

研究报告

2018年第13期

2018. 02. 26

执笔人：朱妮、王晓娆、杨荇

邮箱：zhuni_csjr@icbc.com.cn

制造业供需景气双降 “去杠杆”下表外融资缩水 ——2018年2月国内经济金融市场走势述评

要点：

- 2018年1月，我国制造业PMI小幅回落，同期CPI也回落至近半年低点。1月楼市成交量延续了下降态势，同时土地市场供需两旺，但土地溢价率维持低位，反映了地方政府通过加大土地供应来平抑房地产泡沫的调控思路。受人民币升值影响，1月进口增速大幅提升。
- 金融方面，M2增速回升，利率中枢上移，市场维持紧平衡；信贷高增长，社融环比缩水，表外融资规模缩减；人民币短期升值明显，长期将保持稳定，外汇储备平稳上升。
- 1月，银监会发布4号文，进一步规范和整顿银行业乱象。对商业银行而言，在贯彻落实4号文监管要求、做好自查工作的同时，还应针对乱象产生的原因，在经营理念、发展战略和公司治理等多方面建立长效机制。

一、经济领域：制造业PMI

需求和供给均现下降

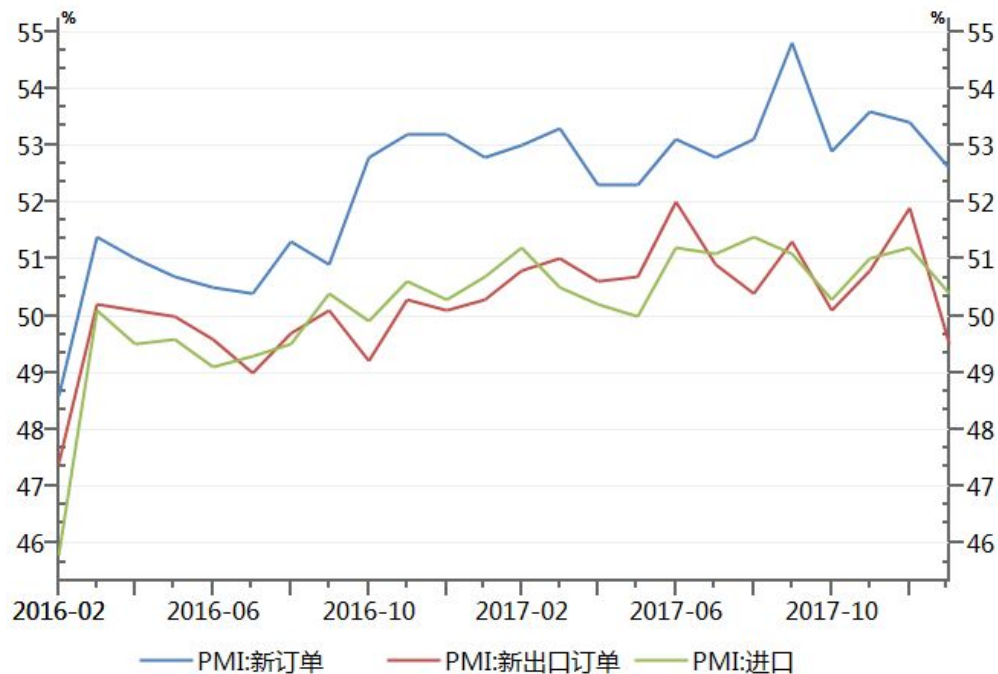
- 2018年1月，全国制造业PMI为51.3%，比上月低0.3个百分点，连续第二个月回落，是2017年6月以来的最低水平，制造业持续回暖的基础还不稳固。从分项数据看，制造业面临终端需求回落和生产回落的双重夹击。



一、经济领域：制造业PMI

终端需求减弱

➤ 从反映需求的PMI分项指标看，1月PMI新订单指数从去年12月份的53.4%回落至52.6%，PMI进口指数从去年12月份的51.2%回落至50.4%，其背后是国内地产、汽车等主要制造业产品消耗行业的终端需求的回落。1月PMI新出口订单指数由去年12月份的51.9%大跌至49.5%，是当月PMI下滑的主要因素，这主要是缘于圣诞、新年相关海外需求提前释放。

