

研究报告

2017 年第 22 期

2017.03.01

执笔人：刘 新

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

经济运行保持回暖势头
资金出现“脱虚向实”迹象

——2017 年 2 月国内经济金融市场走势述评

要点

- 从公布的经济数据来看，2017 年 1 月，我国经济运行继续保持回暖势头。CPI 同比上涨 2.5%，创近三年新高；PPI 同比上涨 6.9%，创下自 2011 年 9 月份以来新高。PPI 同比自去年 9 月份以来已经连续五个月保持正增长，反映出工业领域通缩压力持续减轻，市场供求关系进一步改善。外贸延续回稳向好势头。
- 金融领域，资金出现“脱虚向实”迹象，主要表现在：M1 与 M2 剪刀差大幅缩减至 3.2%，资金活化现象有所减弱，经济活力有所增加；企业中长期贷款同比大幅增加 43%，企业融资需求有所改善。受房地产企业表内融资渠道受阻影响，表外融资规模大幅增加；受美元指数走弱影响，人民币对美元汇率小幅升值。
- 银行表外业务监管趋严，表外理财发展面临新挑战，预计部分透明度较低、潜在风险较高的理财业务扩张将受到制约，而透明度较高、潜在风险较低的理财业务可能加快发展，资产管理将成为商业银行竞争新高地。

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。

经济运行保持回暖势头 资金出现“脱虚向实”迹象

——2017 年 2 月国内经济金融市场走势述评

一、经济领域：经济运行保持回暖势头

（一）CPI 与 PPI 同比涨幅均创近年新高

1 月份全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.5%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点，创下近三年新高；环比上涨 1.0%，涨幅较上月扩大 0.8 个百分点。

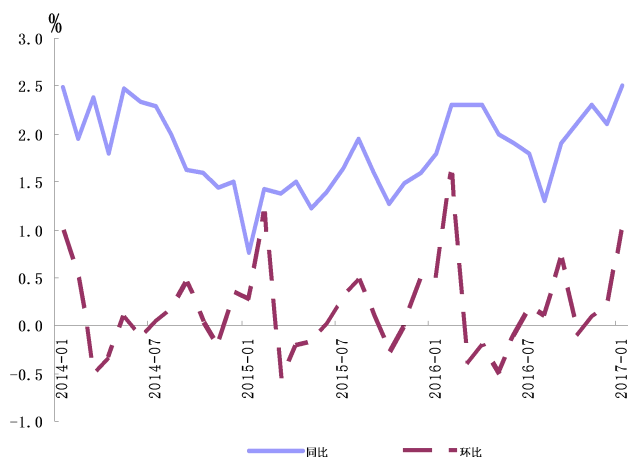


图 1 CPI 同比与环比增速（2014.1-2017.1）

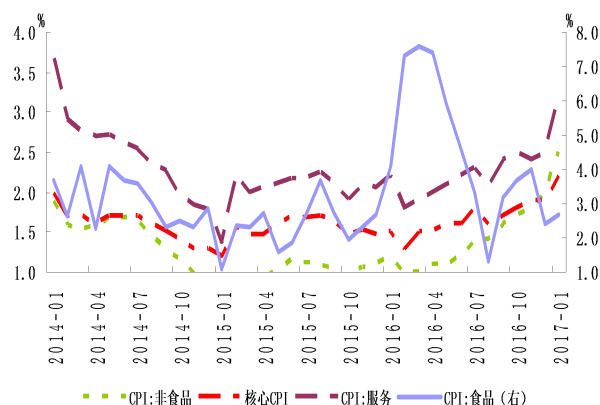


图 2 CPI 同比影响因素（2014.1-2017.1）

数据来源：WIND，下文除特别注明来源外，其余均来自 WIND。

1 月份 CPI 大幅上涨的推动因素有三：一是服务价格同比上涨 3.2%，创近两年新高，反映春节期间服务价格（交通、旅游等）上涨较快；二是非食品价格回升至 2.5%，创近六年新高，反映出 PPI 快速反弹之后向 CPI 传导的压力有所显现；三是剔除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 2.2%，这是自 2014 年 2 月以来首次回升至 2% 以上，说明当前物价水平回升明显。

根据我们的测算，翘尾因素对 2 月 CPI 的贡献在 1% 左右；从新增因素看，春节过后食品价格有所回落，猪肉价格保持平稳，货币供应量同比增速有所下降。因此，我们预计 2 月份 CPI 同比涨幅将回落至 2% 左右。

