

研究报告

2017年第75期

2017. 06. 23

执笔人：王小娥、刘新

邮箱：xiao.e.wang@icbc.com.cn

liuxin@icbc.com.cn

经济运行好坏参半 货币增速创出新低

——2017年6月国内经济金融市场走势述评

要点：

- 2017年5月宏观经济总体延续了上月的缓慢回落态势，三驾马车涨跌平互现，鉴于生产好坏参半，预计经济的回落趋势将是缓慢可控的，2季度经济增速约为6.8%。
- 各线城市房地产走势分化明显：一二线城市受房地产调控政策影响量价双双回调，三四线城市则出现量价两旺现象。
- 受金融体系去杠杆影响，M2增速创出新低；由于表外融资处于收缩状态，致使社融增量低于信贷增量；新增贷款中，房贷同比增速大降，但企业中长期贷款超预期增长。
- 6月21日，中国A股纳入MSCI指数，这一事件虽然短期内对A股资金净流入的推动作用有限，但中长期来看有利于A股市场国际化、规范化进程。

一、经济领域：工业生产

工业增速稳中趋缓，工业产品产量涨少跌多

- 2017年5月，我国工业增加值同比增长6.5%，与4月持平。前5月工业增加值累计同比增长6.7%，略低于1季度累计增速（6.8%）。考虑到工业增加值与GDP增速历史趋势基本一致，预计2季度GDP增速比1季度回落的可能性较大，但鉴于生产好坏参半，经济的回落趋势将是缓慢可控的，预计2季度经济增速约为6.8%。

5月主要工业产品产量增速涨少跌多

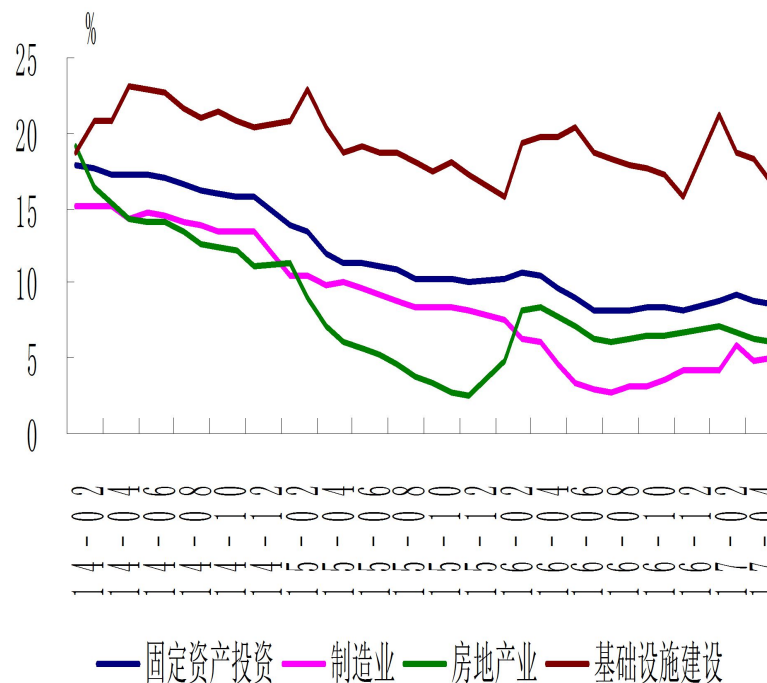
	上游		中游				下游
指标名称	发电量	天然原油	水泥	粗钢	乙烯	十种有色金属	汽车
2017-04	5.4	-3.7	2.4	4.9	1.1	5	0.3
2017-05	5	-3.7	0.5	1.8	-2	2.4	4.1

一、经济领域：固定资产投资（1）

投资增速明显回落，
未来增速仍不容乐观

- 在4月以来经济缓慢减速的过程中，主要的拖累就是投资。3月投资增速为9.8%，4月降至8%，5月进一步降到7.4%，创下年内新低。
- 三大投资构成中，制造业投资短期反弹，基建投资增速大跌，房地产投资年内连续第2个月回落。

固定资产投资及其三大领域累计增速
(2014.1-2017.5)



一、经济领域：固定资产投资（2）

三大投资：制造业短期反弹，基建增速大跌，房地产年内第2个月回落

- **低基数推动5月制造业投资短期反弹。**5月制造业投资同比增长5.9%，较4月的3.2%小幅反弹，16年5月制造业投资增速从4月的4.8%降至-1%。在工业企业收入、利润增速双双下滑的背景下，制造业投资增速反弹动力不足。
- **基建投资增速大跌。**5月基建投资同比增长10.4%，较4月的16.8%大幅回落。占比最高的水利市政环保增速大幅下滑16.8个百分点，是基建投资增速大跌的主因。基建投资增速创年内新低，财政收支矛盾仍是掣肘。
- **5月房地产投资同比增长4.9%，年内自4月以来连续第2个月回落。**而去年同期基数并不高，这意味着，随着调控政策对地产销量增速的影响，地产销售对地产投资的带动效应正在减弱，融资受限也对地产投资产生负面影响。

