

研究报告

2016年第117期

2016.11.29

执笔人：杨 荇 刘 新

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

liuxin@icbc.com.cn

房地产市场量价微调
央行“锁短放长”维稳

——2016年11月国内经济金融市场走势述评

要点

- 2016年10月，我国经济企稳态势得以延续。一是投资好于预期，特别是民间投资增速连续三个月回升；二是工业生产平稳增长，用电量同比增长7%，铁路货运量创近年来新高；三是PPI增速企稳回升至1.2%。
- 不过，我国经济增长动力仍不稳定，企稳复苏的基础仍不牢固，消费增速回落，外贸仍显疲软，热点城市房价明显降温，房地产投资未来可持续性存疑。
- 从金融市场来看，新增信贷出现季节性回落，央行持续在公开市场进行“锁短放长”操作，货币政策由“稳增长、防风险”转为兼顾三大目标——“去杠杆、防风险和稳汇率”。
- 新一轮债转股重启，市场化、法治化是核心原则，对商业银行而言既有挑战更有机遇。商业银行要高度关注债转股推进过程中可能出现的股权投资风险和流动性风险，本着循序渐进、扎实推进原则，有序推进债转股工作。

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。

房地产市场量价微调 央行“锁短放长”维稳

——2016 年 11 月国内经济金融市场走势述评

一、经济企稳态势得以延续，复苏基础仍需夯实

整体上看，10 月份我国经济企稳态势得以延续。一是投资好于预期，1-10 月固定资产投资同比增长 8.3%，特别是民间投资增速连续三个月回升，显示民间投资信心有所回升。二是工业生产平稳增长，10 月工业增加值同比增长 6.1%，用电量同比增长 7%，铁路货运量创近年来新高。三是 PPI 增速回升至 1.2%，连续 4 个月回升，显示工业品价格开始上涨，工业企业盈利状况有所改善。

不过，我国经济企稳的基础仍不牢固，经济增长动力仍不稳定。一是消费增速回落，主要是去年汽车销售基数效应和 10 月以来房地产销售回落效应导致的。二是外贸仍显疲软，特别是出口仍处于下降过程。三是热点城市房价明显降温，作为 2016 年我国投资增速反弹的主要动力，房地产投资未来可持续性存疑。

（一）固定资产投资继续回升

1-10 月份，全国固定资产投资增长 8.3%，增速比前三个季度加快 0.1 个百分点，连续两个月出现小幅回升。1-10 月固定资产投资运行主要有以下几方面特点：一是民间投资增速持续回升，10 月当月增速回升明显。随着企业效益的持续改善以及相关政策效应的逐步显现，1-10 月民间投资增长 2.9%，增速比前三季度加快 0.4 个百分点。二是第三产业投资保持良好的增长态势，对投资稳定增长发挥了重要作用。1-10 月份第三产业投资增长 11.5%，增速比前三季度加快 0.4 个百分点；占全部投资的比重为 57.8%，比去年同期提高 1.7 个百分点；拉动全部投资增长 6.5 个百分点。三是工业投资有所回落，结构优化持续推进。1-10 月份工业投资增长 3%，增速比前三季度回落 0.2 个百分点。其中与居民吃穿用等日常消费相关的行业投资保持较快增长，代表新动能的工业高技术产业投资高于工业投资 9.7 个百分点，工业技改投资增速比工业投资高 9 个百分点，同时高耗能制造业投资规模继续减少。

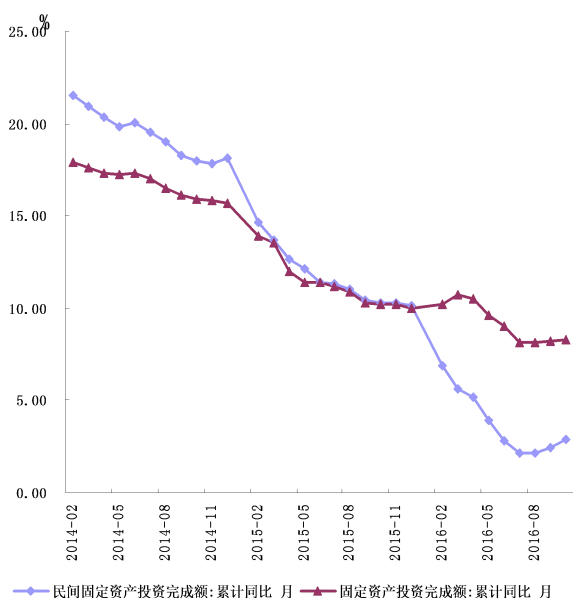


图1 民间投资同比增速变动情况(2015.1-2016.10)

