

研究报告

2017年第90期

2017.08.24

执笔人：刘新 王晓娆

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

xiaorao.wang@icbc.com.cn

经济难言新周期 货币增速创新低

——2017年8月国内经济金融市场走势述评

要点：

➤7月，多数经济指标出现回落，新周期难言开启。工业生产、固定资产投资以及进出口增速均出现不同程度的下滑，消费增速保持平稳，CPI延续低迷态势，PPI与上月持平。一、二线城市房价同比回落速度有所加快，对应的销售面积增速也回落明显。

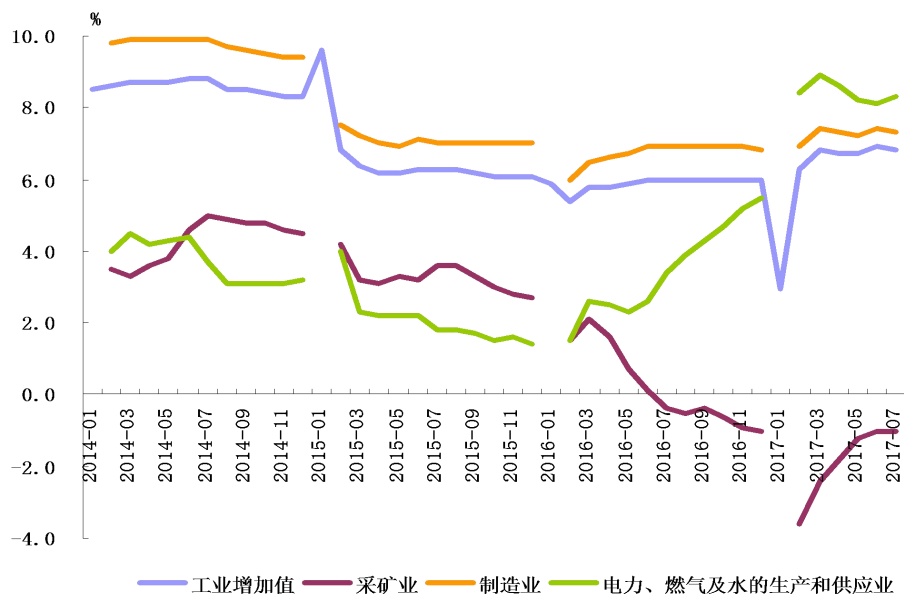
➤金融方面，M2增速再创新低，进入“新常态”；住房贷款稳中趋降，企业贷款冲高回落；信贷支撑社融高增，表外融资依旧偏弱；人民币对美元继续升值，跨境资金流动保持平衡。

➤在通胀压力较轻、金融去杠杆取得初步成效、人民币汇率企稳升值、美元加息影响减弱的背景下，下半年货币政策将更加关注实体经济平稳增长上面。预计下半年货币政策在保持稳健中性的基础上，流动性将紧中趋缓，市场利率将平滑下行。

一、经济领域：工业生产(1)

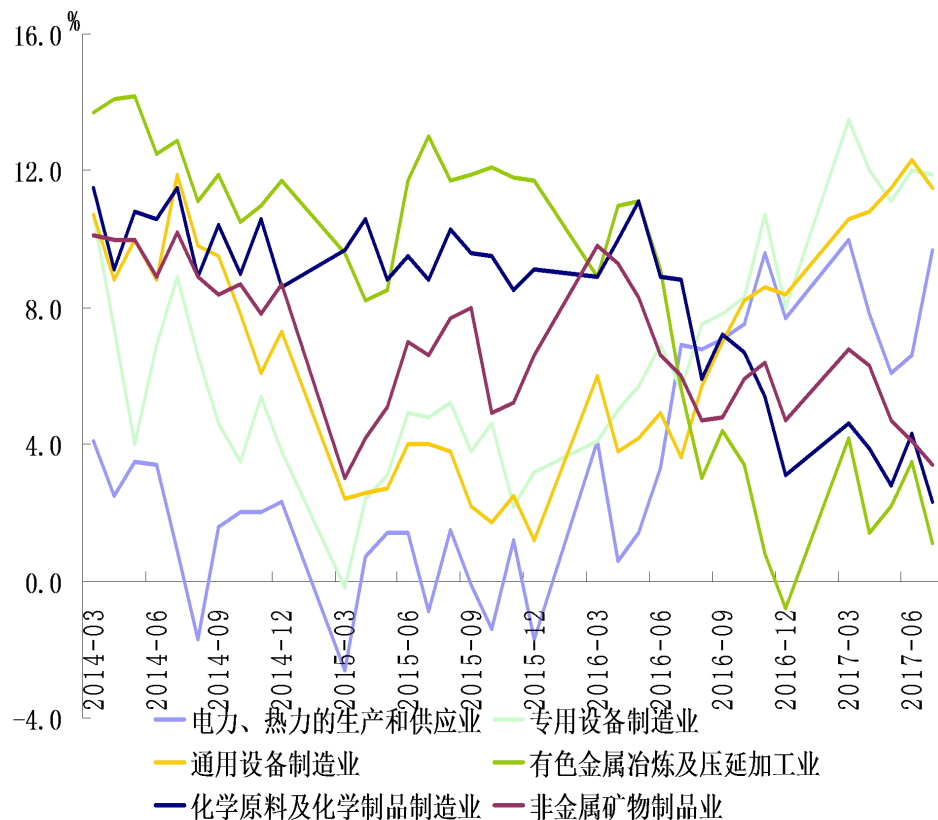
工业增速稳中趋缓，工业产品产量涨少跌多

- 1-7月，规模以上工业增加值的增速虽比上月大幅回落了1.2个百分点，呈现出放缓的态势，但同比增长了6.8%，比上年同期上涨了0.8个百分点。7月份增长6.4%，比上年同月上涨了0.4个百分点。从2016年3月至今，规模以上工业增加值月度同比增速除了个别月份突破7%外，其他基本保持在6%-6.8%之间，因此，本月规模以上工业增加值增速处在合理区间，从长期来看，我国工业总体仍保持着较为平稳的运行态势。



