

# 研究报告

2018年第76期

2018.08.27

课题组组长：周月秋 樊志刚

课题组成员：樊志刚 王小娥  
杨若 朱妮 刘新

执笔人：刘新

liuxin@icbc.com.cn

## 投资和消费压力犹存 紧信用格局亟待破局

——2018年8月国内经济金融市场走势述评

### 要点：

➤2018年7月，工业生产保持平稳态势，结构持续优化。全国制造业PMI连续第24个月处于荣枯线以上。1-7月固定资产投资创2000年以来最低增速，制造业投资增速继续复苏，基建投资增速再创历史新低，房地产投资增速回升。7月，消费增速再创新低，实物商品网上零售额占比进一步提升。进出口增长平稳，贸易顺差延续收窄态势。非食品价格上涨推高CPI，生产资料价格回落推动PPI回落。一二三线城市商品房价格涨幅略有分化，房地产调控基调保持不变。

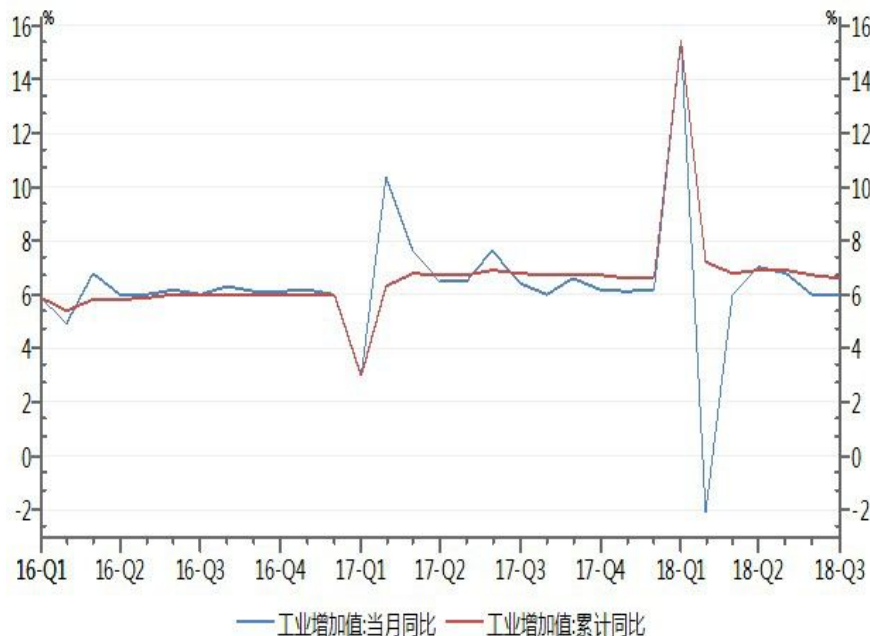
➤金融领域，M1和M2增速差距扩大，货币市场利率回落；信贷增速小幅回升，表外融资持续收缩；人民币汇率震荡贬值，外汇储备连续两个月增长。

➤7月20日，资管新规配套细则落地。两份配套细则在非标投资、计价方式、过渡期整改等方面适度调整监管节奏，明确了监管标准和要求，实体经济信用紧缩压力有望缓解，金融市场流动性压力有望减轻。