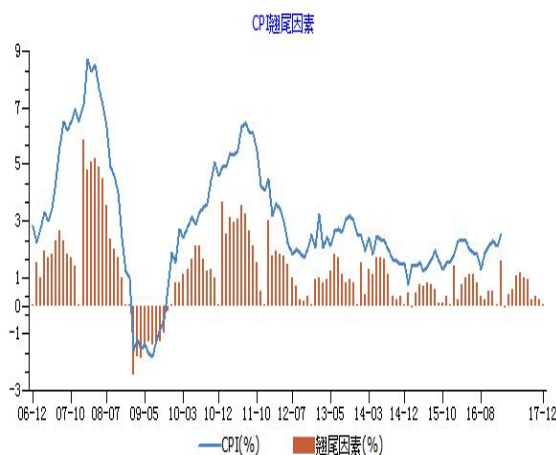


图3 CPI同比与翘尾因素(2006.12-2017.1)

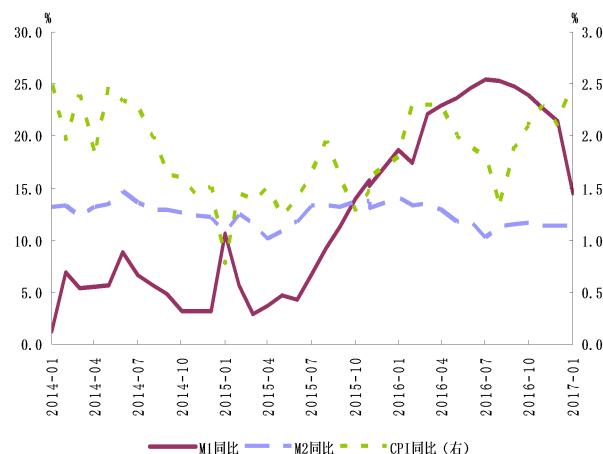


图4 货币供应增速与CPI同比(2014.1-2017.1)

1月份工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨6.9%，涨幅较上月扩大1.4个百分点，创下自2011年9月份以来新高。PPI同比自去年9月份以来已经连续五个月保持正增长，反映出工业领域通缩压力持续减轻，工业领域市场供求关系进一步改善。PPI环比上涨0.8%，涨幅较上月缩窄0.8个百分点。

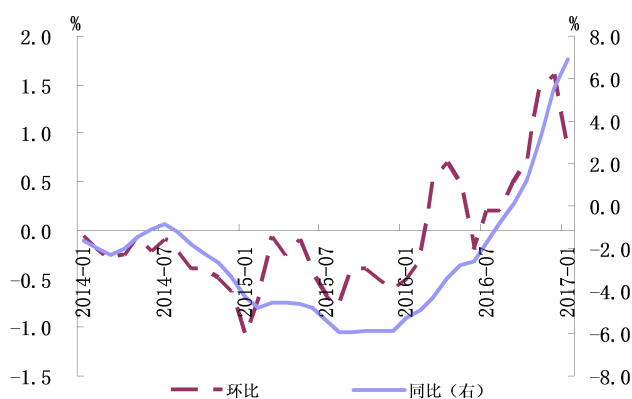


图5 PPI同比与环比增速(2014.1-2017.1)

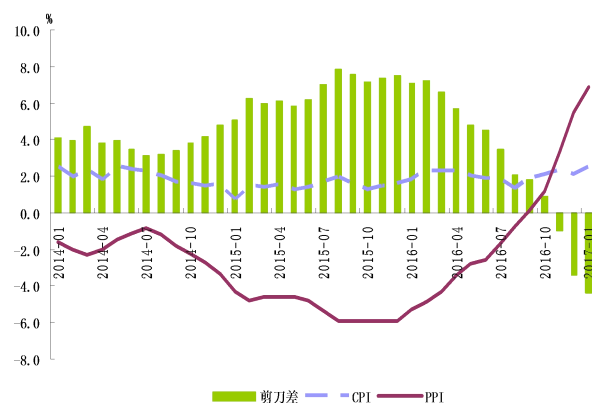


图6 CPI与PPI剪刀差(2014.1-2017.1)

2016年三季度以来，受去产能持续推进和国内需求增加影响，上游行业市场供求关系得以改善，采掘、原材料等行业价格涨幅持续扩大，推高生产资料价格，这一方面有助于上述行业企业的效益改善，另一方面，上游原材料价格的过快上涨将加大中下游企业的生产经营成本，可能对中下游企业未来利润增长产生负面影响。鉴于PPI环比增速放缓，且工业领域部分行业产能过剩问题尚未根本解决，我们预计未来PPI同比增速将减缓。

1 月份，CPI 与 PPI 同比延续去年 11 月份出现的“剪刀差”态势，且“剪刀差”略有扩大至 4.4%，PPI 过快反弹可能传导至 CPI，对此产生的通胀压力需保持关注。

（二）外贸延续回稳向好势头，警惕贸易保护主义负面影响

1 月份，我国进出口总值 2.18 万亿元，同比增长 19.6%。其中，出口 1.27 万亿元，增长 15.9%；进口 9112 亿元，增长 25.2%；贸易顺差 3545 亿元，较上月环比增长 28.7%。

