

# 研究报告

2017年第37期

2017. 03. 22

执笔人：杨若、朱妮、刘新

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

zhuni\_csjr@icbc.com.cn

liuxin@icbc.com.cn

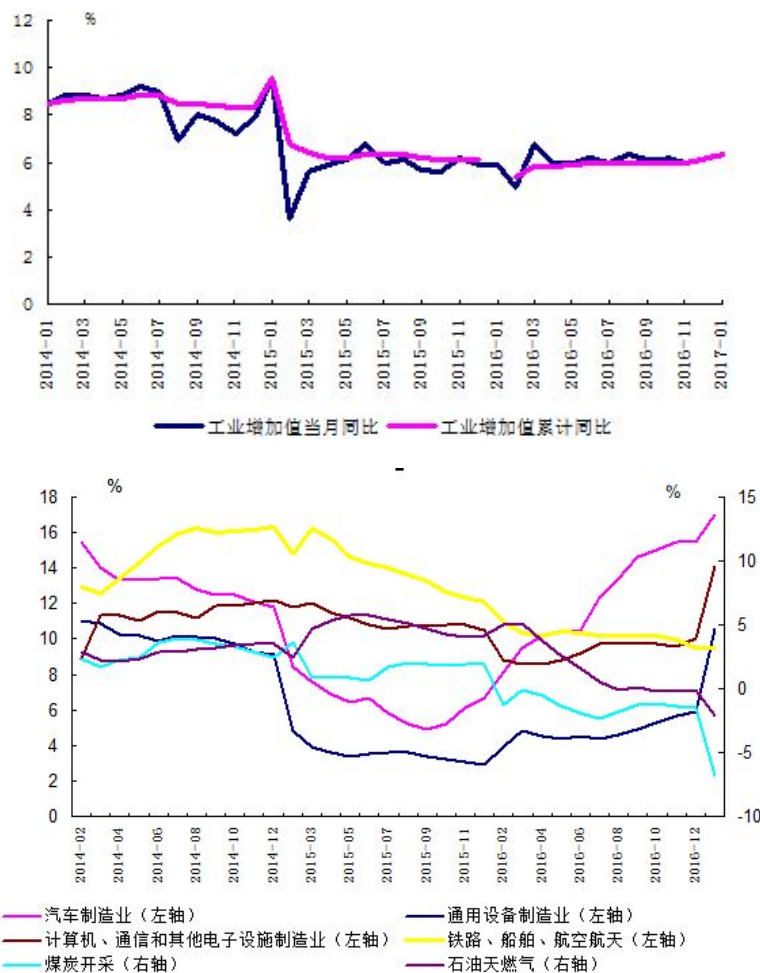
## 经济延续短期回暖态势 跨境资金流动趋于平衡

——2017年3月国内经济金融市场走势述评

### 要点：

- 2017年1-2月，我国经济数据进一步延续短期回暖态势。去产能成效显著，工业增加值稳步提升，固定资产投资增速保持稳定，基建投资发力明显。
- 但是，制约可持续回暖的因素仍然不能忽视，如消费需求疲软、房地产市场迎来更严厉的政策管制，以及货币政策在通胀和防风险背景下维持紧平衡等。
- 在“防风险、稳增长、保汇率”的大背景下，未来我国货币政策料将继续保持稳健中性略偏紧基调，OMO和MLF等政策利率存在进一步上调的可能性，但加息的可能性很小。

## 一、经济领域：工业增加值



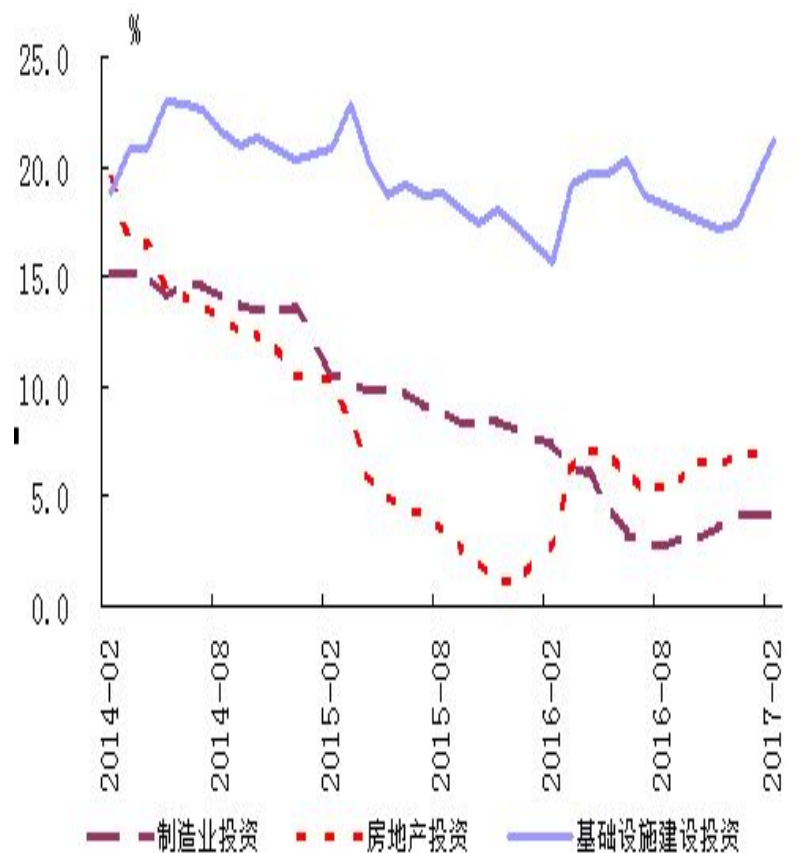
### 工业生产保持强势

- 1-2月工业增加值同比增长6.3%，高于2016年6%增速，也是2016年8月以来最高增速。
- 分行业来看，汽车制造业1-2月增加值同比增长17%，通用、专用设备制造业分别增长10.6%和11.5%，计算机、通信和其他电子设备增长了14.1%，主要行业中仅钢铁、有色增加值为负增长。

