研究报告

2015 年第 99 期

2015.09.30

执笔人：朱妮 王晓娆
zhuni_csjr@icbc.com.cn

投资增速继续探底 下行压力仍然很大

——2015年9月国内经济金融走势述评

要点

- 经济领域，受主要行业生产增速加快的拉动和基数效应影响，工业增加值小幅回升，但工业产品的国内外市场需求仍然偏弱，工业生产下行压力依然较大，回升基础并不牢固。固定资产投资增速继续回落，三大固定资产投资领域中，仅基建投资增速有所回升；但新开工项目计划总投资增速持续小幅回升，预示未来固定资产投资增速有望逐步企稳。出口增速有所改善；经济结构调整和去产能化导致国内大宗商品需求放缓，进口增速进一步下跌。楼市去库存初见成效，房地产销售有所回暖。金融领域，房地产销售回升拉动居民中长期贷款同比多增；非金融企业及机关团体新增中长期贷款占比创22个月新低，实体经济中长期投资意愿不强。人民银行决定，自2015年9月15日起改革存款准备金考核制度，由时点法改为平均法考核。该举措将赋予银行更多权利对流动性进行阶段性摆布，提高金融机构管理流动性的灵活性和便利性。其政策效用与下调存准率以释放流动性总量有所不同。

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。

投资增速继续探底 下行压力仍然很大

2015年8月，我国经济下行压力仍然较大，工业生产、固定资产投资、进出口等均在低位徘徊。值得注意的是，楼市去库存初见成效，房地产销售有所回升，并拉动居民中长期贷款同比多增。但非金融企业及机关团体新增中长期贷款占比在8月创下22个月新低，表明实体经济中长期投资意愿不强。人民银行决定，自2015年9月15日起改革存款准备金考核制度，由时点法改为平均法考核。该举措将赋予银行更多权利对流动性进行阶段性摆布，提高金融机构管理流动性的灵活性和便利性，避免资金面出现较大波动，对已经疲软的实体经济再造成冲击。

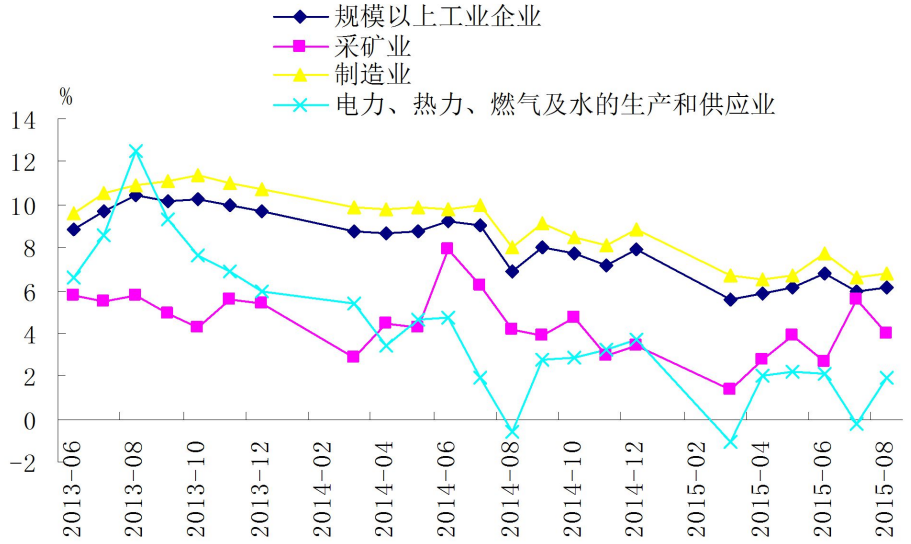
一、经济领域：整体保持低位运行，去库存促楼市销售回升

（一）工业生产略有回升，但下行压力依然较大

8 月，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，比 7 月份加快 0.1 个百分点。1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，与前 7 个月持平。分三大门类看，8 月，采矿业增加值同比增长 4%，比上月回落 1.6 个百分点；制造业增长 6.8%，比上月加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.9%，上月为-0.2%（见图 1）。