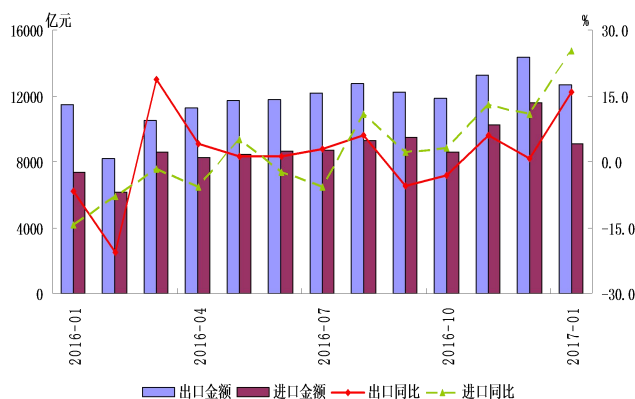


图 7 进口、出口数额及同比增速（2016.1-2017.1）

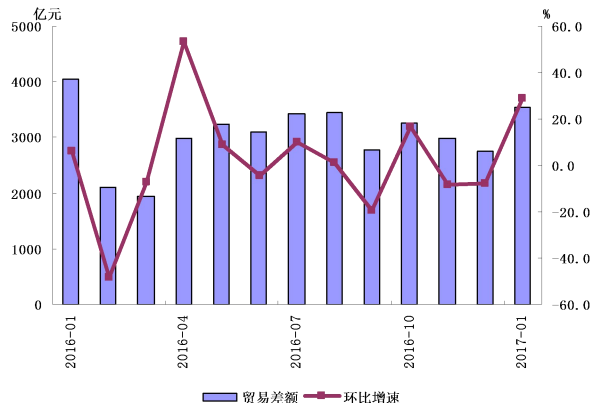


图 8 贸易顺差与环比增速（2016.1-2017.1）

出口同比增速由去年 12 月的 0.6% 大幅回升至 1 月的 15.9%，主要原因有：**第一**，美国、欧洲等地区经济短期企稳，主要经济体制造业 PMI 呈现回升态势，其中美国制造业 PMI 从去年 12 月的 54.5 大幅增至 1 月的 56.0，欧元区和日本制造业 PMI 也分别回升至 55.1 和 52.7。海外主要经济体需求改善，使得我国对美国、欧盟、日本等传统市场出口分别增长 17.2%、13.6%、18%；**第二**，受益于“一带一路”战略持续推进，我国对部分“一带一路”沿线国家出口增长明显，其中对俄罗斯、马来西亚、印度出口分别增长 39.1%、22.8% 和 18.1%。**第三**，去年 1 月份基数较低，也是出口增速大幅回升的重要因素。

进口增速提高，主要是我国对主要大宗商品进口数量有较大增加。大豆、铁矿石进口量同比由上月负增长转为正增长，分别增长 35.3% 和 11.9%，原油进口量同比从上月 9.6% 进一步扩大到 1 月的 27.5%，加之去年大宗商品大幅涨价，故本月进口额增速大幅提高。

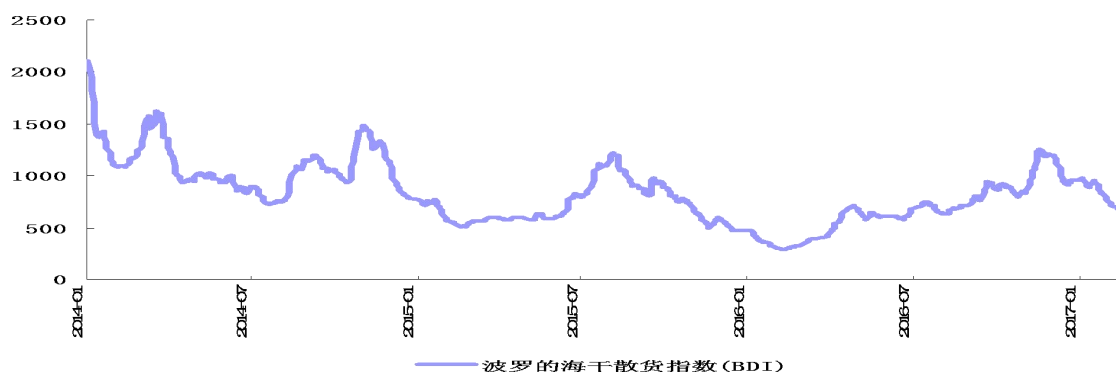


图9 BDI 指数 (2014.1-2017.1)