## 一、经济领域：固定资产投资

### 投资回升主要来自房地产和基建

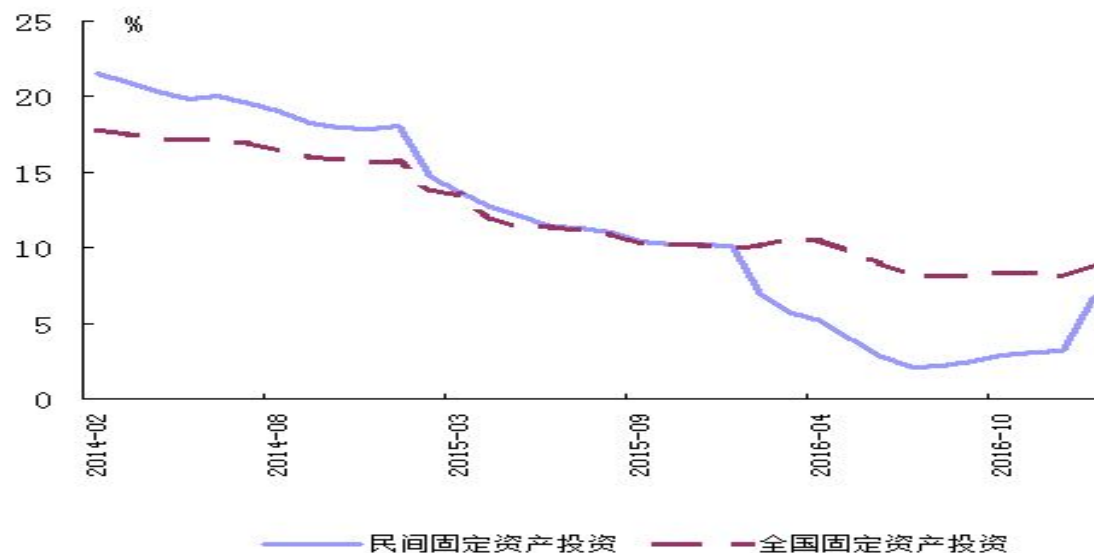
- 1-2月固定资产投资同比增长8.9%，1-2月基建、房地产开发投资增量合计占整体固定资产投资增量的77%。
- 展望未来，固定资产投资仍将面临下行压力：
- 一是制造业投资和服务业投资增速在2017年有所回落。2017年前2月，制造业投资同比仅增长4.3%，较2016年12月增速下降6.5个百分点。受房地产销售放缓影响，服务业投资较2016年明显下行。
- 二是房地产开发投资增速有所放缓。1-2月较去年下降了2.2个百分点。
- 三是基建投资高增速可能很难持续。从新开工项目总投资额来看，1-2月同比增速从去年12月的19.8%下降至-8.3%。



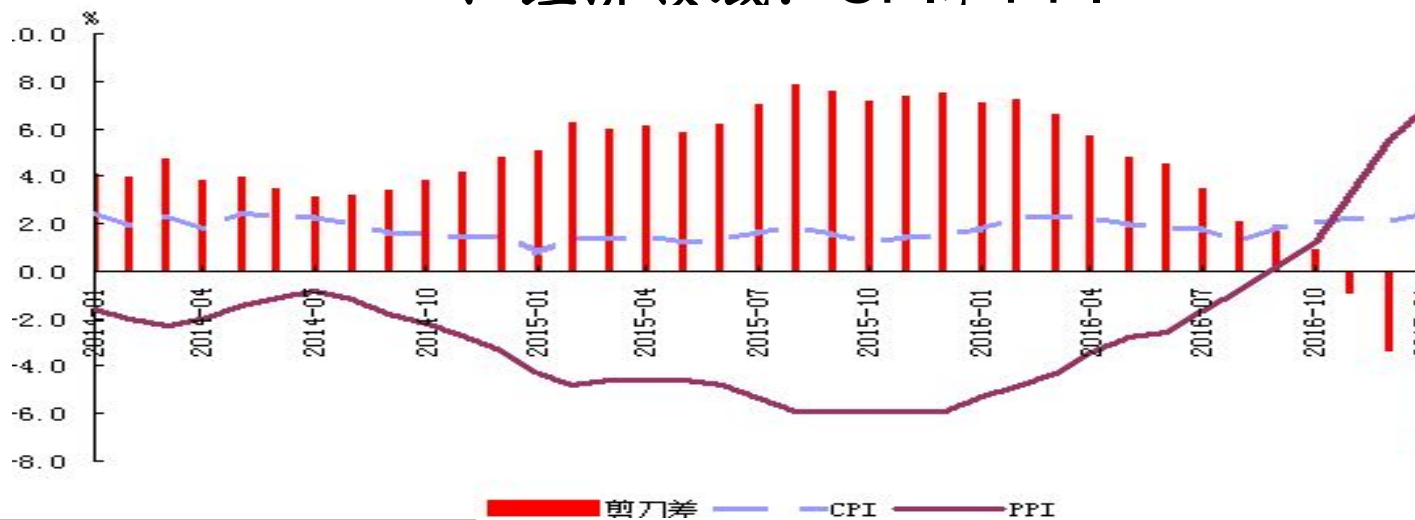
## 一、经济领域：固定资产投资

### 民间投资意愿回暖，同比增速创近一年来高点

- 1-2月，民间固定资产投资同比增长6.7%，较去年全年提高3.5个百分点，为近一年来高点，民间企业投资意愿回暖。
- 工业领域的民间投资同比增长3.4%，其中，制造业投资同比增长3.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长14.3%，较去年全年大幅提升2.5个百分点。