8 月工业增加值略有回升，主要有以下几方面原因：一是工业主要行业生产增速有所回升，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。二是超半数工业产品产量增速加快或持平，在统计的主要工业产品产量中，增速加快或持平的产品占 57.8%。三是高技术产业继续加快增长。高技术制造业生产增长 10.5%，比 7 月加快 0.9 个百分点，高于规模以上工业 4.4 个百分点。其中医药制造增长 10.3%，电子及通信设备制造增长 12.6%，信息化学品制造增长 10.3%，增速均持续加快。

图 1 规模以上工业企业及主要行业工业增加值单月增速



8 月份工业生产增速小幅回升与去年基数低有一定关系：去年 8 月份工业增速为 6.9%，为全年最低点。当前工业产品的国内外市场需求仍然偏弱，工业生产下行压力依然较大。

（二）投资增速继续探底，三大领域增速两降一升

1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 10.9%，比 1-7 月回落 0.3 个百分点，已连续九个月下滑。从三大领域固定资产投资来看，房地产开发投资和制造业投资增速回落是固定资产投资增速下滑的主要原因：**一是房地产开发投资增速回落幅度较大。**1-8 月份，房地产开发投资同比增长 3.5%，增速比 1-7 月回落 0.8 个百分点，自 2014 年以来持续回落。1-8 月，房地产开发投资拉动全部投资增长 0.69 个百分点，比 1-7 月份减少 0.16 个百分点。房地产开发投资增速继续回落的主要原因是商品房前期库存基数较大，特别是三、四线城市去库存压力较大，在一定程度上影响了房地产开发企业的投资意愿（见图 2）。受此影响，房地产开发企业土地购置面积持续大幅下降。今年以来，土地购置面积各月累计同比降幅均在 32%左右（见图 3）。

图2 商品房待售面积

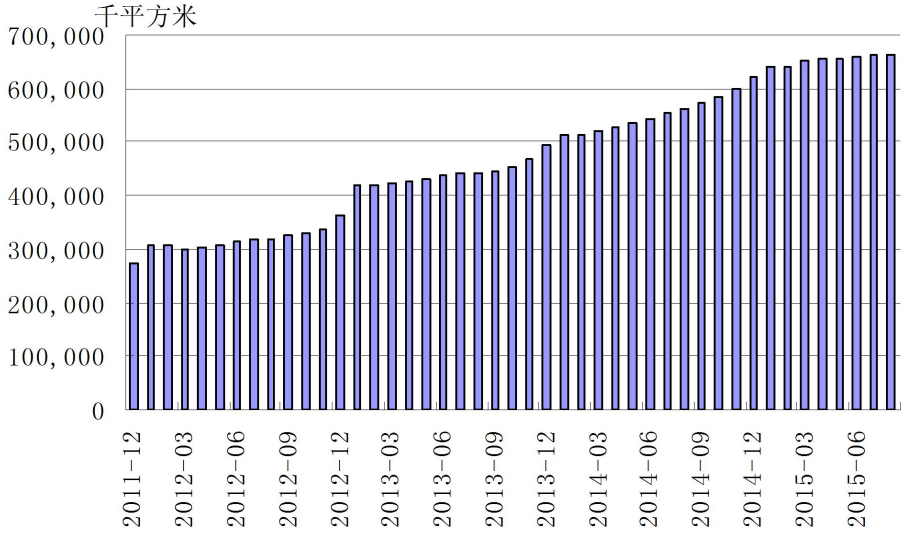
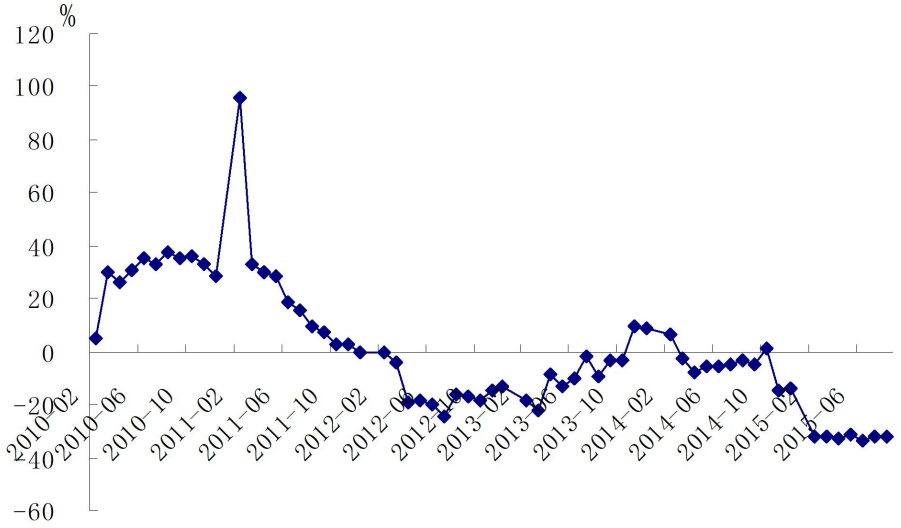