## 一、经济领域：工业生产

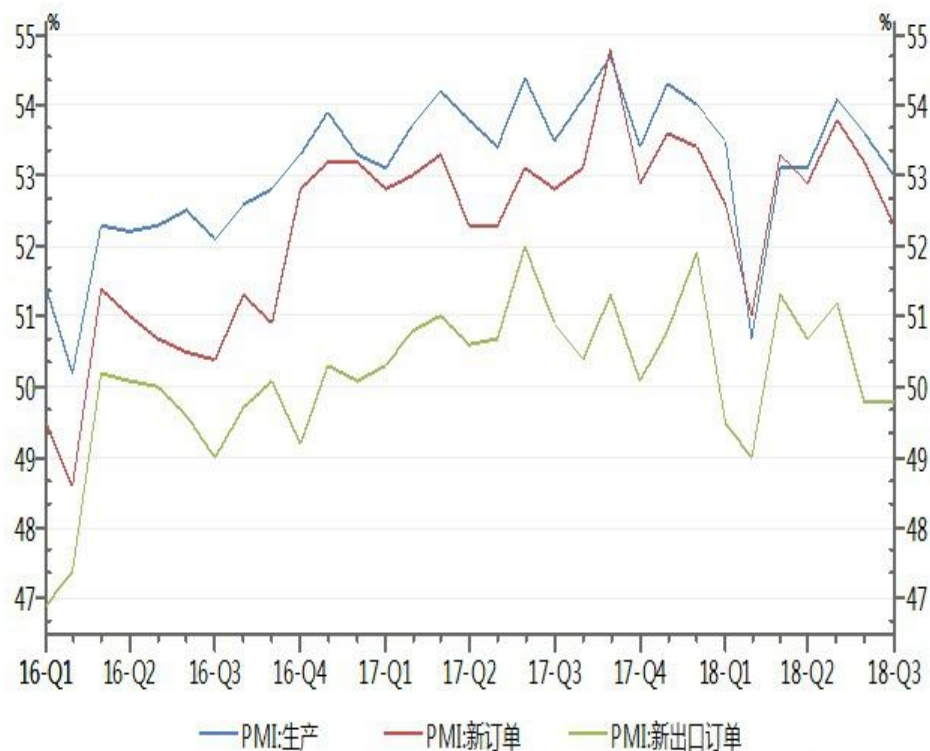
### 工业生产保持平稳

- 7月，全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，增速与上月持平。1-7月，工业增加值同比增长6.6%，比1-6月放缓0.1个百分点。
- 在平稳的格局下，工业结构持续优化。1-7月，高技术产业、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别同比增长11.6%、9.0%和8.6%，比全国规模以上工业分别快5.0、2.4和2.0个百分点。
- 7月工业企业出口交货值同比略升至6%，出口表现不弱，可能与关税落地之前的抢先出口有关。



工业增加值保持平稳（2016.01-2018.07）

## 一、经济领域：工业生产



PMI指数有所回落  
(2016.01-2018.07)

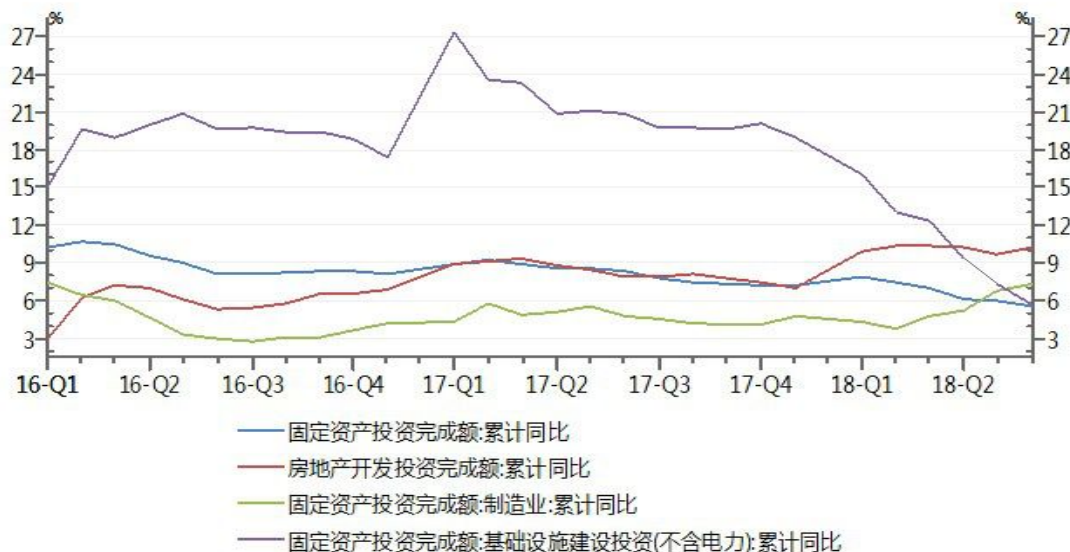
### PMI指数有所回落

- 7月，全国制造业PMI为51.2%，比上月回落0.3个百分点，连续第24个月处于荣枯线以上，但创下五个月以来新低。
- 生产活动和市场需求总体有所放缓。PMI生产指数为53.0%，较上月回落0.6个百分点；PMI新订单指数为52.3%，较上月回落0.9个百分点。
- 外部需求保持平稳。7月PMI新出口订单指数为49.8%，与上月持平。

## 一、经济领域：固定资产投资

### 固定资产投资创2000年以来最低增速

- 1-7月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.5%，增速比1-6月回落0.5个百分点，比上年同期回落2.8个百分点，创2000年以来最低增速。
- 从三大投资来看，制造业投资同比增长7.3%，比1-6月加快0.5个百分点；基础设施投资增长5.7%，比1-6月回落1.6个百分点，是拖累固定资产投资增速的主要因素；全国房地产开发投资额同比增长10.2%，比1-6月回升0.5个百分点。