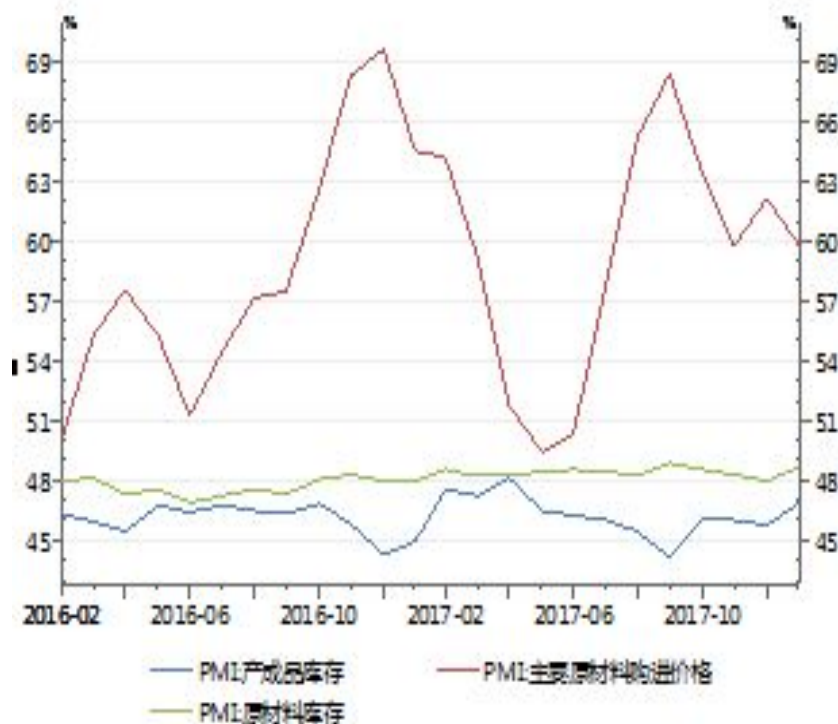


需求端的PMI分项指数
(2016.01-2018.01)

一、经济领域：制造业PMI

企业被动补库存，价格下跌

- 总体来看，目前制造业需求端的回调速度快于生产端，幅度也相对更大，导致企业原材料和产成品短期被动补库存。1月原材料库存由12月份的48.0%回升至48.8%，产成品库存由12月份的45.8%回升至47.0%。在库存回补的影响下，1月原材料购进价格由去年12月份的62.2%大幅回落至59.7%。

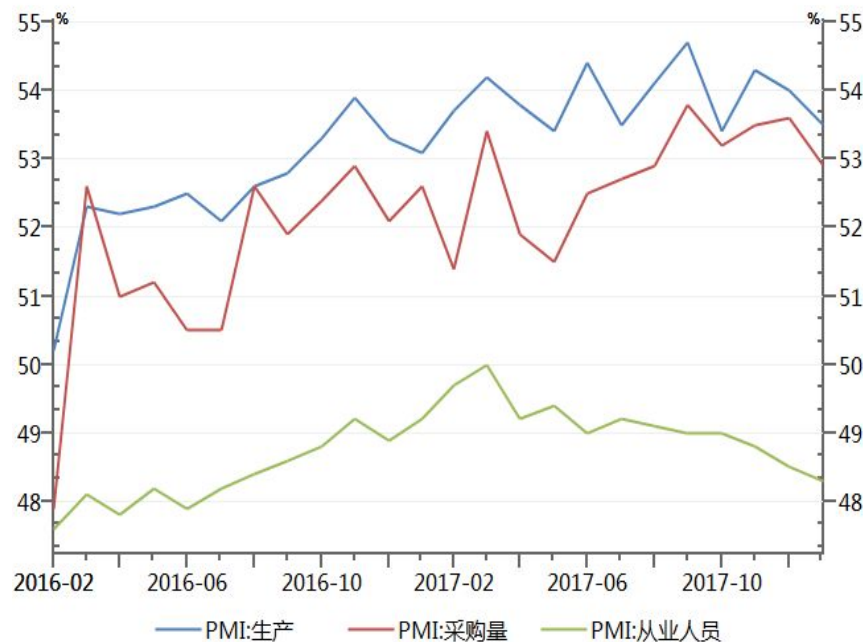


制造业企业被动补库存
(2016.01-2018.01)

一、经济领域：制造业PMI

生产回落，就业下滑

- 从反映生产或供给的PMI分项指标看，1月，PMI生产指数由去年12月的54.0%回落至53.5%，
- PMI采购量由53.6%降至52.9%，反映制造业企业生产意愿没有明显改善。
- PMI从业人员指数由12月份的48.5%继续降至48.3%，创2016年8月以来新低，制造业企业用工量持续萎缩。



生产端的PMI分项指数
(2016.01-2018.01)

一、经济领域：制造业PMI



PMI按企业规模 (2016.01-2018.01)

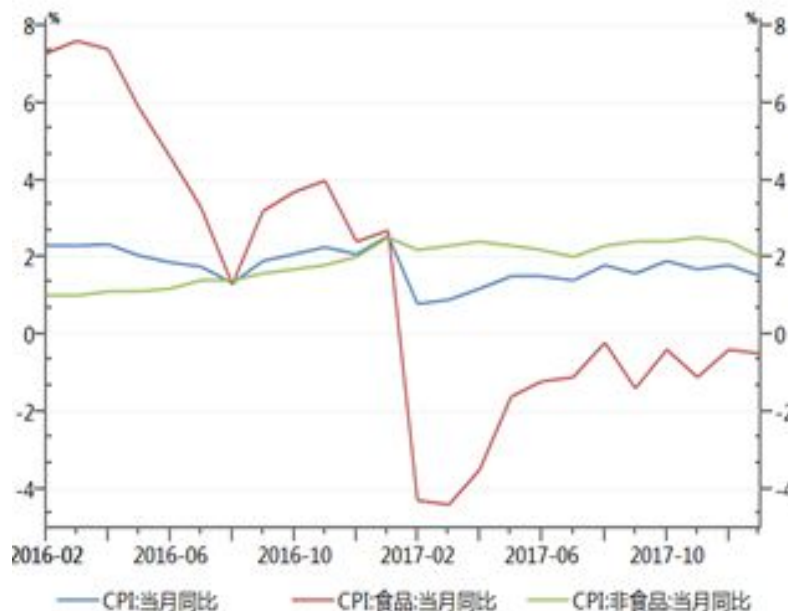
从企业规模看，大、中、小型企业PMI均回落，但大企业仍处扩张区间，小企业低于临界点

