

# 研究报告

2017 年第111 期  
2017.10.26

负责人：周月秋 樊志刚  
国内宏观经济研究团队：  
樊志刚 王小娥 杨苕  
朱妮 刘新 王晓娆

本期执笔：  
王小娥 杨苕

## “双背离”隐显经济金融新特点 十九大开启中国改革新时代 ——2017年前3季度中国经济金融形势、政策分析及4季度展望

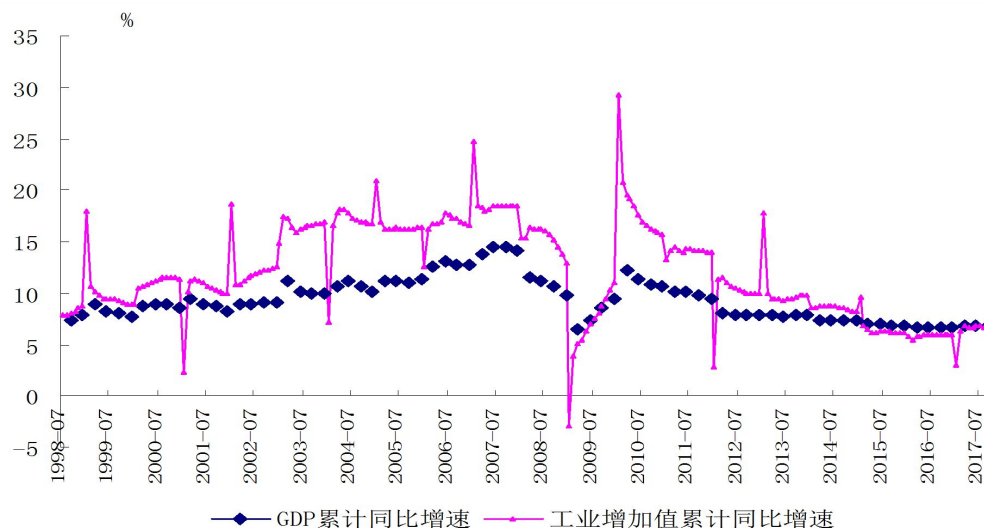
### 要点：

- 2017年前3季度，中国经济在延续弱复苏态势的同时，结构上也不乏亮点。值得关注的是，当前经济金融领域出现两大背离，一是制造业利润与投资增速的背离，产生背离的原因主要是去产能政策的影响，表现在利润反弹的行业与投资下降的行业都主要是以煤、钢、有色为代表的中上游去产能行业；二是社融规模与M2增速的背离；二者背离有房地产销售降温、政府融资下降等实际原因，但也有在金融去杠杆特殊背景下统计因素的影响。
- 展望未来，预计4季度GDP增速6.7%左右，2017年全年经济增长6.8%左右；M2增速年内在9%-9.5%之间，2018年在11%左右。尽管增速高于2017年，但资金紧平衡态势不会发生明显改变。
- 基于上述分析，建议我行一是在贷款向更高效率领域倾斜的同时，要多推出有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金；二是大力拓展中间业务，尤其建议加快发展交易银行业务；三是关注新产业、新领域业务机遇，适时开展信贷顶层设计；四是对于产能过剩行业，要增强信贷政策的灵活性，抓住去产能过程中业务机遇。

## 一、2017年前3季度中国宏观经济运行情况（1）

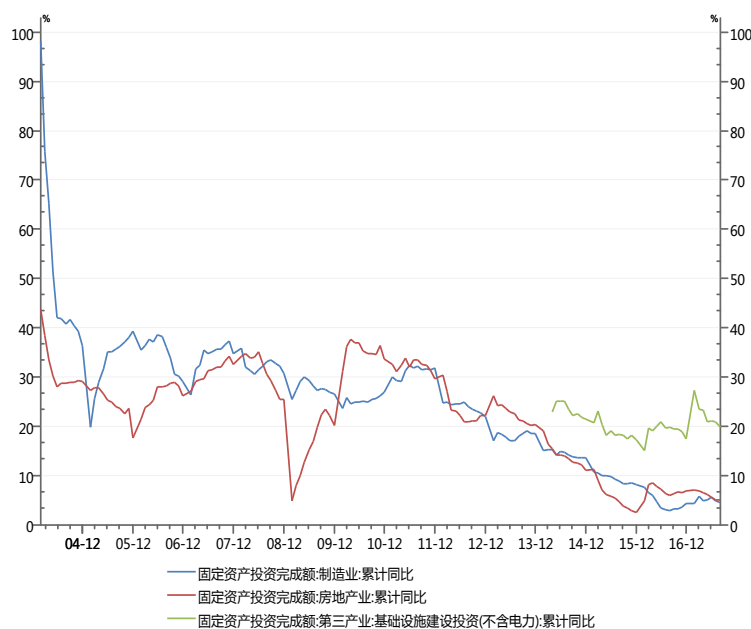
### 前3季度中国经济弱复苏

- 2017年前3季度，中国经济延续2016年下半年以来的弱复苏态势，GDP同比增长6.9%，增速比上年同期加快0.2个百分点。
- 服务业对经济增长的贡献仍在提高。3季度，第三产业增加值占GDP的比重为50.7%，较上年同期提高0.1个百分点。
- 新兴行业继续保持较高增长。前3季度，规模以上战略性新兴产业增加值同比增长11.3%，规模以上高技术产业增加值同比增长13.4%，分别高于整个规模以上工业增速4.6和6.7个百分点，比上半年分别提高0.5和0.3个百分点。
- 外需对经济的拉动作用增强。净出口对经济增长的贡献率为2.7%，比上年同期上升了7.5个百分点。



中国GDP及工业增加值累计同比增速（1998.07-2017.09）

## 一、2017年前3季度中国宏观经济运行情况（2）



制造业、房地产、基建三大投资增速  
(2014.01-2017.09)