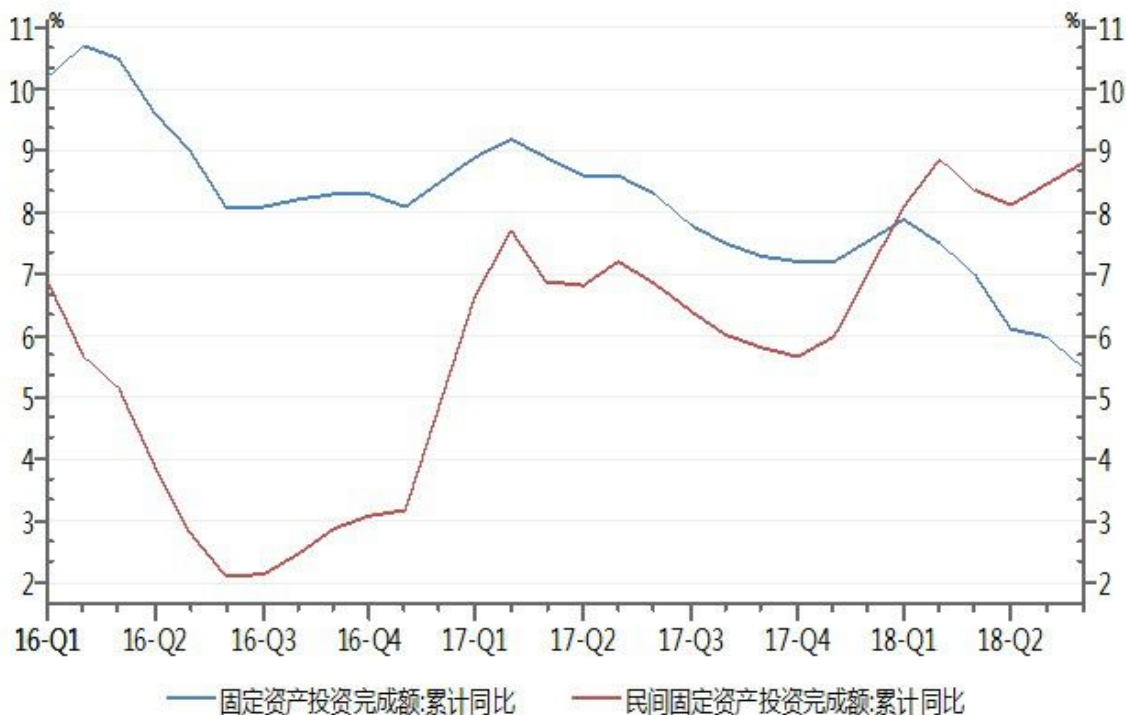


固定资产投资及三大投资增速  
(2016.01-2018.07)

## 一、经济领域：民间投资

### 民间投资加快复苏

- 随着前期一系列激发民间投资活力的政策逐步显效和企业盈利状况持续改善，1-7月民间固定资产投资增长8.8%，比1-6月加快0.4个百分点，高于固定资产投资增速3.3个百分点，显示出经济增长的内生动力有所增强。



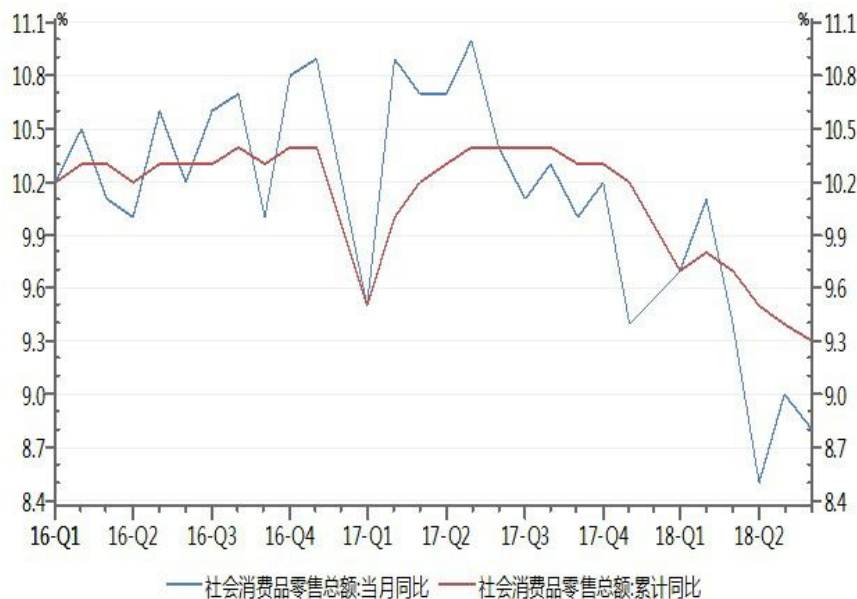
民间固定资产投资增速  
(2016.01-2018.07)



## 一、经济领域：消费

### 消费增速再创新低

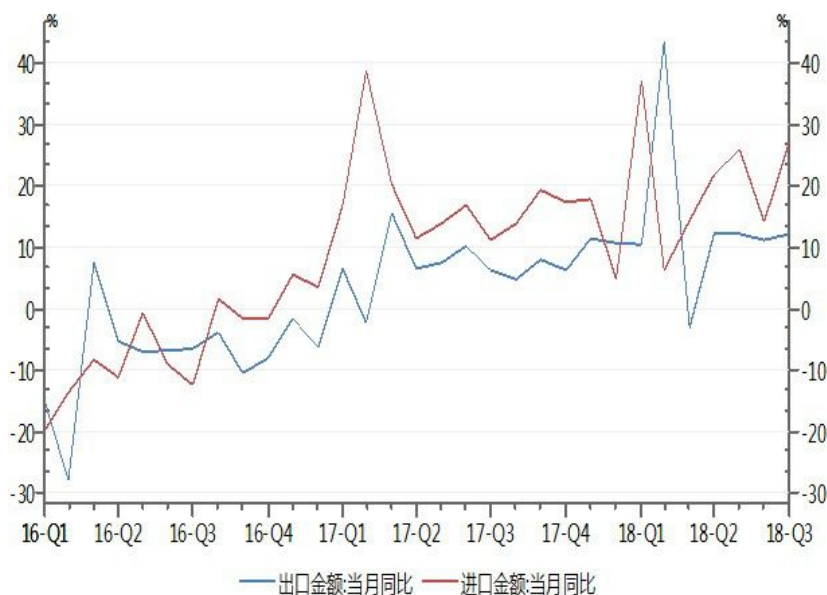
- 7月，社会消费品零售总额同比（名义）增长8.8%，比6月回落0.2个百分点；1-7月社会消费品零售总额同比增长9.3%，创2004年以来新低。
- 7月消费增速回落主要在于汽车和房地产相关消费低增长。在经历前两年的高增长后，受2018年汽车购置税优惠政策结束、汽车消费需求透支等因素影响，汽车消费增速持续走低，7月汽车消费增速为-2%。虽然商品房销售增速连续3个月回升，但房地产竣工增速却保持弱势，对房地产相关消费带来负面影响。