一、经济领域：进出口（1）

5月外需小幅改善

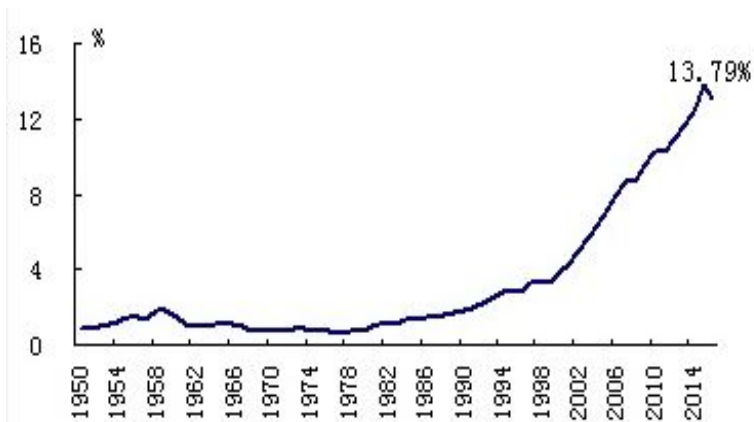
- 2017年5月，我国对外出口1910.3亿美元，进口1502.2亿美元，实现顺差408.1亿美元。
- 出口同比增长8.7%，较上月回升0.7个百分点。几大经济体中，对欧盟出口扩张是拉动出口增速回升的最主要力量，主要是受近期欧元区经济生产扩张的推动；新兴市场方面，受韩国大选落地和中韩经贸关系有所缓和影响，对韩国出口增速也出现改善。
- 从进口来看，对美、欧、日、韩等国进口出现大幅上涨，但对香港进口增速明显回落。对美进口增速的大幅上升，可能与从美国原油进口上升有关。此前商务部发布的《关于中美经贸关系的研究报告》中指出，作为削减对美贸易顺差的手段之一，中国将扩大自美国的能源进口。

	当月从目标国进口同比增速		变化幅度	当月往目标国出口同比增速		变化幅度
	2017年5月	2017年4月		2017年5月	2017年4月	
全球	14.8	11.9	+2.9	8.7	8	+0.7
美国	27.1	1.5	+25.6	11.7	11.7	+0
欧盟	10.6	2.6	+8	9.7	4	+5.7
日本	13.1	6.9	+6.2	3.7	13.3	-9.6
韩国	7.8	4.5	+3.3	10.2	0.7	+9.5
香港	-76.3	-72.3	-4	-76.3	-72.3	-4

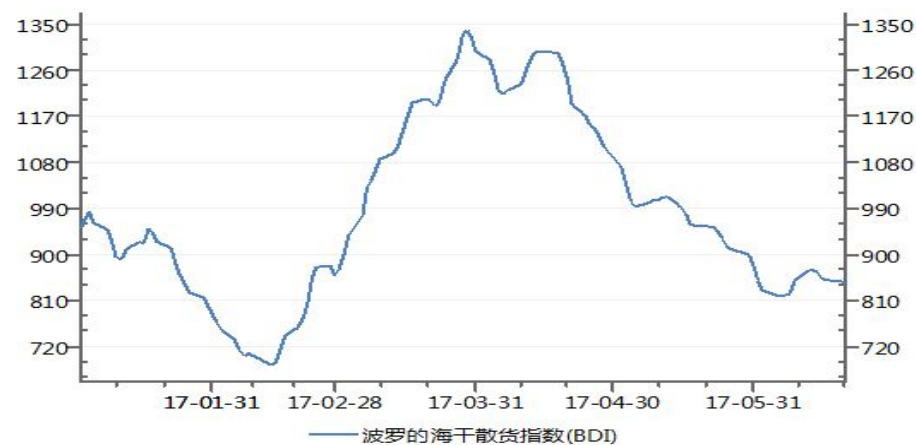
一、经济领域：进出口（2）

预计外贸未来上行空间有限

- 当前中国在全球出口金额中的占比已经很高，中国在全球贸易中更多“分饼”的潜力或许有限。而近年来，受欧美政治和经济形势的影响，“逆全球化”潮流不断涌现，这也将对在全球出口份额中占比较高的中国出口形成压制。
- 当前全球经济复苏根基尚不稳定，且外贸领先指标波罗的海干散货指数（BDI）出现回落，预计中国出口增速进一步上行空间有限、下行压力或将逐步显现。