## 一、经济领域：CPI和PPI



## CPI和PPI走势明显背离

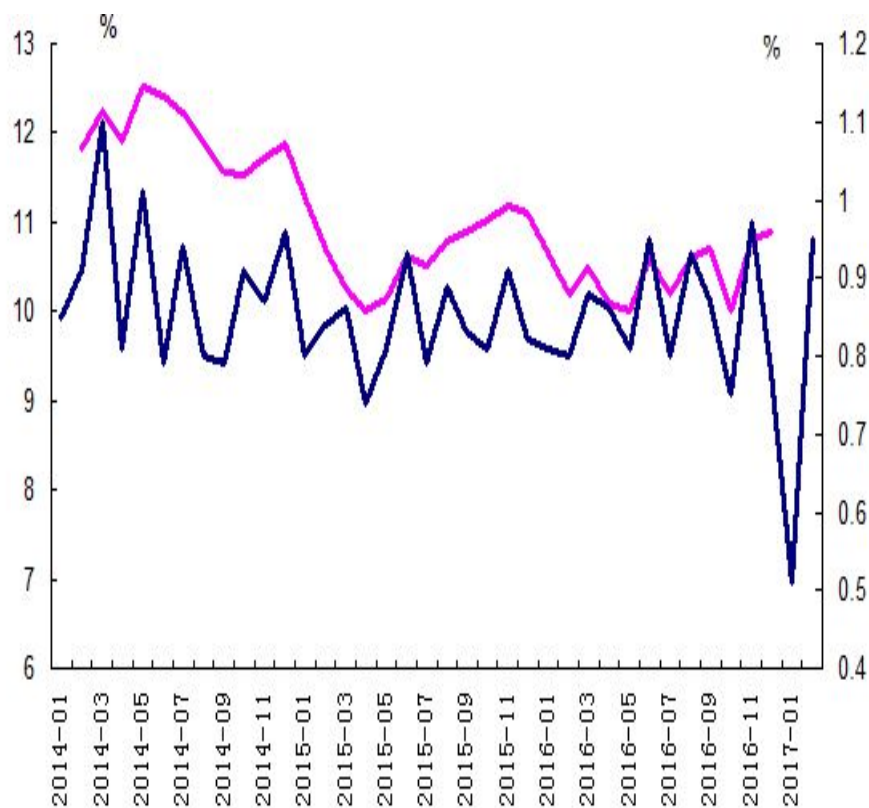
- 2月CPI同比增速为0.8%，较1月2.5%明显下降。2月PPI从上月的6.9%升至7.8%，走出本轮新高。
- PPI进一步上升并不仅仅是由于去年同期基数较低，更值得注意的是，再通胀范围明显扩大至中下游行业，2月加工工业价格月环比增速为0.5%，同比增速为6.6%。分行业来看，黑色和有色金属冶炼、化纤制造和化学制品行业的产品价格环比上升最为显著。

## CPI和PPI之间剪刀差趋于缩小

- 工业生产者出厂价格2016年基数比较低，所以2017年2月PPI受翘尾影响为6.4个百分点。从后期来看，随着PPI翘尾因素的减少，再加上工业品供过于求的矛盾没有根本缓解，PPI的走势会趋于回落，很有可能2月份的PPI是今年的一个高点。
- 考虑到CPI新涨价因素以及翘尾因素的减少，预计CPI在2月份以后还会温和上涨，所以这两个价格指数之间所谓的剪刀差会缩小。



## 一、经济领域：消费



### 消费呈震荡走低态势

- 1-2月份，社会消费品零售总额同比名义增长9.5%（扣除价格因素实际增长8.1%），名义和实际增速分别较12月下降1.4和1.1个百分点。
- 主因是汽车消费大幅下滑。汽车消费1-2月份较去年12月大幅下滑15.4个百分点至-1%，2015年4月以来首度为负。2017年1月起新能源汽车购置税优惠减半，叠加前期高基数，年内汽车消费增速或持续放缓。