不过，从历史数据来看，1月单月的进出口数据并不能代表全年走势，我国外贸发展面临的形势依然复杂严峻。从外部形势看，国际贸易的先行指标——波罗的海干散货指数 (BDI 指数) 依然延续去年11月的下行趋势。尤其是美国新总统特朗普上台，其奉行的贸易保护主义政策将会对我国外贸产生较大的负面影响。作为美国最大的进口来源国，中国几乎难以避免将成为美国贸易保护的主要对象。在振兴“美国制造”的理念下，中国的钢铁、汽车、纺织等优势产业可能受到最直接的冲击。1月23日，美国商务部认定从中国进口的卡车和公共汽车轮胎存在倾销和补贴行为，将通过美国海关对上述产品征收相应的保证金。2月2日，美国商务部发布最终裁定，认为从中国进口的不锈钢板和钢带面临补贴，以低于合理水平的价格在美国市场倾销。这表明，美国商务部在对中国不锈钢板产品征收关税的道路上又进了一步。

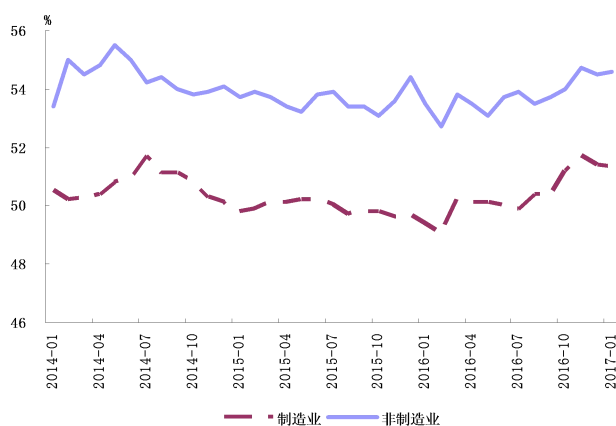


图10 PMI 指数 (2014.1-2017.1)

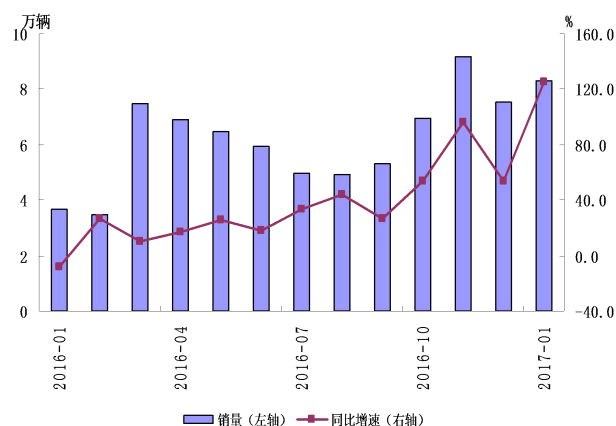


图11 重型卡车销量与增速 (2016.1-2017.1)

综合来看，中国 1 月份宏观经济运行延续去年四季度的回暖势头。其中 1 月份制造业 PMI 为 51.3%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但已连续四个月保持在 51% 以上，为 2012 年以来同期高点，延续平稳扩张态势。同时，素有中国经济“晴雨表”之称的重型卡车迎来销量开门红，1 月份重型货车产销分别为 8.18 万辆和 8.3 万辆，同比分别增长 87.6% 和 125.2%。这意味着，随着工业领域供需关系改善，煤炭等大宗商品及上游原材料的补库存需求使得物流运输需求大增，带动重型卡车产销快速增长。

不过，我们认为重型卡车产销快速增长代表着旧动能的复苏与加强。目前中国经济面临的根本问题是产业转型升级能否顺利完成、新旧动能转换能否顺利实现，这也是判断中国经济是否真正企稳的重要标准。中国经济增速下滑有周期性因素，但更主要的是结构性问题，在中国需求呈现高端化、多样化和个性化的发展趋势下，供给端的传统制造业却没能及时转型升级，造成部分行业产能过剩。目前来看，以高新技术产业为代表的新动能虽然在快速增长，但其体量仍无法替代旧动能来支撑中国经济中高速增长；且旧动能中还有许多尚未真正退出的过剩产能，只要去产能没有实质性完成，中国经济企稳的基础就仍不牢固。



二、金融领域：资金出现“脱虚向实”现象

（一）M1、M2 剪刀差大幅缩减，经济活力有所增加

1月末，我国广义货币 M2 余额 157.59 万亿元，同比增长 11.3%，增速与上月末持平，比去年同期低 2.3 个百分点；狭义货币 M1 余额 47.25 万亿元，同比增长 14.5%，增速分别比上月末和去年同期低 6.9 个百分点和 4.1 个百分点。