图 3 房地产开发投资土地购置面积累计同比增速



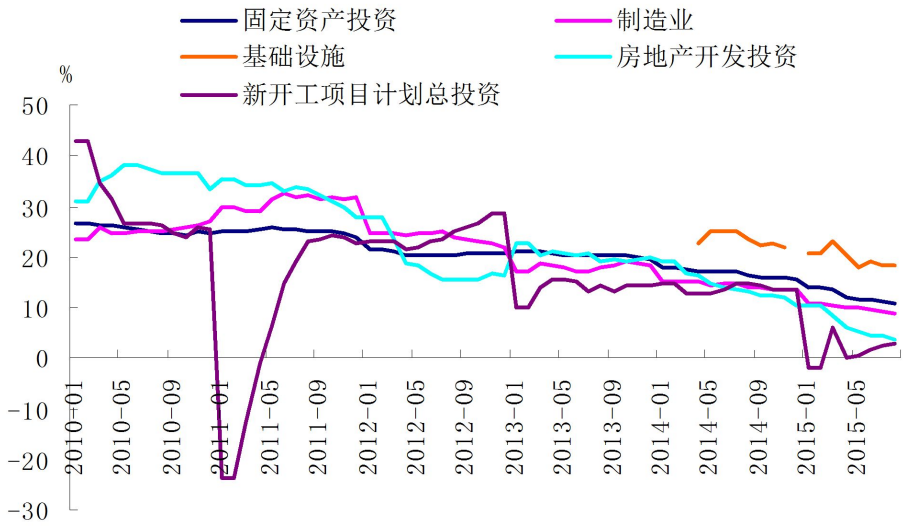
二是制造业投资增速回落。受国际经济总体走弱、产能过剩矛盾依然突出、工业品出厂价格持续下降、工业企业利润下降的影响，制造业企业投资意愿不足，制造业投资增速持续回落。1-8 月份，全国制造业投资同比增长 8.9%，增速比 1-7 月份回落 0.3 个百分点。1-8 月份，制造业投资拉动全部投资增长 3.05 个百分点，比 1-7 月份减少 0.1 个百分点。

目前，国家稳投资政策措施的拉动效用主要体现在基础设施投资领域。1-8

月，全国基础设施投资同比增长 18.4%，增速比 1-7 月份提高 0.2 个百分点，比全部投资增速高 7.5 个百分点；8 月基础设施投资同比增长 19.4%，比上月提高 4.8 个百分点。1-8 月份，基础设施投资对全部投资增长的贡献率达到 27.7%，比去年同期提高 5.7 个百分点。

同样受政策拉动影响，新开工项目计划总投资增速持续小幅回升。1-8 月份，全国新开工项目计划总投资同比增长 2.7%，比 1-7 月份提高 0.3 个百分点，虽然增速仍然不高，但已连续 4 个月小幅回升，其中亿元以上新开工项目计划总投资下降 17%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点。预示着未来固定资产投资增速有望逐步企稳。