除电力、燃气及水的生产和供应业增速由上月7.3%提高到9.8%外，采矿业和制造业增加值增速都出现下滑，这两者成为拖累工业增加值增速较上月下滑的主要原因。

一、经济领域：工业生产(2)



主要工业行业增加值同比增速
(2014.1-2017.7)

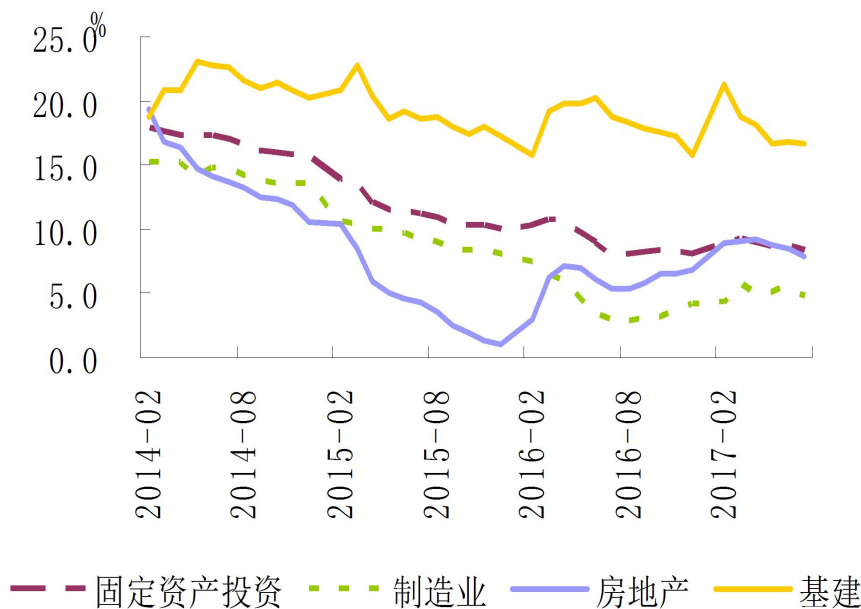
我国工业内部结构正在进行优化，朝着高端化方向发展。

➤ 工业细分的41个大类行业中有37个行业增加值7月份保持同比正增长，其中高技术产业增加值增速为12.1%，装备制造业增加值增速为10.7%，成为推动我国工业增加值平稳运行的主力军，而随着我国去产能措施不断落实以及环保治理力度的不断加大，有色金属冶炼、化学制品、非金属矿物制品等同比增速仅分别为1.1%、2.3%、3.4%，远低于工业增速平均水平。

一、经济领域：固定资产投资（1）

固定资产投资增速回落，
基建投资保持稳健

- 1-7月全国固定资产投资同比增长8.3%，增速比1-6月份回落0.3个百分点。固定资产投资增速小幅回落，主要是由于今年7月份高温天气持续，停产检修给施工建设进程带来一定困难。
- 制造业投资、房地产投资和基建投资增速全线放缓，1-7月，制造业投资累计同比增速为4.8%，较1-6月降低了0.7个百分点；基建投资增速同比增长20.1%，比上月同比增速回落1.4个百分点，但仍处在高位；受政府对房地产调控的影响，房地产累计同比增速为7.9%，较1-6月降低了0.6个百分点。

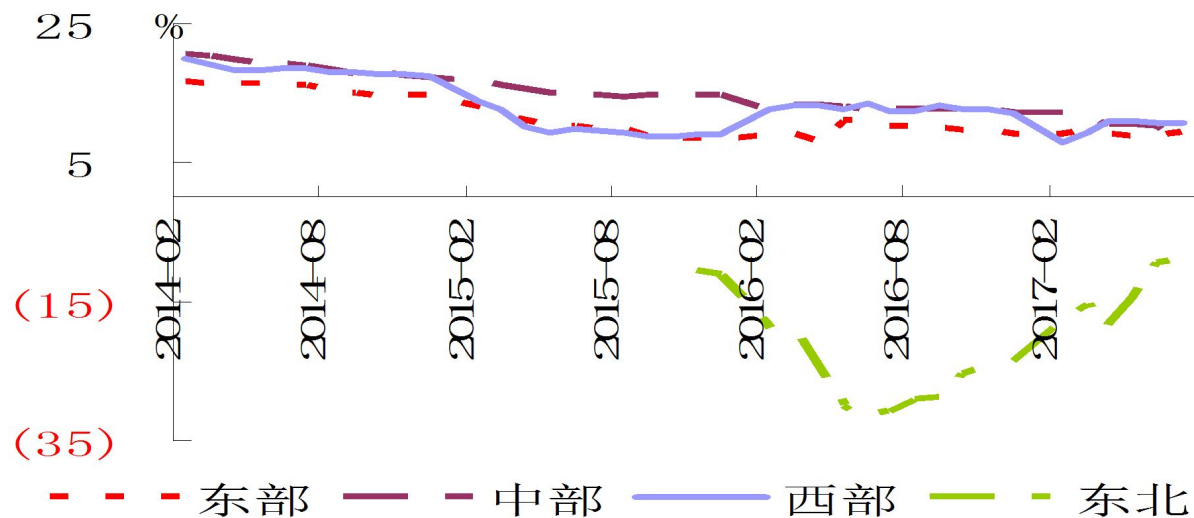


固定资产投资及其三大领域累计增速
(2014.1-2017.7)