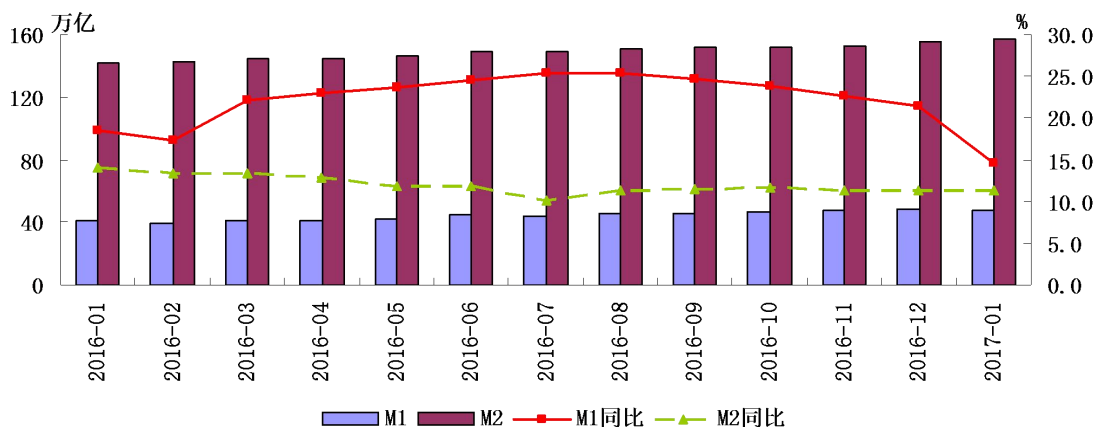


图 12 M1、M2 余额及同比增速 (2016.1-2017.1)

M1 与 M2 的剪刀差从 15.2% 的高位连续 6 个月缩窄，本月大幅缩减至 3.2%，主要是 M1 大幅下降所致，而 M1 主要成分是企业活期存款，这反映出资金活化现象有所减弱，经济活力有所增加。**第一**，工业领域通缩压力持续减轻，企业层面的持币待投情绪减弱。**第二**，受房地产调控和春节假期双重因素影响，1 月份房地产销量下滑，使得储蓄存款向房地产开发企业活期存款转移的数量减少。据中国指数研究院数据显示，1 月份一线城市月度周均成交量同比降幅超 30%，环比降幅超 10%；二、三线代表城市月度周均成交量同比、环比降幅均在 10% 左右。**第三**，随着 2016 年 10 月上交所和深交所出台文件明确公司债发行门槛和发行要求、证监会和银监会提出严禁违规资金进入房地产领域以及发改委要求严格限制房企发行公司债用于商业性房地产项目等一系列新规出台，房企公司债的发行规模急剧缩减，使得房企账面活期存款进一步下降。

（二）新增贷款创一年新高，企业融资需求改善

1 月末，人民币贷款余额 108.64 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末和去

年同期低 0.9 个百分点和 2.7 个百分点。1 月人民币贷款增加 2.03 万亿元，同比少增 4751 亿元。尽管当月新增贷款创一年新高，但仍不及市场预期的 2.55 万亿元。1 月贷款投放低于市场预期主要是源于票据融资及非银同业贷款的大幅压缩：票据融资下降 4521 亿元，为票据融资史上单月最大降幅；非银同业贷款大幅下降 2799 亿元。在央行严控表内信贷的背景下，票据融资与非银同业贷款大幅下降应是商业银行主动压缩之举。若剔除此因素，1 月实际新增贷款将超过 2.7 万亿元，创历史新高。

