

研究报告

工研金融观察·2017年9月

总策划:周月秋 中国工商银行城市金融研究所所长

课题组长:樊志刚 中国工商银行城市金融研究所资深专家
邹民生 上海证券报首席编辑

课题组成员:王小娥、杨荇、朱妮、刘新、王晓娆

本期执笔:

朱妮、刘新、王晓娆

经济结构持续优化 “去杠杆去库存”成效显著

——2017年9月国内经济金融市场走势述评

要点:

➤8月,我国多项经济指标显示结构调整持续推进。高耗能产业增加值增速下滑,上游高耗能行业主要工业品产量增速出现不同程度下降,而高技术产业和装备制造业依然保持了较快的发展速度。房地产相关消费受楼市调控影响出现回调,新型消费模式蓬勃发展。投资增速跌落8%,但高技术制造业、装备制造业、制造业技改投资保持较快发展。

➤房地产去库存取得显著成效,全国住宅去化周期已经回落到12.3个月。在金融去杠杆政策的持续影响下,“影子银行”货币创造功能得到削弱,M2增速再创新低。住房贷款出现显著下滑,前期被过度货币追捧的房地产市场正在回归“居住”的本性。企业贷款明显增加,企业信心逐步恢复;表外融资继续收缩,人民币贷款在社会融资规模中继续担当主要部分。

一、经济领域：工业生产(1)

工业增加值增速回调

- 8月，规模以上工业增加值同比增速从7月的6.4%下降至6.0%，为今年以来的次低水平（1月仅增2.94%）。
- 一是前期工业品价格回调，库存周期步入尾声。5月至7月，PPI单月增速持续保持在5.5%，产成品存货累计增速从1-4月的10.4%一路下滑至1-7月的8%。二是环保督察和安全生产大检查的强力推动。8月，六大高耗能行业增加值同比增长2.9%，增速比上月回落0.4个百分点。



工业增加值同比增速（2011.8-2017.8）

一、经济领域：工业生产(2)



主要工业品产量单月同比增速
(2011.8-2017.8)

工业结构调整继续完善

- 8月工业增加值下滑主要是受高耗能产业增加值增速下滑的拖累，高技术产业和装备制造业依然保持了较快的发展速度。
- 8月，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长12.9%和11.6%，分别比上月加快0.8和0.9个百分点。
- 1-8月，计算机通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业、医药制造业增加值同比分别增长13.5%、12.7%和11.7%。

一、经济领域：固定资产投资（1）

投资增速回落， 产业结构继续向中高端迈进

- 1-8月，全国固定资产投资同比增速7.8%，增速比1-7月份回落0.5个百分点，并创2000年2月以来累计增速最低。
- 其中，高技术制造业和装备制造业投资同比分别增长19.5%和8.2%，制造业技改投资增长11.4%，生态保护和环境治理业、公共设施管理业、农业投资同比分别增长28.2%、24.3%和16.1%



固定资产投资累计增速
(2015.9-2017.8)

一、经济领域：固定资产投资（2）

基建和制造业投资增速回落，房地产投资增速保持平稳

- 1-8月，基础设施建设投资（不含电力）增长19.8%，比1-7月回调1.1个百分点；制造业投资同比增长4.5%，较1-7月放缓0.3个百分点；房地产开发投资同比增长7.9%，增速与1-7月持平。
- 财政支出“前高后低”的态势基本确定，意味着四季度基建投资的财政约束或加大；制造业持续维持在扩张区间，说明市场主体的信心在增强，制造业投资有望稳中有升；受房企融资渠道收窄、调控政策持续发力影响，房地产投资增速可能出现回调。