图 4 固定资产投资及其主要分项累计同比增速

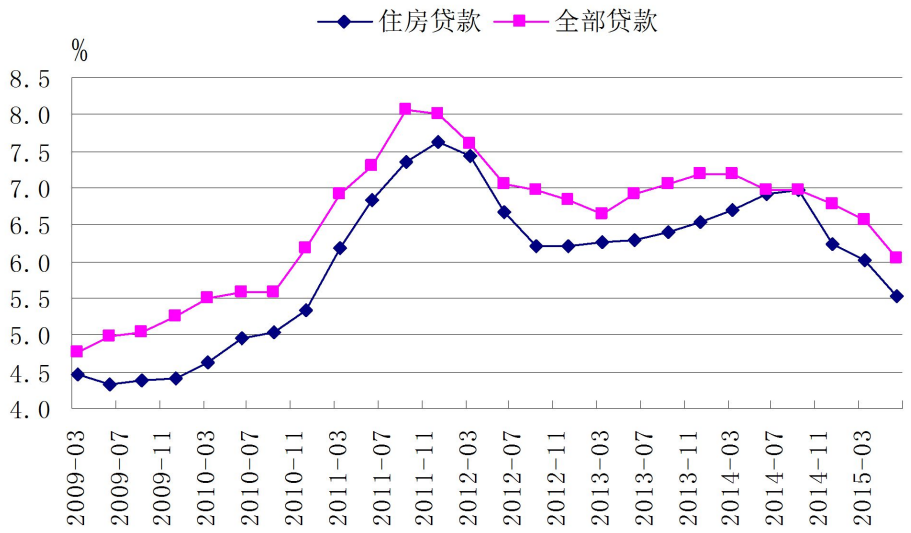


（三）多项政策促房地产市场去库存，楼市销售有所回升

2014 年以来，我国房地产市场进入新一轮调整期，房地产开发投资增速持续下滑，商品房销售从 2014 年 2 月至 2015 年 4 月均为负增长。考虑到房地产行业的重要性和特殊性，监管层对房地产相关政策进行了一系列调整，帮助房地产企业消化库存。**首先是对现有政策进行“松绑”。**一是通过降息和降准释放流动性，引导利率下行，减轻购房者利息负担。2014 年三季度末，商业银行个人住房贷款加权利率为 6.96%，到 2015 年第二季度，该利率下降到了 5.53%（见图 5）。二是调整针对房地产市场的信贷与金融政策，提高房屋可得性。20

14 年 9 月，央行和银监会发布通知，改变首套房贷的认定标准，即已拥有一套住房并已结清住房抵押贷款的，再次购房申请贷款则按首套房标准执行贷款，支持商业银行通过 MBS 和发行专项债券为抵押贷款筹措信贷资金。 2015 年 3 月，央行、住建部、银监会发布通知，对已拥有一套住房且尚未结清房贷的，为改善居住条件而再次申请商贷的首付比率降至 40%，首套住房公积金的首付比率则降为 20%，已结清购房贷款而再次购买的首付比率为 30%。2015 年 8 月，住建部、财政部和央行发布通知，对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由 30%降低至 20%。这是今年来第二次对公积金贷款相关政策进行调整。三是加强财税政策的配合。财政部于 2015 年 3 月 30 日调整了个人转让房地产的营业税政策，即个人销售购买不足两年的住房，全额征收营业税，销售购买已满两年的非普通住宅，按差额征收营业税；销售购买已满两年的普通住宅则免征营业税。