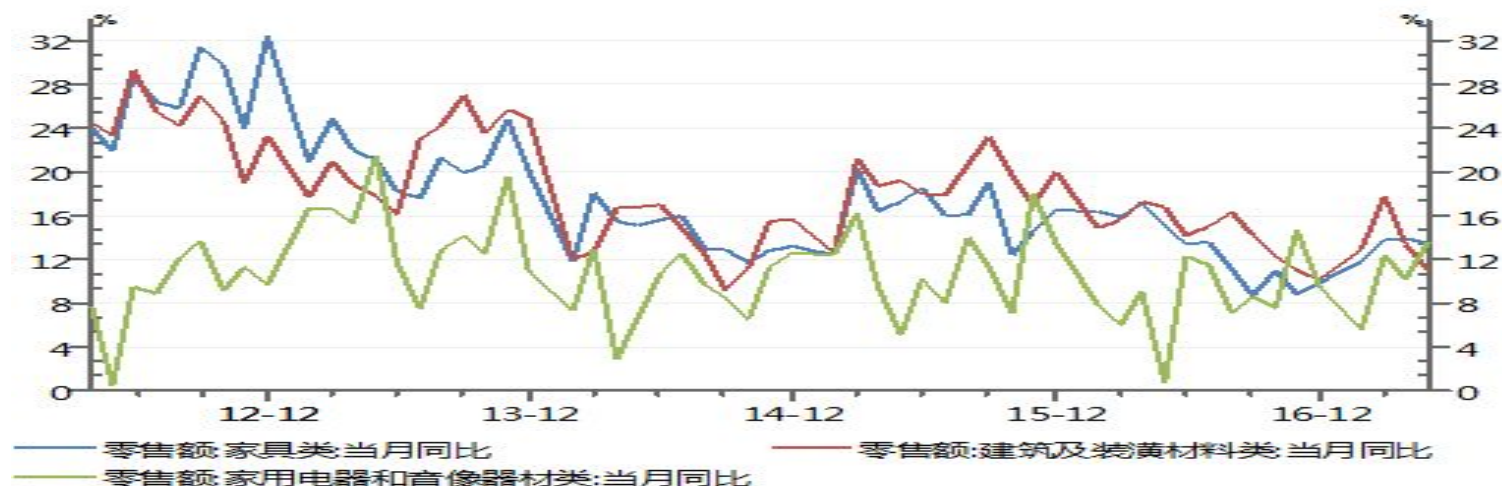


中国出口占全球出口比重
(1950-2016)



波罗的海干散货指数走势
(2017.1-2017.6)

一、经济领域：消费（1）



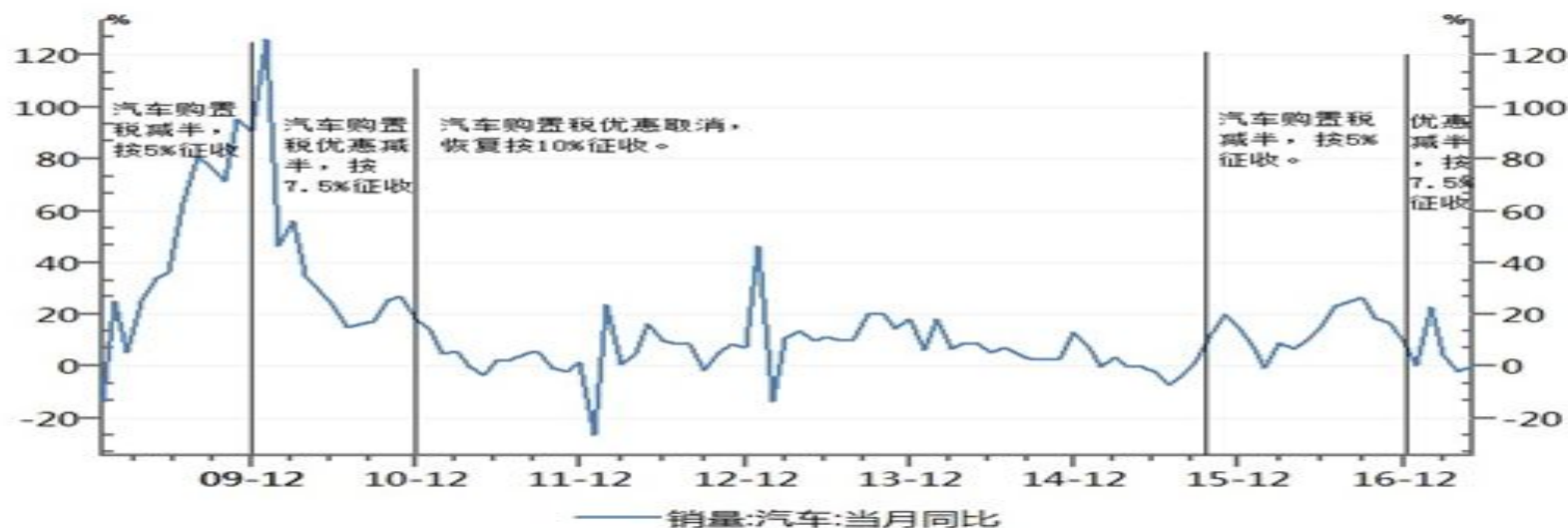
消费：餐饮走高地产回调，汽车下滑拖累可控

- 5月，社会消费品零售总额增速与4月持平，为10.7%；环比增速（季调后）较上月小幅上涨0.07个百分点至0.86%。
- 餐饮消费提升0.5个百分点至11.6%；商品类别中基本生活类商品增速上行，地产产业链除家电外出现其他商品消费增速均出现下降，建筑及装潢材料、家具、家用电器消费增速分别为11%、13.5%、13.6%；汽车消费增速7%，较4月微升0.2百分点，对总体消费增速拖累幅度较上月减轻。