制造业、房地产、基建三大投资增速（2012.9-2017.8）

一、经济领域：消费（1）



社会消费品零售总额增速（2012.9-2017.8）

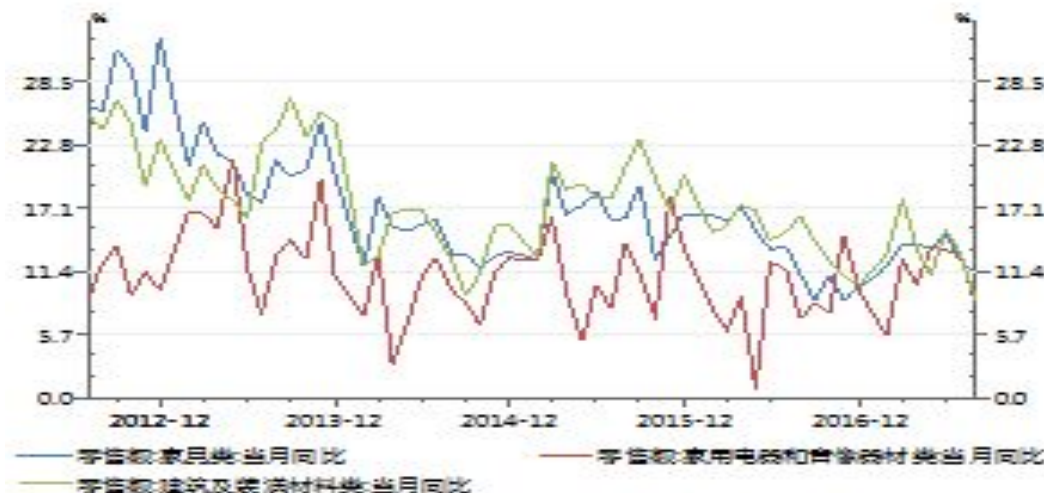
汽车、房地产相关消费增速下滑

- 8月，社会消费品零售总额名义同比增长10.1%，较上年同月放缓0.3个百分点。一是汽车消费增速下滑。今年购置税优惠政策力度减半，导致汽车类零售增速整体下台阶。8月限额以上汽车类零售增速继续下滑至7.9%。二是前期地产需求拉动减弱，拖累家电、家具、建材消费。地产销量增速出现回调，三四线地产销售也开始降温，使得地产相关消费相应回落。

一、经济领域：消费（2）

新型消费模式蓬勃发展

- “互联网+”行动计划推动线上线下加快融合，以网络销售和快递业为代表的互联网经济快速增长。1-8月份，全国实物商品网上零售额3.2万亿元，同比增长29.2%；非实物商品网上零售额增长52.9%；完成快递业务量237.9亿件，增长30.2%。
- 未来我国消费增长有望保持平稳态势。8月份消费者信心指数为114.7，比上月上升0.1点，处于多年来较高水平。



主要消费品零售总额增速（2014.1-2017.8）

一、经济领域：CPI和PPI



CPI涨幅稍有回升，全年通胀压力依然温和

- 8月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨1.8%，涨幅比上月回升0.4个百分点，非食品价格上涨是推升CPI的主因。CPI同比涨幅已经连续7个月低于2%。
- 8月CPI环比增长0.4%，比上月扩大0.3个百分点，主要源自食品价格上涨。受天气因素影响，蛋、鲜菜、猪肉等食品价格分别环比上涨13.5%、8.5%和1.3%。
- 农产品供应比较充足，工业消费品价格上涨有限，预计全年通胀压力依然温和。