图 5 贷款加权平均利率

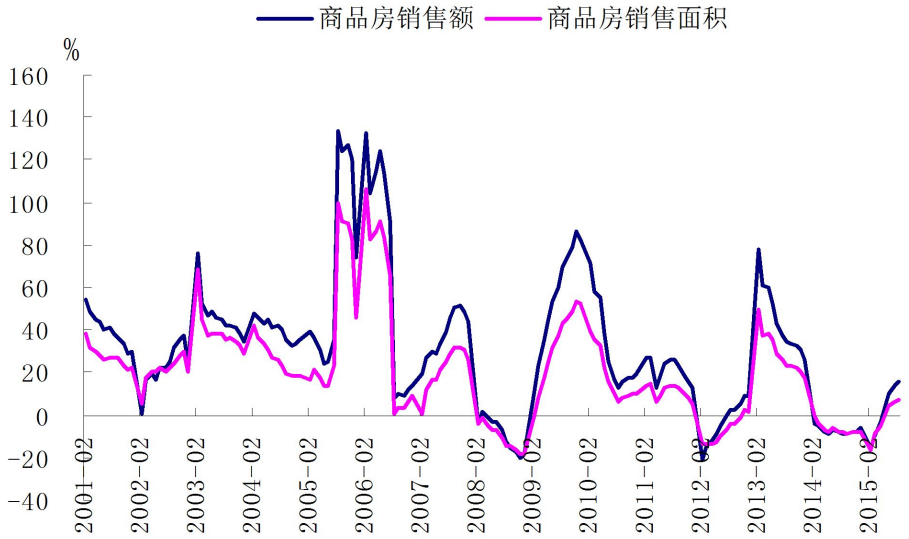


其次是对相关政策进行创新，拓宽库存商品房的消化途径。2015年1月，住房和城乡建设部提出要大力发展住房租赁经营机构、支持房企将其持有的房源向社会出租，从租赁市场筹集公共租赁房源。同时还提出各地可以通过购买方式，把适合作为公租房或者经过改造符合公租房条件的存量商品房，转为公共

租赁住房。

货币金融政策与财税政策的调整，提高了房地产市场的融资可得性，降低了房地产需求的融资成本和交易成本，对释放房地产市场需求具有刺激作用。自今年 3 月以来，商品房销售累计增速跌幅逐渐收窄，最终由负转正。1-8 月，全国商品房销售面积同比增长 7.2%，增速比 1-7 月份提高 1.1 个百分点；销售额增长 15.3%，增速提高 1.9 个百分点。而 1-2 月份商品房销售面积和销售额同比分别下降 16.3%和 15.8%，创下 2014 年以来最大跌幅（见图 6）。受销售回升拉动，3 月份以来，全国房地产开发企业到位资金呈逐月回升走势，1-6 月增速由负转正，1-8 月同比增长 0.9%，增速比前 7 个月提高 0.4 个百分点。同时，房地产开发景气指数连续三个月回升，8 月份为 93.46，比 7 月份提高 0.43 点。

图 6 商品房销售累计增速



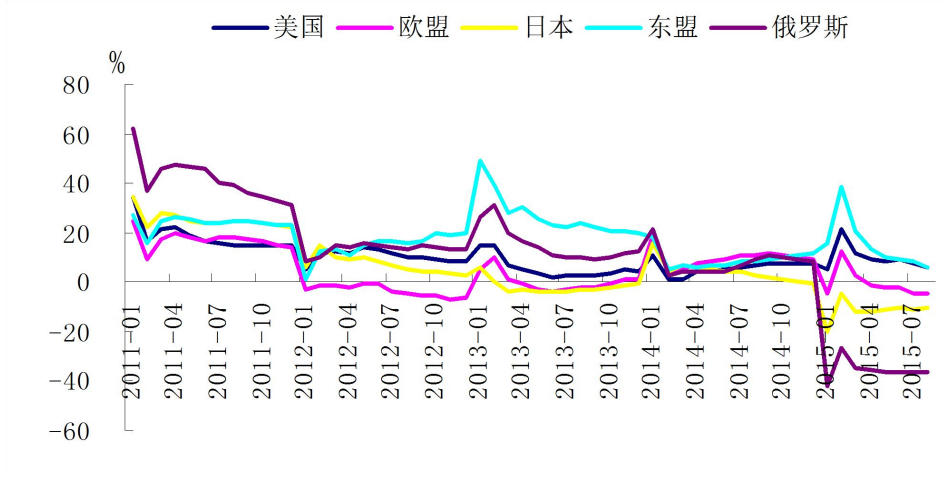
（四）价格上涨拉动消费小幅回升，大宗商品需求放缓拉低进口数据

8 月，社会消费品零售总额同比增长 10.8%，比上月回升 0.3 个百分点，为今年以来最高。1-8 月，社会消费品零售总额同比增长 10.5%，比 1-7 月较快 0.1 个百分点。通讯器材类商品和网上零售继续保持 30%左右的快速增长，对零售额

增长的贡献较大。8 月社会消费品零售总额增速回升的一个重要因素是零售价格涨幅的扩大。当月商品零售价格同比涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；如果扣除价格因素的影响，当月社会消费品零售总额实际增速为 10.4%，与上月持平。