一、经济领域：固定资产投资（2）

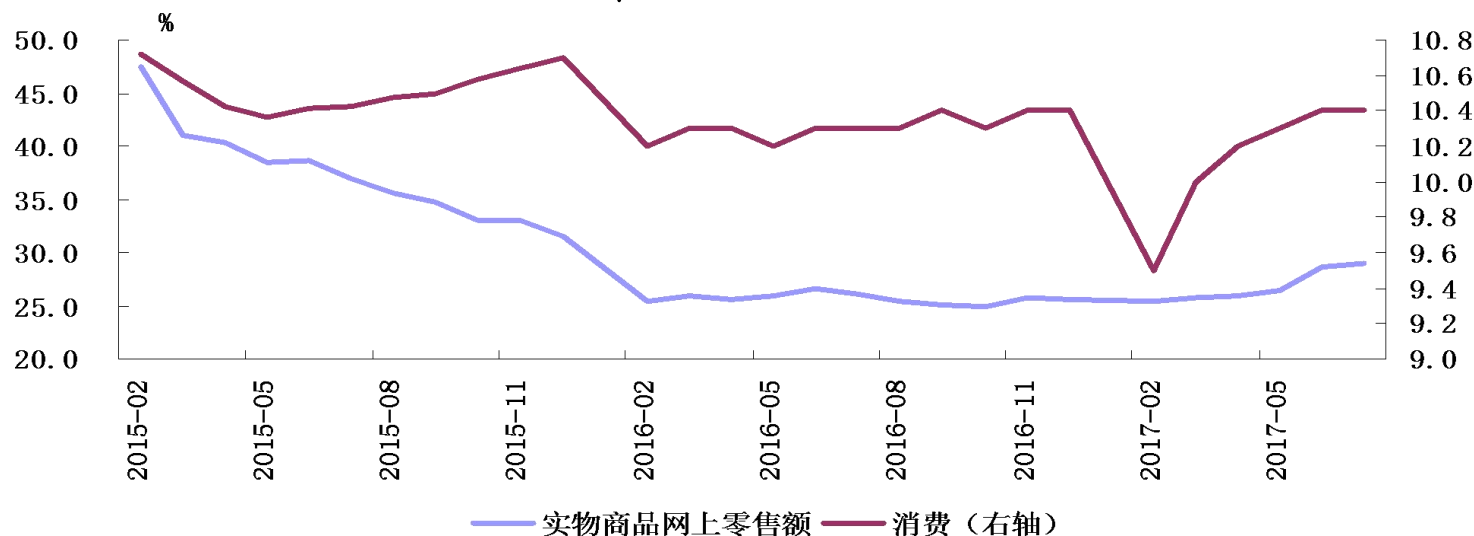
东部地区增速提升，中西部增速回落，东北部延续下滑趋势

- 1-7月东部地区投资同比增长9.2%，增速比1-6月份提高0.1个百分点；中部地区和西部地区分别增长为8.5%和10.6%，增速分别回落1.6个百分点和0.1个百分点。东北地区仍然延续此前投资增速下滑的趋势，同比下降9.3%，降幅收窄0.2个百分点。可见，中部地区增速回落较为明显，这可能是受今年江西、湖南等地洪涝灾害频发的拖累。



四大地区固定资产投资增速
(2014.1-2017.7)

一、经济领域：消费（1）



消费及网上零售消费增速（2015.1-2017.7）

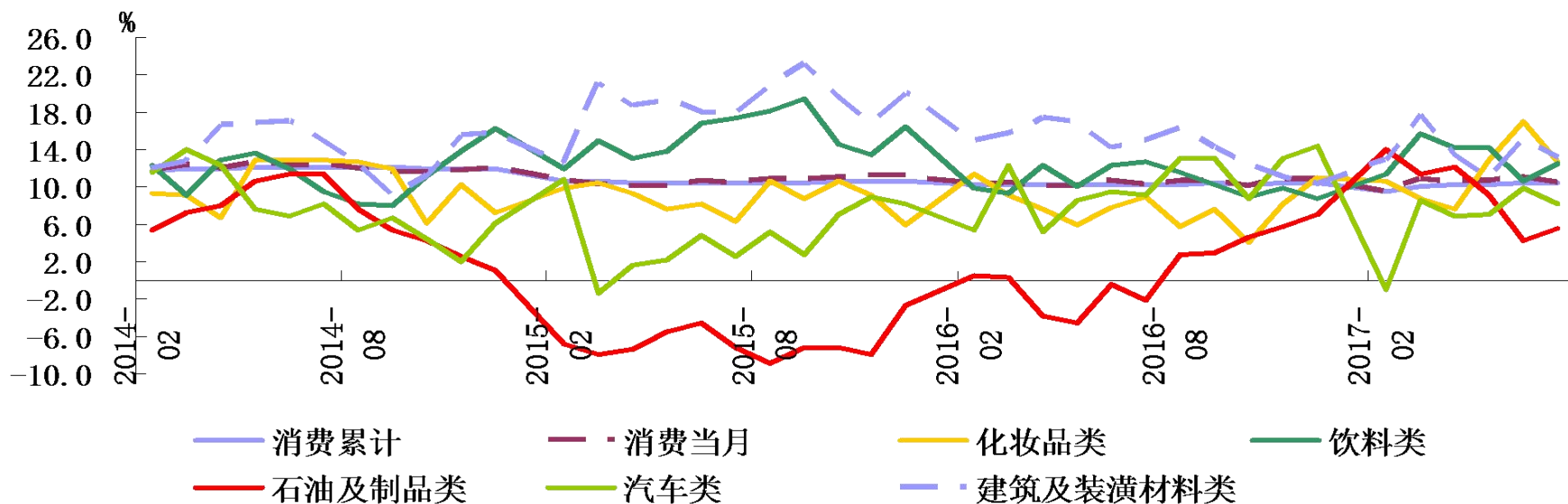
消费仍然向好，网上零售表现突出

- 7月，社会消费品零售总额名义同比增长10.4%，较上年同月加快0.2个百分点，扣除价格因素，实际增长9.6%，比上半年增速提高0.3个百分点；1-7月，社会消费品累计零售总额同比增长10.4%，增速与1-6月份持平。
- 1-7月全国网上零售额同比增长33.7%，增速比1-6月略有提高；其中，全国实物商品网上零售额同比增长28.9%，增速比上半年提高0.3个百分点，高于同期社会消费品零售总额增速18.5个百分点，占社会消费品零售总额的比重为13.8%，比上年同期提高2.2个百分点。