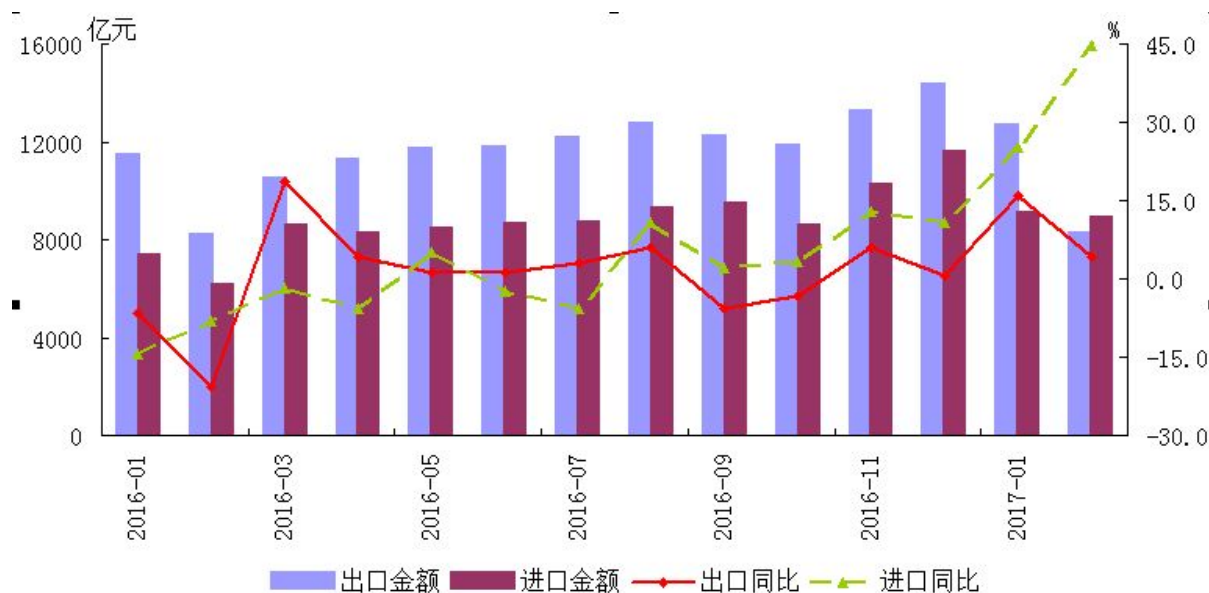
## 一、经济领域：进出口

### 进口数据进一步改善

- 2月份进口以人民币计价同比增长44.7%，比1月份的25.2%加快。2月份进口同比增速上升受益于去年同期进口低基数。去年2月原油和铁矿石进口价格都是本轮大宗商品周期的低点。

### 出口增速有所回落

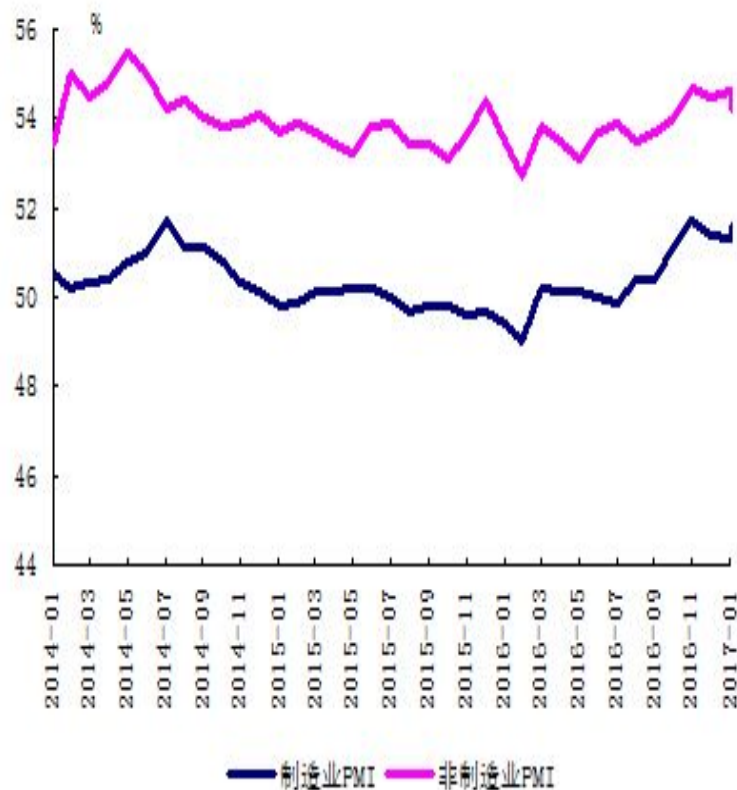
- 2月份出口以人民币计价同比增长4.2%，比上月回落11.7个百分点。但1-2月份出口累计同比增长4%，仍比4季度-5.2%加快。考虑闰年对同比增速的负面影响，出口增长动能并没有恶化。



## 一、经济领域：未来走势

### 经济可持续性仍有待观察

- 整体看，1-2月经济数据进一步展现出经济仍然延续短期回暖态势。2月份制造业PMI为51.6%，比上月上升0.3个百分点，已连续五个月保持在51%以上，延续平稳扩张态势。
- 不过，尽管工业生产和投资领域的稳定增长表明经济企稳回暖短期趋势向好，但制约可持续回暖的因素仍然不能忽视，如消费需求疲软、房地产市场迎来的更严厉政策管制，以及货币政策在通胀和防风险背景下维持紧平衡等。
- 经济增长未来可持续性仍需继续观察，我们维持全年6.6%增速的判断。