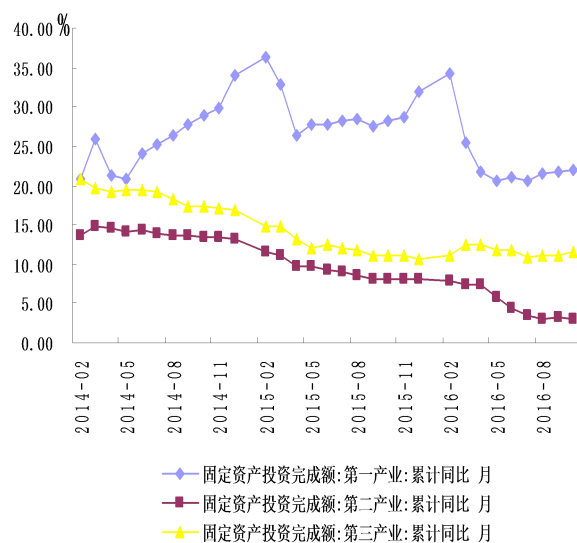


图2 三大产业投资增速变动情况(2014.1-2016.10)

(二) 工业生产平稳增长

10月份全国规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，增速与9月份持平，经季节调整后环比增长0.5%，较9月提升0.04个百分点。工业生产总体平稳，但行业间增速分化明显。一是高技术产业增长有所加快，10月份高技术制造业增加值同比增长10.5%，增速较上个月加快0.9个百分点。二是消费品制造业增速回升，10月份消费品制造业增加值同比增长4.9%，增速较上个月加快1.8个百分点。三是部分高耗能产品增长有所加快，受大宗商品价格上涨影响，钢铁、有色、建材等高耗能行业产品增长有所加快，带动发电量回升较快。四是汽车生产增速明显回落，10月份汽车产量同比增长18%，增速较上月回落13.5个百分点，主要是由于上年10月1日实施“购置1.6升及以下排量乘用车减按5%的税率征收车辆购置税”的政策刺激了汽车产销，致使上年同月基数较高、本月增速回落，但产量环比增速平稳。

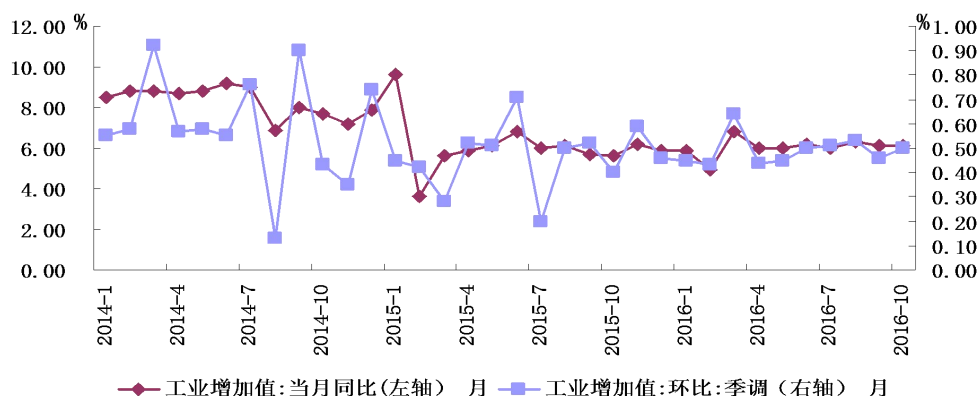


图3 工业增加值同比及环比变动情况（2014.01-2016.10）

总体上看，工业生产呈总体平稳、小幅波动特征，营业收入、企业利润增速回升，工业品价格回升较快，表明需求出现改善。但部分原材料、高耗能产品价格上涨过快，将刺激相关产品生产回升，不利于节能减排和化解产能工作的持续推进。

（三）消费品零售额增速回落

从当月看，10月份社会消费品零售总额同比增长10%，增速比9月份回落0.7个百分点；从累计看，1-10月份社会消费品零售总额同比增长10.3%，增速比1-9月份回落0.1个百分点。消费升级类相关商品（如体育娱乐用品和文化办公用品及SUV等）销售良好，网上零售市场份额不断提升；但汽车销售增速环比回落，据国家统计局测算，限额以上单位汽车类增速环比回落影响社会消费品零售总额环比增速回落约0.5个百分点。除汽车外，消费增速降低其他因素包括：一是房地产市场成交量下降传导到建筑材料类消费增速下降；二是粮食、食品及日用品增速出现下滑。