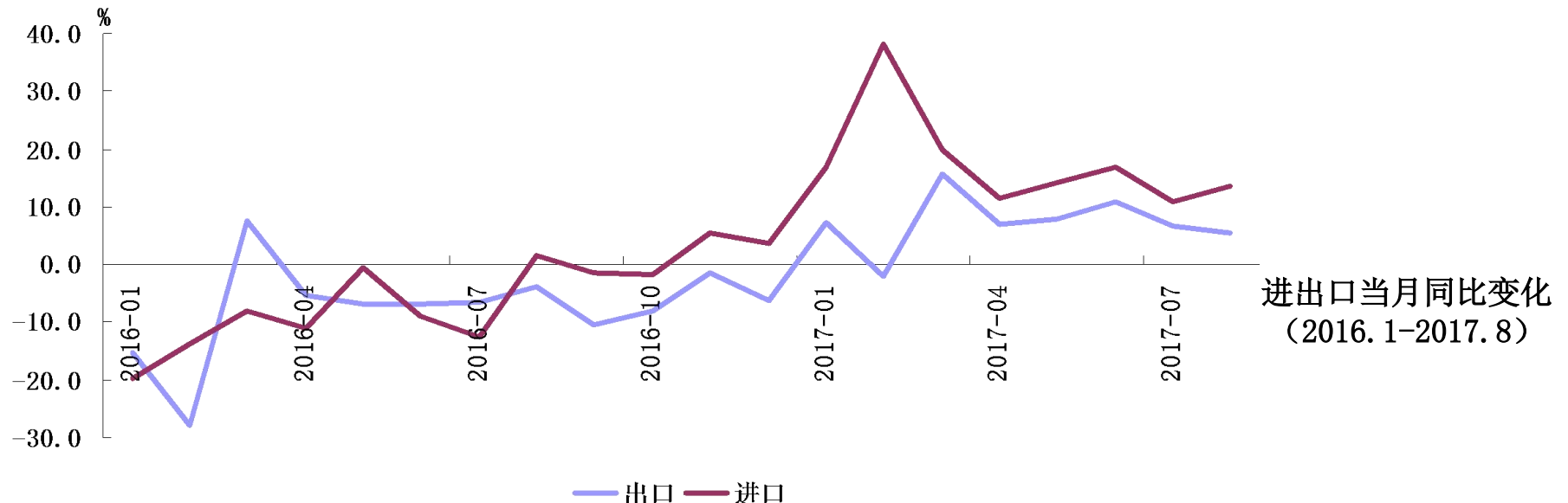
生产资料价格推动PPI上升

- 8月PPI同比上涨6.3%，比7月扩大0.8个百分点。其中，生产资料价格同比上涨8.3%，生活资料价格同比上涨0.6%。
- 8月份PPI上涨主要是一种输入性的价格上涨。8月，国际能源价格上涨4.4%，金属和矿产价格上涨8.2%，原材料价格上涨2.3%。
- 未来PPI的走势还有待继续观察。

一、经济领域：进出口

出口增长放缓，进口增长强劲

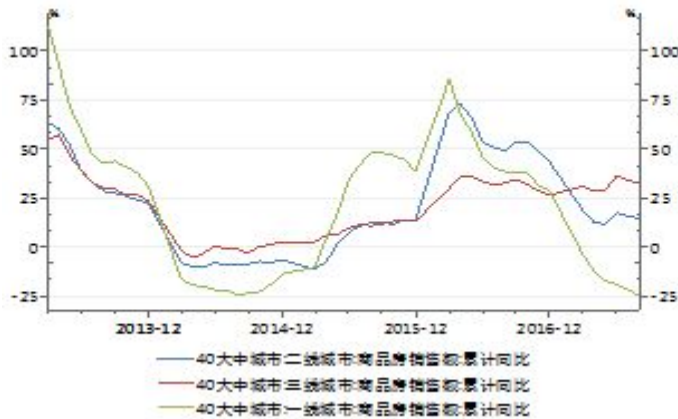
- 8月出口同比增长5.6%，比7月下滑1.2个百分点；进口增长13.5%，比7月加快2.6个百分点。受此影响，8月贸易顺差收窄为419.19亿美元。今年以来我国进口增速持续高于出口，8月二者之间的差距扩大至7.9个百分点。
- 从未来看，由于美国处于加息缩表大周期中，人民币汇率或将承受贬值压力，出口增速有望在8月基础上出现回升，加上9月出口数据基数回落，也将对出口增速形成支撑；国内制造业持续处于扩张区间，对大宗商品的进口需求有望继续保持稳定。