一、经济领域：消费（2）

预计下半年消费增速仍趋稳定

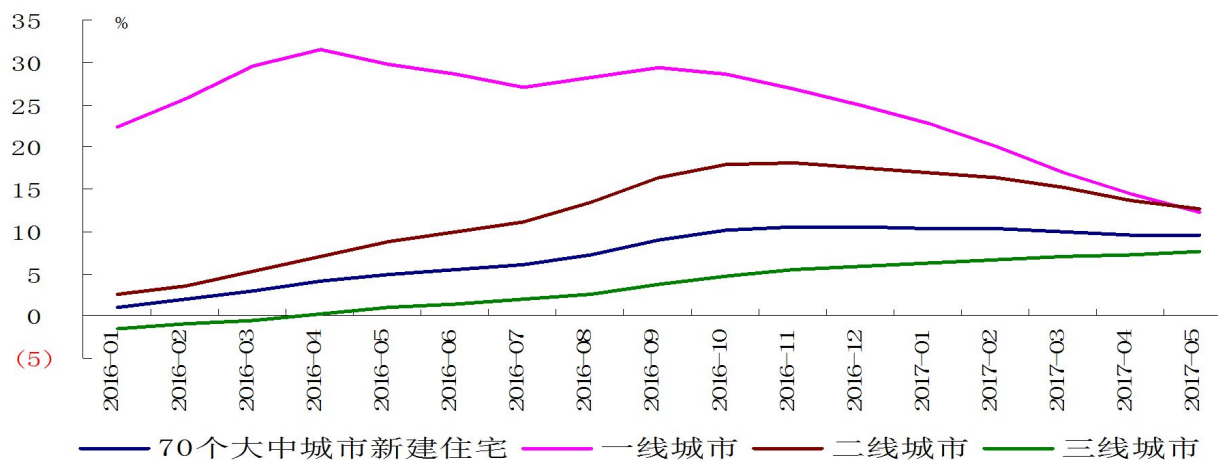
- 展望未来，我们认为，年内汽车消费下滑对年内消费拖累作用总体可控，加上住房类消费增速已处于历史低位，预计下半年消费增速仍趋稳定。
- 今年1月起汽车购置税优惠减半，从2009年至2011年类似政策调整经验来看，优惠减半期前期汽车销量会大幅下降，但随后会趋于稳定，直至购置税优惠取消，汽车消费增速才可能出现明显下滑。从今年汽车销售来看，受优惠政策减半影响，前5个月汽车消费增速明显下移，但当前下降态势已逐渐趋于平稳，预计未来汽车消费下滑对年内消费拖累作用总体可控。



一、经济领域：房地产（1）

一二线城市受调控政策影响量价回调，三四线城市则出现量价两旺现象

- 70个大中城市2017年5月新建住宅价格指数当月同比上涨9.5%，涨幅较上月收窄0.1个百分点，创出2016年10月以来新低。
- 本轮房价回调过程中，各线城市房价走势分化明显。一、二线城市房价同比回落速度有所加快，5月70个大中城市中一、二线城市新建住宅价格指数同比增速分别较上月缩小2.1和1.1个百分点。三线城市则受益于棚改货币化等定向宽松的去库存政策，量价两旺。5月份三线城市新建住宅价格指数同比增速较上月提高0.4个百分点。



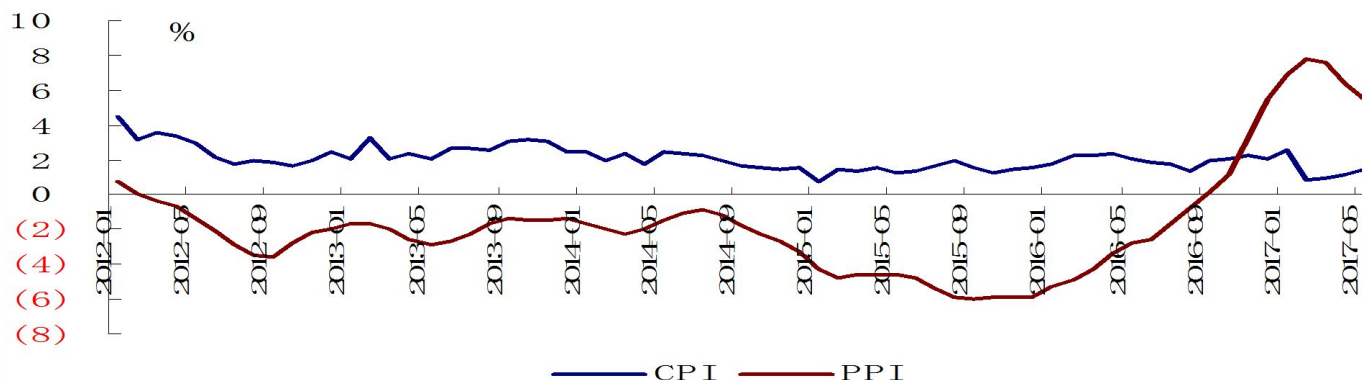
70个大中城市及一、二、三线城市新建住宅价格当月同比增速（2016.7-2017.5）

一、经济领域：房地产（2）

一二线城市受调控政策影响量价回调，三四线城市则出现量价两旺现象

- 2017年1-5月份，商品房销售面积54820万平方米，同比增长14.3%，增速比1-4月份回落1.4个百分点。
- 分城市来看，40大中城市中一线、二线、三四线5月单月住宅销售面积同比增速分别为-39.7%、-5.9%、13.7%。
- 展望未来，预计调控政策影响仍将持续，住房销售增速仍将维持下行趋势。

一、经济领域：CPI和PPI



6月CPI仍将继续走高，但下半年回落的可能性较大

- 2017年5月CPI同比上涨1.5%，连续3个月逐月上升。在1.5%的同比涨幅中，翘尾因素拉动了约1个百分点，是CPI上涨的主因。
- 展望未来，受翘尾因素影响，**预计6月CPI同比仍将继续走高**。但下半年随着总需求的小幅回落、监管政策去杠杆防风险导致流动性有所收紧，都会导致物价承压；加上下半年翘尾因素基本呈逐月回落态势（仅10月略有上升），**预计CPI下半年回落的可能性较大，年内CPI将呈现中间高、两头低的走势。**

