

研究报告

2016年第92期

2016.10.08

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、朱妮、杨荇、
藏波、刘新

经济数据企稳向好 居民杠杆需引警惕

——2016年9月国内经济金融市场走势述评

要点

- 2016年8月，我国经济运行有企稳苗头。固定资产投资趋稳，民间固定资产投资增速止跌回升，国内消费需求继续回暖，进出口数额加快回升。不过中国的结构调整转型升级正处在关键阶段，结构调整的阵痛还在释放，不稳定性、不确定性还比较多；积极的财政政策带动基建投资反弹，但有可能透支后续政策空间；去产能任务的加速进行，将使工业增长承压。此外，楼市热度依旧不减，需要引起高度关注的是最近发生的“限购潮”、“离婚潮”和部分企业“卖房保壳”事件，均是楼市泡沫衍生出的几个表现。种种迹象揭示，今年的楼市泡沫与去年的股市泡沫是如此的相似，粗略估计目前楼市的杠杆率已达灾前最高点的近2倍。在地产泡沫扩大，年底美联储加息概率仍高的局面之下，央行再度重启公开市场14天逆回购操作，意味货币政策中性仍是短期主题。截止8月底，地方债发行规模约为4.8万亿，已超过去年全年3.8万亿的总发行量。地方政府收入有限但支出高增，加之地方债发行已经接近年内上限，意味着积极财政政策也面临严峻考验。外汇市场方面，由于市场主体结汇意愿趋稳，以及投资收益等季节性购汇需求回落，引致我国跨境资金流出压力有所缓解。

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。

经济数据企稳向好 居民杠杆需引警惕

——2016年9月国内经济金融市场走势评述

一、投资趋稳，消费回暖，进出口向好

（一）投资增速趋稳，投资结构继续优化

固定资产投资增速趋稳，制造业投资增速继续回升。1-8月份，全国完成固定资产投资（不含农户）36.63万亿，增长8.1%，增速与1-7月份持平；8月份当月增长8.2%，比7月份加快4.3个百分点。1-8月份，制造业投资11.65万亿，增长2.8%，增速虽比1-7月份回落0.2个百分点，但8月份当月投资增长2.1%，比7月份加快0.5个百分点，制造业当月投资增速已连续两个月小幅回升。

基础设施投资快速增长，“补短板”效应明显。截止8月底，基础设施累计投资7.08万亿，同比增长19.7%，增速比1-7月份加快0.1个百分点；占全部投资的比重为19.3%，比去年同期提高1.8个百分点，为整体投资增速趋稳发挥了重要支撑作用。中、西部地区基础设施投资高速增长。1-8月份，中、西部地区基础设施投资4.09万亿，累计同比增长29.1%，增速比1-7月份加快1.1个百分点，占全部基础设施投资的57.8%，比去年同期提高4.2个百分点。中、西部地区基础设施投资主要集中在铁路、农村公路、农田水利等薄弱领域。

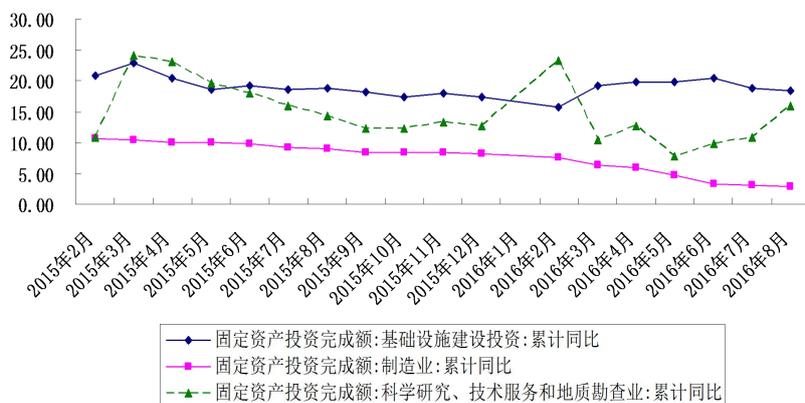
基础设施投资快速增长，显示出积极的财政政策正在发力，但要注意有可能透支后续政策空间。同时，中、西部地区基础设施投资高速增长，体现中央“既利当前，更利长远”的政策意图。