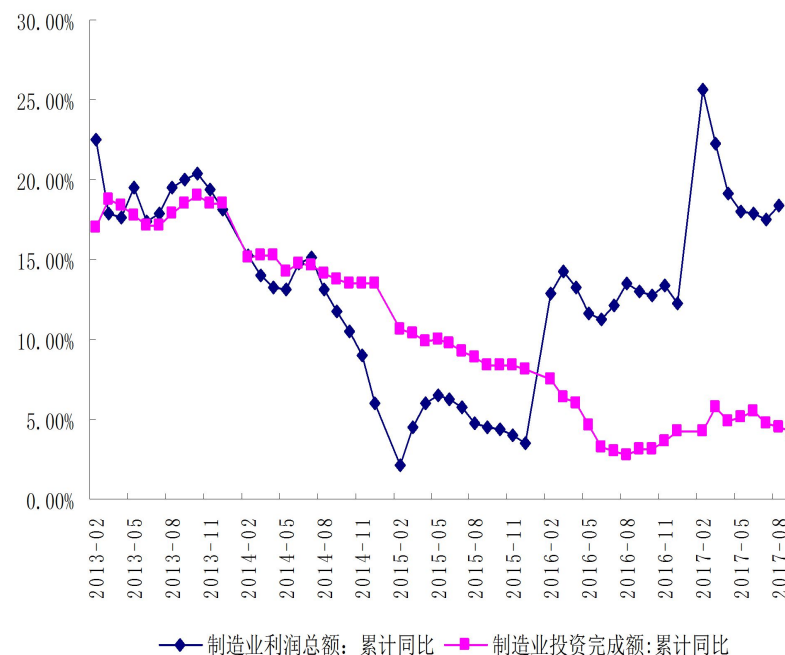
### 但3季度经济增速出现小幅放缓

- 3季度当季GDP同比增长6.8%，较1、2季度放缓0.1个百分点。
- 1-9月，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，低于上半年0.2个百分点。
- 由于上半年财政支出节奏较快透支后续支出，以及环保限产和极端天气影响，3季度投资增速逐月回落，1-9月固定资产投资累计增速为7.5%，较上半年回落0.9个百分点。
- 1-9月，制造业投资仅为4.2%，民间投资仅为6%，均处于历史低位。

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（1）

### 背离现状

- 中国制造业投资累计增速，从2015年全年的8.1%，快速下滑到2016年8月的2.8%，后续月份虽然有所回升，但全年的增速也只有4.2%，创下了2004年统计以来的最低值。与之对应的，却是制造业利润的改善。2016年制造业利润增长了12.2%，这一增速比2014年的6.0%和2015年的3.5%高了不少。
- 进入2017年，制造业投资和利润增速分化的趋势并没有得到改变。今年1-8月制造业利润累计增速提高到了18.6%，而投资累计增速依然低迷，1-9月仅为4.2%。

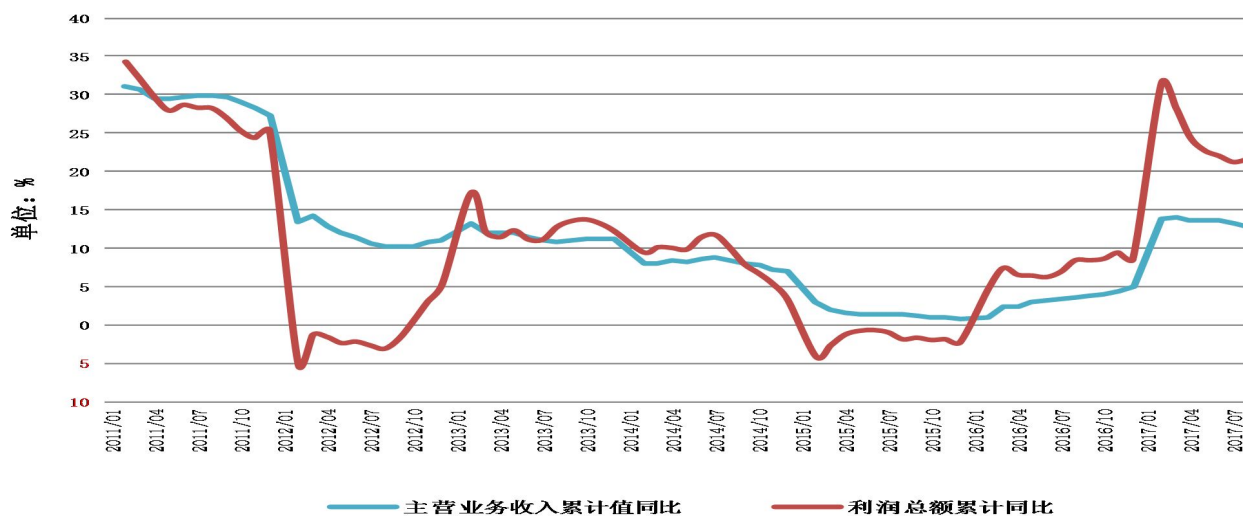


制造业投资与利润增速自2016年以来明显背离  
(2013.01-2017.09)