消费增速（2016.01-2018.07）

## 一、经济领域：进出口

### 出口增长平稳，进口显著加快

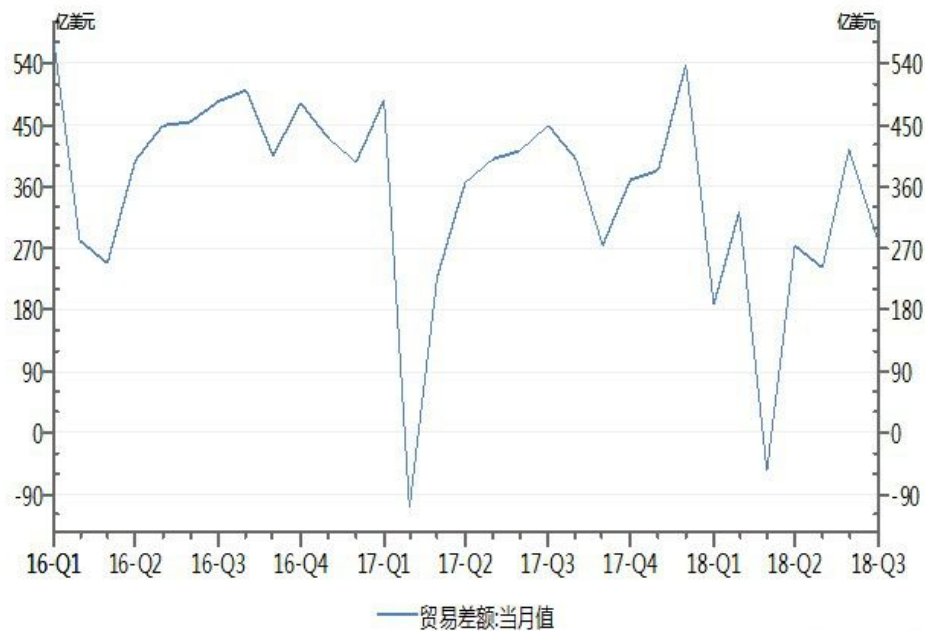


- 7月，我国出口总额2155.7亿美元，同比增长12.2%，增速比上月回升0.9个百分点。
- 7月我国进口额达1875.2亿美元，同比增长27.3%，增速比6月加快13.2个百分点。随着7月1日开始的降低部分商品进口关税等扩大进口措施落地，我国对部分国家进口保持高速增长。
- 中美贸易战对进出口影响暂不显著。7月中国对美国出口和进口增速分别为11.2%和11.1%，较上月变化不显著。

## 一、经济领域：进出口

### 贸易顺差延续收窄态势

- 由于出口增长平稳、进口增速加快，7月贸易顺差由上月的414.7亿美元收窄至280.5亿美元。其中，对美国贸易顺差280.9亿美元，环比收窄2.9%，占当月贸易顺差总额的比重超过100%。