新旧发展动能转换步伐加快。1-8月份，工业高技术产业投资1.38万亿，同比增长11.8%，增速比全部工业投资高8.9个百分点，占全部工业投资的比重为9.8%，比去年同期提高0.8个百分点。与高技术产业投资的较快增长相反，



1-8 月份，高耗能行业投资 4.17 万亿，同比增长 3.8%，增速比 1-7 月份回落 0.8 个百分点，其中高耗能制造业投资下降 3.1%。

图 1 部分行业固定资产投资增速



数据来源: WIND, 中国工商银行城市金融研究所

旅游、文体、健康等消费领域投入加快。随着消费升级的逐步推进，我国内需结构持续调整，与旅游、文化、体育、健康、养老“五大幸福产业”相关领域的投资也出现了快速增长。1-8 月份，公园和旅游景区管理业投资增长 42.2%；文化及相关产业投资增长 17.1%；健康服务业投资增长 17.2%。

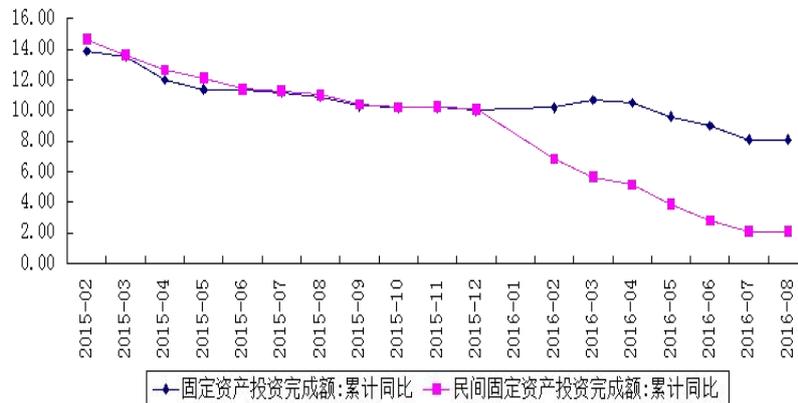
科研、教育领域投资快速增长。1-8 月份，科学研究和技术服务业投资增长 15.9%，增速比 1-7 月份加快 5 个百分点；教育投资今年以来始终保持快速增长的势头，1-8 月份增长 22.8%。

高能耗产业投资下降，高新产业投资快速增长，“去产能”与“补短板”并行，“一去”和“一补”显示出“供给侧”结构性改革的政策效果正逐步显现。随着各项改革措施的逐步落地，供给侧改革的政策效果将细水长流，滋润中国经济发展的各个方面。

(二) 民间投资增速止跌回升，经济复苏动能仍显不足

民间固定资产投资 1-8 月份累计 22.5 万亿，同比名义增长 2.1%，增速与 1-7 月份持平，且与全国固定资产投资增速的差距扩大至 6%；8 月，民间投资当月增长 2.3%，结束了连续 7 个月的增速下滑态势。而同期的国有控股企业投资却增长 21.4%，约是民间投资增速的 10 倍。