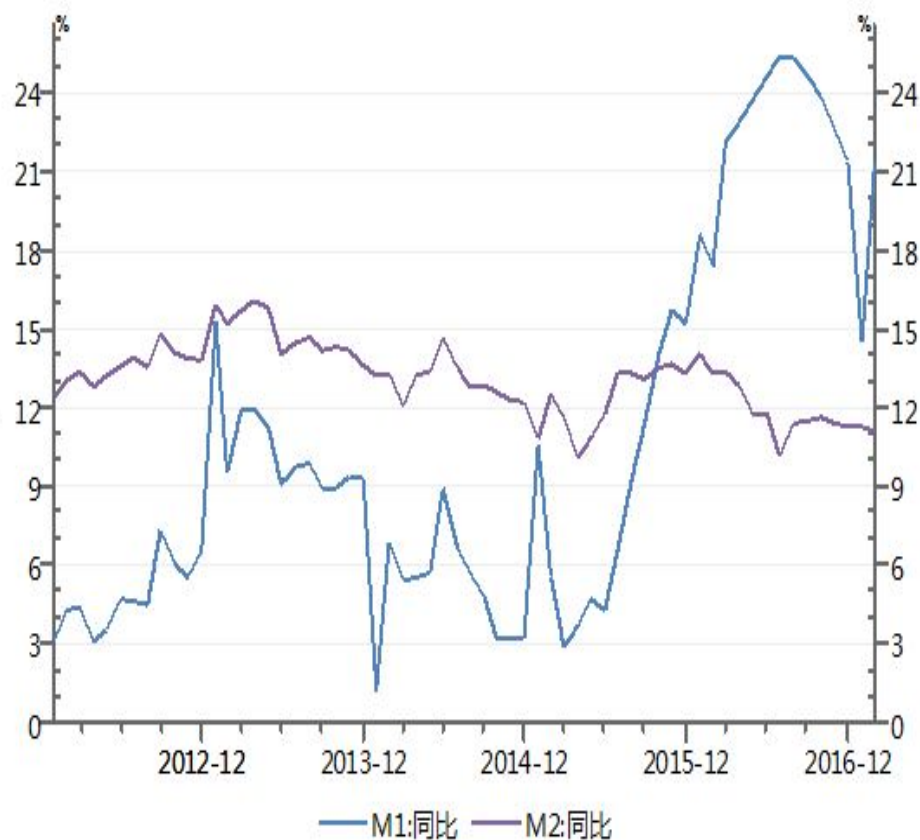


## 二、金融领域：货币供应量

### 春节因素推动M1、M2剪刀差扩大

➤ 2月末，我国广义货币M2余额158.29万亿元，同比增长11.1%；狭义货币M1余额47.65万亿元，同比增长21.4%。受M1增速上升影响，2月末，M1与M2的剪刀差从上月末的3.2%扩大至10.3%。

➤ M1增速出现明显上升，与1-2月银行发放较多非金融性公司贷款有关。1-2月，非金融性公司贷款新增2.29万亿元，而今年春节时点在1月底2月初，对企业贷款资金的运用造成了一定的影响，大量资金暂时以活期存款的形式停留在企业部门。

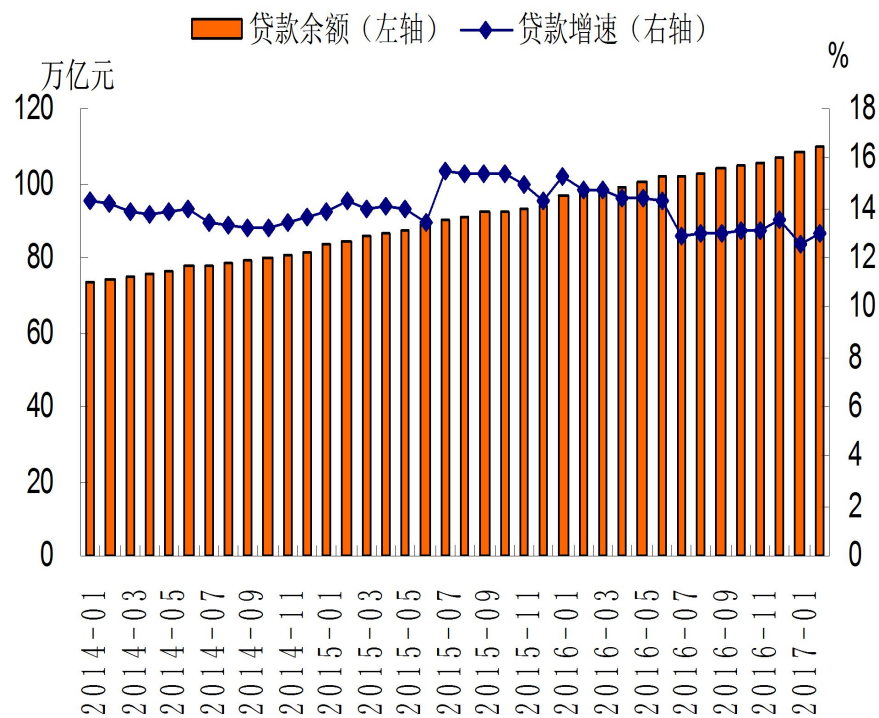


## 二、金融领域：人民币贷款

### 信贷投放节奏合理

➤ 2月末，人民币贷款余额109.8万亿元，同比增长13%，增速比上月末高0.4个百分点，比去年同期低1.7个百分点，信贷增长总体来说比较平稳。

➤ 当月人民币贷款增加1.17万亿元，与1月的2.03万亿元相比下降明显。为剔除春节因素的影响，我们通常关注的是1-2月的信贷投放情况。今年1-2月，人民币贷款新增3.2万亿元，与去年同期（3.23万亿元）基本持平，信贷投放节奏合理。