- 1月，大、中、小型企业PMI均有下滑，但随着去产能的持续推进，大型企业景气指数明显好于小企业。1月，大型企业PMI为52.6%，2016年3月以来持续处于扩张区域；中型企业PMI为50.1%，连续第三个月高于荣枯线；小型企业为48.5%，连续第七个月低于50%。

一、经济领域：物价走势

春节因素拉低同比

- 2018年1月份，CPI同比增长1.5%，较2017年12月份下滑0.3个百分点，为近半年以来低点，其主要原因在于春节时间错位。2017年1月份为春节所在月，受传统节日的风俗习惯影响，一般春节所在月份的居民消费价格呈现普遍上涨。因此，2017年1月份CPI同比增速对本月CPI同比增速形成了高基数。今年1月，食品CPI同比下降0.5%，比上月微降0.1个百分点，其中猪肉和鲜菜为最大拖累因素。



CPI同比增速
(2016.01-2018.01)

一、经济领域：物价走势

雨雪天气推高环比

- 从环比看，1月CPI环比上涨0.6%，食品和非食品均有回升。当月食品CPI环比上涨2.2%，比上月高1.1个百分点，主要原因是全国尤其是南方地区遭遇强降雪天气，对鲜菜、鲜果的生产和运输产生了较大的影响，导致鲜菜价格环比上涨9.5%，鲜果价格环比上涨5.7%。由于1月生猪集中出栏，供应相对充足，猪肉价格环比保持总体稳定，小幅上涨0.7%。1月非食品价格上涨0.2%，比上月高0.1个百分点，主要拉动因素是交通和通信价格以及旅游价格的环比上涨。受春节临近的带动，旅游价格在1月环比上涨2.3%，比上月大幅提高1.8个百分点。

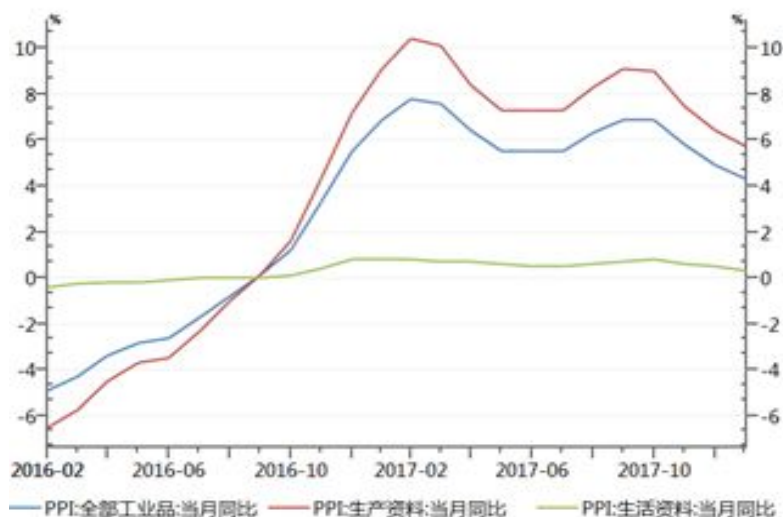


CPI环比增速
(2016.01-2018.01)