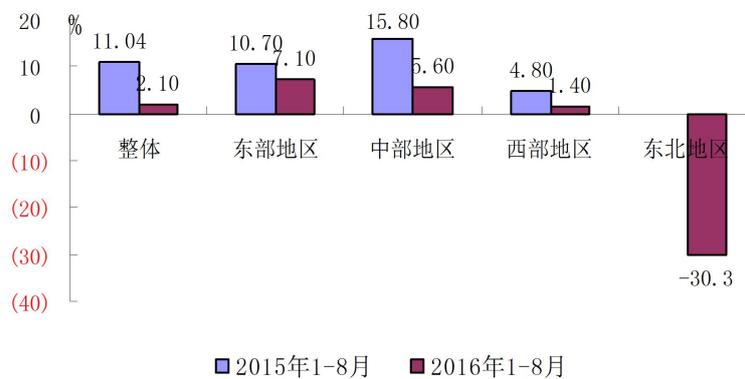
图2 民间固定资产投资增速持续低迷



数据来源: WIND, 中国工商银行城市金融研究所

从地区来看, 东北和中部地区下降最突出。今年前8月, 中部地区民间投资增速 5.6%, 较去年同期下降 10.2 个百分点; 东北地区民间投资增速则大幅下滑至-30.3%, 民间投资的断崖式下降主要来自这两个区域。

图3 民间投资分区域增速

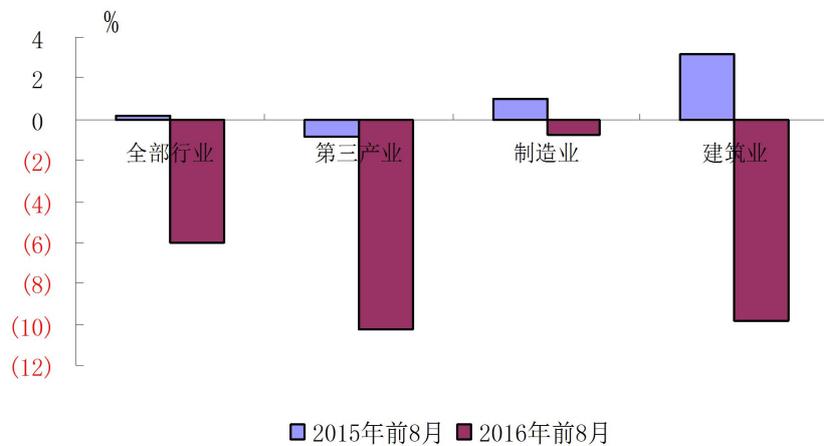


数据来源: WIND, 中国工商银行城市金融研究所

从行业来看, 制造业是民间投资下降的最主要来源。制造业民间投资增速从去年同期 9.9%, 下降至今年前8月的 2.1%。从制造业细分行业看, 本该做“减法”的行业增速却出现了上升, 该做“加法”的行业却在做减法, 需要压缩产能的黑色金属冶炼及压延加工业增速较去年同期上升 14.9 个百分点, 但需增加供给的水利、环境和公共设施等领域的民间投资增速在大幅下降。



图 4 分行业民间投资与各自固定资产投资增速差距



数据来源：WIND，中国工商银行城市金融研究所

（三）消费品零售额同比增速加快，CPI 环比继续增长

消费品零售额继续增长，消费需求保持旺盛。1-8 月累计实现社会消费品零售总额 21.05 万亿，同比增长 10.3%，增速与 1-7 月份持平。8 月当月，全国社会消费品零售总额达到 2.75 万亿，同比增长 10.6%，增速较上月加快 0.4 个百分点。

网上商品零售继续保持快速增长。1-8 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 25.5%，高于同期社会消费品零售总额增速 14.9 个百分点。**部分与消费升级相关商品增长较快。**8 月份，限额以上单位通讯器材类增速仍保持 10% 以上较快增长；SUV、MPV 销售量保持在 30% 以上的增速；文化办公用品类增长 13.6%，比上月加快 6.3 个百分点。**居住类商品增长较快。**受房地产市场回暖的影响，8 月份，限额以上单位建筑及装潢材料类增长 16.3%，比上月加快 1.3 个百分点；家具类增长 11.1%，增速虽比上月有所回落，但仍保持 11% 以上的较快增长。**汽车消费加快增长仍是社会消费品零售总额增长的重要拉动因素。**8 月份，限额以上单位汽车类增长 13.1%，增速比上月加快 3.9 个百分点。汽车销售加快增长的原因主要有：一是从基本面来看，中国目前处在消费结构升级的关键时期，住类和行类的商品这几年一直保持较快增长。此外，8 月份汽车销售提速跟政策刺激有一定的关系。中国去年年底出台了一个政策，对 1.6 升及以下小排量汽车