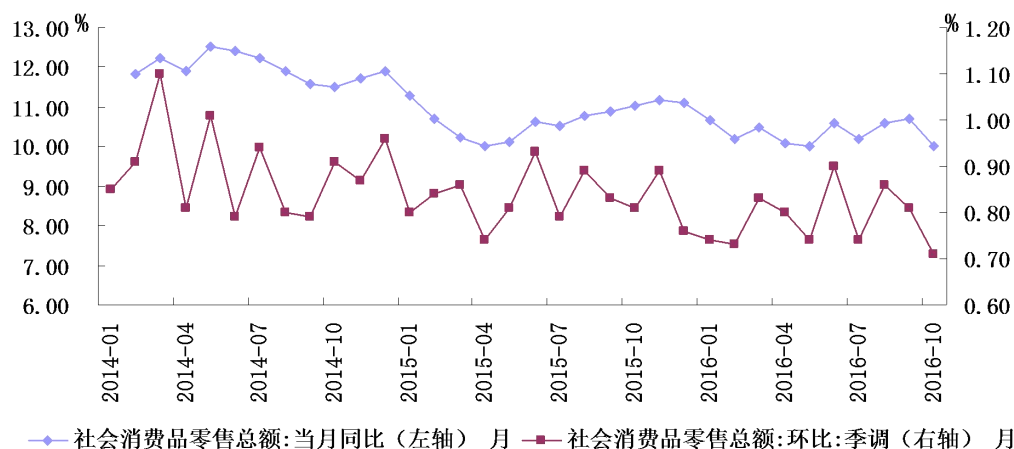


图4 社会消费品零售总额同比及环比变动情况（2014.01-2016.10）



预计未来消费增长整体平稳,但仍有小幅下行压力。影响消费的最主要因素是收入与价格,收入方面,居民收入增长随经济增速的下降存在下行压力;价格方面,当前通胀整体稳定但非食品价格存在一定上涨趋势,这两方面对当前消费产生一定不利因素。同时,由于前期房地产、汽车等耐用消费品存在提前消费的透支影响和挤出效应,对未来一段时间的消费增长也会形成压力。

(四) 出口维持疲软,进口逐步企稳

10月份我国出口总额为1781.8亿美元,同比下降7.3%,降幅比9月份收窄2.7个百分点。经季节调整后10月份出口同比下降6.3%,季调环比下降0.6%。外贸疲软的现象没有得到明显改变,出口仍处于下降过程,一方面显示出全球经济发展进入“新平庸”时代,经济复苏仍有较大不确定性,没有能够对我国的产品出口形成有效的支撑;另一方面说明我国在产品结构方面尚有改善空间。结合季调前后数据来看,在全球经济艰难复苏、黑天鹅事件频出的大环境下,出口的回暖仍需时日。

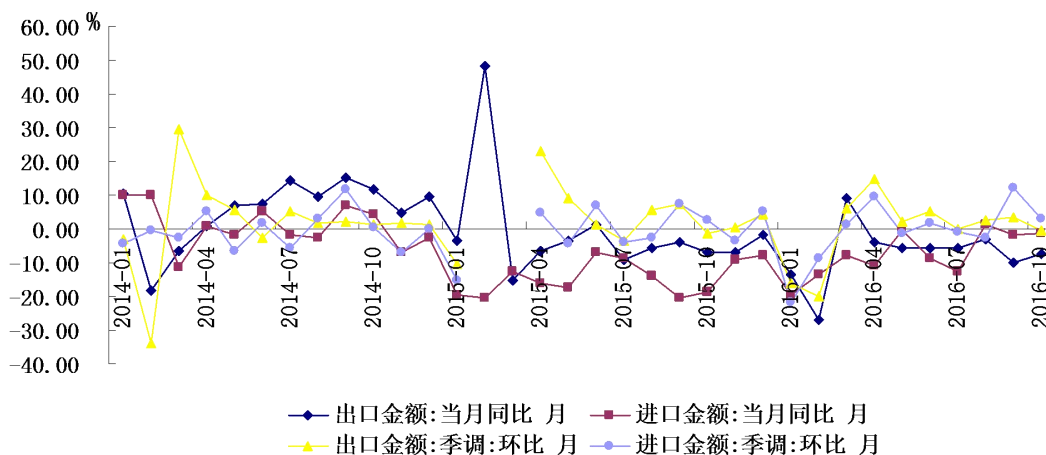


图5 进出口金额同比及环比变动情况(2014.01-2016.10)

10月份我国进口总额1291.2亿美元,同比下降1.4%,降幅较上月收窄0.5个百分点;经季调后同比下降1.2%,增速较上月减慢3.4个百分点。整体看10月份进口仍处于弱势,但在国内需求有所恢复的情况下,正在逐步企稳。

(五) CPI小幅回升, PPI增速超预期

10月份全国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨2.1%,高于9月份0.2个百分点,符合市场预期。从环比看,10月份CPI环比下降0.1%,降幅略低于历史10月份的平均