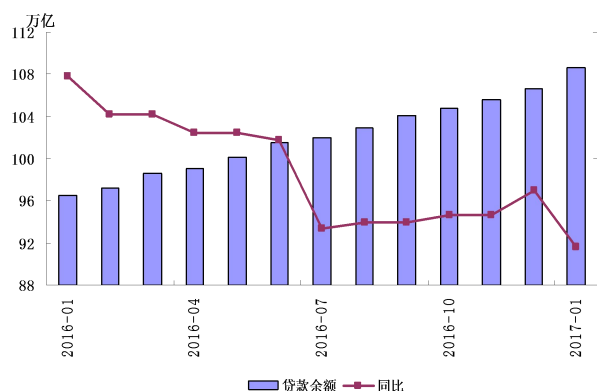


图 13 人民币贷款余额及同比增速（2016.1-2017.1）

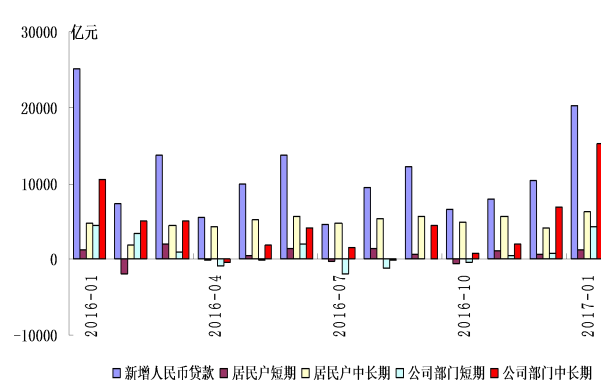


图 14 人民币新增贷款及构成（2016.1-2017.1）

从结构上看，1 月居民户新增贷款达 7522 亿元，创历史新高。其中居民户新增短期贷款 1229 亿元，与去年同期基本持平；居民户新增中长期贷款 6293 亿元，比去年同期增加 32%，创历史新高。居民中长期新增贷款创新高，主要受因去年额度限制而积压的房贷顺延到今年年初集中释放影响。自去年 10 月房地产调控新政出台以来，热点城市房地产调控措施持续加码，房地产销售面积及销售额双双下滑；2017 年年初以来，商业银行在部分地区开始降低房贷利率优惠幅度、缩短房贷年限，因此我们预计未来居民中长期贷款增速将下降。

1 月企业部门新增贷款 1.95 万亿元，其中短期新增贷款 4331 亿元，与去年同期基本持平；中长期新增贷款 1.52 万亿元，占当月全部新增贷款的 75%，比去年同期增加 43%。一般而言，商业银行在缺乏好的信贷投放项目时，往往通过“做大”票据融资来“用足”央行的信贷额度，而此次票据融资大幅下降，应该是商业银行的主动调整压缩，这意味着银行可投放信贷项目增多，结合企业中长期贷款大幅增加这一情况，说明企业融资需求有所改善。在房地产市场调控和债券市场调整背景下，M1、M2 剪刀差



大幅收窄和企业中长期贷款大幅增加，表明资金开始出现“脱虚向实”迹象。

（三）社融创历史新高，表外融资大幅增长

1 月份，我国社会融资规模增量 3.74 万亿元，环比多增 2.1 万亿，同比多增 2619 亿，创历史新高。其中，新增人民币贷款占比 62%，较去年同期下降 11 个百分点。受债市波动、利率上升和监管趋严等因素影响，企业债融资比上年同期大幅减少 5622 亿

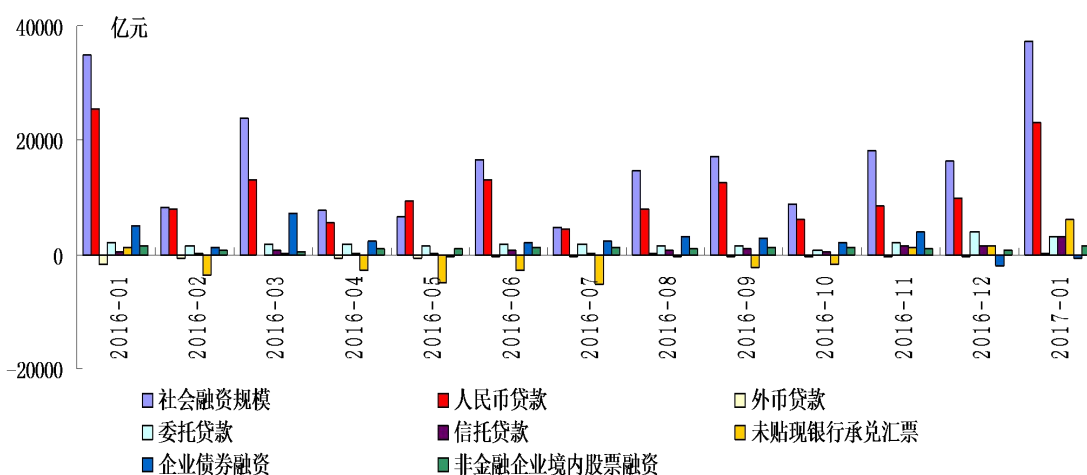


图 15 社会融资规模各项占比 (2016.01-2017.1)

元。

在表内融资规模弱于去年的情况下，表外融资大幅增长是本月社会融资高增的主要原因。1 月份，新增委托贷款 3136 亿元，新增信托贷款 3175 亿，新增未贴现汇票融资 6131 亿元，三者合计比去年同期多增 8388 亿元。正如前文所述，房地产企业表内融资渠道受阻使得这部分融资需求转向表外。此外，PPP 落地加快也带动了表外融资。商业银行对接 PPP 融资主要有项目贷款与 SPV 融资两种形式，PPP 项目落地加快，在一定程度上推升了社会融资规模。

（四）人民币对美元小幅升值，外汇储备降幅缩窄

1 月份以来，新任美国总统特朗普多次向外释放不愿美元过强的信号，美联储议息会议也未透露更多有关加息前景的信息，美元指数出现一定回调，1 月当月下跌 2.7%。与此同时，尽管春节假期出国旅游购汇需求仍较为旺盛，但个人购汇总体较为平稳，随

着人民币对美元汇率双向浮动弹性的增强，人民币贬值预期也有所收敛。1 月份人民币对美元汇率小幅升值，1 月 26 日人民币兑美元汇率中间价为 6.8588 元，较上年 12 月末升值 1.14%；人民币对美元市场汇率收于 6.8780 元，较上年 12 月末升值 1.04%。