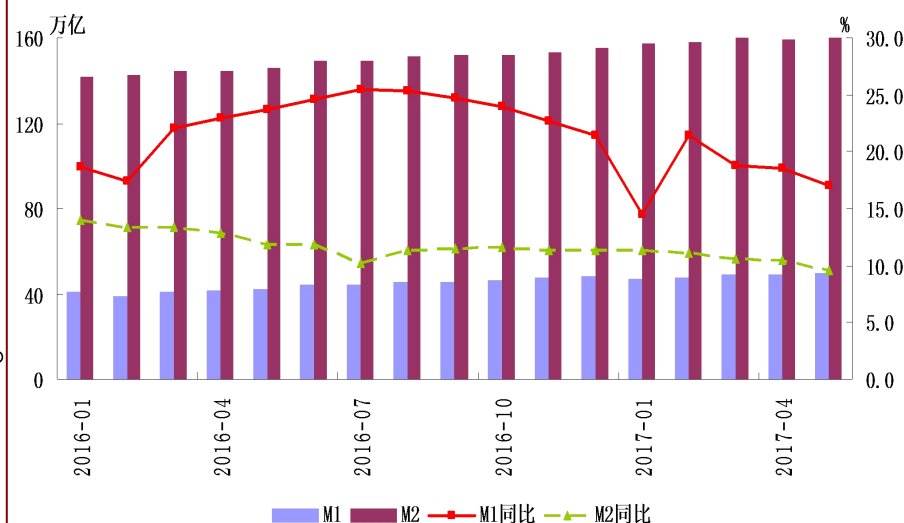
PPI涨幅继续收窄的可能性较大

- 2017年5月PPI同比涨幅下降0.9个百分点至5.5%，连续3个月回落。翘尾因素下降是PPI同比涨幅下降的一个原因。
- 从翘尾因素来看，下个月PPI翘尾因素略有上升，但之后将逐月下降，加上企业补库存周期逐渐减弱，因此，**预计PPI涨幅继续收窄的可能性较大。**

二、金融领域：货币供应量

金融体系降杠杆，M2增速创新低

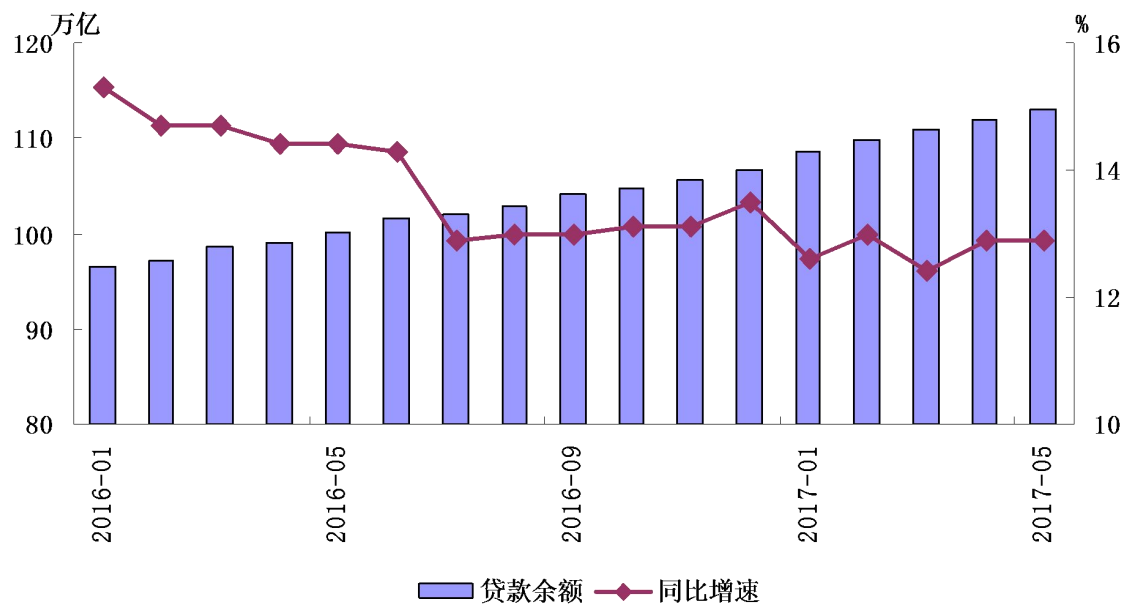
- 5月末，M2余额160.14万亿元，同比增长9.6%，同比增速创有记录来新低。
- M2增速创新低，主要是由于稳健中性货币政策的落实以及监管逐步加强，金融体系主动调整业务降低内部杠杆。5月份商业银行股权及其他投资科目同比少增1.42万亿元，下拉M2增速约1个百分点。
- 随着监管政策的影响减弱，预计M2增速将有所反弹；受制于稳健中性的货币政策和“防风险、去杠杆”的政策目标，M2增速难以大幅攀升，预计年内维持在10%至12%左右的增速。



二、金融领域：人民币贷款

信贷增长总体平稳

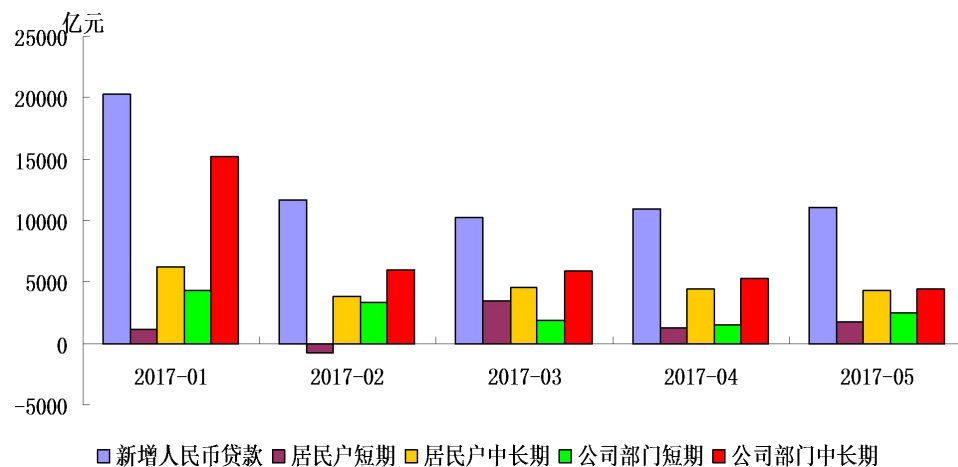
➤ 5月末，人民币贷款余额113.04万亿元，同比增长12.9%，增速与上月末持平，比上年同期低1.5个百分点，信贷增长总体比较平稳。从结构上来看，新增贷款与此前几个月相差不大，仍主要体现在按揭贷款和企业中长期贷款的增长上。