水平。由于去年10月环比降幅较大，形成较低的基数，导致本月同比增速小幅上升0.2个百分点。分类别看，食品价格环比下降，主要源于上月大涨后的价格自然回落，国内鲜活食品市场供应充足，蛋、猪肉、水产品、鲜果和蔬菜价格环比均出现下降；非食品方面，主要受到上游PPI回升传导，以及劳动力成本推升服务价格影响，近几个月已出现持续回升。

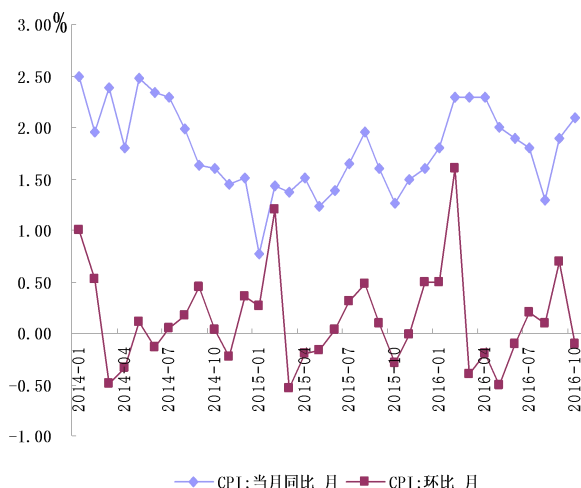


图6 CPI同比及环比变动情况（2014.01-2016.10）

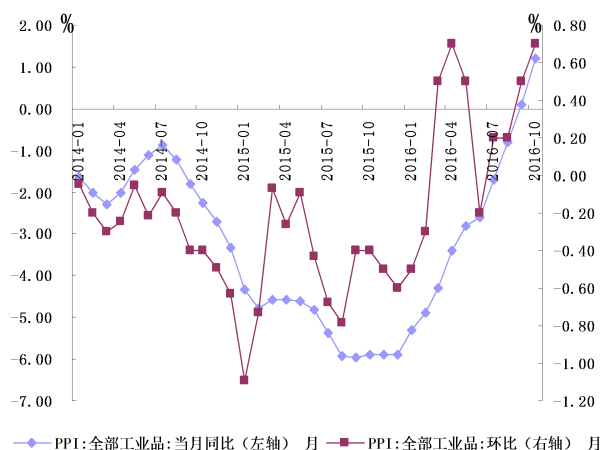


图7 PPI同比及环比变动情况（2014.01-2016.10）

10月份，工业生产者出厂价格（PPI）环比上涨0.7%，同比上涨1.2%，较上个月增速提升1.1个百分点，在上月增速回正后，短短一个月就突破1%，高于市场预期。PPI走出通缩，有助于提振市场信心，改善相关企业经营状况，缓解产能过剩压力。

（六）一二线城市房地产价降量缩，三四线城市“去库存”任重道远

“十一”国庆长假前后，国内21个热点城市密集出台了楼市限购限贷政策。统计局最新数据显示，调控政策实施以来，70个大中城市中，**一线城市和二线房地产市场明显降温，房价环比涨幅快速回落**。10月份一、二线城市新建商品住宅价格环比分别上涨0.5%和1.3%，分别比9月份回落2.8和1.0个百分点；二手房住宅价格环比分别上涨0.6%和0.8%，分别比9月份回落2.9和1.1个百分点。**三线城市房价较为稳定**。10月份三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.9%，比9月份回落0.3个百分点。