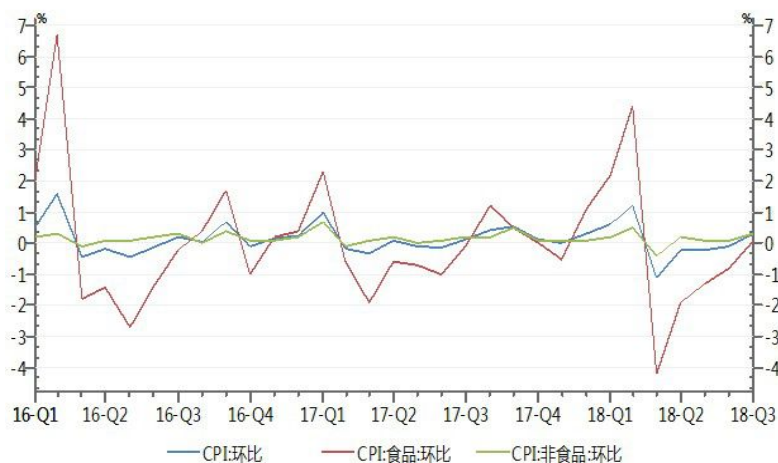
贸易顺差（2016.01-2018.07）



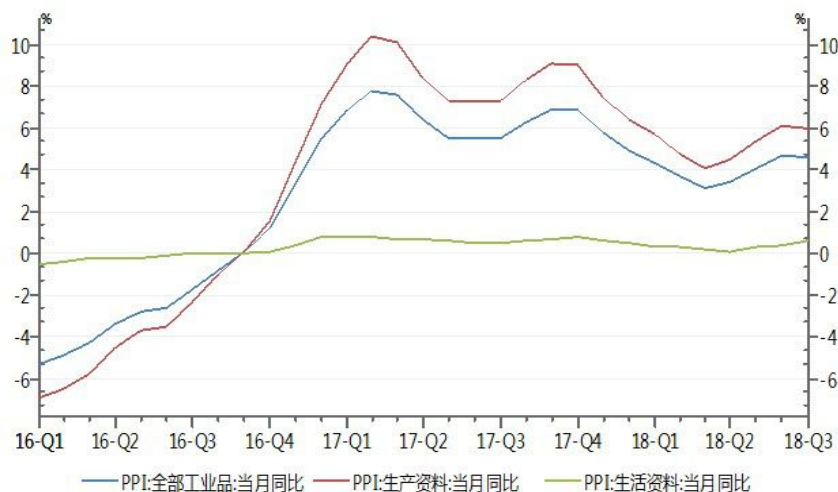
## 一、经济领域：物价走势

### 非食品价格上涨推高CPI，生产资料价格回落推动PPI回落

- CPI环比由降转升，同比涨幅有所扩大。受暑期出行高峰影响，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别环比上涨14.5%、7.9%和2.2%。食品类的猪肉价格环比上涨2.9%，涨幅比上月扩大1.8个百分点。
- PPI环比和同比涨幅均有所回落。在主要行业中，涨幅回落的有黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业；涨幅扩大的有石油和天然气开采业，同比上涨42.1%，比上月扩大9.4个百分点；石油、煤炭和其他燃料加工业，同比上涨24.6%，比上月扩大4.7个百分点。



CPI环比增速（2016.01-2018.07）



PPI同比增速（2016.01-2018.07）

## 一、经济领域：房地产

### 一二三线城市价格涨幅略有分化，房地产调控基调不变

- 从7月份商品住宅销售价格来看，一二线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅有所回落，三线城市略有扩大。
- 在房价上涨压力有所累积的背景下，7月底召开的中央政治局会议，对房地产市场调控的措辞变得前所未有的坚决和严厉，从政府工作报告的“遏制房价过快上涨”升级为“遏制房价上涨”，预示着房地产调控基调未变，所有调控政策都将围绕“房住不炒”定位展开，“四限”政策退出的可能性较低，不排除有新的调控政策出台加码。



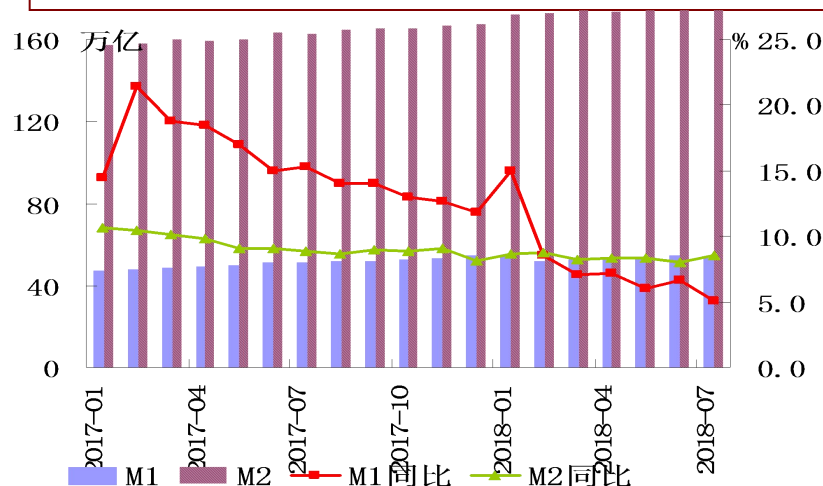
一二三线城市新建住宅环比增速  
(2016.1-2018.7)

## 二、金融领域：M2、利率、市场流动性

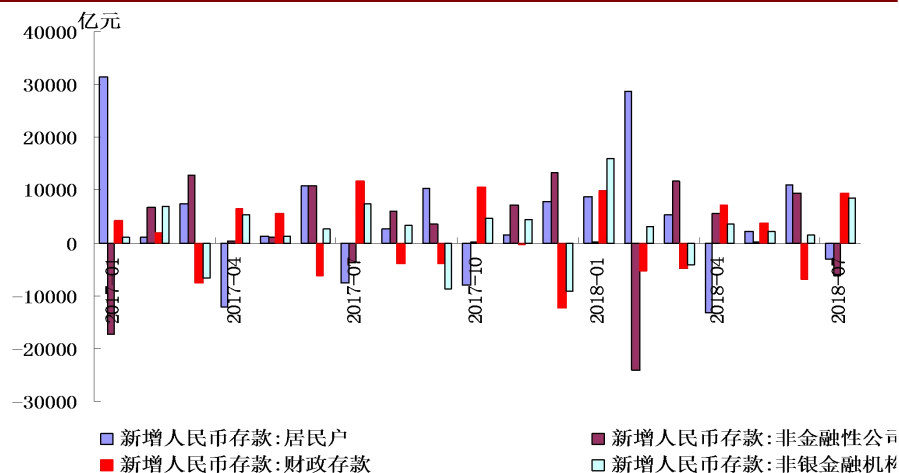
### M1和M2增速差距扩大

➤7月末，狭义货币（M1）余额53.7万亿元，同比增长5.1%，比上月增速回落1.5个百分点，比上年同期低10.2个百分点。广义货币(M2)余额为177.6万亿元，同比增长8.5%，比上月增速回升0.5个百分点，比上年同期低0.4个百分点。