有优惠补贴政策，这个政策按照计划未来几个月到期，到期之前一部分消费潜力提前释放。

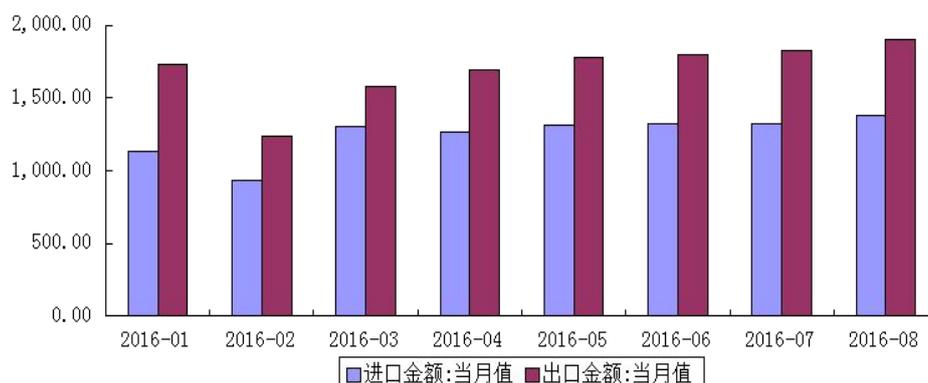
居民消费价格环比略有上涨，同比涨幅有所回落。8月份，居民消费价格指数同比上涨1.3%，环比上涨0.1%。从同比看，CPI同比涨幅比上月回落0.5个百分点，主要是由于食品价格同比涨幅回落较多。去年8月份，食品价格环比上涨1.6%，是2011年以来同期最高环比涨幅，抬高了今年8月份的对比基数，本月食品价格同比涨幅仅为1.3%，比上月回落2.0个百分点，直接影响CPI同比涨幅比上月回落0.38个百分点。从环比看，8月份食品价格环比上涨0.4%，非食品价格环比持平。非食品当中，受国内成品油调价影响，汽油、柴油价格环比分别下降3.0%和3.1%；租房房租价格连续7个月上涨，环比涨幅为0.4%。

CPI数据总体保持稳定态势。从食品价格讲，进入冬季，尤其是节假日的影响，会导致三四季度尤其四季度，食品价格上涨的概率大一点，这可能会对CPI有一个拉升作用。

（四）进口增速由负转正，进出口总额加快回升

8月份，国内进出口总额同比增长7.9%。其中，出口增长5.9%，比上月加快4.2个百分点；进口增长10.8%，上月为同比下降5.7%，进口增速由负转正，说明国内市场需求确实出现了回升。进出口相抵，顺差3460亿元。出口和进口增速都出现了加快回升的势头。

图5 2016年进出口额月度变化（亿美元）



数据来源：WIND，中国工商银行城市金融研究所



进出口总额加快回升，首先得益于国内外需求的积极变化。从国外来讲，世界经济缓慢复苏，尤其是近两个月国际间的贸易量较前段时间有所改善，BDI指数（波罗的海干散货指数）8月份基本上是在700点以上运行，9月份已经达到800点左右了，而6月份基本上都是600点以上的区间运行。从国内角度来讲，中国工业企稳，消费市场回暖，在一系列稳增长政策的作用下，内部需求有所回升，带动了进口。其次，中国政府积极实施稳出口政策。针对中国出口这几年连续下滑，相关部门出台了一些鼓励出口、支持出口的政策，主要是从改善服务的角度为进出口创造一些好的环境和条件，有利于进出口向好的方向发展。第三，与汇率的变化也有一定的关系。8月份人民币略有贬值，有利于出口，当然也有基数的问题，去年8月份出口是下降的。