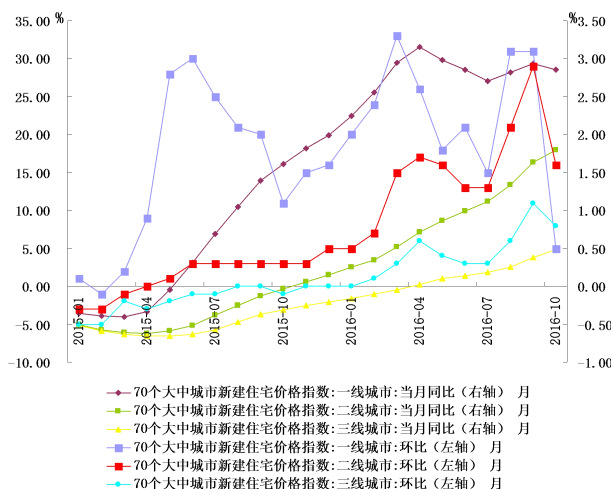


图 8 70 大中城市新建住宅价格变化

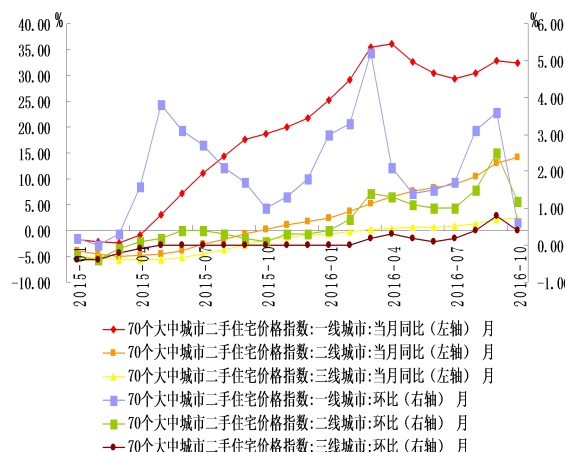


图 9 70 大中城市二手房价格变化

正如我们在此前分析报告中所指出的，本轮房价上涨更多的是货币现象，“货币逐利性”导致其流向未来上涨可能性更大的低库存地区，于是出现“该减的地区库存没减，不该减的地区库存少了”的情况。据易居房地产研究院发布的数据显示，截至 2016 年 10 月底，易居方面监测的 35 个城市新建商品住宅库存总量为 23726 万平方米，环比减少 1.4%，同比减少 10.8%。从一二三线城市来看，截至 10 月底，一二三线 35 个城市新建商品住宅库存总量分别为 2631 万平方米、17007 万平方米和 4088 万平方米，环比增幅分别为-6.4%、-1.0%和 0.3%，同比增幅分别为-28.1%、-9.0%和-3.6%。由此可见，一线城市和部分热点二线城市库存下降明显，供需紧张态势进一步加剧；而作为“去库存”重点的三四线城市，“去库存”效果一般，这些地区需要通过完善城市公共服务体系等手段来增强吸引力。

房地产调整政策出台以来，房地产开发投资的可持续性备受市场关注。1-10 月份，全国房地产开发投资同比名义增长 6.6%，增速比 1-9 月份提高 0.8 个百分点，比上年同期加快 4.6 个百分点。地产开发投资仍然保持增长，一个原因是去年 10 月份房地产投资增速非常低（-2.4%），另一个原因是今年以来房企销售业绩明显改善，有动力开展新一轮投资。应该说，今年经济能够企稳，房地产投资发挥了一定的支撑作用，国家统计局曾表示，三季度房地产对经济增长的贡献率在 8%左右。不过，随着各地调控政策

的落地，从前端房价趋稳甚至下降再到可能出现的成交量缩减，房地产开发投资面临变数，这也是中国经济运行中的不确定性因素。

二、新增信贷季节性回落，货币政策取向稳中趋紧

10 月当月人民币贷款新增 6513 亿元，较上月下降 5687 亿元。社会融资规模中人民币贷款的比重达 67.03%，较上月下降 6.73 个百分点。

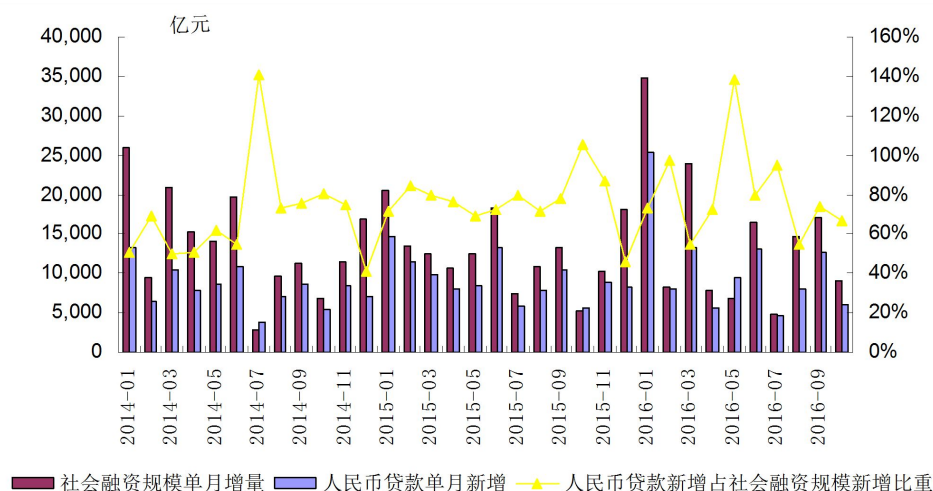


图 10 单月人民币贷款新增占社会融资规模新增比重 (2014.1-2016.10)

居民中长期贷款仍然是增长主力，10 月住户部门贷款增加 4331 亿元，占新增贷款的 66.5%。其中，短期贷款减少 561 亿元，中长期贷款增加 4891 亿元，表明新增信贷仍主要为住房贷款。“十一”之后，国内大多数一、二线城市针对楼市发布了严格的限购、限贷政策，并对房价和销量起到了明显的抑制作用，然而考虑到政策时滞性（前期楼市繁荣带来住房按揭贷款需求的相应增长，但距离银行实际信贷的发放，通常有 1-3 个月的时滞），10 月居民中长期贷款仍维持较高增长。预计 2017 年一季度，居民中长期贷款或许会明显回落。