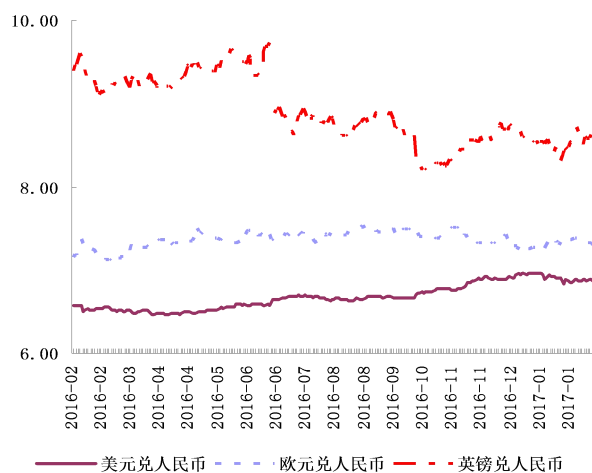


图 16 主要货币兑人民币汇率（2016.1-2017.1）

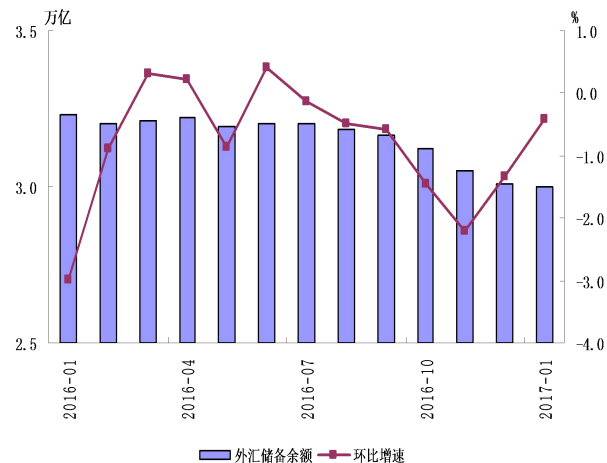


图 17 外储余额及环比变动（2016.1-2017.1）

截至 2017 年 1 月 31 日，我国外汇储备规模为 29982 亿美元，较 2016 年末下降 123 亿美元，降幅为 0.4%。从 1 月份的情况看，央行向市场提供外汇资金以调节外汇供需平衡，是造成外汇储备规模下降的主要原因。同时适逢农历春节，居民境外旅游、消费等活动增多，企业偿债和结算等财务操作也会增加，带来相应用汇需求，成为外汇储备规模下降的季节性因素。

与上年同期相比，1 月份外汇储备规模少降了 872 亿美元；与上月相比，外汇储备规模少降了 288 亿美元，降幅均明显缩窄。剔除掉汇率重估因素以后，外汇储备规模的同比和环比降幅也是明显缩窄的，这反映出我国跨境资金流出已较前一时期有所放缓。

（五）信用债发行量锐减，股市交易平淡

1 月份债券市场共发行各类债券 1.7 万亿元，比去年同期的 2.1 万亿元减少 19.05%。其中公司信用类债券发行 2236.3 亿元，比去年同期的 7881.4 亿元锐减 71.63%。受市场利率上行影响，自去年 11 月份开始，信用债延迟或取消发行的情况就显著增加。据同花顺 iFind 数据统计，1 月份有 30 只信用债推迟或取消发行，涉及金额 200 多亿元。1 月份又叠加元旦、春节等假期因素，交易日只有十几天，信用债发行数进一步减少。



1月末，上证综指收于3159.17点，较上月末上涨55.53点，涨幅为1.79%；深证成指收于10052.05点，较上月末下跌125.09点，跌幅为1.23%。1月份，沪市日均成交量为1725.2亿元，环比下降15.5%；深市日均成交量为2502.1亿元，环比下降16.2%。