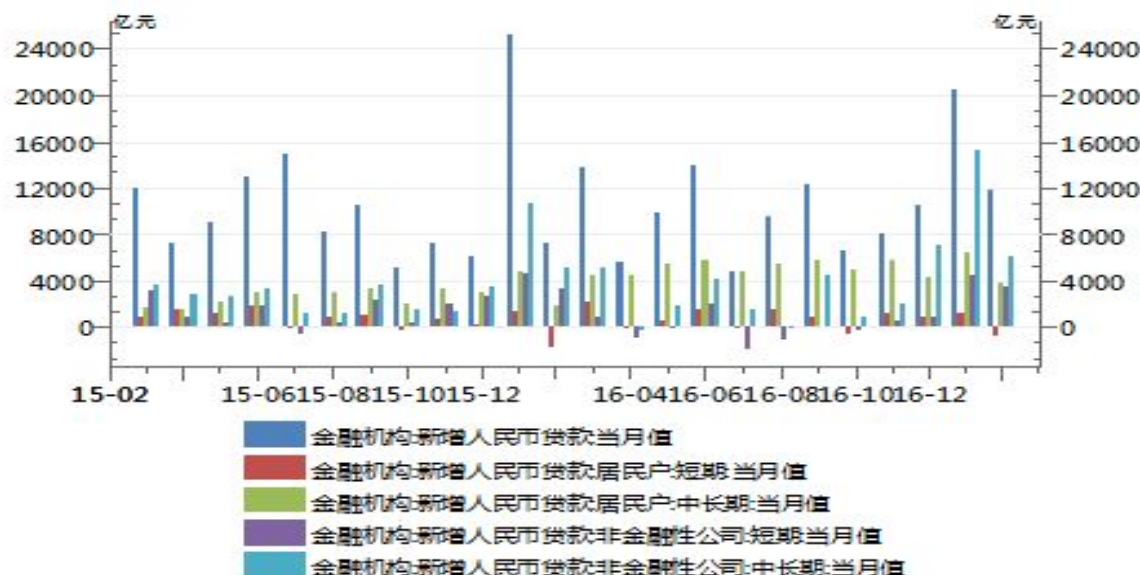
## 二、金融领域：人民币贷款

### 居民按揭贷款回落

➤ 2月，居民按揭贷款3804亿元，在新增贷款中的占比从去年10月75%高位下滑至不到35%。原因一是央行可能加强了窗口指导。二是去年930房地产调控政策对商品房销售造成了影响，在按揭贷款增长中有一个滞后的体现。

### 企业中长期贷款成主力

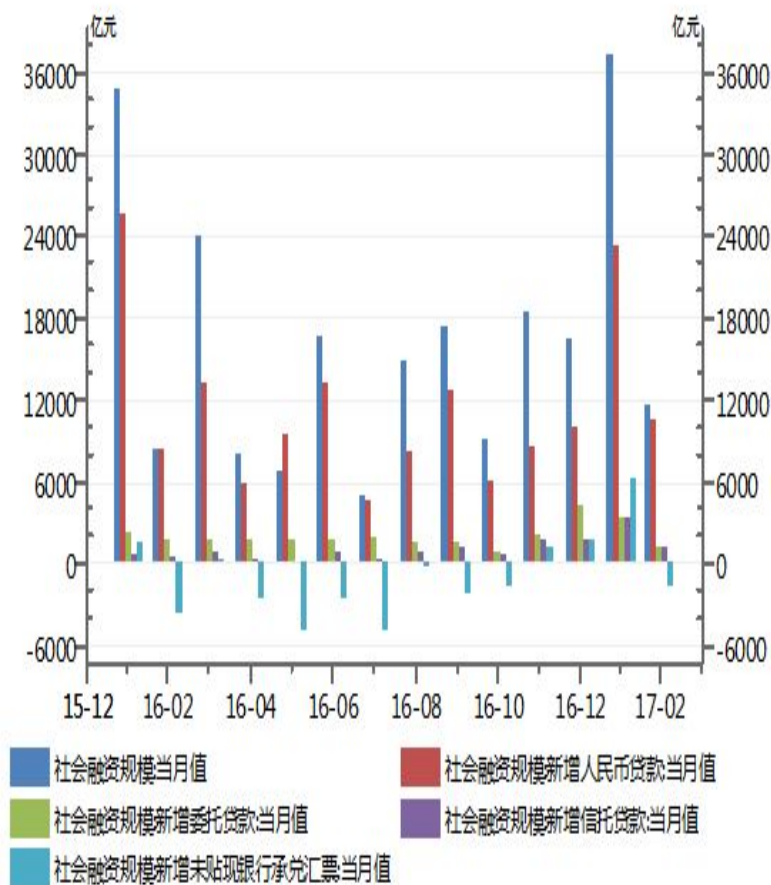
➤ 2月企业新增贷款7314亿元，同比减少793亿元。其中中长期新增贷款6018亿元，同比多增996亿元，占人民币新增贷款的五成（51.4%）。企业中长期贷款增长明显，与近期基建投资和房地产投资增速回升有关。



## 二、金融领域：社会融资规模

### 社融规模环比大幅减少，表外融资缩水

- 2月，社融增量1.15万亿元，环比大幅缩水2.57万亿元。
- 人民币贷款在社融规模中的占比从1月的62.3%提高到89.9%；表外融资(委托+信托+未贴现承兑汇票)占比仅为4.5%，比1月下降28.9个百分点，原因在于近期央行加强了对银行表外业务的监管。
- 受近期市场利率上升、2月初债市调整的影响，企业债券融资净减少1073亿元，连续第三个月负增长；IPO常态化下监管趋严和再融资审核加强使当月非金融企业境内股票融资增加570亿元，同比少增240亿元。