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（2）

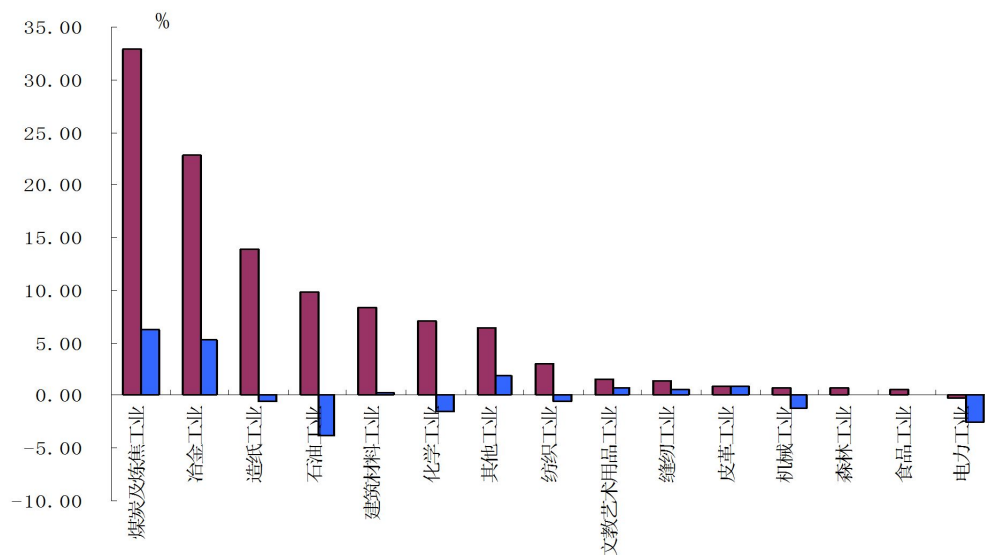
### 背离的原因主要源于两大方面

- 一方面，制造业利润的反弹，源于落后产能的淘汰改变了部分行业供求格局，以煤、钢、有色为代表的中上游行业盈利大幅改善。1-9月份，全国工业产能利用率为76.6%，同比回升3.5个百分点，为近五年来最高水平。
- 煤炭、钢铁供给紧张，价格一再创新高，推动企业盈利走高。1-8月钢铁、煤炭行业生产出厂价格水平同比分别上涨29.4%和35.6%，实现利润同比分别增长1.1倍和9.6倍。其他利润增速较高的行业还有有色金属和化工制造业。与之对应的，则是纺织、食品、汽车、计算机等电子设备这些偏下游的行业利润增速落后，今年1-8月纺织行业规模以上企业利润总额增速仅有4.1%，食品加工和金属制品分别只有5.5%和7.3%。



规模以上工业企业主营业务收入和利润增速（2011.01-2017.08）

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（3）



2017年9月PPI主要行业增速与去年同期比较情况

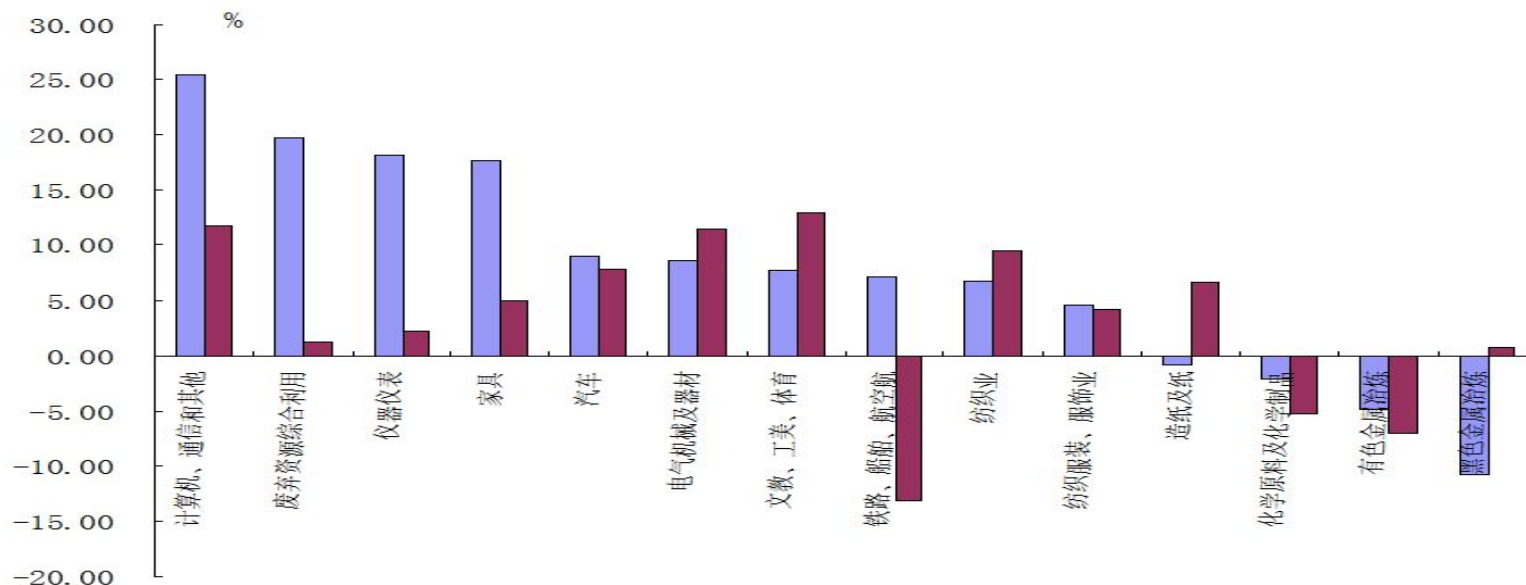
从PPI分行业增速的变化，可以看出价格上涨从上游向中游行业传导的特点

- 2017年9月，PPI主要行业中，涨幅扩大的主要集中于中游行业，有黑色金属冶炼和压延加工业，同比上涨31.5%；有色金属冶炼和压延加工业同比上涨20.2%；造纸和纸制品业同比上涨13.8%；化学原料和化学制品制造业同比上涨10.0%；非金属矿物制品业同比上涨9.8%。再与2016年9月相比，可以看到造纸、化工、纺织、机械、电力等中游行业价格涨幅实现了由负转正，表明产品价格上涨正逐步从上游行业向中游行业传导。

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（4）

### 背离的原因主要源于两大方面

- 另一方面，制造业投资增速的持续下行，源于上游、中游和下游行业所受到的政策限制和内生动力不一致。
- 2017年1-8月，计算机、通信和其他电子设备制造业，废弃资源综合利用业，仪器仪表制造业等行业投资增速分别为25.4%、19.7%和18.2%，居制造业下属子行业前列；而黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业等行业投资增速则分别为-10.8%、-4.9%和-2.1%。
- 与2016年同期相比，可以看出信息技术、家具、汽车、装备制造等下游行业投资仍保持高速增长，而上游行业虽然利润改善明显，但受去产能政策的限制，投资增速下降得十分厉害。



2017年1-8月制造业主要行业投资增速与去年同期比较情况

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（5）

未来一段时期，去产能政策短期难以放松，而终端需求有回落的风险。

- 剖析2016年下半年以来中国经济的弱势反弹，基建投资、房地产投资稳定增长，出口明显复苏是增长的主动动力，但预计未来仍有回落的可能。
- 从投资来看，一是基建投资后续增长乏力。三大固定资产投资中，基建投资增速从2014年开始就持续处于相对高位，背后有广义财政扩张提供资金来源。而2017年三季度我国财政支出增幅大幅放缓，这主要是因为上半年支出力度大，相关资金已经提前拨付。9月份，全国一般公共预算支出20246亿元，同比增长1.7%，较上月增速回落1.2个百分点，连续三个月回落。1-9月累计，全国一般公共预算支出151873亿元，同比增长11.4%，较年初预算增幅高约5个百分点，支出进度较往年进一步加快。