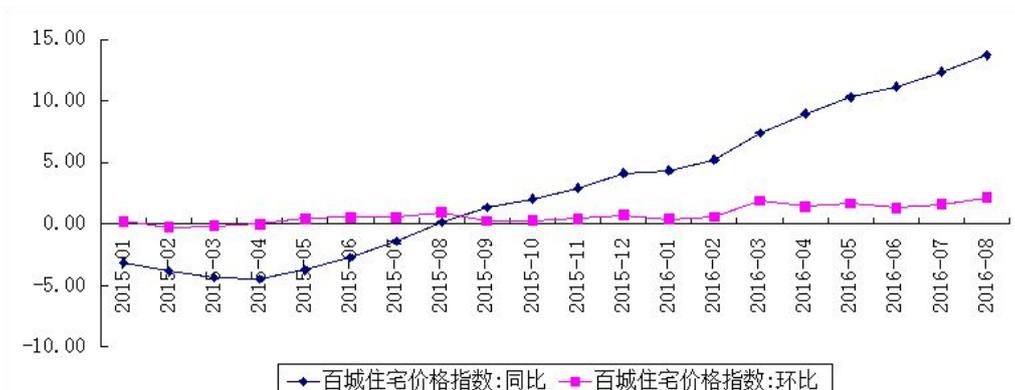
从投资、消费和进出口的数据指标来看，8月份的经济运行确实有积极的变化，尤其在供给侧结构性改革和一系列稳增长、调结构的政策作用下，市场供求关系、经济结构、发展质量都有所改善。但8月数据显示的只是一个月的变化，向好势头是否能够持续，还要看未来几个月的情况。当前的国际环境依然复杂严峻，世界经济总体上复苏还是比较疲弱，不稳定性、不确定性还比较多。另外，中国的结构调整转型升级正处在关键阶段，结构调整的阵痛还在释放；积极的财政政策固然带动基建投资反弹，但有可能透支后续政策空间；去产能任务的加速进行，将使工业增长承压。所以经济下行压力还不小，经济是否企稳还需进一步观察。

二、楼市热度不减，开发商拿地节奏趋稳

（一）楼市热度不减，百城住宅均价上涨

8月，百城（新建）住宅价格环比上涨2.17%，涨幅较上个月扩大0.54个百分点。从涨幅城市个数来看，68个城市环比上涨，29个城市环比下跌，3个城市持平。与上月相比，本月价格环比上涨的城市数量增加2个，其中涨幅在1%以上的城市有36个，较上月增加7个。北京、上海等十大城市（新建）住宅均价为23568元/平方米，环比上涨2.72%，涨幅较上个月扩大0.52个百分点；同比上涨18.06%，涨幅较上个月扩大0.87个百分点。

图6 百城住宅价格指数变动



数据来源：WIND，中国工商银行城市金融研究所

整体来看，8月楼市热度不减，百城住宅均价环比、同比均扩大，部分城市房价涨幅较大且主要集中在长三角、珠三角和环渤海三大城市圈。

政策方面，8月3日，国家发改委发布《更好发挥投资对经济增长的关键作用》，表示要进一步促进房地产投资健康发展，因城施策加大调控力度；此后，热点城市调控不断加码，苏州、南京两地政府均出台提高二套房首付比例、调整土地竞拍方式等政策，平抑房价涨幅；长沙、乌鲁木齐等库存压力较大的城市通过放宽住房公积金贷款政策、给予财政补贴等措施刺激需求释放，鼓励去库存。供应方面，一二线“地王”频出，助推地价上涨，提升房价上行预期，带动房企提高销售价格。需求方面，核心城市成交仍维持较高热度，且继续向周边城市传导。