一、经济领域：消费（2）

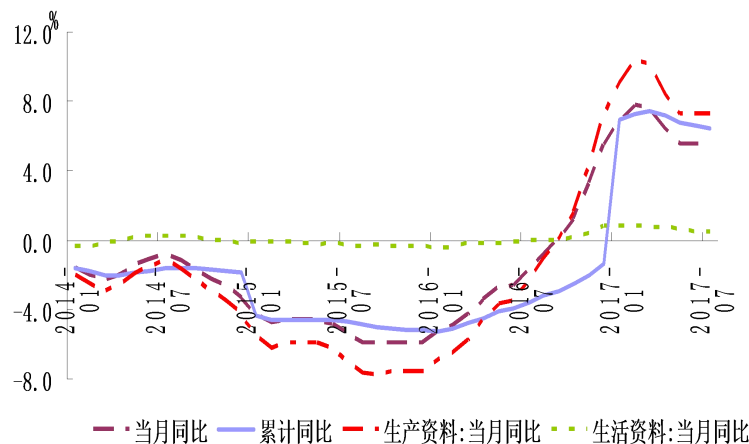
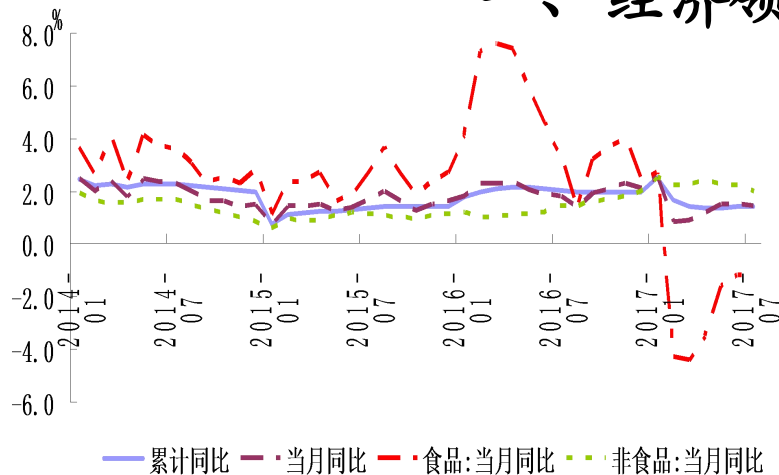
除饮料和石油及制品类消费回升外，其余行业均出现下滑

- 得益于高温天气拉动和原油价格的反弹回升，7月只有饮料类和石油及制品类消费同比增速有所改善，分别为12.5%和5.6%，较上月分别回升了1.9和1.4个百分点，其余行业增速均出现回落，其中化妆品、金银珠宝、日用品、文化办公用品、通讯器材类消费增速降幅较大，汽车类商品消费增长8.1%，大幅回落1.7个百分点。受地产销售持续回落影响，家电以及建筑装潢材料的消费增速也在逐渐放缓。



消费品零售总额及细分行业同比增速（2014.1-2017.7）

一、经济领域：CPI和PPI



CPI涨幅稍有回落，全年通胀压力依然温和

- 7月全国居民消费价格同比上涨1.4%，涨幅比上月回落0.1个百分点，走势基本保持平稳。其中食品同比降幅由6月份的-1.2%收窄到-1.1%。非食品价格同比涨幅由6月份的2.2%下降为2.0%。
- 从环比情况来看，食品价格下降0.1%，食品价格主要受到两方面的影响：其一，全国持续高温天气与部分省份洪涝灾害。其二，七月份时令水果大量上市和猪肉消费进入淡季。由于猪肉价格快速上涨缺乏供应和需求端的支撑，预计接下来预计中国全年CPI通胀压力依然温和。

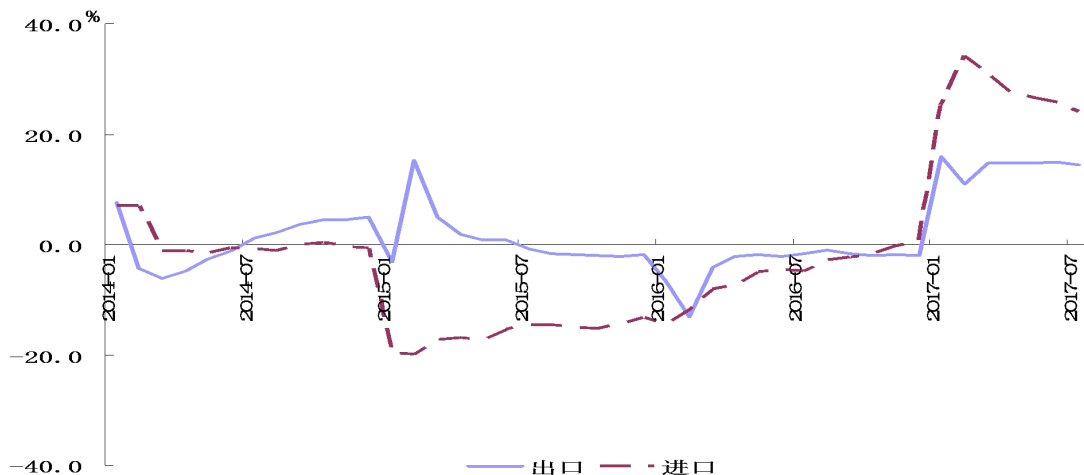
PPI与上月持平

- 7月PPI同比上涨5.5%，与前值相同。其中，生产资料价格同比上涨7.3%，生活资料价格同比上涨0.5%。PPI环比上涨0.2%，分行业来看，黑色和有色金属冶炼、化纤制造的产品价格环比上升最为显著，石油和天然气开采业以及石油加工、炼焦和核燃料加工业降幅最大，分别为-5.3%和-3.0%。