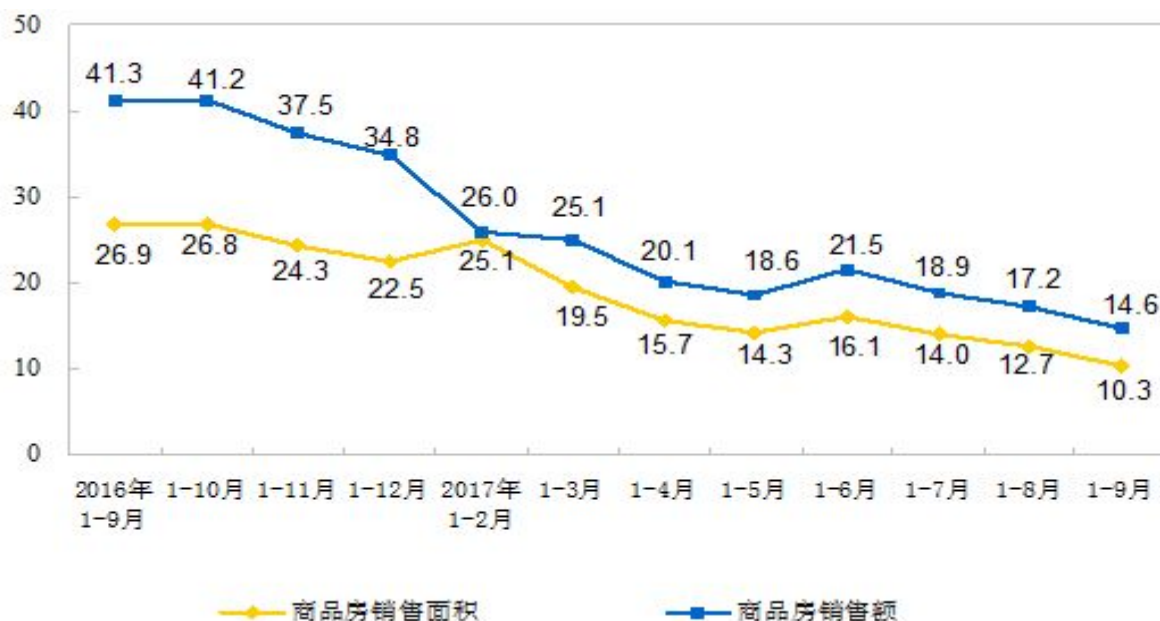


公共财政支出当月和累计同比变化（2012.01-2017.09）

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（6）

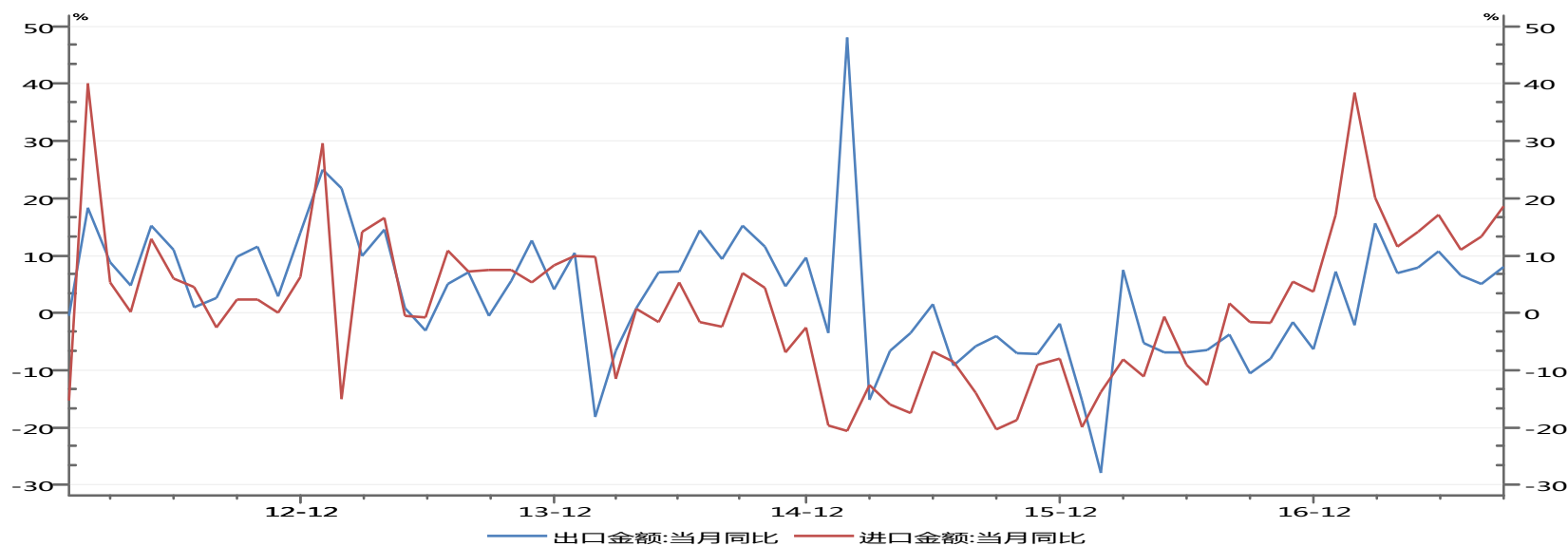
### 房地产投资反弹不可持续

- 2017年三季度由于三四线城市棚改货币化安置比例的提高后，开发商拿地的积极性上升，在土地购置费用等的支撑下，传统地产销售拐点向投资拐点传导的半年时滞，在这一轮房地产周期中被拉长到了一年。
- 但从房地产销售指标来看，三季度商品房销售面积与销售额累计增速均呈现逐月下滑态势，1-9月份，商品房销售面积同比增长10.3%，增速比1-8月份回落2.4个百分点；商品房销售额增长14.6%，增速回落2.6个百分点。随着新一轮限售政策加码及库存降至低位，预计后续销售下行将向房地产开发投资传导。