二、金融领域：人民币贷款

房贷同比增速创近年新低

- 5月居民户中长期贷款为4326亿元，比上年同期下降了955亿元，降幅达18%，同比降幅创2011年1月以来之最；占全部新增贷款比重由上月的40.4%下降至38.9%。
- 从6月份的信息看，房贷利率依然在继续上浮，一定程度上会抑制贷款需求；且今年以来监管政策趋严，银行房贷额度受限，预计未来房贷增速或将进一步下行。



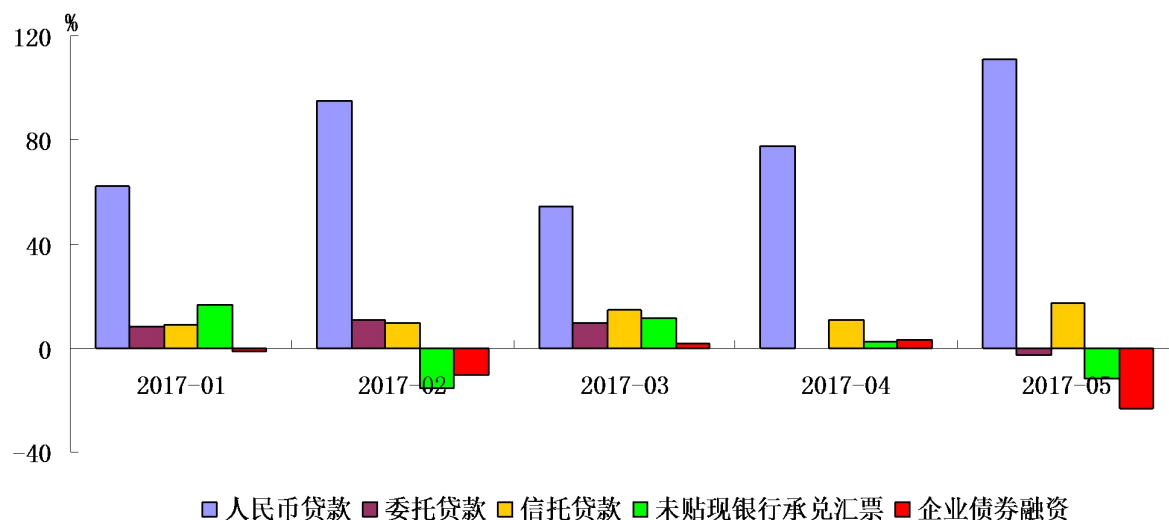
企业中长期贷款超预期增长

- 尽管5月地方债发行5500亿元，债务置换对信贷冲击增大，但企业部门中长期贷款依然新增4396亿元，一方面是由于民间投资增速回升，对企业信贷需求有一定支撑；另一方面债券和非标融资成本上升、表外融资渠道受趋严监管，表内信贷形成一定替代。

二、金融领域：社会融资规模

社融增量低于信贷增量，表外融资收缩

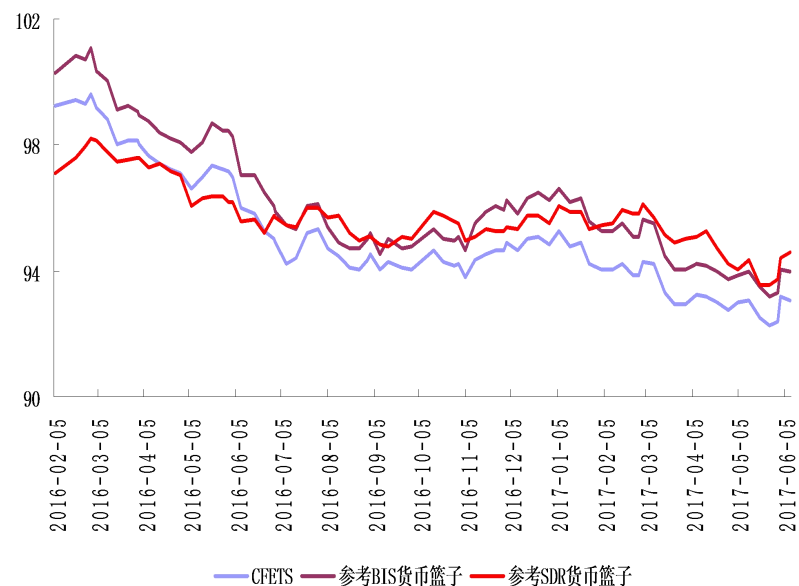
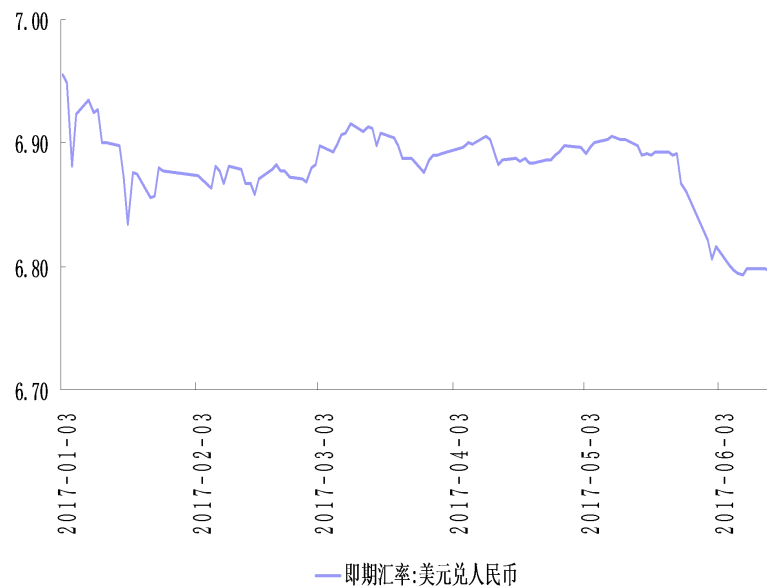
- 5月，我国新增社会融资规模1.06万亿，少于当月新增人民币贷款，显示表外融资处于收缩状态。
- 新增人民币贷款占社融的比例由上月的78%上升至111%；信托贷款和委托贷款在当月新增社融的占比从前期的20%有余降至14%；受债券融资成本上升影响，企业债券融资-2462亿元，创今年以来当月负融资之最。