➤M1增速已连续六个月低于M2增速，且二者差距有所扩大，表明当前实体经济流动性压力加大，较为宽松的货币流动性还没有完全传向实体经济。



M1、M2余额和同比增速（2017.01-2018.07）

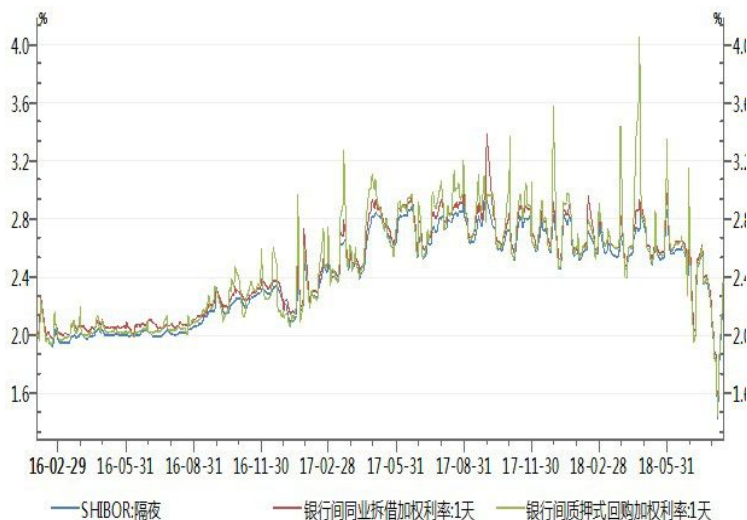


各部门新增存款情况（2017.01-2018.07）

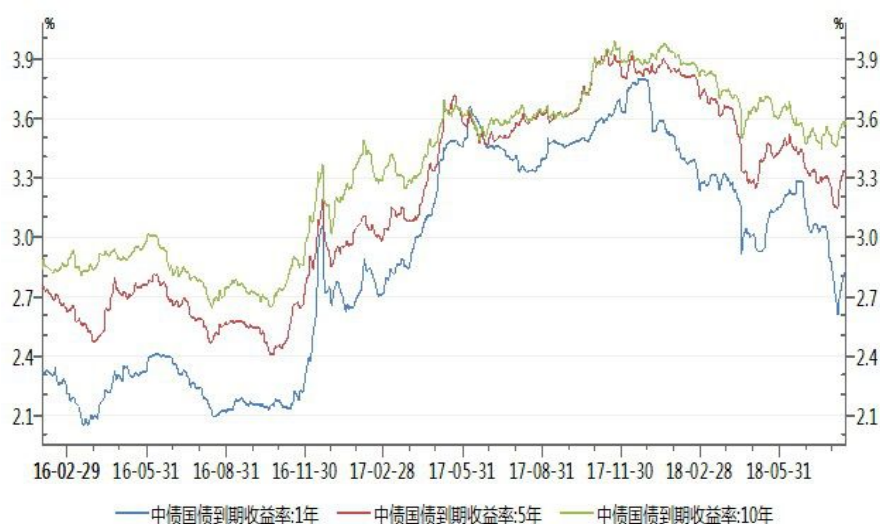
## 二、金融领域：M2、利率、市场流动性

### 货币市场利率回落，国债收益率短降长升

- 7月，同业拆借月加权平均利率2.47%，分别比上月和上年同期低0.26和0.35个百分点；质押式回购月加权平均利率2.43%，分别比上月和上年同期低0.46和0.47个百分点。
- 7月末，1年期国债收益率由上月的3.46%回落至3.40%，5年期和10年期的国债收益率分别由上月的3.49%和3.57%回升至3.56%和3.63%；1年期和10年期国债利差为23BP，比上月末走扩12BP。