商品房销售面积和销售  
额累计同比增速  
(2016. 09-2017. 09)

## 二、两大背离：制造业投资与利润增速的背离（7）



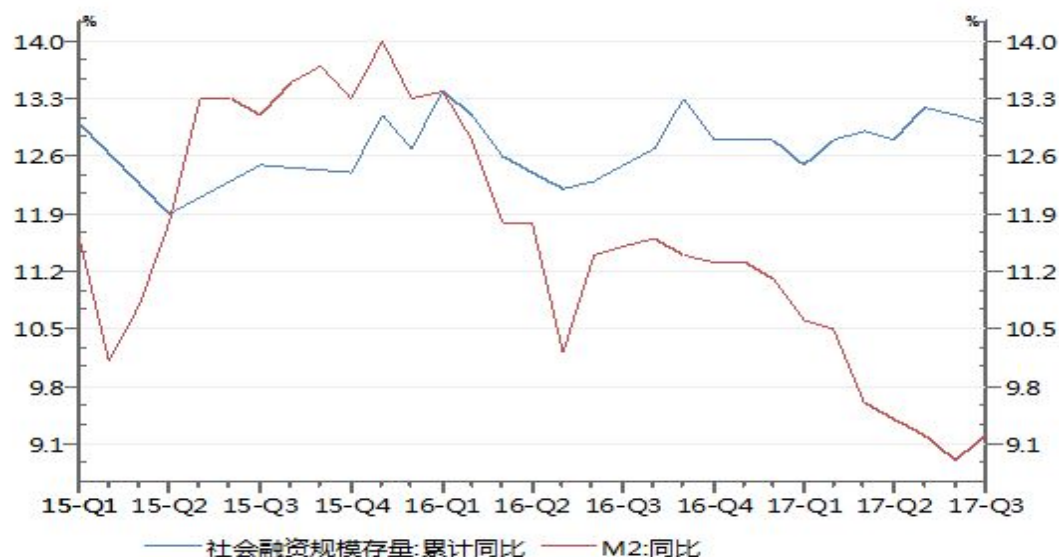
### 出口增长受价格的影响要大于量的作用

- 与2009年出口反弹的幅度相比，这一轮出口增长要弱得多。此外，对出口拆分后，可以发现价格的正面影响要大于量的作用，实际需求并没有出口同比数据反映的那么大。综上，在政策限制和需求不强双重制约下，未来预计难以看到制造业投资增速的趋势性回升。

## 二、两大背离：M2与社会融资规模增速的背离（1）

## M2增速明显下滑，社融增速稳中有升

- M2和社会融资规模作为衡量资金量的两个指标，相当于一枚硬币的正反两面，二者具有高度重叠性，因此，二者往往趋向于同向变动，2017年两者的增速目标均为12%。
- 但今年以来，从趋势上看，社融增速稳中有升，2016年底为12.8%，2017年9月为13%；但M2增速却出现明显下滑，2016年底为11.3%，2017年9月为9.2%。尽管2017年9月M2与社融增速之间的差距已较8月明显收窄，但社融增速仍高出M2增速3.8个百分点。



数据来源:Wind资讯

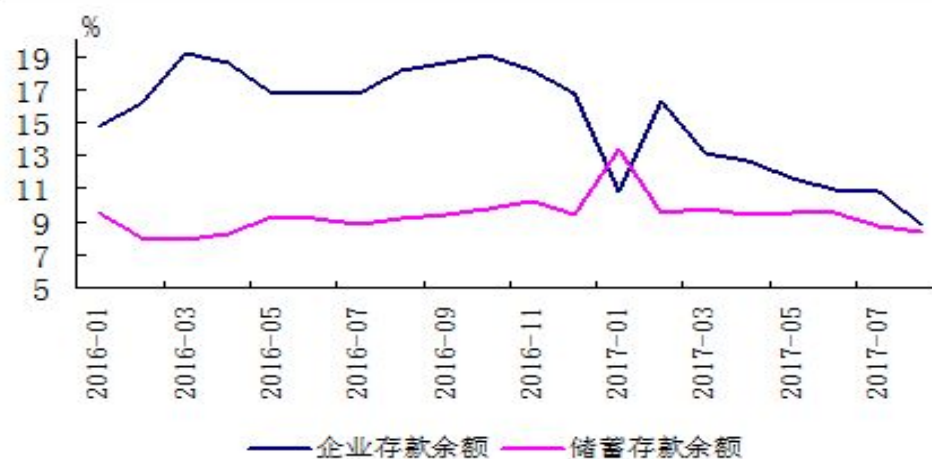
M2和社会融资规模存量同比增速（2015.1-2017.9）

## 二、两大背离：M2与社会融资规模增速的背离（2）

## 背离原因

## □ 从细项构成来看：

- 企业存款增速的下降是拉动M2增速下滑的主要因素。企业存款增速从去年末的16.7%降至2017年9月的8.2%，下降了8.5个百分点。在企业存款增速显著下滑的同时，居民存款增速也出现小幅下滑，从去年末的9.5%降至2017年8月的8.4%，这也对M2增速产生了一定的负面影响。
- 本外币贷款是社会融资规模高增的主要推动力。9月，本外币贷款同比增速为13.1%，较年初的12.6%提升0.5个百分点。其中，不仅人民币贷款增速在回升，外币贷款也因为人民币贬值压力减小，增速也由负转正，2017年9月同比增长1.5%。