受国庆长假因素影响，企业部门的信贷增长季节性回落。10 月非金融企业和机关团体贷款增加 1684 亿元，比上月下降 4533 亿元。其中，短期贷款比上月减少 411 亿元，中长期贷款比上月减少 3738 亿元。而同期票据融资增加 1097 亿元。票据融资是银行信用和商业信用的结合，10 月企业部门的当期商业活动中，短期贷款下降，票据融资增



加，表明企业当期经营面临的货币流动性趋紧。

M1 与 M2 剪刀差有所收窄。10 月末，广义货币 (M2) 同比增长 11.6%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比去年同期低 1.9 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 23.9%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比去年同期高 9.9 个百分点。M1/M2 剪刀差较上月继续回落 0.9 个百分点，连续 3 个月回落，但仍处于历史较高点，后续趋势值得关注。

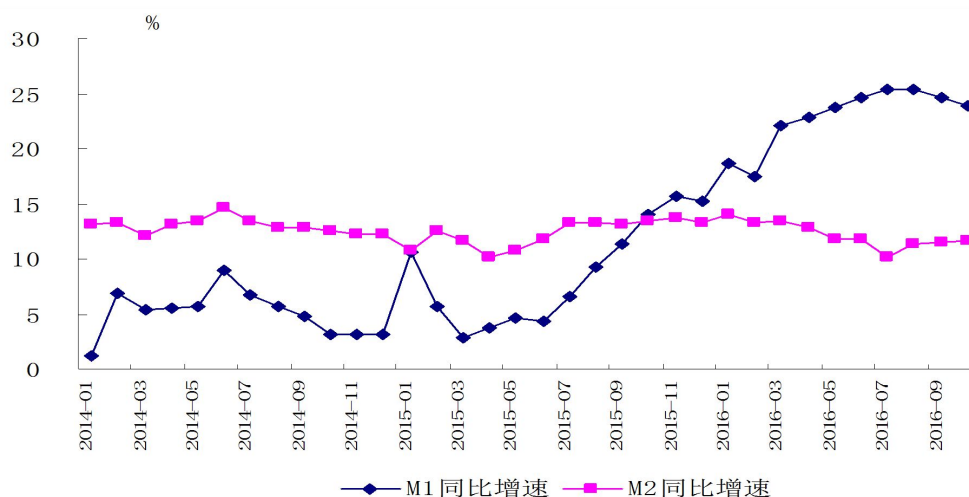


图 11 货币供应量 M1 与 M2 增速 (2012.1-2016.10)

当前，货币政策究竟应该“弃汇率、稳房价”还是“弃房价、稳汇率”？目前国内一二线城市房地产价格过快上涨，人民币汇率受美元指数持续走强影响出现持续贬值，因此出现了货币政策应该是“弃房价、稳汇率”还是“弃汇率、稳房价”的争论。

“弃房价、稳汇率”的逻辑是紧缩货币，从而挤出资产泡沫，并以高利率来稳定汇率，这会导致危机式的被动去杠杆，代价很大，过程比较痛苦，汇率实际上也很难稳住；“弃汇率、稳房价”则是放松货币来支持房价，试图以低利率刺激通胀和房价，这同样会加剧结构扭曲和债务积累，导致调整的时间更长、代价更大。上述观点夸大了各自领域的风险，而且也都不是好的做法。事实上，央行第三季度货币政策报告就明确提出“在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范金融风险”，表明央行货币政策取向出现微调，即由“稳增长、防风险”转为兼顾三大目标——“去杠杆、防风险和稳汇率”的思路。主要体现为：

首先，从央行公开市场操作来看，今年下半年以来，央行避免采用降准或降息等数量型工具，而采用逆回购和 MLF 等工具“锁短放长”补充基础货币，促进市场自发去杠

杆。其中，8 月以来，央行对逆回购和 MLF 操作期限结构进行调整，相继重启 14 天、28 天逆回购，MLF 操作则暂停 3 个月品种，使得逆回购和 MLF 操作的期限均有所延长。央行“锁短放长”操作，使 10 月公开市场逆回购的加权平均操作期限已拉长至 13.87 天，MLF 操作期限拉长至 8.44 个月，并推动市场资金成本略有上升。从银行间市场来看，10 月份同业拆借加权平均利率为 2.3%，分别比上月和去年同期高 0.05 个和 0.31 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.35%，分别比上月和去年同期高 0.07 个和 0.41 个百分点。