## 二、金融领域：人民币汇率

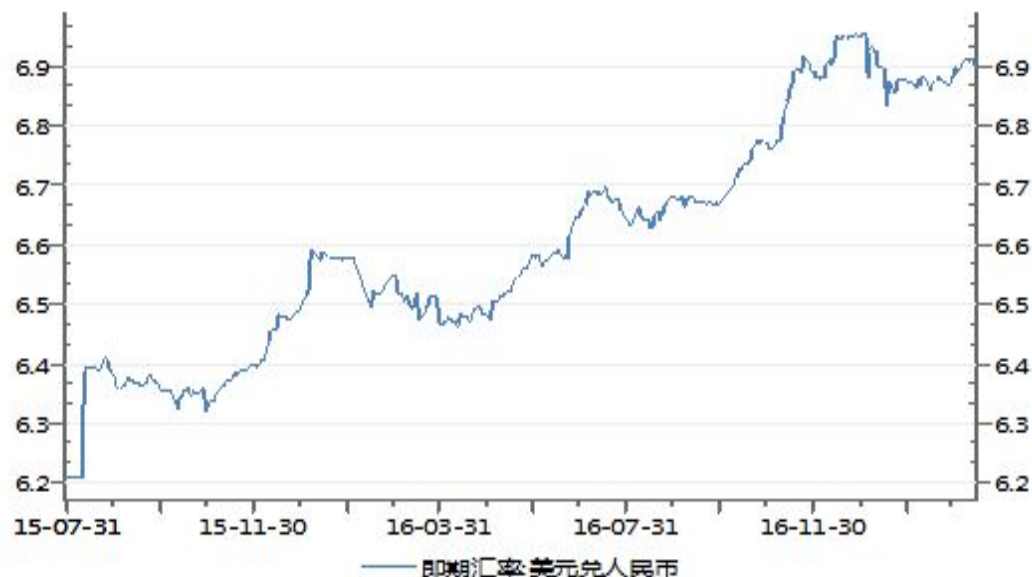
### 人民币小幅贬值

➤2月，人民币对美元汇率中间价小幅波动，2月末报6.8750，较上月末小幅贬值0.2%。CFETS人民币汇率指数2月末收报93.84，较上月末贬值0.4%。人民币贬值压力有所缓解。

➤主要原因：一是近期国内部分经济数据有所反弹，经济基本面好转。二是美国偏鸽派的加息风格有助于稀释市场对美元强势升值的预期，从而也缓解了人民币贬值预期。

### 2017年贬值压力小于2016年

➤2017年预计美联储较大概率仍会加息2次，但是，2017年中国央行货币政策实际操作已由“略偏宽松”转为“中性偏紧”，中美货币政策方向不再背离，有利于减轻人民币贬值压力。

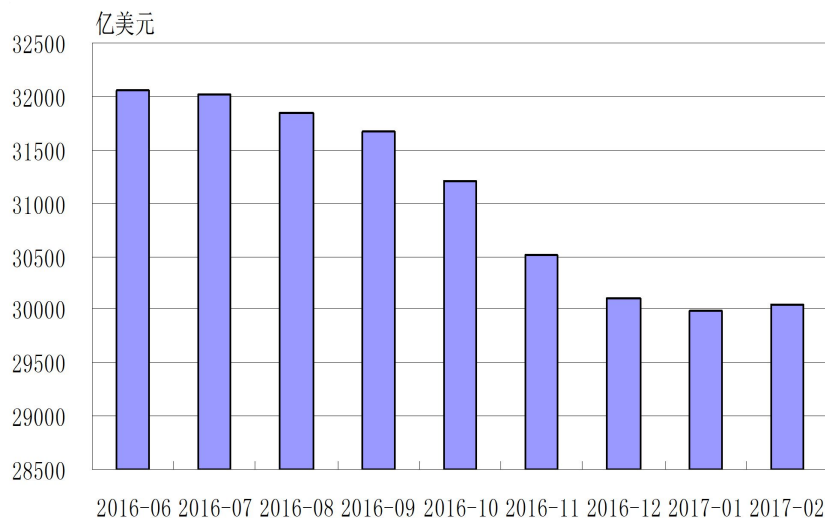




## 二、金融领域：外汇储备与资金流动

### 外汇储备规模重回3万亿

➤ 伴随人民币贬值压力减小，外汇储备在2月逆转了2016年下半年以来的连续下滑态势，2月外汇储备余额为3.01万亿美元，再次站上3万亿台阶。



外汇储备余额 (2016.6-2017.2)

### 资金流动趋向平衡

➤ 2月，外汇占款减少581亿元，连续第十六个月下降，但2月降幅明显收窄，创去年5月以来最小降幅，资本外流压力进一步缓解。

➤ 这主要得益于两方面因素：一是人民币贬值压力及贬值预期缓解。二是监管部门针对外汇和资本流动的宏观审慎管理持续发挥作用，投机性购汇和虚假直接投资进一步受到抑制，同时也对市场预期产生了一定影响。

### 三、热点问题：OMO和MLF利率上调

- 自1月底、2月初央行逆回购操作（Open Market Operation，以下简称OMO）和中期借贷便利（Medium-term Lending Facility，以下简称MLF）中标利率上行10个基点（BP）之后，3月16日，央行再度上调OMO和MLF中标利率。
- 7天、14天和28天期OMO中标利率分别上调10BP至2.45%、2.6%和2.75%；6个月和1年期MLF中标利率分别上调10BP至3.05%和3.2%。