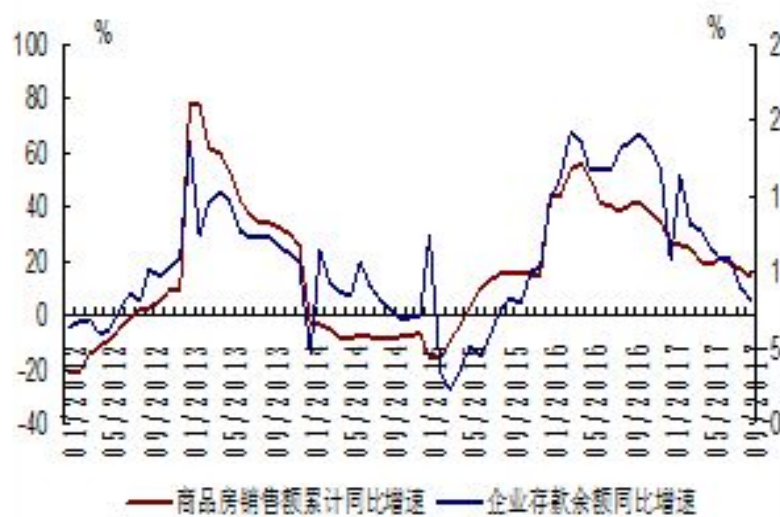
企业存款和储蓄存款同比增速（2016.1-2017.9）

## 二、两大背离：M2与社会融资规模增速的背离（3）

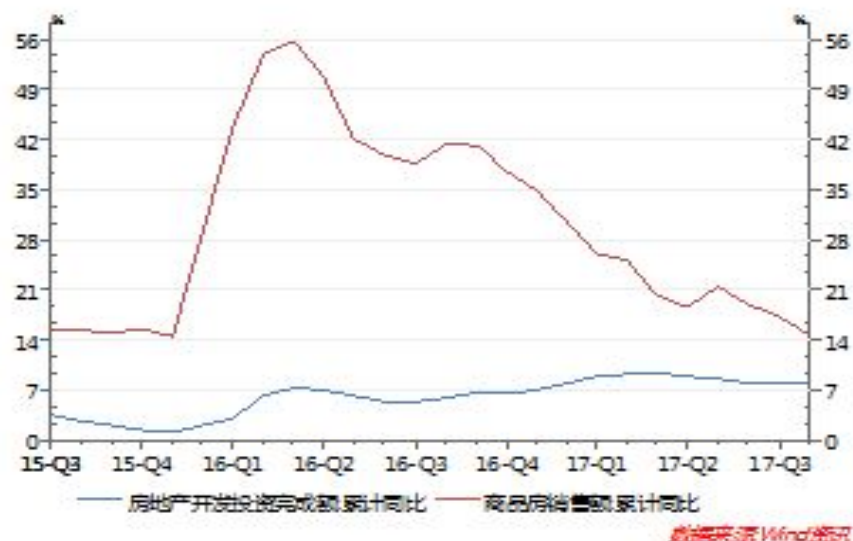
## 背离原因

□ 从背后原因来看，主要有三大因素对二者产生了不同方向的影响：

➤ 一是房地产销售降温。企业存款增速与房地产销售有明显正相关关系，2016年国庆节房地产新一轮调控后，房地产销售降温态势明显，这直接影响到企业存款增速，并进一步影响到M2；但在销售降温的同时，房地产投资却因传导时滞保持稳定增长态势，与之相关的融资活动则受影响不大。



企业存款和商品房销售额同比增速  
(2012.1-2017.9)



房地产投资和商品房销售额同比增速  
(2015.1-2017.9)

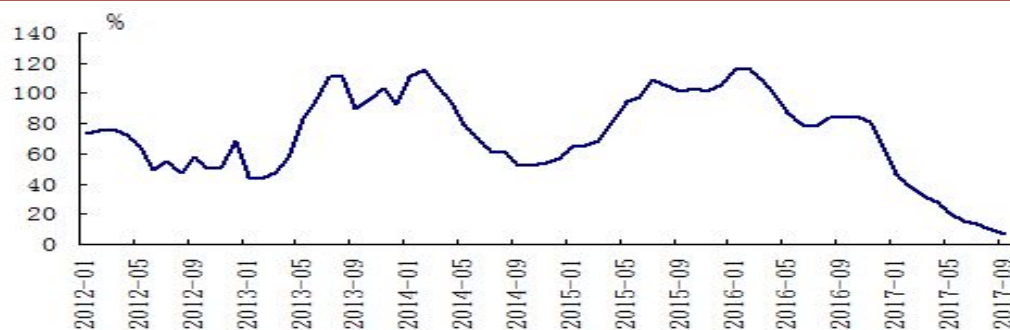
## 二、两大背离：M2与社会融资规模增速的背离（4）

## 背离原因

- 二是金融去杠杆特殊背景下统计因素的影响。金融去杠杆导致资金从表外向表内转移，这种变化由于M2和社融指标统计范畴的不同带来二者增速的背离。

M2主要统计流通中的现金和银行存款，理财、资金信托产品、证券投资基金和互联网金融等产品资金尚未纳入M2统计范围。今年以来尽管在金融去杠杆背景下表外理财增速下降，但货币基金、资金信托等产品增速却仍然较高。截至2017年8月，我国货币式基金6.3万亿元，同比增长39%；截至2017年6月，资金信托产品同比增长28.07%；券商资管产品、保险公司资管产品也发展迅猛。因此，如果考虑到货币式基金和资金信托等产品的增长，当前货币增速未必像M2显示的那么低。

今年以来在监管趋严的情况下，非标融资是大幅萎缩的，而表内部分又是社融指标重点统计的范围，一些非标融资尚未被纳入社融指标中，所以在一定程度上也造成了社融增速的虚高。可以从两个指标判断出非标融资的增长情况。一个指标是金融机构信贷收支表中的股权及其它投资，银行通过非银金融机构的信用投放主要体现在这一项，非标融资是其重要组成部分。2017年前9月，人民币股权及其它投资总额同比增速从去年底的64.4%大幅下降至9月的不到6.4%。另一个指标是银行理财规模的变化，今年以来理财资金同比增速从24%降至16%。