8 月，我国进出口总值 2.04 万亿元，同比下降 9.7%。其中，出口下降 6.1%，与 7 月份相比降幅收窄 2. 8 个百分点，形势有所改善；进口下降 14.3%，降幅比上月加深近 6 个百分点，连续第十个月同比下跌。1-8 月，受全球贸易收缩、外需不足的影响，我国出口累计同比下降 1.6%，对主要贸易伙伴出口均出现不同程度下滑甚至负增长（见图 7）。同期，进口累计同比下降 14.5%。其主要原因在于原油等大宗商品价格震荡下降和大宗商品进口需求走弱。受工业领域需求低迷、房地产市场投资持续低位的拖累，8 月，原油、铁矿石、大豆、煤炭、钢材等多个主要大宗商品进口数量出现环比下滑，其中，原油进口较 7 月的历史峰值下滑 13.4%。铁矿石进口较 7 月创下的今年最高值下滑近 14%。原油进口数量减少可能也受到 8 月港口船运活动暂停的影响。当月，天津港发生严重爆炸事件，使得港口活动陷入停滞。今年上半年，天津港海外船运量约占到全国的 3.7%。

图 7 对主要贸易伙伴出口累计增速



从先行指标来看，下一步外贸发展环境可能更严峻：8 月份制造业 PMI 项下新出口订单指数较上月滑落 0.2 个百分点至 47.7，不仅连续三个月下滑，而且自去年 10 月份以来连续十一个月处于 50%临界点下方，表明制造业外部需求持续收缩；中国外贸出口先导指数 8 月份为 34，连续六个月下滑，显示四季度出口压力仍然较大。

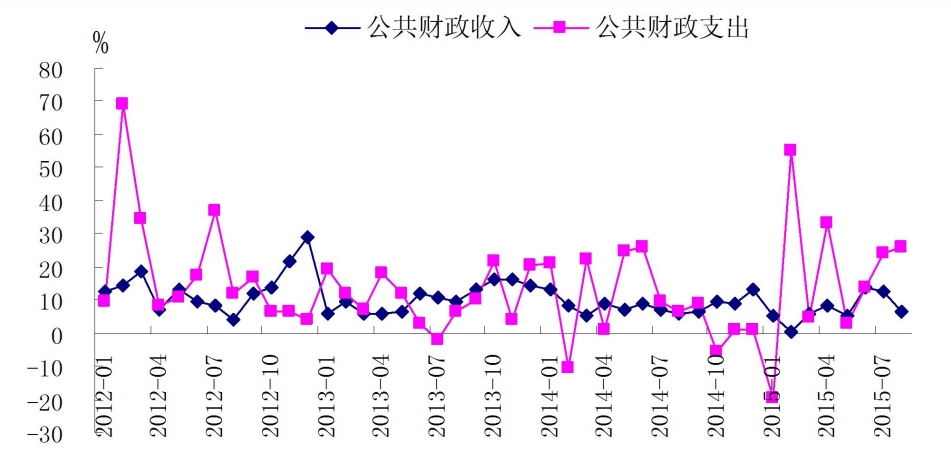
二、财政金融领域：财政收支增速缺口扩大，企业中长贷占比继续回落

（一）财政收入增长转入中低速，财政收支缺口增大

8 月，全国公共财政收入同比增长 6.2%，较 7 月大幅下降 6.3 个百分点。其中，中央财政收入增长 5%，较上月下滑 6.4 个百分点，地方财政收入增长 7.3%，较上月下滑 6.3 个百分点。目前财政收入增长呈中速偏低态势。财政收入下滑与 PPI 持续下降、进出口贸易下滑、实施结构性减税和普遍性降费有关。8 月，我国税收收入 7539 亿元，同比增长 3.5%，较 7 月大幅回落 6.8 个百分点。其中下降幅度最大的为进口环节增值税和消费税收入，下滑了 16%；其次是关税下滑了 15.5%；企业所得税下滑了 15.4%。增值税下降主要是受到“营改增”范围扩大的影响，关税收入下降是受进出口贸易大幅下滑的拖累，企业所得税下降则主要受工业企业利润下滑的影响。

为支持经济增长，近来政府加快了重点支出预算执行力度。8 月财政支出同比增长 25.9%，略高于 7 月 24.14%。其中，中央一般公共预算支出增长达到 30.7%，地方一般公共预算支出增长 25%。目前，我国的经济下行压力较大，财政支出对经济的拉动作用相对货币政策传导的更为直接和迅速，因此对财政政策的依赖性将会增强。然而由于财政收入与财政支出增速之间的缺口扩大（见图 8），财政政策的资金来源受到一定的约束，因此大规模的刺激或不会出现。