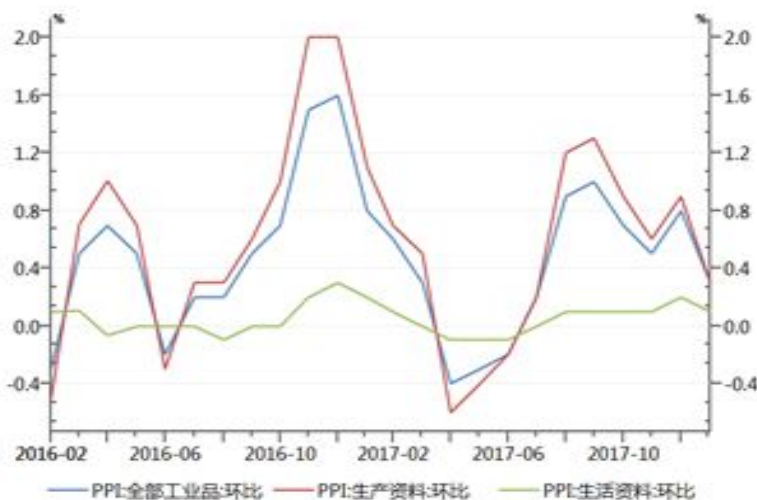
一、经济领域：PPI

同比环比增速均有下滑

- 2018年1月份，PPI同比增长4.3%，较2017年12月份下滑0.6个百分点，连续第三个月回落。PPI同比增速回落的主要影响因素有两点：其一，2017年1月份的高基数效应。受原材料价格大幅上涨影响，2017年1月份PPI同比增速相对较高（6.9%），对今年同期形成了高基数。其二，需求相对收缩。房地产、基建等投资增速下滑，对工业品价格增速也形成了拉低。
- 1月，PPI环比上涨0.3%，比上月回落0.5个百分点。从分项数据看，生产资料价格环比上涨0.3%，比上月大幅回落0.6个百分点，是PPI环比增速下降的主要原因。生产资料价格环比下降较多，与前面分析的制造业企业被动补库存所导致的生产资料PMI下降相吻合。此外，临近春节叠加降雪天气，地产和基建施工需求大幅回落，对工业品价格增速也形成了拉低。



PPI同比增速（2016.01-2018.01）



PPI环比增速（2016.01-2018.01）

一、经济领域：房地产

房地产调控政策作用持续,房地产销售持续降温

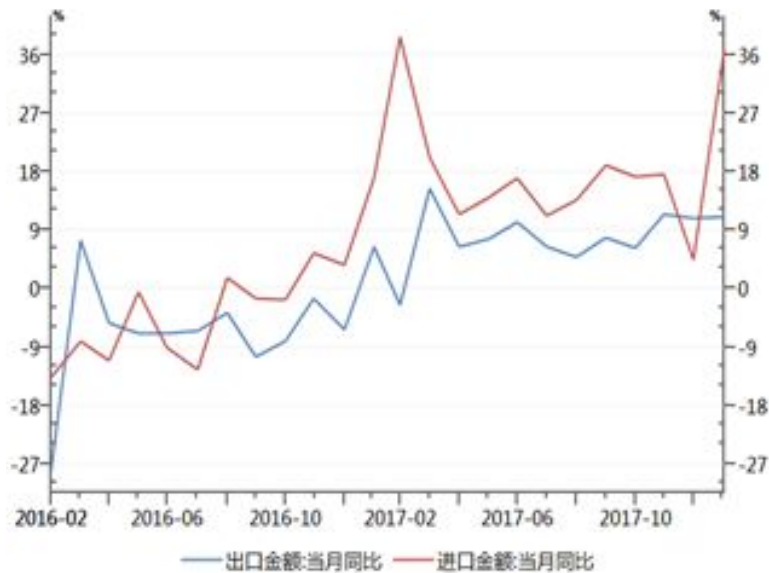
- 2018年1月，楼市继续呈现出稳中略降的态势，一二线城市成交量环比下降。根据中国指数研究院的数据，2018年1月，受监测的28个主要城市新房成交面积环比下降18.09%，其中，超过八成城市成交量环比下降。一线城市楼市成交面积环比下降27.92%，北京、广州降幅较大，均超30%。二线代表城市成交面积环比下降18.97%，长沙、南宁、成都、济南等地成交量降幅明显；三线代表城市成交面积较上月下降6.25%，其中，东莞、惠州、韶关等地成交降幅较大。
- 1月土地市场呈现供需两旺的态势。50个热点城市土地出让金额同比上涨73%，卖地超过100亿的城市接近10个，其中杭州卖地达到435.9亿元，其次是北京，达到403亿。然而，从土地溢价率来看，1月土地成交热潮和以往不同。大部分城市土地溢价率保持低位，热点城市土地溢价率基本在10%左右，明显低于2015年-2017年平均30%的水平，成交地块也以“低总价、低溢价”为主要特征。反映了地方政府通过加大土地供应来抑制楼市泡沫的调控思路。

一、经济领域：外贸

出口平稳增长，进口量价齐升

➤ 2018年1月，按美元计价的我国出口额同比增长11.1%，比去年12月高0.26个百分点，出口增速较为平稳。出口增长的主要支撑因素包括：一是世界主要国家经济平稳运行带来稳定外需。二是春节错位带来的低基数效应。

➤ 按美元计算，1月我国进口额同比增长36.9%，较12月大幅回升32.4个百分点，为2012年以来单月第二高增幅（2017年2月为38.68%）。主要原因：一是去年春节在1月份，部分企业将进口需求推迟到2月，造成低基数效应。二是近期人民币持续升值提高了对国外产品的购买力，大宗商品进口量增加。三是大宗商品价格同比上涨幅度继续扩大，推动进口额同比继续上涨。