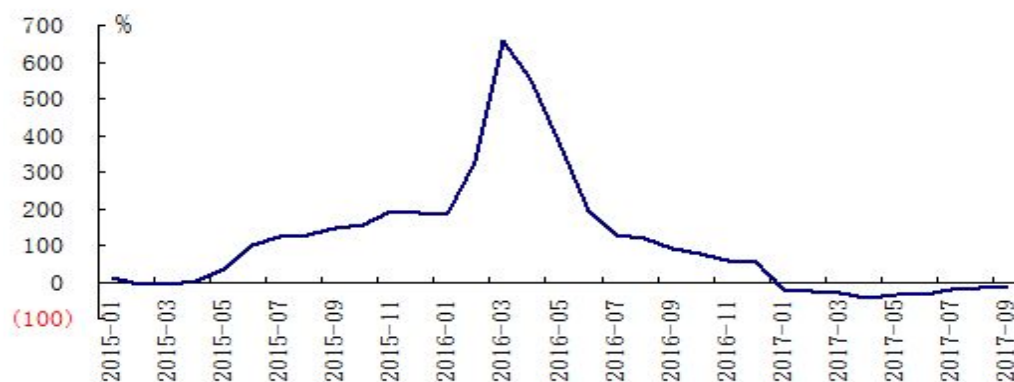


股权及其他投资同比增速  
(2015.1-2017.9)

## 二、两大背离：M2与社会融资规模增速的背离（5）

## 背离原因

- 三是政府融资的大幅下降。政府债务同比增速从去年底的54%降至9月的-12.6%。虽然财政存款没有被统计到M2中，但是政府融资却能创造货币。这是因为政府发债获取的资金并不会握在手里，而是会很快花出去，最终还是会转化为居民和企业的存款。所以政府创造货币的速度也在下降，这种下降虽然会拖累M2的增长，却没有在社融数据里体现。如果在社会融资规模基础上加上政府债券发行量，就会发现总融资增速从年初以来是下降的，从去年底的26.2%降至9月的6.1%。



政府债券发行量同比增速  
(2015.1-2017.9)

- 总体来看，当前M2和社融增速背离有房地产销售降温、政府融资下降等实际原因，但也有金融去杠杆特殊背景下出现的统计原因。因此，可以说，当前真实的货币增速没有像M2增速呈现的那么低，与此同时，融资增速也不像社融增速呈现的那么高。

### 三、未来经济走势及流动性状况预测（1）

#### 关于下一步经济走势

- 展望下一阶段，需求能否明显好转仍是判断经济能否持续复苏的关键。
- 目前来看，受房地产调控政策、去产能和环保政策趋严、融资环境趋紧等因素影响，四季度需求面会弱于上半年，企业经营压力将有所增大。财新9月综合PMI数据（包括制造业和服务业）已从8月份的52.4%降至51.4%，为本季度最低，显示第三季度末，中国整体经济活动的扩张势头减弱。而财新9月份服务业（PMI）数据仅为50.6%，环比跌2.1%，增速为21个月（2015年12月）以来最低。

#### 我们的判断

- 从2017年三季度GDP增速为6.8%，较前两个季度回调来看，也初步验证了我们对全年经济走势“前高后低”的判断，预计四季度GDP增速6.7%左右，2017年全年经济增长6.8%左右。

### 三、未来经济走势及流动性状况预测（2）



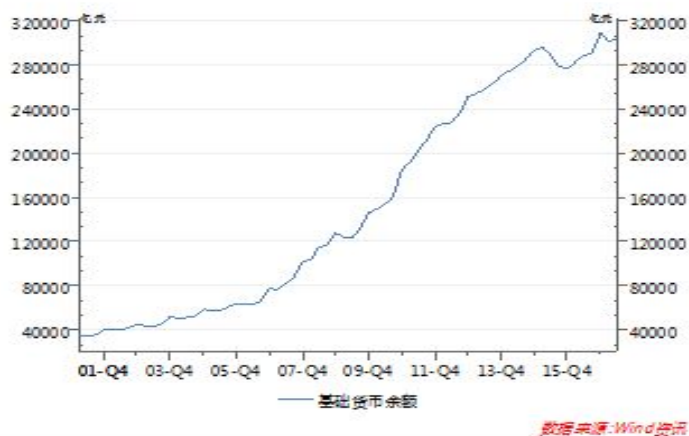
#### 十九大将开启中国新时代

- 十九大明确提出三步走战略目标：从现在到2020年，是全面建成小康社会决胜期。从2020年到2035年，基本实现社会主义现代化。从2035年到2050年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。
- 新时代我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。
- 未来一段时期，我国仍将坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，不断增强我国经济创新力和竞争力。

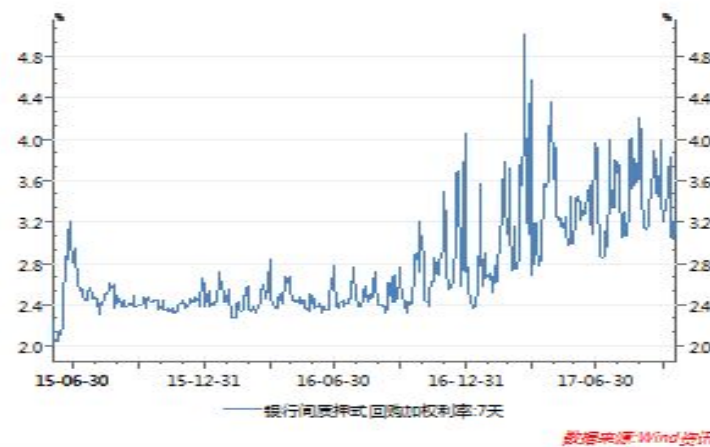
### 三、未来经济走势及流动性状况预测（3）

#### 未来货币供应量预测

- 从基础货币来看，今年以来在规模下降的同时却没有降准，表明央行维持货币紧平衡的态度非常明显。去年底基础货币存量为30.9万亿，但截至今年2季度末却降到了30.4万亿，下降了5000亿。尽管在2015年基础货币也因为外汇占款减少而大幅下降，但2015年连续四次降准，2016年3月存款准备金率也降了一次，主要目的就是对冲基础货币的下降。而今年以来央行控制基础货币增长的同时，却没有降准，维持货币紧平衡的态度非常明显。从操作上来看，央行“削峰填谷”，避免市场利率大幅波动。但从结果来看，7天银行间质押式债券回购利率从去年的日均2.55%上升到2017年下半年的日均3.43%，市场利率中枢大幅抬升。



基础货币余额 (2001.1-2017.9)