一、经济领域：房地产

楼市去库存成效明显，商品房销售速度有所放缓

- 自今年3月开始，全国商品房待售面积持续下滑，从2月末的70555万平方米下降至8月末的62352万平方米。尤其是库存积压较为严重的三四线城市，商品房销售明显加速。根据易居房地产研究院的报告，截至今年7月，全国住宅去化周期已经回落到12.3个月，接近2012年水平。
- 从商品房销售速度看，去库存或正在减速。1-8月，全国商品房销售面积同比增长12.7%，增速比1-7月回落1.3个百分点，比上半年回落3.4个百分点；商品房销售额增长17.2%，增速比上月回落1.7个百分点，比上半年回落4.3个百分点。



一、二、三线城市新建住宅价格同比变化
(2015.1-2017.8)

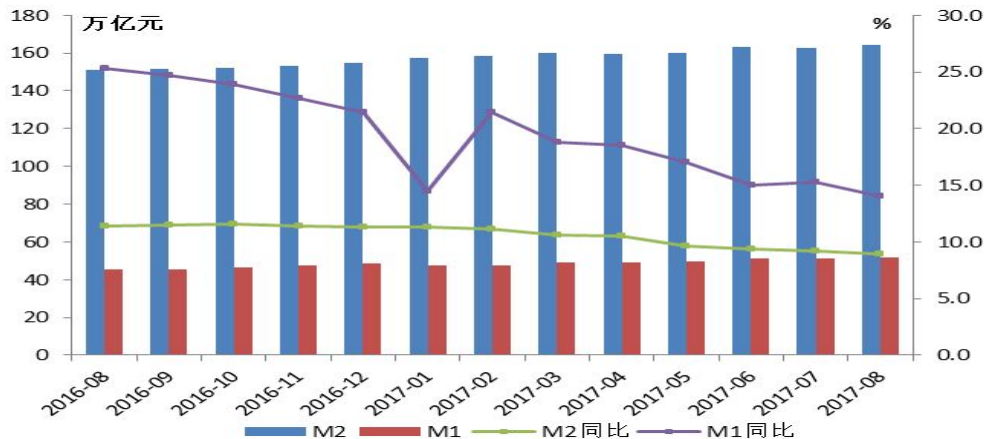


一、二、三线城市销售面积累计同比
(2015.1-2017.8)

二、金融领域：货币供应量

M2增速创新低，M1与M2“剪刀差”收窄

- 8月末，M2余额164.52万亿元，同比增长8.9%。至此，M2增速已连续四个月低于10%。
- 今年M2增速屡创新低的原因，一是2016年同期股市大幅波动导致上年基数较高；二是随着金融“去杠杆”的进程不断推进，“影子银行”货币创造功能受到限制；三是8月企业存款大幅下滑至3384亿元，仅为上月值的45.8%，存款派生效应减弱，导致M2增速回落。
- 8月M1和M2“剪刀差”降为5.1%，较上月收窄1个百分点。预计随着房地产销售降温、金融去杠杆推进，M1增速趋于下降，M1、M2增速剪刀差在年内也将继续收窄。

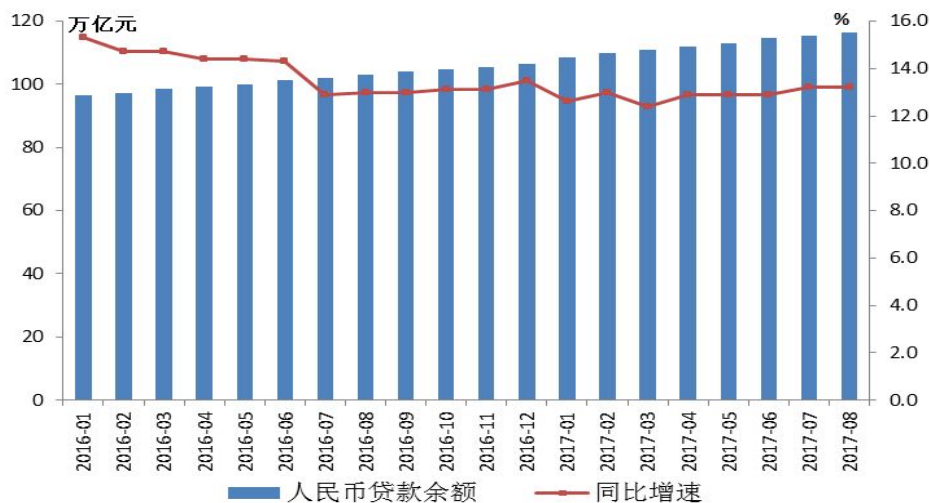


M1、M2余额及同比增速
(2016.8-2017.8)