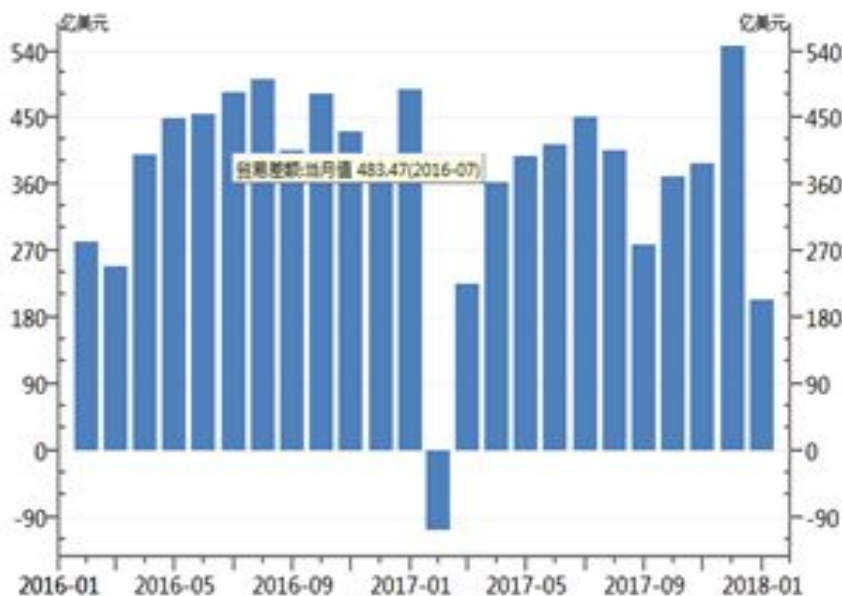


按美元计价的进、出口同比增速
(2016.01-2018.01)

一、经济领域：外贸

贸易顺差大幅收窄

➤在出口平稳增长、进口大幅提升的影响下，1月份我国贸易顺差大幅收窄至203.49亿美元，远低于市场预期（Wind预测均值为542亿美元），不及去年12月的一半，为近一年来的最低水平。受未来出口平稳增长、进口明显下滑的影响，贸易顺差可能出现回升。



贸易顺差（2016.01-2018.01）

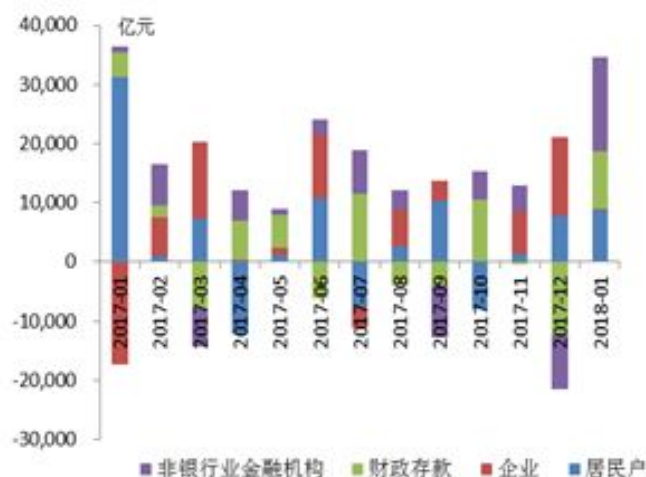
二、金融领域：M2、利率、市场流动性

M1和M2增速回升

➤1月末，广义货币(M2)余额和狭义货币(M1)余额分别为172.08万亿元和54.32万亿元，同比分别增长8.6%和15%，增速比上月末分别高0.5个百分点和3.2个百分点。从构成上看，本月M2规模上升主要依赖于财政性存款和非银存款的带动，其中，财政性存款增加9809亿元，非银行业金融机构存款增加1.59万亿元，而居民存款和企业存款增加幅度不大。



M1、M2同比增速回升 (2016.01-2018.01)

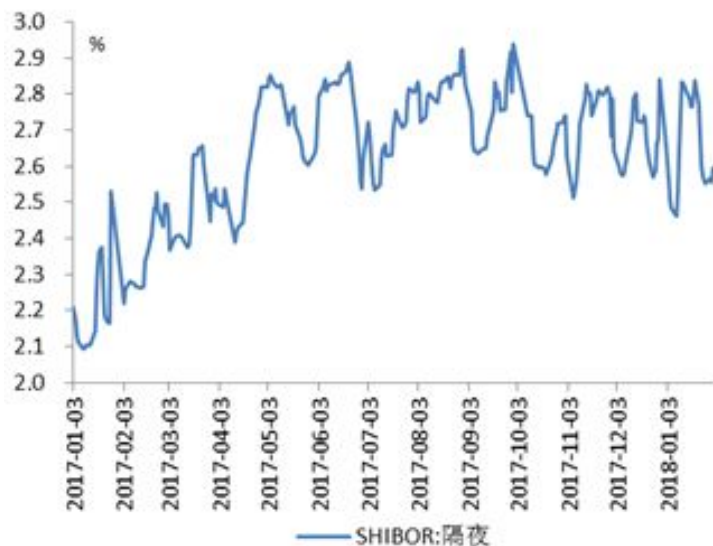


财政性存款和非银存款高增 (2017.01-2018.01)