二、金融领域：人民币汇率

人民币兑美元升值，对一篮子货币先升后贬

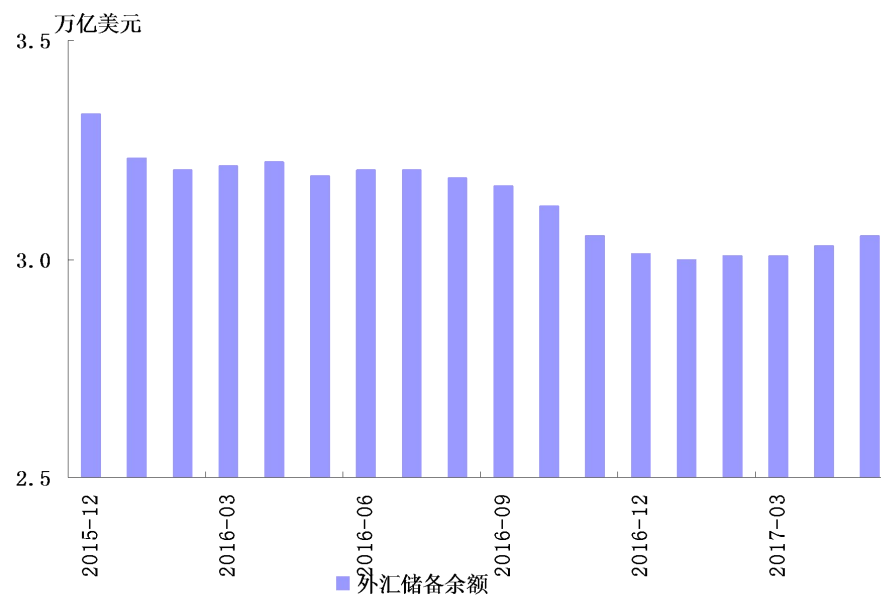
- 5月以来，受美元指数回落、人民币汇率中间价报价机制调整及离岸人民币汇率升值影响，人民币对美元汇率小幅升值。截至6月14日，人民币对美元较4月底升值约1%。
- 由于美元指数继续回落，欧元对美元升值3.2%，英镑和日元对美元基本保持不变，人民币对一篮子货币先升值后贬值。



二、金融领域：外汇储备

外汇储备规模持续回升

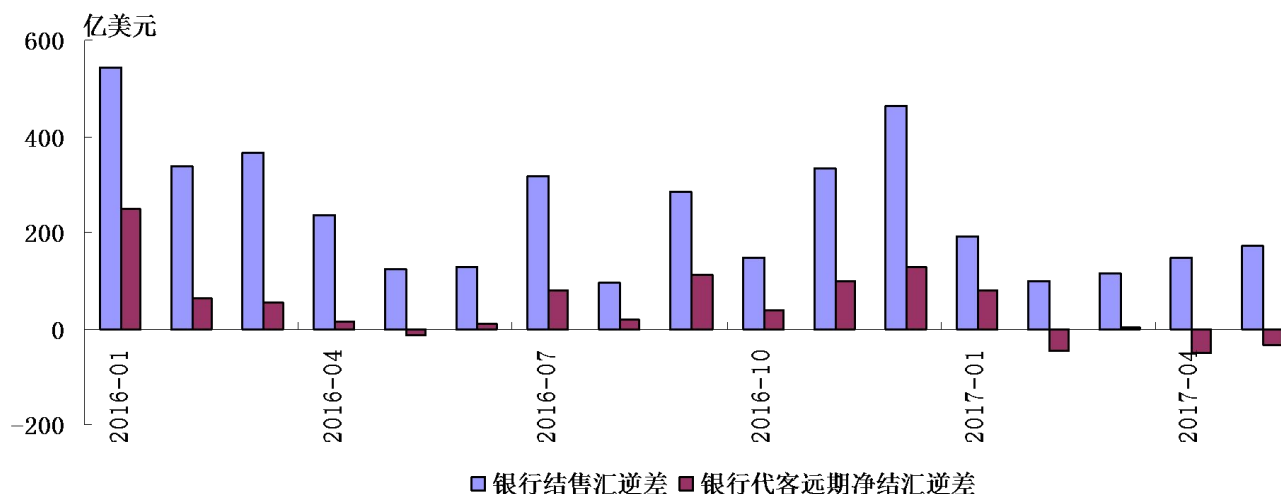
➤ 人民币汇率的相对稳定对外汇储备账面价值起到一定的支撑作用，截至5月末，我国外汇储备连续第四个月回升，至3.05万亿美元。