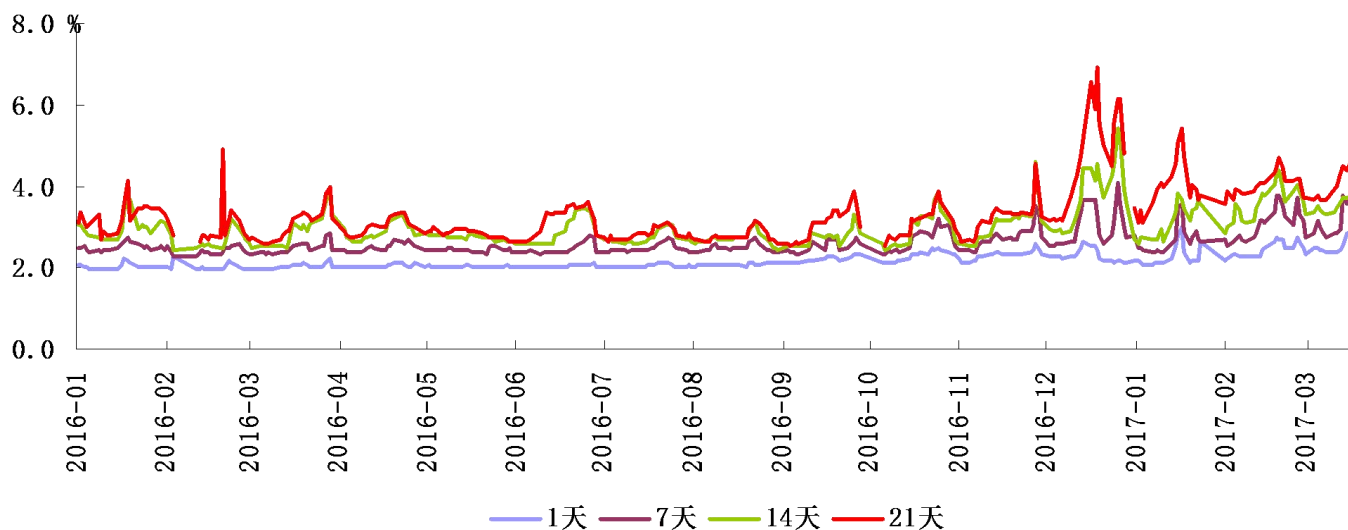
#### 对稳健中性货币政策的再次确认

- 央行为了实现防风险、稳增长和保汇率多重目标而采取的重要举措：
- 此次利率上调将进一步提高金融机构市场操作成本，有助于引导金融机构提高市场风险和流动性风险管理意识，减少加杠杆套利行为。
- OMO和MLF中标利率上调并不是传统意义上的加息，其影响不同于存贷款基准利率的上调。OMO和MLF利率上调在防控金融风险的同时，对实体经济的影响更为温和，相当于是对金融风险的“靶向治疗”，有利于促进金融资源更多流向实体经济。
- OMO和MLF利率上调是对美联储加息的反应，有利于中美国债利差保持在合理水平，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

### 三、热点问题：OMO和MLF利率上调

未来我国货币政策料将继续保持稳健中性略偏紧基调

- 金融市场风险和资产泡沫风险有所显现；进入加息通道的美元料将保持强势，人民币贬值压力和资本流出压力仍将存在。出于防风险和保汇率的考虑，OMO和MLF等政策利率仍存在上调可能性。
- 今年去产能将深入推进，房地产调控不断升级带来的房地产投资不确定性依然存在，外贸形势依旧严峻。出于稳增长的考虑，加息（即上调存贷款基准利率）的可能性很小。

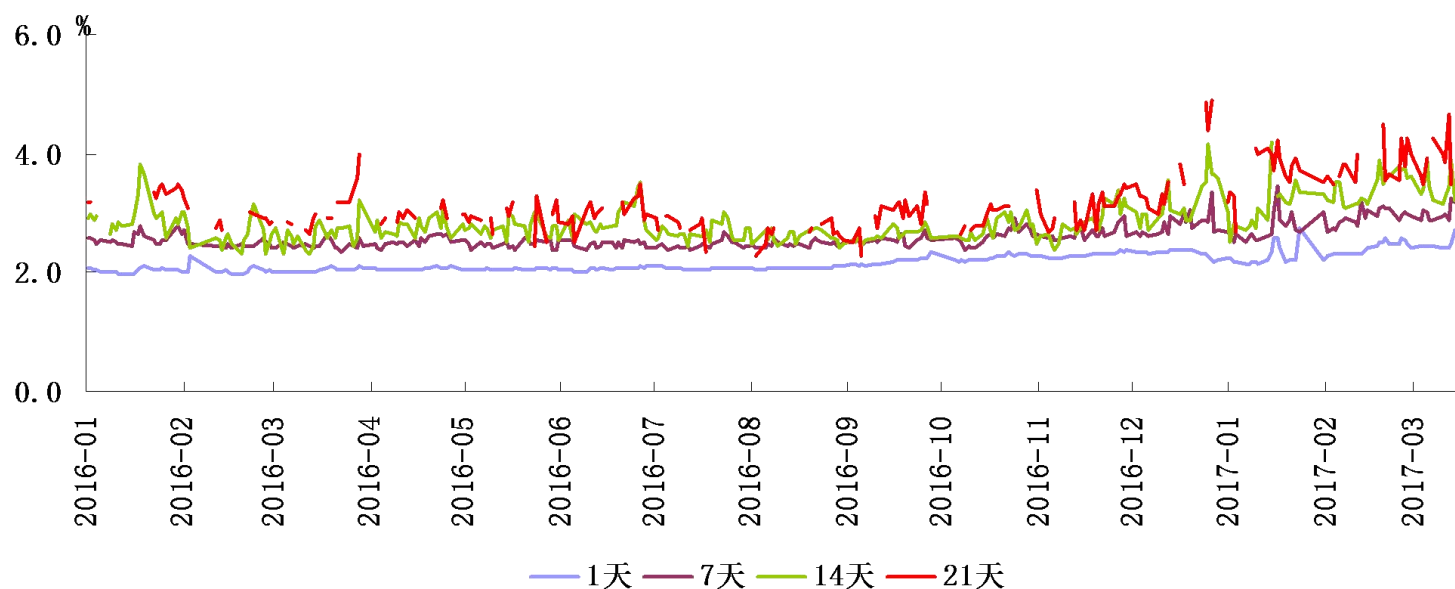


银行间质押回购加权利率 (2016.01-2017.03)

### 三、热点问题：OMO和MLF利率上调

商业银行应从交易账户和银行账户两个角度出发，主动适应货币政策新常态

- 第一，交易账户受OMO等政策利率影响较大，因此应加强对交易账户市场风险和流动性风险的防范与管理。
- 第二，银行账户更主要受存贷款基准利率影响，OMO等政策利率变动对银行账户的影响较小。今年政府工作报告将不良资产列为四大金融风险之首，因此银行账户应将信用风险防控作为重中之重。



银行间同业拆借加权利率 (2016.01-2017.03)

# 谢谢 Thank You



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。