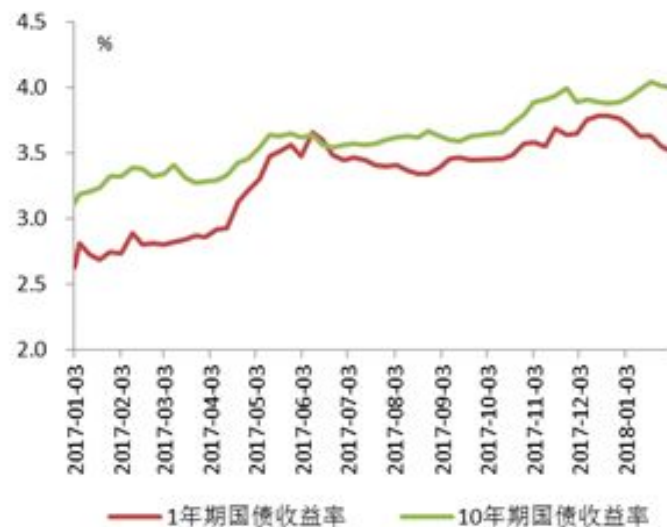
二、金融领域：M2、利率、市场流动性

银行间流动性趋紧，货币市场利率有所抬升

►1月末，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜品种为2.59%，比上年同期高2.56个百分点；1月份同业拆借加权平均利率和质押式回购加权平均利率分别为2.78%和2.88%，比上年同期分别高0.42和0.4个百分点。银行同业、理财、表外监管的继续从严与银行间流动性趋紧共同推动债券市场步入震荡调整，债券收益率整体走高。1年及10年期国债收益率分别由2017年1月末的2.74%和3.32%升至今年1月末的3.52%和4.0%。预计年内，我国利率中枢在高位运行概率偏大。



SHIBOR隔夜利率有所抬升（2017.01-2018.01）



国债收益率整体走高（2017.01-2018.01）

二、金融领域：信贷、社融

信贷规模创历史新高

➤1月末，人民币贷款余额123.03万亿元，同比增长13.2%，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和0.6个百分点。当月人民币贷款增加2.9万亿元，同比多增8670亿元，创历史新高。信贷超预期增长主要原因在于：一方面金融监管加强，导致大量表外融资转向表内信贷，另一方面年初贷款额度放开，积压的信贷需求得到释放。

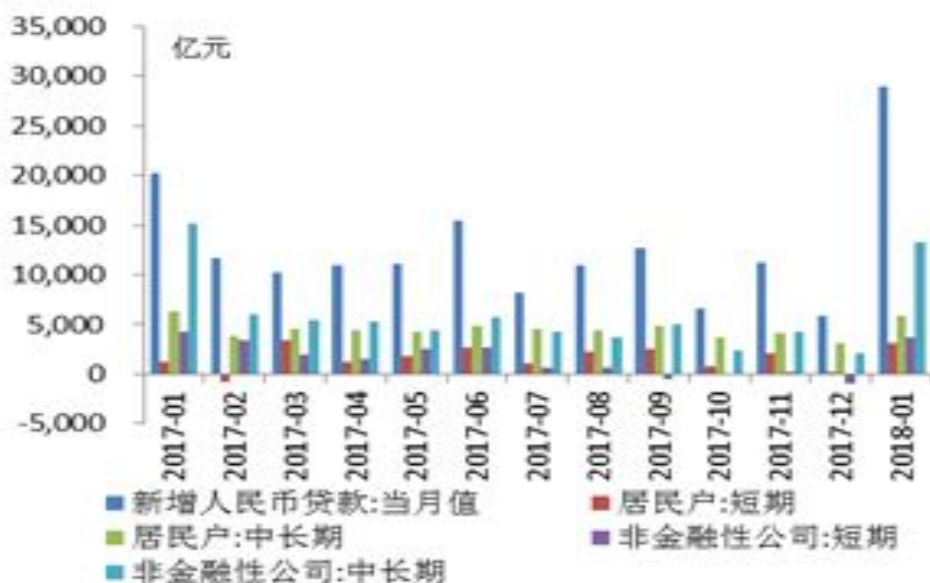


信贷超预期增长（2014.01-2018.01）

二、金融领域：信贷、社融

居民部门融资需求依然旺盛

➤从贷款结构看，居民贷款增加9016亿元，同比增加1495亿元，可见居民部门融资需求依然较强。其中，短期贷款增加3106亿元，同比增加1877亿元，表明在元旦和春节等节日因素刺激之下个人消费需求旺盛，而中长期贷款增加5910亿元，同比减少383亿元，反映出房地产市场的持续降温。