其次，从金融监管制度来看，年初以来，从 MPA 考核体系正式启动，到证监会出台证券期货机构私募资产管理业务运作“八条底线”新规、银监会规范非标业务，再到新理财监督管理办法征求意见等一系列监管措施接踵而至，金融体系一行三会监管不断加强，主要目的就在于抑制高杠杆、防控金融风险。11 月 23 日，银监会对《商业银行表外业务风险管理指引》进行全面修订，根据表外业务特征和法律关系，将表外业务分为担保承诺类、代理投融资服务类、中介服务类、其他类等。再次明确银行从事代理业务、中介业务应实现风险隔离，实现分类管理。针对表外业务的管理方面，在全覆盖原则基础上，提出了分类管理原则和实质重于形式原则。对保本理财计提风险加权资产并占用资本，非保本业务根据风险情况计提风险加权资产并占用资本。体现了“防风险、去杠杆”的政策意图。

最后，在中国资本回报下降与美联储加息预期趋强的背景下，中国正面临持续的资本外流。央行有一定动力维护人民币币值总体稳定，这也对货币政策放松形成制约，甚至可能促使央行在资金外流及汇率贬值压力加重的时期，引导市场利率适度上涨。综合这三者的因素，央行货币政策在未来一段时期可能体现出稳中趋紧的特征。预计 2017 年，广义货币增长率会维持在 12% 左右。

三、人民币对美元持续贬值，资金外流幅度小幅收窄

10 月以来，人民币汇率出现汇改后第四次贬值。10 月初人民币成功加入 SDR 开启了人民币国际化的重要一步，也意味着未来人民币将进一步加大可自由兑换程度，人民币的汇率浮动范围理应更大，央行对于人民币汇率的干预也应减少。与此同时，近三个



月美国的平均非农就业人口增幅为 17.6 万,从美国经济情况和美联储 11 月议息会议纪要来看,12 月加息基本可以确定。会议纪要公布后,11 月 24 日美元汇率指数升至 102,创近十三年新高。在上述双重因素的共同作用下,在岸人民币兑美元中间价由 9 月末的 6.67 元/美元,快速贬值到 11 月 24 日的 6.90 元/美元,,贬值幅度为 3.45%,创八年半新低。离岸人民币兑美元汇率跌破 6.95 元/美元关口,创历史新低。我国外储规模已连续四个月下跌,10 月末余额 3.12 万亿美元,是 2011 年 3 月以来的最低水平。

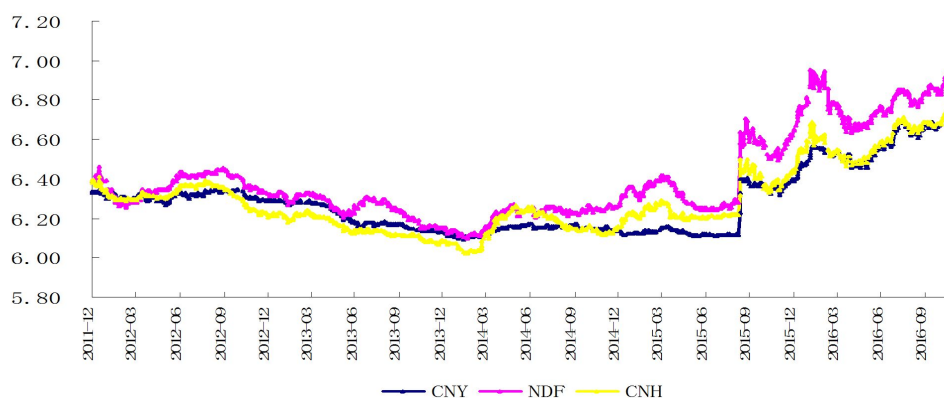


图 12 在岸人民币兑美元汇率 (CNY)、离岸人民币远期汇率 (NDF) 与即期汇率 (CNH)

但与此同时,10 月银行结售汇、央行外汇占款、官方外汇储备的逆差规模均出现收窄。银行结售汇逆差 984 亿元,较 9 月份下降 48%。央行官方外汇储备下降 457 亿美元,10 月汇率折算因素的影响为-289 亿美元,如果扣除该因素,央行官方外汇储备下降 168 亿美元,9 月该值下降 241 亿美元。从这个角度来看,10 月外汇储备的降幅环比收窄而非扩大。涉外收付款逆差缩小,人民币对外净支付规模下降。境内银行代客涉外收付款逆差 953 亿元,逆差规模收窄 2084 亿元。其中,涉外外汇收付款由负转正,为 148 亿元,而人民币对外净支付 1953 亿元,较 9 月规模减小 1031 亿元。

剖析 10 月银行机构结售汇逆差大幅缩减的原因,除了当月本身的工作日较少,有旅游等季节性购汇回落等影响外,还与贸易结售汇顺差增加、境外机构增持人民币债券、企业偿还外汇贷款下降有关。此外,更多的企业选择直接使用外汇融资或离岸兑换外汇来满足海外经营需求,企业海外代付、远期信用证等进口跨境外汇融资余额增加,以及境外机构开始增持境内债券,也在一定程度上减少了结售汇逆差。