一、经济领域：进出口

进出口增速双双回落，内外需仍有改善空间

- 以美元计价，中国7月出口同比增长7.2%，前值11.3%；7月进口同比增长11%，前值17.2%，进、出口均较上月明显回落，7月贸易顺差继续小幅扩大至467.4亿美元。
- 出口的回落主要源自于对美国、欧盟以及新兴市场国家出口同比增速的大幅回落。7月美国、欧元区制造业PMI环比均有不同程度下降，但其仍处于高位，预计年内外需扩张力量仍然强劲，存在改善空间。
- 进口方面，铁矿砂及其精矿和原油等大宗商品进口下滑最为明显。主要进口商品增速出现分化，但整体来看内需仍处于温和改善阶段。

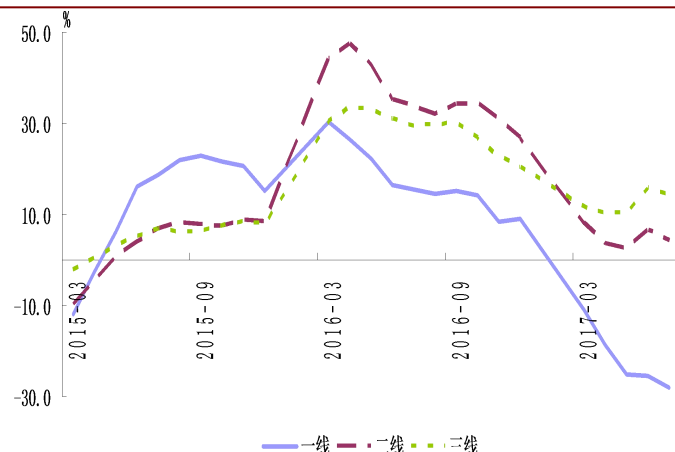
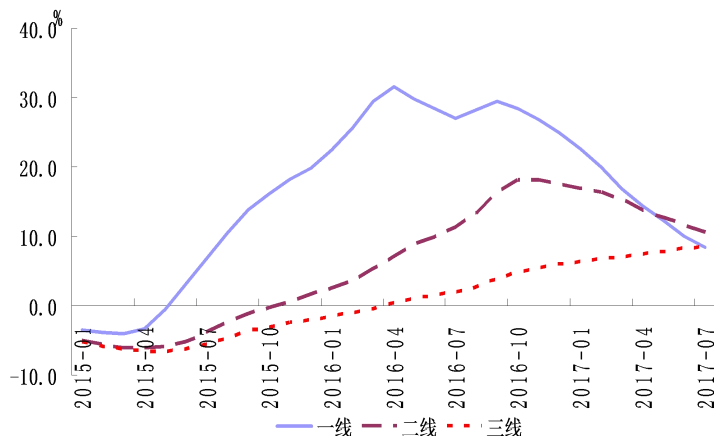


进出口累计同比变化
(2014.1-2017.7)

一、经济领域：房地产

一、二线城市房价同比回落速度有所加快，三线城市涨幅也有所回落

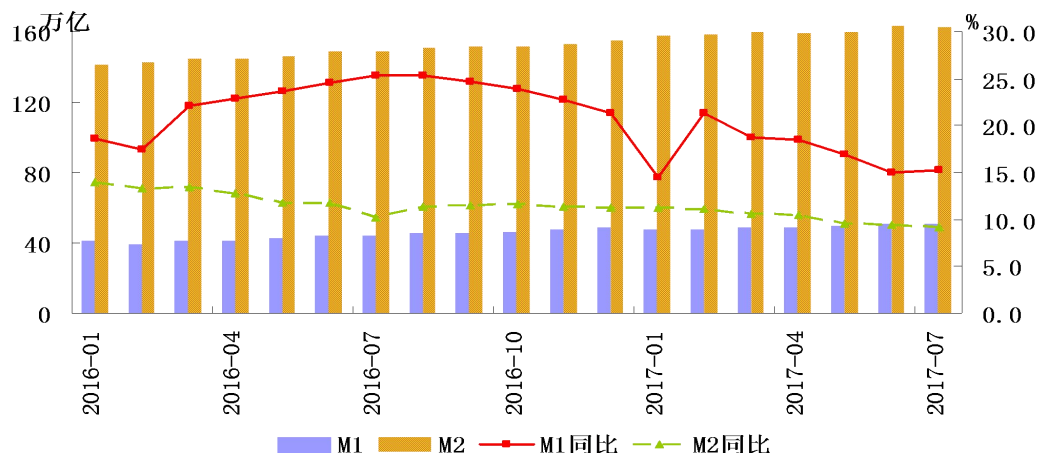
- 经过本轮房价的严厉调控，一、二线城市房价同比回落速度有所加快，三线城市涨幅也有所回落。我国15个一线和热点二线城市新建商品住宅价格同比指数回落最为明显的是南京、合肥和厦门三个城市，下滑幅度均超过4%。三线城市新建商品住宅价格上涨0.6%，二手住宅价格上涨0.4%，涨幅均比上月回落0.3个百分点。
- 1-7月份，商品房销售面积同比增长14.0%，增速比1-6月份回落2.1个百分点。一线和二线城市增速明显回落，强三线和四五线城市去库存步伐也逐步放缓。展望未来，预计调控政策影响仍将持续，住房销售增速仍将维持下行趋势。



二、金融领域：货币供应量

M2增速进入“新常态”