在热点城市楼市持续高温情况下，预期房地产调控力度将进一步加大，同时随着市场传导效应不断显现，未来或有更多城市加入政策收紧行列。价格方面，随着楼市进入“金九银十”的传统旺季，市场供需两端整体将持续上行，百城住宅均价的上涨趋势有望延续。此外，房地产市场分化调整的走势是今后一个时期的主基调，这就决定了房地产调控政策要因地制宜、因城施策，遵循房地产市场本身的客观规律。

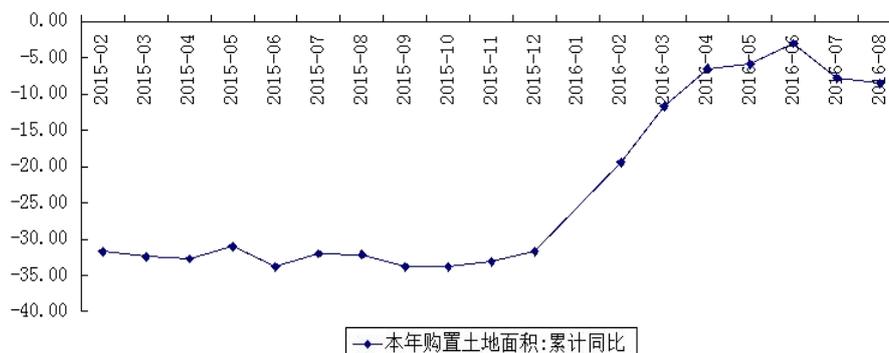
（二）开发商拿地节奏趋稳，住宅投资仍是重点



1-8 月份，全国房地产开发投资 6.44 万亿，同比名义增长 5.4%，增速比 1-7 月份提高 0.1 个百分点。其中住宅投资 4.31 万亿，增长 4.8%，增速提高 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 66.9%。

1-8 月份，房地产开发企业土地购置面积 12922 万平方米，同比下降 8.5%，降幅比 1-7 月份扩大 0.7 个百分点；土地成交价款 4632 亿元，增长 7.9%，增速提高 0.8 个百分点。

图 7 本年购置土地面积累计同比



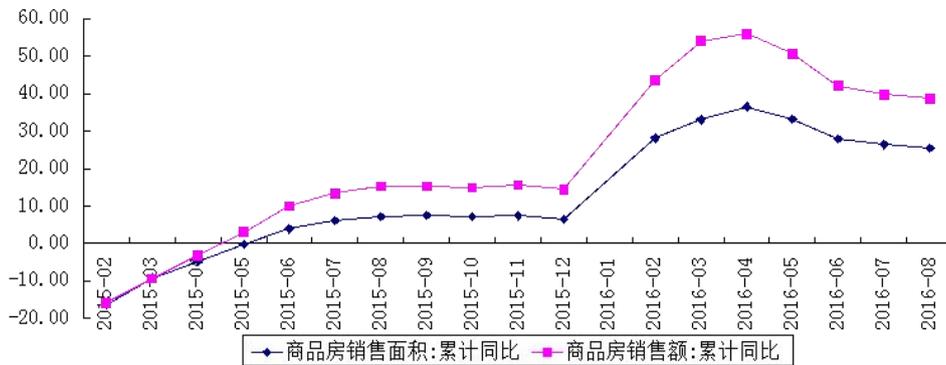
数据来源：WIND，中国工商银行城市金融研究所

（三）商品房待售面积持续减少，去库存效果初步显现

8 月底，商品房累计销售面积 87451 万平方米，同比增长 25.5%，增速比 1-7 月份回落 0.9 个百分点。其中，住宅销售面积增长 25.6%，办公楼销售面积增长 35.3%，商业营业用房销售面积增长 17.4%。商品房销售额 6.66 万亿，增长 38.7%，增速回落 1.1 个百分点。其中，住宅销售额增长 40.1%，办公楼销售额增长 56.1%，商业营业用房销售额增长 19.5%。