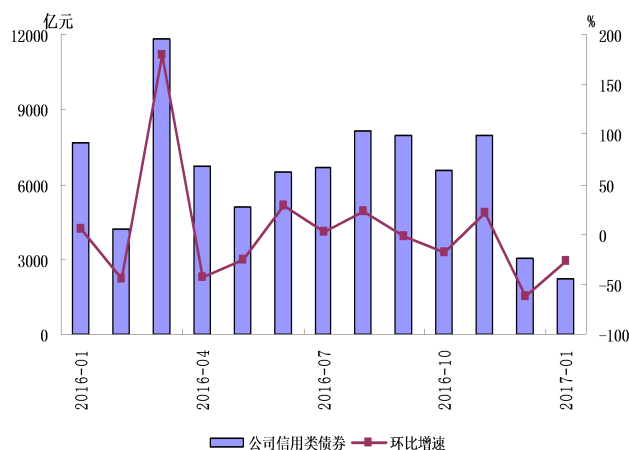


图 18 信用债发行量及环比增速（2016.1-2017.1）

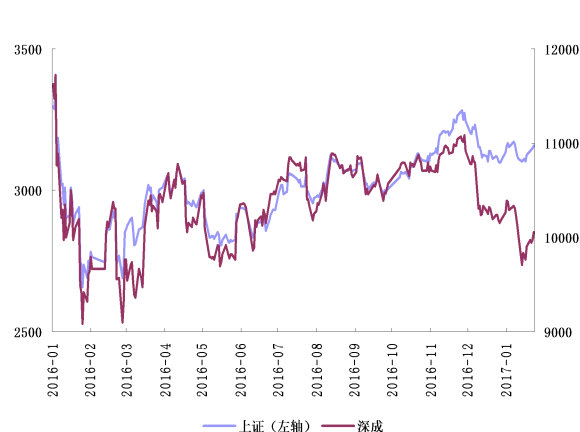


图 19 上证和深成指数（2016.1-2017.1）

三、热点问题：银行表外业务监管趋严，表外理财发展面临新挑战

近年来，表外尤其是表外理财业务发展迅速。2016年同比增幅高达40%以上。表外业务的快速发展带来一定的风险隐患。首先，相较于表内业务，表外业务在风险限额、资本金约束和存贷比限制等方面受到的监管没有那么严格，因此一些银行视表外业务为规避监管的手段，进行监管套利。实际上，当表外业务资金投向类信贷或债券等资产时，与表内广义信贷并无实质差别，同样发挥着信用扩张作用，增长过快就会积累宏观风险，不利于“去杠杆”要求的体现与落实；另一方面，一些表外业务虽名为“表外”，但资金来源在一定程度上仍然存在刚性兑付的特征，出现风险时银行不得不表内化解决，未真正实现风险隔离。其次，部分理财资金形成影子银行，加剧局部领域泡沫风险。据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场报告》显示，截至2016年6月底，全国共有454家银行业金融机构有存续的理财产品68961只，理财资金账面余额26.28万亿元，其中13.06%的银行理财资金流向了房地产，规模约3.43万亿元。

为了加强对商业银行表外业务的监管，防范系统性金融风险，2016年底，人民银行提出将表外理财业务纳入宏观审慎评估，银监会发布《商业银行表外业务风险管理指

引（征求意见稿）》（下文简称意见稿）。这两项政策措施是监管层“去杠杆”监管思路的延伸，在今年正式落地后将对商业银行表外业务发展产生重大影响。

首先，银行表外业务发展将进一步规范，银行资本约束或加大，理财发展结构或发生变化。意见稿要求按照实质重于形式和穿透性原则，对担保承诺类以及实质承担信用风险的投融资服务类及中介服务类表外业务计提减值准备，并根据《商业银行资本管理办法（试行）》的规定审慎计算风险加权资产，计提资本。此项要求将制约银行表外业务的扩张速度，理财增速趋向放缓。银行理财作为我国的特色业务，监管上本来没有国际标准，此前有发文专门要求计提减值准备，而资本计提上之前尽管有讨论过，但尚未实施。如果按照意见稿的要求，进行减值准备和资本计提，那么理财业务很可能受到影响，特别是占用资本较多的非标和权益类资产。预计部分透明度较低、潜在风险较高的理财业务扩张将受到制约，而透明度较高、潜在风险较低的理财业务可能加快发展。

其次，理财增速放缓带来货币乘数的下降和负债端的萎缩。银行理财实质是货币扩张的重要渠道，因此理财增速回落将导致货币乘数下降以及银行负债端和资产端的相互收缩。表外业务的降温将会削弱资产的资金驱动力，“资产荒”有望缓解，银行配置需求增长减弱。前期理财规模扩张很快，“资产荒”问题应运而生，理财也成为债市重要的配置资金，但资本约束下“有多大本钱做多大生意”，银行理财监管趋严，前期行事风格激进的中小银行将在监管要求下受制约，再加上货币乘数的下降和负债端的萎缩，配置压力有望缓解。

第三，资产管理将成为商业银行竞争新高地。表外业务包括委托贷款、委托投资、非保本理财投资、代客交易、代理发行和承销债券等代理投融资服务。对于正在转型的我国商业银行来说，这一类表外业务兼具高成长性和低风险性特征，能带动促进银行各业务板块的交叉销售。另一方面，受利率市场化和资产荒影响，银行仍将面临净息差收窄的压力。因此，发展代客业务，着力提高资产管理能力，可以降低资本消耗、提高非息收入占比，实现资本、规模和盈利之间的有效平衡。可以预见，代理投融资服务将成为商业银行提高综合经营能力和资产管理能力的关键抓手，也将是评判银行竞争力的重要指标。