息效应持续释放流动性的影响之外,主要还受到当月人民币贷款的推动。7月,人民币新增贷款1.48万亿元,为近6年来最高。值得注意的是,新增贷款结构中,非银行业金融机构贷款高达8864亿元,占比高达60%,而6月该项为净减少464亿元;非金融企业及机关团体新增贷款

3127亿元，比上月少增5476亿元，为今年以来最低。新增贷款中真正对实体经济起到支持作用的占比很低。这一点还可以从当月社会融资规模数据中得到印证。社会融资规模统计的是进入实体经济中的资金流量，不包括投向非银行金融机构的贷款（这一点与前述全口径下的银行新增人民币贷款有所不同），因此社会融资规模中的新增人民币贷款更能体现贷款对于实体经济的支持力度。7月，社会融资规模仅新增7188亿元，比6月大幅下滑1.11万亿，其中新增人民币贷款仅为5890亿，比6月少增7310亿元，为今年以来最低。7月，证金公司通过从央行申请再贷款、发行金融债券、向银行申请同业借款等多种渠道进行融资，是全口径下贷款数据大幅上升的主要原因。

7月，以票据融资占贷款规模的现象突出。企业短期贷款净减少758亿元，中长期贷款新增1028亿元，比上月少增2148亿元，同比少增1054亿元，在企业新增贷款中占比33%，为年内最低。而票据继续冲量，新增票据融资2567亿元，在企业新增贷款中占比高达82%。以票据占贷款规模反映了当前企业信贷需求较弱，投资意愿不足。

图9 企业新增贷款和新增中长期贷款（2010.1-2015.7）

单位：亿元



7月份人民币存款增加2.17万亿元，去年同期为净减少1.98万亿元。其中，同样受证金公司的救市资金的拉动，非银行业金融机构存款大幅增加1.81万亿



元，对存款增长的贡献最大，而居民户存款和企业存款分别净减少596亿元和2136亿元。

（二）外汇占款创单月最大降幅

7月末，央行口径外汇占款26.41万亿元，同比下降3080亿元；同时，金融机构口径外汇占款28.9万亿元，同比下降2491亿元。央行口径与金融机构口径外汇占款双双刷新单月最大降幅纪录。今年以来，央行口径外汇占款已连续7个月负增长。外汇占款下降的原因：一是近期人民币大幅贬值和美国加息预期导致资金流出压力加大，同时，在人民币国际化以及“一带一路”战略的发展趋势下，近期对外主动投资步伐加快，中国开始步入资本输出阶段，1-7月，我国非金融对外直接投资同比增长20.8%，至635亿美元。二是美联储加息预期带动美元指数走强，加重资本流出倾向。三是外贸形势不佳，出口增速下滑。此外，7月A股市场剧烈调整也可能导致国内企业和家庭增加持有外币资产，减少持有本币资产。

三、热点问题：央行降息降准，1年期以上存款利率放开浮动上限

中国人民银行决定，自2015年8月26日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。自2015年9月6日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。同时，为进一步增强金融机构支持“三农”和小微企业的能力，额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率0.5个百分点。额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率3个百分点，鼓励其发挥好扩大消费的作用。

央行同时宣布降息降准和放开1年期以上存款利率浮动上限，可谓“三管齐下”。其目的，一是为弥补稳定汇率所产生的流动性缺口，保证流动性水平健康充裕。8月11日，央行宣布调整人民币汇率中间价报价机制，随即出现了

人民币大幅贬值。为稳定人民币币值，不排除央行在外汇市场买入人民币的可能，但这种做法实际上会减少人民币货币供应，加大经济复苏的难度。实际上，央行近来已通过逆回购、MLF（中期结构便利）等工具陆续向市场注入流动性。二是为进一步降低社会融资利率。7月，金融机构贷款加权平均利率为5.97%，相比6月的6.04%下降了0.07个百分点，但考虑到PPI持续为负且降幅有所扩大，扣除价格因素后的实际融资成本仍呈上升趋势。三是为巩固前期政策效果。今年2季度，我国出台了一系列稳增长、防风险的调控政策，加快了对水利、铁路、生态环境、保障房等项目的审批和启动步伐。6月末部分经济指标出现反弹。但经济复苏的基础尚不牢固，经济数据于7月再次下跌，经济下行压力依然较大。央行果断降息降准，是为及时巩固前期稳增长措施效果，夯实经济回升基础，稳定国内外市场预期。四是进一步促进结构调整，提高消费对经济增长的贡献。普降存准率与定向降准相结合，体现了央行在运用政策工具时总量与结构相结合的目的。对农村金融机构额外降准0.5个百分点以支持小微企业和农村经济发展，对汽车金融公司和金融租赁公司额外降准3个百分点，体现了在外需低迷的背景下，扩大内需成为宏观调控的主要内容。五是与6月27日相同，此次双降的主要原因之一也是稳定股市。8月18日以来，股市大幅调整，短短6个交易日，上证综指大幅下跌1027点，跌幅高达25.76%；8月26日，上证综指跌幅7.63%，两市超2000只跌停，各期货品种全线跌停。此时同时降息降准，短期稳定股市的意图明显。六是将货币政策与金融改革并举，提高政策有效性。在降息和降准的同时，放开1年期存款利率上浮上限，赋予金融机构更多资金定价权，使资金价格更好地反映市场基本面情况，也为日后的货币政策操作提供更为可靠的参考依据。

当然，此次双降无疑会强化人民币贬值预期，加剧当前的资本外流，但在同时面临股市暴跌和经济下行的双重压力下，央行此时出手，是两害相权取其轻。7月宏观经济全面下行，经济面临较大的回调压力，使得“十二五”收官之年保“7”



的任务艰巨。因此,本次调整的主要目的还是进一步降低企业融资成本,提振实体经济,缓解经济下行压力。