- 7月末，M2余额162.9万亿元，同比增长9.2%。至此，M2增速已连续三个月低于10%。
- 低于10%的M2增速或成为常态。一是目前住房商品化率已经很高，货币需求增长相应降低；二是随着金融监管加强，资金链条缩短、多层嵌套减少，M2增速受到影响。三是7月财政存款增量大幅上升，居民和企业存款出现相对明显的下滑，存款派生效应减弱导致M2增速回落。
- 预计M2年内维持10%左右的增速。央行认为M2进入偏低增长是“新常态”，表明目前的M2增速水平在央行的容忍范围之内；出于稳增长考虑，一些结构性的放松有望使M2增速保持稳定。

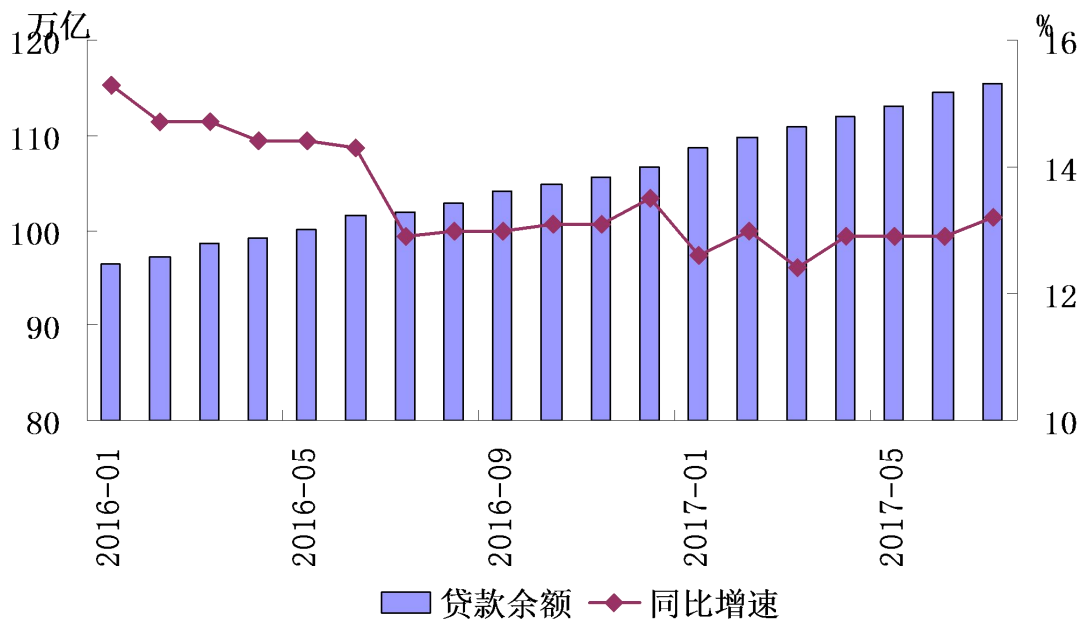


M1、M2余额及同比增速
(2016.1-2017.7)

二、金融领域：人民币贷款

信贷增长总体平稳

➤7月末，人民币贷款余额115.4万亿元，同比增长13.2%，增速比上年同期高0.3个百分点。7月人民币贷款增加8255亿元，比上月大幅减少7145亿元。从结构上来看，短期类贷款（含居民户和公司部门）回落较为明显，住房贷款和企业中长期贷款大体稳定。



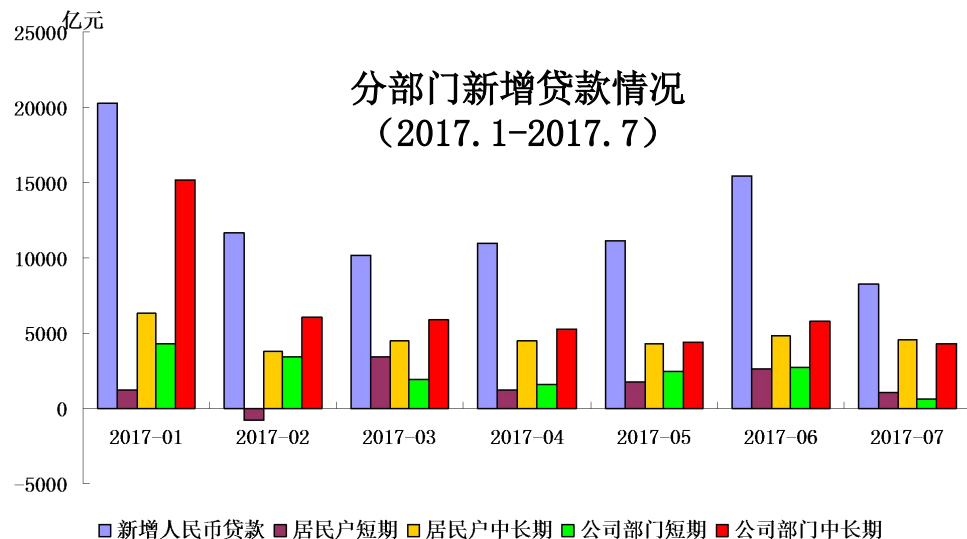
贷款余额及同比增速
(2016.1-2017.7)

二、金融领域：人民币贷款

住房贷款小幅回落，但占比大幅提升

➤7月新增住房贷款4544亿元，较上月小幅减少289亿元，占全部新增贷款的比重由上月的31%大幅上升至55%。一是受新增贷款总量下降影响；二是企业信贷融资有所减少。

➤预计住房贷款增长将继续保持放缓态势。一是商品房销售增速放缓；二是房贷利率继续上升；三是居民净储蓄持续缩水，抑制居民加杠杆空间。



企业贷款冲高回落

➤7月企业部门新增贷款4958亿元，比上月大幅减少3557亿元，符合季节性变化特点。此外，7月企业债券融资大幅反弹至2840亿元，一定程度上也对银行信贷形成替代效应。