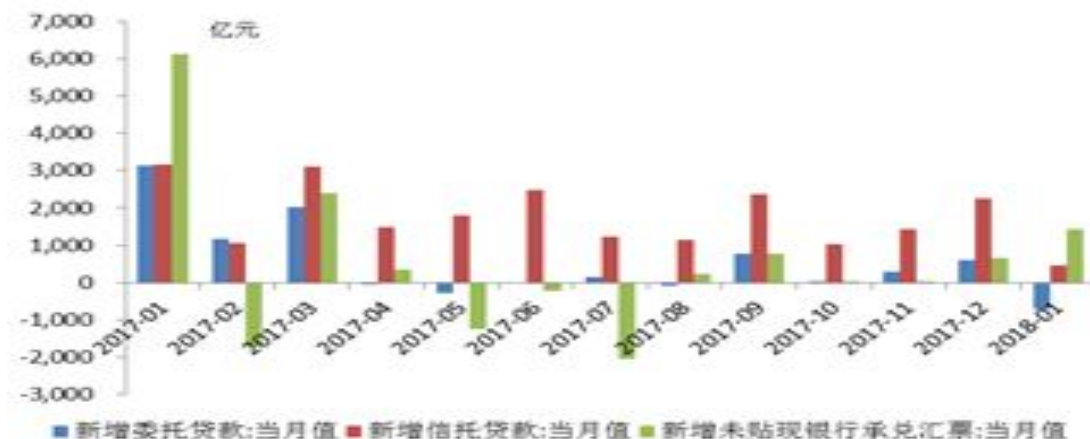


居民部门融资需求依然较强
(2017.01-2018.01)

二、金融领域：信贷、社融

社会融资规模不及预期，表外融资缩减

➤1月，社会融资规模增量为3.06万亿元，比上年同期少6367亿元。当月表外融资规模为1178亿元，同比少增11263亿元，其中，委托贷款减少714亿元，同比多减3850亿元；信托贷款增加455亿元，同比少增2720亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1437亿元，同比少增4693亿元；社会融资规模结构的变化正是金融“去杠杆”和强监管成效的显现。可以预见，随着监管部门对资管、委托贷款、债券融资等业务的一系列新规出台，其影响将在今年逐步体现出来。因此，未来表外融资规模仍将继续降低。



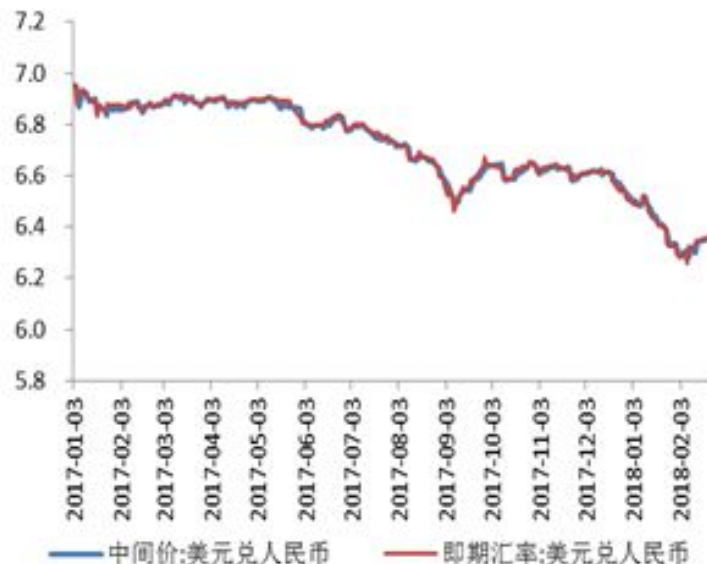
表外业务大幅收缩（2017.01-2018.01）

二、金融领域：汇率、外储

人民币短期升值明显，长期将保持稳定

➤2018年1月，美元兑人民币汇率大幅上升，中间价和即期汇率分别从月初6.5079和6.4967一路攀升到月末6.3339和6.292，升值幅度分别达2.67%和3.15%。

➤1月份美元指数走势显著回落是推动人民币升值的主要因素，截至1月31日，美元指数收于89.12，较月初大幅下滑3.4%。2月延续了一直以来的升值态势，到2月8日到最高点后才逐步下滑，截至2月23日，美元兑人民币中间价为6.3482，2月先升后降的变化主要与美元指数、春节过后贸易结汇和境外旅游购汇需求变动相关。预计人民币汇率不会出现大幅贬值或升值，将会在合理区间双向波动且保持稳定。