货币市场利率有所回落（2016.01-2018.07）



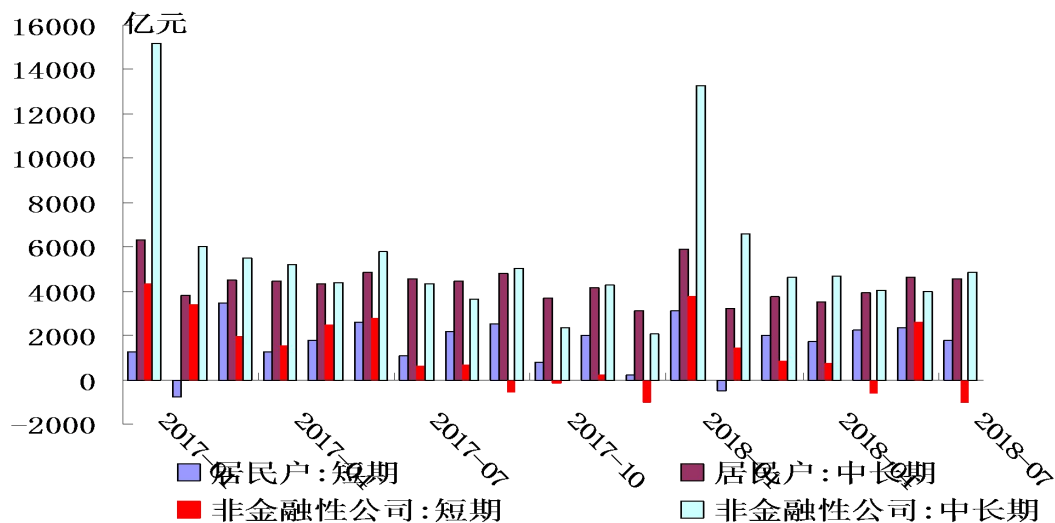
国债收益率短降长升（2016.01-2018.07）

## 二、金融领域：信贷、社融

### 信贷增速小幅回升

➤7月末，人民币贷款余额130.6万亿元，同比增长13.2%，增速比上月末高0.5个百分点，与上年同期持平。7月新增人民币贷款1.45万亿元，比上年同期多增6278亿元。

➤分部门看，当月居民部门新增贷款6344亿元，比上年同期多增728亿元；其中居民短期贷款增加1768亿元，同比多增697亿元。非金融企业部门新增贷款3840亿元，同比少增1118亿元。其中短期贷款净减少1035亿元，同比少增1661亿元。



各部门新增贷款情况（2017.01-2018.07）

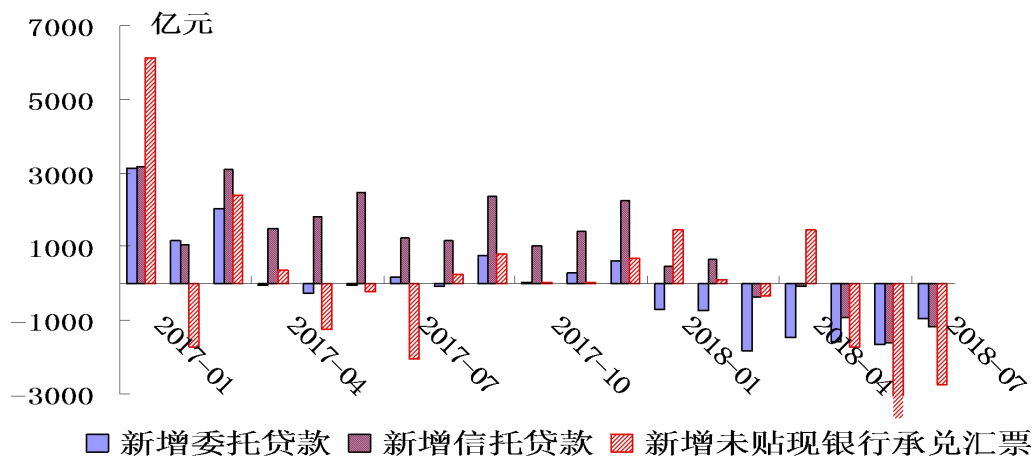


## 二、金融领域：信贷、社融

### 紧信用格局亟待破局

➤ 7月新增社会融资规模1.04万亿元，为今年前7个月倒数第二低（仅高于5月份），比上年同期少增1242亿元。从结构上看，表外融资净减少4886亿元，比上月少减2030亿元，表外融资向表内转移的趋势仍在延续。其中，新增委托贷款和信托贷款分别减少950亿元和1192亿元，新增未贴现银行承兑汇票净减少2744亿元。

➤ 受央行窗口指导商业银行增配较低评级信用债等因素影响，7月债券融资规模达2237亿元，比上月增加917亿元。受市场情绪不稳定等因素影响，股票融资规模仅增加175亿元，比上月少增83亿元。



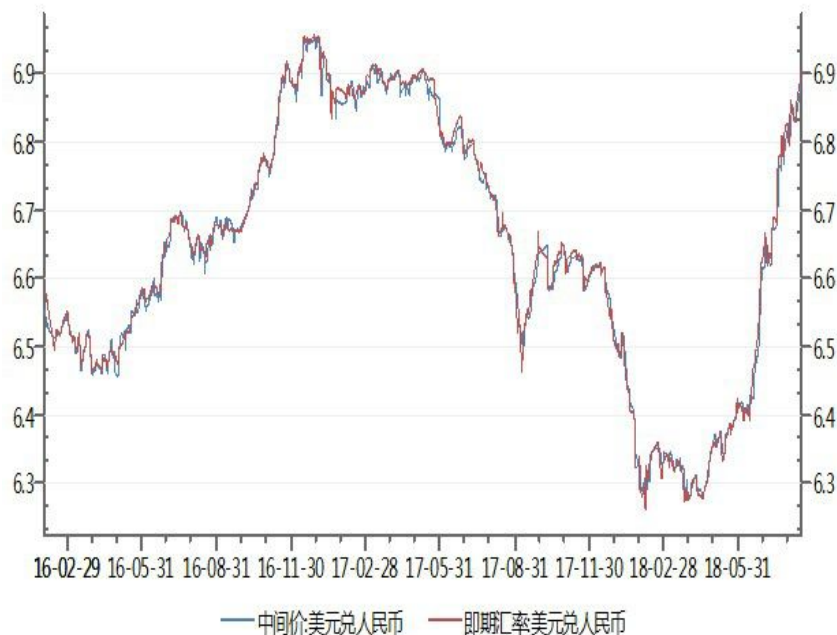
表外融资规模缩减速度放缓（2017.01-2018.07）

## 二、金融领域：汇率、外储

### 人民币汇率震荡贬值

➤7月，人民币对美元汇率震荡贬值，波动性进一步增强。人民币对美元汇率中间价从月初的6.6157贬至月末的6.8165，单月贬值2.95%。截至8月21日，人民币对美元汇率中间价较上年末累计贬值4.41%。人民币震荡贬值与中美贸易摩擦升级、美元指数保持强势等因素有关。