展望未来一段时期，一是市场预期将持续影响人民币下一步走势方向。目前，从人民币兑美元远期汇率情况来看，一年 NDF 与中间价之间的差值较大，反映了目前市场对于未来人民币持续贬值的担忧。二是受国际贸易和国际收支平衡影响，日益增长的中国居民全球资产配置需求导致资本外流的压力较大，今后 1-3 年人民币对美元仍有持续贬值的压力。而渐进温和式的贬值，对经济和出口冲击较小，也可抑制投机，容易为各方所接受。预计今年年底，人民币汇率将会贬值至 7.00-7.10 区间。

四、商业银行资产质量压力依然较大，债转股新规既有挑战更有机遇

10 月 10 日，国务院下发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，明确要以市场化、法治化方式推进商业银行债转股。这是在宏观经济增速下行趋势延续、去产能降杠杆压力突出、商业银行不良贷款持续双升的背景下出台的。

近年来，部分企业特别是国有企业面临盈利下降、应收账款规模大、资金链条脆弱、债务高企的困境。截至 2016 年 9 月，据沪深上市公司数据，中国 932 家制造企业资金周转效率正处在 15 年来最差水平：这些企业过去 12 个月营运资本与收入之比升到 32.5%，为 2001 年以来新高，远超 22.5% 的全球水平。与之相应的是，商业银行不良贷款持续“双升”，截至 2016 年前三季度，工、农、中、建、交五大行不良贷款余额 8258 亿元，同比增加 1434 亿元；不良贷款率 1.72%，同比上升 0.17 个百分点。反映出当前我国银行业的不良贷款风险尽管仍在可控范围内，但潜在风险和压力不容忽视。

基于上述压力，债转股重启得到了市场的积极响应。截至 10 月底，建行先后在广东、云南、重庆等地开展“债转股”项目签约，涉及资金 900 多亿，后续还储备项目 60 余个；五家国有大行宣布以自有资金出资 100 亿元左右，成立专门经营债转股的“AMC”（资产管理公司）按有关规定，交叉实施债转股等。因此，本轮市场化银行债转股不仅是政府提出的要求，更是市场发展的必然趋势和要求。

总体来看，市场化、法治化是本轮债转股的核心原则。从对象企业来看，市场化债转股对象企业由各相关市场主体依据国家政策导向自主协商确定。目前已经实施的武钢、云锡债转股都是对正常类贷款进行债转股。从交易结构来看，本轮债转股，银行不



得直接将债权转为股权，**实施机构多元化**。实施机构可以是金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等，也可以是银行符合规定的子公司。**从价格确定来看**，债转股的债权转让、转股价格主要依据市场形成的公允价格自主协商确定。相关市场主体自主决策、自担风险、自享收益，政府不承担损失的兜底责任。**从资金来源来看**，债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集，鼓励实施机构依法合规面向社会投资者募集资金。预计社会理财资金将会成为资金的重要来源。**从股东权利来看**，实施机构享有公司法规定的各项股东权利，在法律和公司章程规定范围内参与公司治理和企业重大经营决策，进行股权管理。**从退出方式来看**，二级市场可能是主要的退出方式。

商业银行在市场化债转股中具有渠道、平台、人才等突出优势，可以社会化高效地募集大额低成本的资金投资债转股项目，但也要高度关注债转股推进过程中可能出现的风险：**一类是股权投资风险**。如果企业最终走向破产清算，银行作为股东的偿付顺序将明显后置。最终的资产损失可能较不实施债转股的情况下更大。**另一类风险是流动性风险**。若涉及债转股的资产规模较小，银行尚能通过内部调剂保持整体流动性平衡；若债转股规模占比较大，股权投资流动性不足的问题可能引发银行整体流动性风险的上升，从而影响银行经营的稳定性。

因此，商业银行推进债转股应循序渐进、扎实推进：**一是债转股的实施应试点先行、摸索前进**。试点期间，建议不设规模和数量目标，而是结合各参与主体的意愿和能力，成熟一家、实施一家，待总结出成熟经验之后，再逐步推广。**二是审慎选择债转股实施对象**。商业银行在企业类型上，主要选择符合国家政策导向、目前只是由于负债率高、财务压力大而暂时困难的企业。在贷款质量形态上，主要选择正常和关注类贷款，以兼顾企业去杠杆和银行优化资产质量的目标。**三是灵活选择债转股实施机构**。大型银行可以选择符合条件的现有或新设附属机构，或长期合作的金融资产管理公司。而中小型银行可以多选择其他实施机构，如金融资产管理公司或保险资产管理公司进行合作。