二、金融领域：人民币贷款（1）

信贷增长总体平稳

- 8月末，人民币贷款余额116.49万亿元，同比增长13.2%，增速与上月末持平。8月人民币贷款新增1.09万亿元，同比多增1433亿元。
- 从结构上来看，主要是短期贷款与票据融资大幅增多带动，其中，导致短期新增人民币贷款波动的主要因素在于居民消费贷方面。随着对个人经营性贷款和个人消费贷款违规流入房地产市场监管的加强，预计消费贷款继续大规模增长的势头将有所放缓。



贷款余额及同比增速（2016.1-2017.8）

二、金融领域：人民币贷款（2）

住房贷款小幅回落，占比下滑

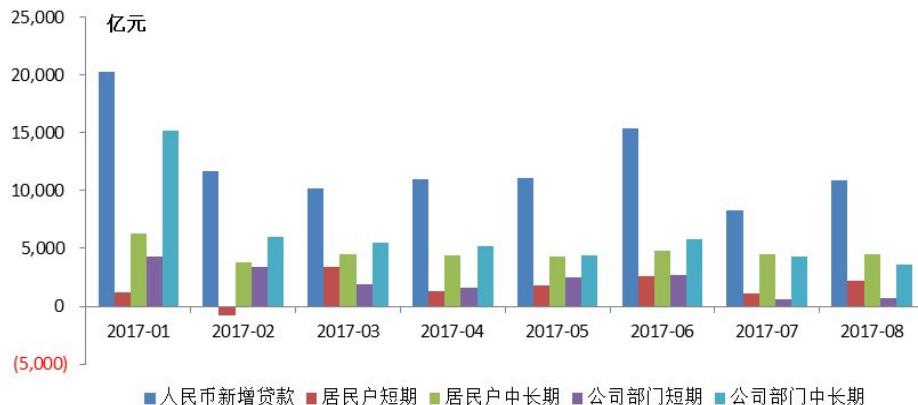
➤8月新增住房贷款4470亿元，较上月小幅减少74亿元，占全部新增贷款的比重由上月的55%下滑至41%，房地产市场调控及部分城市按揭贷款政策收紧对房贷需求的影响正在逐步显现。