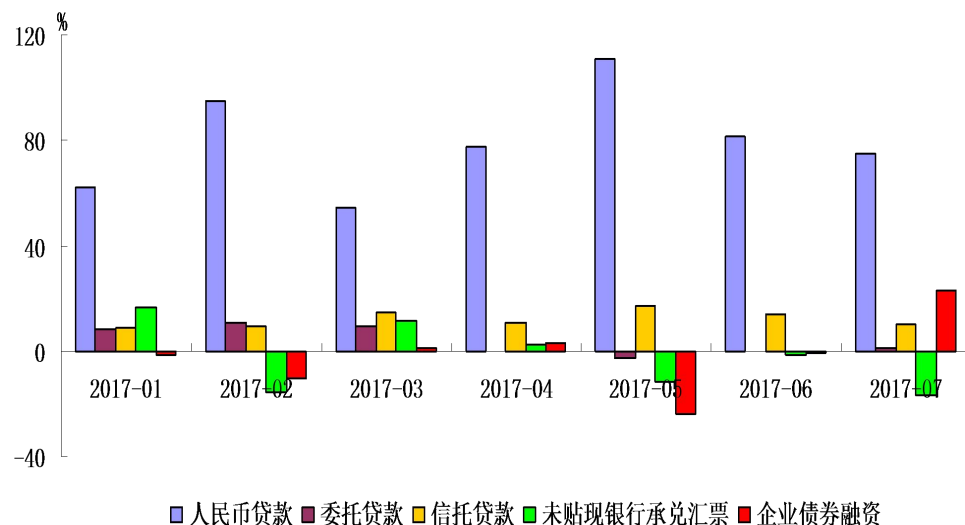
➤预计年内企业贷款增速可能放缓。一方面，上半年银行信贷投放节奏较快，下半年贷款额度相对不足；另一方面，财预50号文和87号文对地方政府和城投平台的融资行为进一步规范，企业中长期贷款增速可能受到影响。

二、金融领域：社会融资规模

信贷支撑社融高增，表外融资仍旧偏弱

➤7月，我国新增社会融资规模1.22万亿，同比多增7409亿元。在经历了6月的高增长后，7月社融增速依然不低，并未呈现出明显的季节性变化。

➤实体经济融资需求从表外影子银行转回表内信贷融资的趋势没有变化。对实体经济新增人民币贷款9152亿元，占社融的比例为75%；信托、委托、票据三者合计占比从上月的12.6%降至-5.28%，影子银行体系继续收缩；企业债券融资从上月的减少169亿元转为增长2840亿元，为今年以来的最高值。



新增社会融资规模分项
(2017.1-2017.7)

二、金融领域：人民币汇率和外汇储备

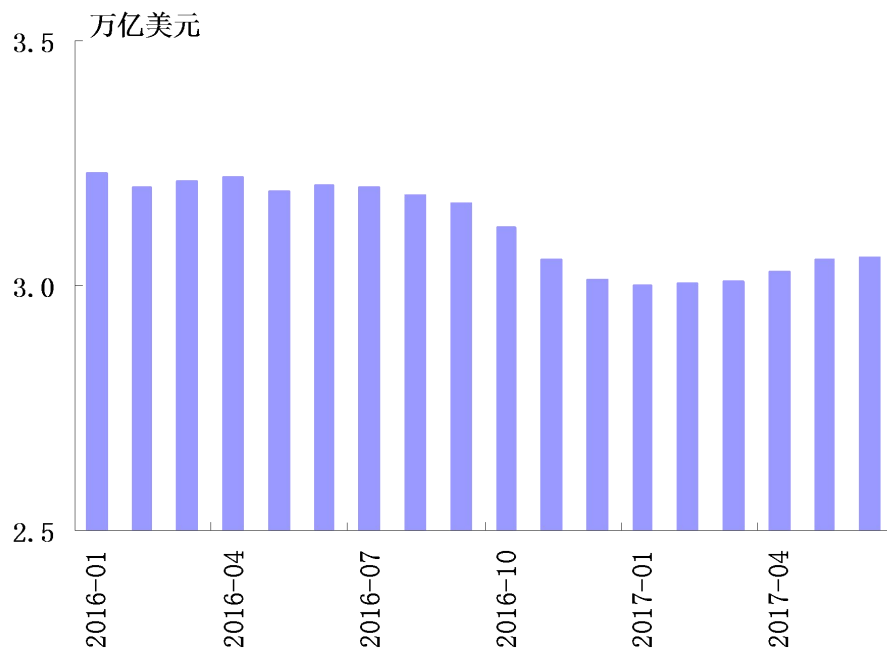
人民币对美元继续升值，外汇储备规模持续回升

➤ 受国内经济回暖、美元指数回落（7月美元指数回落2.95%）、逆周期调节因子作用发挥等因素影响，7月人民币对美元继续升值。7月末，人民币对美元即期汇率为6.7174，较6月底升值约0.75%。

➤ 截至7月末，我国外汇储备连续第六个月回升至3.08万亿美元。



人民币对美元汇率
(2017.1-2017.7)