➤从内部因素看，国内经济基本面依然稳健、外汇供需相对平衡。因此，预计人民币汇率不会出现剧烈波动，而是保持在均衡水平上的双向波动态势。

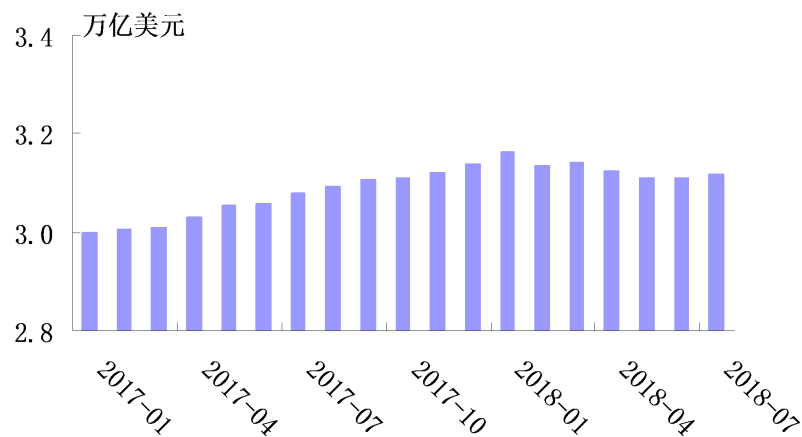


人民币对美元汇率（2016.01-2018.07）

## 二、金融领域：汇率、外储

### 外汇储备规模小幅回升

- 7月末，受非美元货币汇率折算和资产价格变动等综合因素影响，我国外汇储备从上月末的3.11万亿美元小幅上涨至3.12万亿美元，连续第二个月实现增长。
- 展望未来，随着我国国内经济韧性逐渐增强和对外开放水平持续提高，跨境资本流动和外汇供求将更趋合理均衡，外汇储备规模有望继续保持平稳。但中美贸易摩擦形势尚不明朗，仍需密切关注贸易账户和外汇储备的未来变动情况。



外汇储备规模小幅回升（2017.01-2018.07）

### 三、热点问题：资管新规配套细则落地，信用紧缩压力有望缓解

#### 配套细则出台背景

➤7月20日，中国人民银行根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称《通知》）。同日，银保监会根据“资管新规”发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。《办法》与“资管新规”充分衔接，共同构成银行开展理财业务需要遵循的监管要求。

➤我国经济主动去杠杆以来，企业部门债务率迅速上升的势头得到有效扼制，去杠杆的重点领域和路径更加明晰，重大债务风险正在得到控制。与此同时，受融资条件收紧的影响，投资增速有所放缓，经济下行压力有所增加，因资金链趋紧而引发的信用风险有上升迹象。

### 三、热点问题：资管新规配套细则落地，信用紧缩压力有望缓解

#### 配套细则主要内容

- 两份配套细则在整体监管口径上与资管新规保持高度统一，在非标投资、计价方式、过渡期整改等方面适度调整监管节奏，明确了监管标准和要求。
- 公募资管产品可投非标资产；
- 过渡期内摊余成本法适用范围放宽；
- 过渡期内可以发行老产品投资新资产；
- 支持非标资产回表，自主制定整改计划；
- 保本理财将归口结构性存款或其他存款管理；
- 非标资产实施限额管理和集中度管理；
- 丰富开放式产品流动性管理工具，提高流动性管理要求；
- 理财销售起点调至1万元，销售渠道仅限商业银行；
- 理财业务计提操作风险资本。



### 三、热点问题：资管新规配套细则落地，信用紧缩压力有望缓解

#### 配套细则的影响

- **第一，实体经济信用紧缩压力有望缓解。**《通知》明确公募资管产品可以在符合期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求的前提下投资非标资产，还可以在过渡期内发行老产品来投资新资产，这些规定都有利于缓解当前信用紧缩压力。不过，资管产品投资非标资产的期限匹配要求，也是限制非标融资的重要原因。长期来看，非标投资仍将呈现收缩态势。
- **第二，金融市场流动性压力有望减轻。**随着“资管新规”配套细则落地，严监管节奏微调得以确认，此前市场的观望情绪将有所缓解，银行机构将根据监管细则恢复产品发行与资产配置行为。就股票市场而言，《办法》允许公募/私募银行理财投资各类公募证券投资基金，相当于放开了银行理财间接通过混合/股票型基金来投资股票，具体规定尚待制定。就债券市场而言，《通知》允许封闭期在半年以上的定期开放式产品、银行现金管理类理财产品采用摊余成本法计量，这利好短期债券。

# 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。