二、金融领域：跨境资金流动

跨境资金流动保持相对平衡

- 第一，5月，银行代客结售汇逆差124亿美元，环比下降3%，银行结售汇逆差保持稳定。
- 第二，5月，远期结售汇签约顺差34亿美元，与银行即期结售汇、期权等共同影响境内外汇供求，使得5月份外汇供求仍处于相对平衡状态。
- 第三，5月，非银行部门涉外收付款逆差218亿美元，环比增长42%，但同比下降7%；其中，人民币涉外收付款逆差环比增长72%，外币涉外收付款逆差环比下降12%。



三、热点问题：A股纳入MSCI指数

A股纳入MSCI指数，意义重大

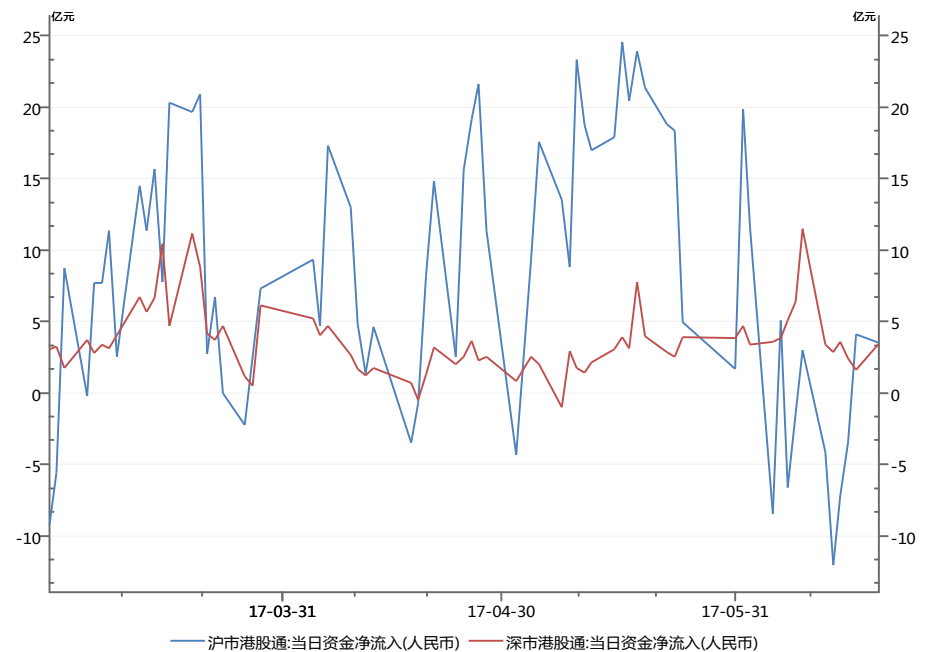
- 6月21日，MSCI明晟宣布将中国A股纳入MSCI新兴市场指数和MSCI ACWI全球指数。这意味着，从2018年起，海外资金将可以通过追随MSCI指数进入A股市场。
- 我们认为，A股纳入MSCI指数，短期内对市场情绪可能有一定的提振作用，但对资金净流入的推动作用有限；中长期来看，则将有利于A股市场国际化、规范化进程，具有十分重大而深远的意义。



三、热点问题：A股纳入MSCI指数

内地与香港互联互通机制的发展完善，为A股对外开放带来了积极变化

- 自2016年底深港通开通，深圳、上海、香港三地共同大市场正式形成，内地与香港资本市场互联互通迈出重要一步。
- “沪港通”与“深港通”同时取消了总额度限制，但继续保持每日额度限制，进一步提升了灵活性。
- 投资标的进一步拓展。在维持“沪股通”标的不变的情况下，“港股通”标的增加恒生小型股指数，新开的“深股通”纳入市值60亿元人民币及以上深证成指和中小创新指数成份股和深港A+H股。



数据来源:Wind资讯

三、热点问题：A股纳入MSCI指数

短期内对A股资金净流入的推动作用有限，中长期来看将有利于A股市场国际化、规范化进程

- 从短期来看，MSCI纳入A股对市场情绪可能有一定的提振作用，但对资金净流入的推动作用有限。初期纳入标的数量不多(222只)、初始纳入比例不高(5%)，预计A股在纳入MSCI后初始资金流入在170亿美元-180亿美元左右。与当前A股约52万亿人民币（约7万亿美元）总市值和近期每日约3000-4000亿人民币（约600亿美元）的平均成交额相比，其所占比重很小。
- 从中长期来看，本次A股纳入MSCI意义深远，可能成为A股市场国际化、规范化的一个重要里程碑。

首先，伴随纳入MSCI指数系列进程的是股市投资者结构的改善与国内散户平均换手率的下降。

其次，从资金流动来看，意味着中国资产在全球范围内的需求提升，资本项下的资金净流出压力减小，可以起到稳定本币汇率的作用。

第三，从监管规则和制度来看，这将倒逼中国资本市场朝着更加成熟、更加与国际准则接轨的方向发展。

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。