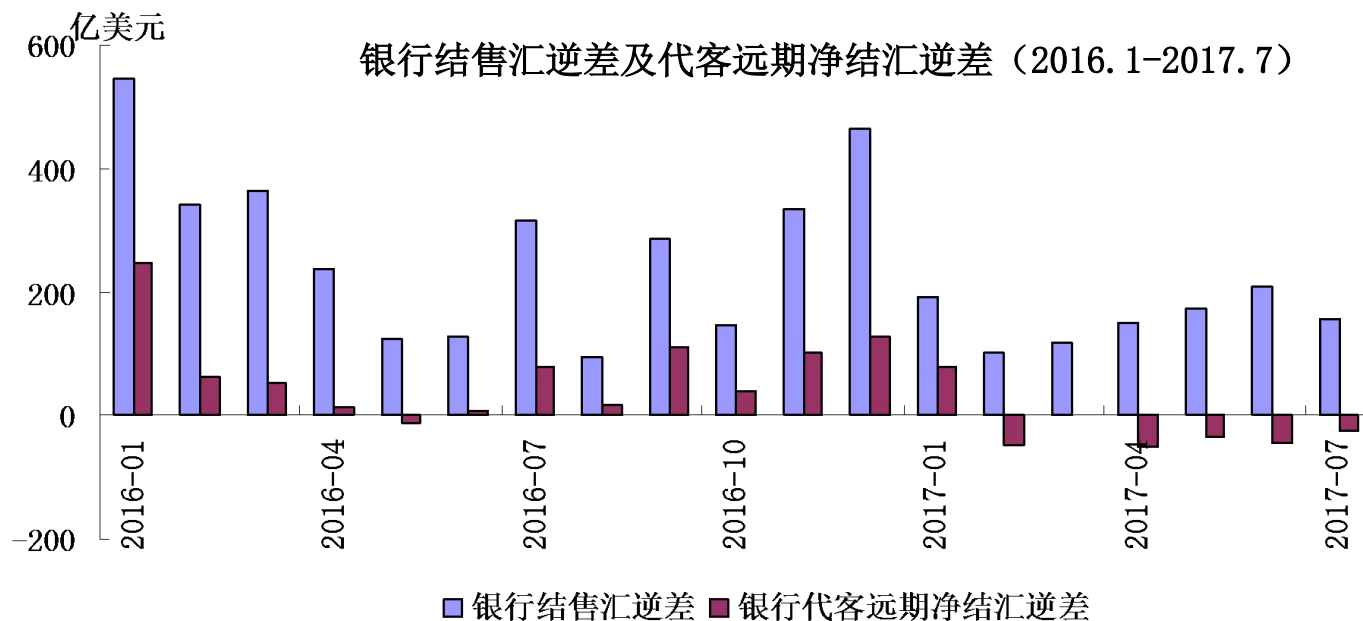


外汇储备余额
(2016.1-2017.7)

二、金融领域：跨境资金流动

跨境资金流动保持平衡

- 第一，境内外汇供求呈现基本平衡。7月银行代客结售汇逆差63亿美元，环比下降53%，银行结售汇逆差保持稳定。
- 第二，7月远期结售汇签约顺差26亿美元，连续四个月保持顺差，其与银行即期结售汇、期权等共同驱动境内外汇供求处于相对平衡状态。
- 第三，市场主体结汇意愿趋稳，购汇意愿下降。7月，银行客户结汇与涉外外汇收入之比为62%，较6月下降1个百分点；银行客户购汇与涉外外汇支出之比为63%，较6月回落4个百分点。



三、热点问题：2017年下半年货币政策展望

市场流动性将紧中趋缓，市场利率将平滑下行

- “流动性紧中趋缓”的主要含义是，下半年市场流动性可能仍处于紧平衡状态，不会大幅宽松，但也不会再趋紧，而是会有所缓和。
- “市场利率平滑下行”主要有两层含义：一是整体趋势来看，下半年利率大概率不会继续上行，而是保持平稳甚至小幅下行；二是市场利率短期波动的幅度会比上半年减小。

央行货币政策的实施逻辑

- 我国货币政策的目标具有多重性，包括经济增长、充分就业、防范风险、物价稳定、汇率稳定和国际收支平衡在内，不同目标之间是存在冲突关系的，比如为了稳增长而实施略宽松的货币政策，可能对本币形成贬值压力，也容易滋生资产泡沫风险。
- 我们需要在分析国内外经济环境变化的基础上，对货币政策上述目标的重要性进行排序，抓住未来一段时间的主要矛盾，从而判断货币政策的具体走向。

三、热点问题：2017年下半年货币政策展望

货币政策将更加关注实体经济增长

- **第一，我国经济运行仍然存在下行压力。**一是投资增速可能放缓。调控政策对地产投资的传导效应正在显现；地方政府融资行为进一步规范，基建投资增速可能放缓。二是消费增速依然存在下行压力。2016年的小汽车购置税优惠政策透支了今年部分购车需求；房地产市场的降温将导致与住房相关的消费增速放缓。三是货币市场利率抬升，将会在一定程度上传导至信贷市场，进而抬升实体经济融资成本。
- **第二，物价水平趋降，通胀压力较轻。**2016年9月，PPI同比增速开始转负为正，考虑到基数效应，预计年内PPI将延续下降态势。
- **第三，金融去杠杆、防风险初见成效。**一是M2增速连续3个月下滑至10%以下，创历史新低。二是商业银行的“股权及其他投资”科目下滑明显，今年上半年该科目净增加仅772亿元，而2016年同期该科目的净增量为5.74万亿。三是同业理财缩水。6月底银行理财规模28.4万亿元，较年初（29.05万亿元）下降了0.65万亿元，其中同业理财较年初减少2万亿元。

三、热点问题：2017年下半年货币政策展望

货币政策将更加关注实体经济增长

- 第四，人民币对美元汇率升值，外汇储备企稳回升。
- 第五，美元加息的外部效应逐渐减弱。6月中旬美联储再次加息时，人民银行维持公开市场操作利率不变，市场反应也很平稳。可见，市场对于美元的加息节奏有了比较充分的预期，年内即使美元再次加息，也不意味着央行必然会跟随上调公开市场操作利率。

我们的判断

- 在通胀压力较轻、金融去杠杆取得初步成效、人民币汇率企稳升值、美元加息影响减弱的背景下，预计下半年货币政策将更加关注实体经济平稳增长上面。因此，我们判断，下半年货币政策在保持稳健中性的基础上，流动性将紧中趋缓，预计市场利率将平滑下行。

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。