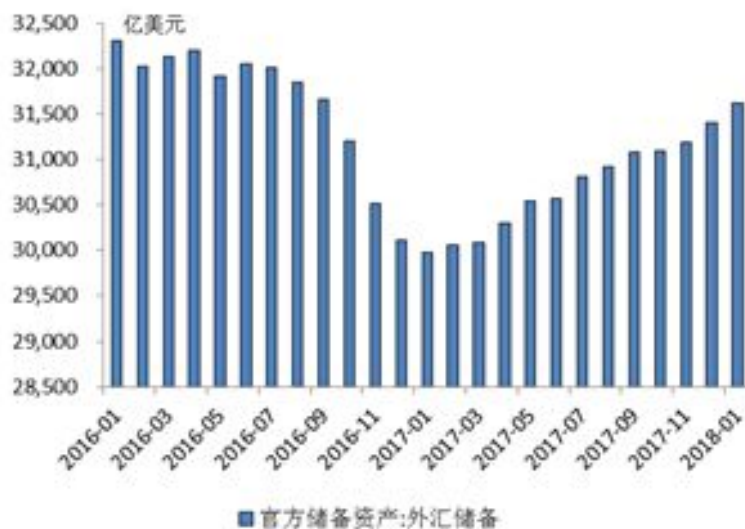


人民币升值明显（2017.01-2018.02）

二、金融领域：汇率、外储

外汇储备规模平稳上升

➤我国宏观审慎政策对跨境资本流动进行逆周期调控效果初显，跨境资金流动总体平稳，外汇储备延续了2017年以来的连续上升态势，2018年1月，中国外汇储备升至31614.57亿美元，较2017年末增加215.08亿美元，环比增长0.68%，外汇储备连续12个月正增长，创2016年9月以来最高水平。未来，一方面随着我国经济结构不断优化升级，经济增速保持稳定增长，对外贸易规模增加继续为外汇储备带来强力支撑；另一方面以欧元区和美国为代表的全球经济不断复苏，各国央行有陆续采取紧缩货币政策的倾向，国内外两方面的因素共同作用下，外汇市场供求更加趋于平衡，我国外汇储备规模将继续保持稳定。



外汇储备平稳上升（2016.01-2018.01）

三、热点问题：银监会发文进一步整治银行业市场乱象

- 2018年1月13日，银监会印发《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（以下简称4号文）。在“三三四十”大检查即将收官之际出台4号文，形成了乱象整顿工作在时间上的衔接，释放了2018年依然是强监管年的信号，彰显了监管层打击违法违规行为的坚决态度，使“监管一阵风”的说法不攻自破，为银行业建立了常态化监管的预期。

4号文体现了以下特点

- **一是覆盖面更广，系统性更强。**增加了公司治理、行业廉洁、监管履职等内容，覆盖范围更广，从对具体案件的惩处转为制度化、规范化的监管框架搭建。
- **二是重点更突出。**严查资金脱实向虚行为；着力完善公司治理基础，尤其是要规范股东行为、加强股权管理、推动“三会一层”依法合规运作；治理影子银行及交叉金融产品风险，严查层层嵌套、违规加杠杆、加链条、监管套利等行为。
- **三是对整改措施落地的推进速度更快。**整治意见第七点明确新老划断的时间节点为2017年5月1日，对于此后的新增业务不再设过渡期，

三、热点问题：银监会发文进一步整治银行业市场乱象

4号文将重点规范六个方面乱象

- **一是乱授信。**比如，宝能收购万科事件中，浙商银行的133亿优先级理财资金实际充当了为其他银行垫底的劣后级资金；浦发银行成都分行通过分拆授信、越权审批等手法，向1493个空壳企业授信775亿元。
- **二是乱做表外。**以银行表外理财为例，其资金募集期限大都在1年以内，但其通过信托、资管等委外通道，产品多层嵌套，最终底层资产多为期限较长的非标债权（3年左右）。非标债权不仅无法与理财产品的期限匹配，而且流动性较差，一旦发生违约，将威胁理财资金安全。
- **三是乱搞同业业务。**主要体现为中小银行机构过度依赖批发性同业资金，融资成本提高，负债稳定性下降，流动性风险上升。去年3月份出现的银行间市场流动性快速收缩、资金利率急剧上扬就是同业业务过度扩张背景下资金链脆弱性上升的体现。
- **四是乱加杠杆。**部分机构利用同业存单、同业理财等手段做大资产负债表规模，推升金融体系杠杆水平，银行业机构的同业债权占其总资产的比例从2006年的12%快速攀升至2017年的23%。
- **五是乱收费。**主要表现在部分机构仍存在无实质性服务、未提升实质性效率的收费项目；以及以贷收费、息转费、存贷挂钩等不合规行为。
- **六是乱销售。**主要表现为银行工作人员假借机构名义私售“飞单”；销售理财产品时虚假宣传、承诺回报、误导客户等。

三、热点问题：银监会发文进一步整治银行业市场乱象

商业银行应对之策

- 下一步，商业银行在贯彻落实4号文监管要求、做好自查工作的同时，还应针对乱象产生的原因，在经营理念、发展战略和公司治理等多方面建立长效机制。
- 一是转变发展理念，回归稳健经营，加快向集约式发展模式转型。商业银行只有牢固树立稳健经营理念，并建立相应的决策制衡机制、风险预警防控机制和合理的考核评价体系，才能有效防范、及时遏制违规违纪行为的产生。
- 二是尊重银行业发展规律，制定科学的发展战略和重心。在经济下行周期，切实将防风险放在第一位，坚守金融服务实体经济的本质要求，发挥好宏观经济稳定器的作用。
- 三是抓住公司治理这个“牛鼻子”，加快内控管理制度建设，强化监管落地。而这正是4号文的中心内容之一。

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。