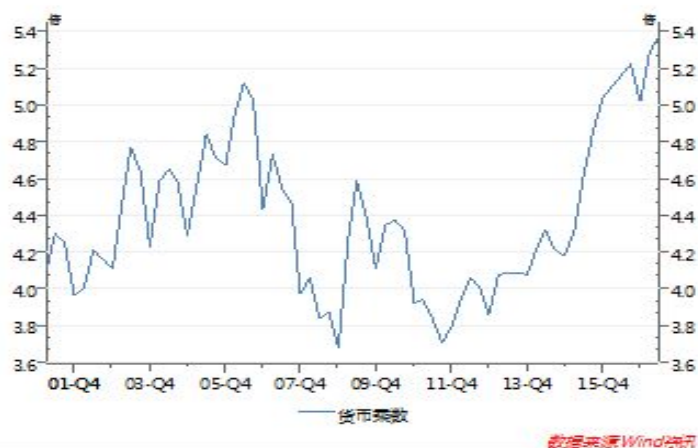


7天银行间质押式回购加权利率 (2001.1-2017.9)

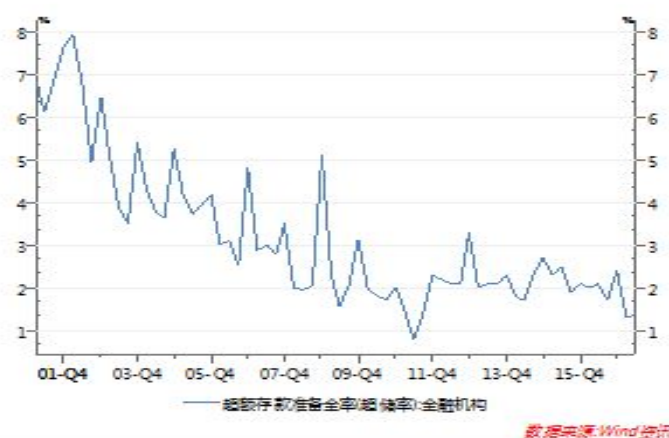
### 三、未来经济走势及流动性状况预测（4）

#### 未来货币供应量预测

- 从货币乘数来看，今年以来虽然存准率保持不变，但货币乘数大幅飙升，这主要是在基础货币下降的背景下，银行创造信用、创造货币的活动并没有停止，导致的结果是金融机构超储率大降。而从货币乘数的角度看，2015年的降准使货币乘数从4.2左右提高到5.0，2016年3月的降准使货币乘数进一步提高到5.3左右，但之后没再降准，货币乘数却攀升到了当前5.5的高位。这说明银行正在利用现有的基础货币，最大限度的创造新的货币出来。银行的超储率已降至历史低位，这说明银行创造信用的能力在接近极限。



货币乘数走势（2001.1-2017.9）



超额存款准备金率走势（2001.1-2017.9）

### 三、未来经济走势及流动性状况预测（5）

#### 未来货币供应量预测

- 展望未来的M2增速，过去影响M2低增长的因素依然存在，预计2017年四季度M2增速在低位徘徊格局不变，预计年内在9%-9.5%之间。
- 从2018年来看，在内有地产调控压力、外部主要发达国家货币政策回归常态的环境下，预计央行稳健中性政策基调不会改变。与2018年流动性直接相关的是2017年9月30日出台的定向降准政策，根据我们测算，本次降准释放的流动性在3000-6700亿元间，中位数约5000亿元左右，再乘以当前5.5的货币乘数，本次降准带来的M2新增约在2.75万亿元左右，对M2增速的影响大约为1.7%。基于此，预计2018年M2增速在11%左右，尽管增速高于2017年，但资金紧平衡态势不会发生明显改变。

## 四、商业银行应对举措（1）

在贷款向更高效领域倾斜的同时，多推出有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金

- 在流动性总体仍然偏紧的情况下，负债端成本必然不断攀升，在这样的情况下，建议必要时在风险系数大体一致的情况下优先放款给愿意接受更高利率的客户，将贷款向收益更高的领域倾斜。
- 与此同时，建议多推出更有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金。在资金紧张的情况下，企业为了给自我发展留出空间，防止资金链断裂，从资金结构上将倾向于留出更多的活期存款或者愿意购买更多的短期产品，基于此，建议我行理财产品或资管产品供给上能考虑资金市场的这一特征，多推出更有竞争力的短期产品，争取更多的负债资金，应对流动性偏紧的环境。

大力拓展中间业务，尤其建议加快发展交易银行业务

- 在流动性偏紧的背景下，商业银行作为经营资金的市场主体，就迫切需要进行业务创新，建议我行大力拓展中间业务，尤其建议加快发展交易银行业务。在资金紧平衡、利率市场化的背景下，银行负债业务竞争的核心已不再是规模，而是成本和稳定性，交易银行服务的核心对象是企业的营运资金，此类资金对安全性和流动性的要求较高，在交易过程中易形成结算存款沉淀，结算存款沉淀是银行低成本负债的重要来源，故开展交易银行业务能为商业银行吸取并沉淀成本低、稳定性良好的资金，提高银行负债业务的核心竞争力。

## 四、商业银行应对举措（2）

### 关注新产业、新领域业务机遇，适时开展信贷顶层设计

- 从制造业的发展趋势来看，随着我国制造强国和创新驱动战略的持续推进，制造业将不断进行换代升级和结构调整，从中低端向高端迈进。
- 预计未来电子及通信设备、仪器仪表、汽车、电气机械、医药、航空航天器及设备制造业等行业投资仍将保持高速增长。它们是中国经济增长的新动力，也是商业银行对公信贷业务的新增长点。
- 对此，我行要重点关注，适应新常态下的新变化，做好新产业、新业态信贷工作的顶层设计，从行业政策、业务流程、服务模式、营销机制等方面及时布局，抓住新的业务机遇。

### 对于产能过剩行业，要增强信贷政策的灵活性

- 面对产能过剩行业优质企业的经营业绩改善状况，要采取“有保有控”的方针，在防控产能过剩风险、清收存量融资的同时，努力腾出一定的信贷空间，为行业龙头企业和优质客户提供必要的融资支持。
- 对产能过剩行业中的那些引领行业发展、技术先进、管理优秀的重点类客户，或产品结构较好、能适销对路，技术工艺先进、节能环保、生产成本较低，仍能保持盈利增长的重点类客户，都应成为融资支持的重点。

# 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。