➤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。

企业贷款显著增加

➤8月企业部门新增贷款4830亿元，同比增加3621亿元，占比由上月的42.8%上升至44.3%。其中短期贷款增加695亿元，中长期贷款增加3639亿元。

➤这一方面是因为在表外融资低迷的情况下，贷款成为企业融资主要途径，另一方面也反映出企业信心有所增强。



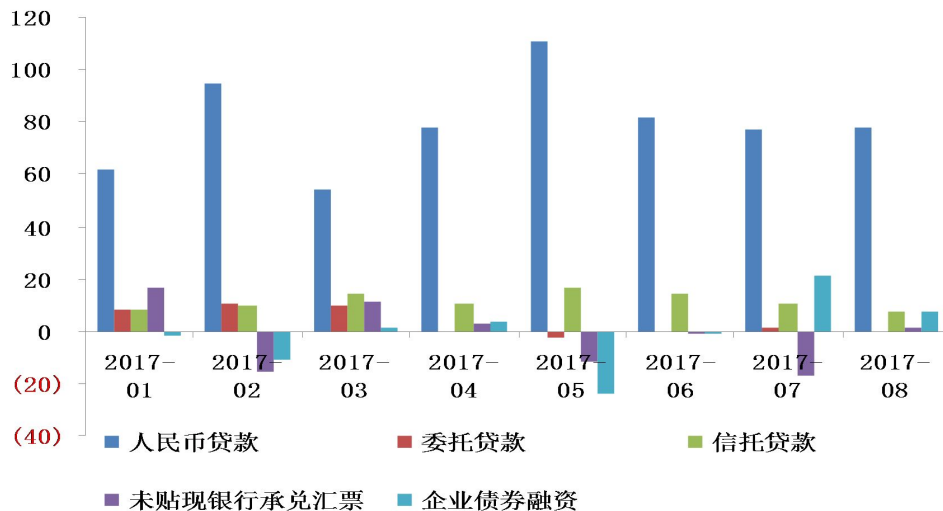
分部门新增贷款（2017.1-2017.8）

二、金融领域：社会融资规模

人民币贷款继续担当社融主要来源

➤8月，我国新增社会融资规模1.48万亿，同比多增186亿元，延续上月平稳增长的态势。

➤表内人民币贷款仍然是社会融资的主要来源。对实体经济发放的人民币贷款增加1.15万亿元，同比多增3497亿元；信托贷款增加1143亿元，同比多增407亿元；委托贷款减少82亿元，同比多减1514亿元；此外，债券净融资和非金融企业境内股票融资分别为1063亿元和653亿元，同比分别减少2173亿元和422亿元。



新增社会融资规模分项（2017.1-2017.8）

三、热点问题：外汇风险准备金率由20%调整为0

- 近日，央行下发了《关于调整境外人民币业务参加行在境内代理行存放存款准备金政策的通知》，境外人民币业务参加行在境内代理行存放存款准备金从即日起取消。另外，央行还下发了《关于调整外汇风险准备金的通知》，从9月11日起，外汇风险准备金率将从20%调整为0。

两项政策出台的背景

- 两项政策都是在前两年人民币汇率出现波动、资本流动呈现一定顺周期性的背景下出台的宏观审慎管理措施。
- 2015年8月，央行下发《关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，要求开展代客远期售汇业务的金融机构（含财务公司）向央行缴纳外汇风险准备金，准备金率暂定为20%。
- 2016年，为抑制跨境人民币资金流动的顺周期行为，央行对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金政策。

三、热点问题：2017年下半年货币政策展望

为何此时取消两项政策？

- 首先，在宏观经济趋稳、市场环境转向中性的情况下，有必要调整前期为抑制外汇市场顺周期波动而出台的逆周期宏观审慎管理措施。
- 其次，外汇风险准备金率降为零有助于降低企业远期购汇的锁汇成本，进而对远期外汇市场的购汇需求带来一定的促进作用，并在客观上对8月以来呈现的人民币快速升值态势进行适度降温。2015年关于缴纳外汇风险准备金的通知中指出，金融机构外汇风险准备金交存额依据上月远期售汇签约额确定，代客远期售汇业务按美元计算交存外汇风险准备金，非美元币种业务折算成美元交存。但是，在实际的业务操作中，这部分准备金的成本，银行往往会通过提高对客户的远期产品报价，转嫁给需要购汇的企业，客观上提升了企业的购汇成本，也对远期市场的价格产生扰动。

三、热点问题：2017年下半年货币政策展望

对于人民币对美元汇率走势的实质影响有限

- 从微观行为来看，企业签署远期购汇合约一般基于两种原因：一是远期有对外支付外汇的需求；二是在存在强烈的贬值预期下，企业利用远期售汇进行投机套利。目前，企业基于衍生品来实现套期保值的需求并不突出，人民币贬值预期也已明显逆转，投机套利需求亦有限，故整体上远期外汇市场的购汇需求相对有限。
- 从宏观层面来看，决定人民币汇率走势的核心因素还是在于宏观经济基本面，调降外汇风险准备金率至零，对人民币汇率走势有一定影响，但不宜夸大。

我们的判断

- 9月前两周人民币对美元汇率的急涨急跌，与市场预期变化带来的“羊群效应”密切相关。调降外汇风险准备金率至零的信号意义更值得关注，监管当局将此前一些临时性的外汇管制措施重新调整回中性是最主要的考虑，我国促进人民币国际化、改进外汇市场价格发现机制、促进人民币汇率形成机制市场化的又一举措。

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。