图 8 公共财政与支出单月同比增速



（二）企业中长期投资意愿不强，股市调整和财政收支缺口拖累存款增长

8 月末，M1 余额同比增长 9.3%，比上月末高 2.7 个百分点；M2 同比增长 13.3%，与上月持平。近期央行实施了降息、降准等一系列的宽松政策，降低了社会融资成本，增加了社会对资金的有效需求，人民币信贷投放平稳。8 月末，人民币各项贷款余额同比增长 15.4%，增速与上月基本持平。人民币新增贷款 8096 亿元，同比多增 490 亿元，其中居民户中长期贷款增加 2855 亿元，同比多增 965 亿元，从侧面反映出了房地产销售市场的回暖；非金融企业及机关团体中长期贷款增加 1217 亿元，同比少增 1191 亿元，在该部门新增贷款中仅占 29%，是 2013 年末以来最低占比，实体经济中长期投资意愿不强。

当月新增人民币存款 532 亿元，同比少增 548 亿元。受股市调整的影响，市场主体持币意愿增强，资金暂时撤离股市，当月居民户存款新增 1865 亿元，非银行业金融机构存款则净减少 7956 亿元。受财政收入增长放缓、财政支出力度加大的影响，当月财政存款净减少 1590 亿元。

8 月，汇改和降息政策出台后我国资本外流压力增加，外汇占款大幅下滑。央行 9 月 14 日公布数据显示，截止 8 月末，金融机构外汇占款余额 28.18 万亿元，较上月相比大幅下降 7238 亿元，同时央行口径外汇占款减少 3184 亿元。本币资产。

三、热点问题：存款准备金考核由时点法改为平均法

中国人民银行决定，自 2015 年 9 月 15 日起改革存款准备金考核制度，由现行的时点法改为平均法考核。即维持期内，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额算术平均值与准备金考核基数之比，不得低于法定存款准备金率。同时，为促进金融机构稳健经营，存款准备金考核设每日下限。即维持期内每日营业终了时，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额与准备金考核基数之比，可以低于法定存款准备金率，但幅度应在 1 个（含）百分点以内。

1998 年存款准备金制度改革至今，我国对金融机构存款准备金实行时点法考核，金融机构存款准备金需每日达到法定要求。即维持期内每日营业终了时，金融机构按法人存入的存款准备金余额与准备金考核基数之比，不得低于法定存款准备金率。具体而言，每月的 10 号、20 号和 30 号的日终一般性存款作为基数，当期法定准备金率为乘数，得出法定准备金缴存额度。金融机构准备金在每月的 5 日、15 日、25 日，根据上一期计算得出的存款准备金缴存额，按照多退少补的原则进行准备金缴纳。如果月底一般性存款余额明显增多，那么对应次月 5 日就需要补缴一大笔准备金，导致资金面波动。

相比而言，平均法仅需维持期内，金融机构存入的存款准备金日终余额算术平均值与准备金考核基数之比不低于法定存款准备金率，并且每日营业终了时，金融机构存入的法定存款准备金与考核基数之比可以低于法定存款准备金率 1 个点，提供了缓冲机制。好处在于一定程度上平滑了因缴准时点引发的资金面波动，也有助于减少金融机构对应急备付金的需求，可以增强金融机构在

货币市场拆出资金的意愿。新的考核办法可以在一定程度上减少银行由于担心突发性支付需求所造成的囤积流动性的倾向，从而可能降低超额备付金，释放出一部分流动性。但是，由于目前市场流动性十分充裕，这种倾向并不明显，因此在目前启动这项改革对整体流动性的影响应该是十分有限的。

值得注意的是，存款准备金考核由时点法改为平均法，与下调存款准备金率有所不同。下调存准率是从总量上释放流动性，而时点考核改为平均考核主要是赋予银行更多权利对其流动性进行阶段性摆布，提高金融机构管理流动性的灵活性和便利性。即在流动性紧张时利用 1%的“透支”权限避免上缴准备金对资金面造成冲击，在流动性宽裕阶段通过适当多缴准备金以弥补前期少缴纳部分，使平均的存准率保持在法定存准率水平。