8 月末，商品房待售面积 70870 万平方米，比 7 月末减少 512 万平方米。其中，住宅待售面积减少 639 万平方米，办公楼待售面积减少 2 万平方米，商业营业用房待售面积增加 54 万平方米。

图8 商品房销售面积和销售额同比变动

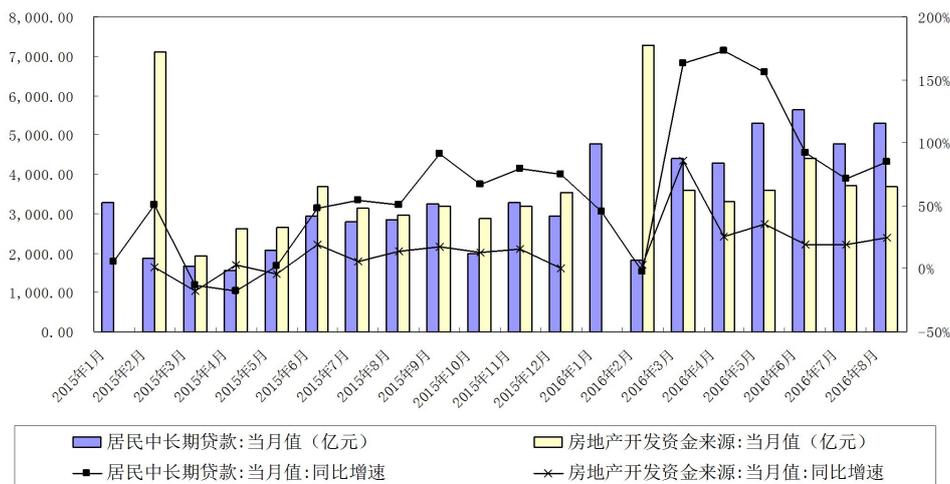


数据来源: WIND, 中国工商银行城市金融研究所

三、居民部门加杠杆, 催使地产泡沫“接棒”股市泡沫

8月, 全社会融资规模新增1.47万亿, 比7月增加了近万亿, 当月同比增长35%。其中, 新增贷款7969亿, 较7月增加3419亿元; 居民中长贷新增5286亿, 较7月增加513亿元, 占全部新增贷款的66.33%; 非居民中长贷减少80亿, 同比减少1297亿。居民部门的房贷大增和非居民部门的贷款收缩, 一方面说明地产依然被视为良好的投资标的, 吸引着社会投资; 另一方面说明地产市场的持续火热对其他产业存在资金投入的“挤出效应”; 当然, 地方债务置换的冲击也是一个重要原因。截止8月底, 地方债置换规模达3.68万亿。今年全国人大批准地方债务置换额度为5万亿元。

图9 居民部门和企业部门的贷款情况



数据来源: WIND, 中国工商银行城市金融研究所



我国楼市的杠杆率已经超过2015年股市疯狂时期的杠杆率。为观察楼市杠杆率，这里进行一个简单的估算：2015年我国的城镇人口7.7亿人，假设每户家庭为3人，每户家庭住房面积为80平方米，单位面积商品房销售价格为6793元/平方米（2015年全国平均水平），由此计算我国商品房的市场价值约为140万亿（ $(7.7\text{亿人}/3\text{人}) \times 80\text{平方米} \times 6793\text{元/平方米}$ ）。6月底，个人购房贷款余额15.4万亿，开发贷款余额5.9万亿。由此可知，地产杠杆率约为15.25%（ $(15.4\text{万亿}+5.9\text{万亿})/140\text{万亿}$ ）。2015年股市杠杆资金最高时为4万亿，对应约50万亿的市值，杠杆率约为8%。可见，楼市的杠杆率已达股市高点的近2倍，所以居民房贷和房价均高速增长的状态难以长期持续，一旦发生楼市价格下跳，其给中国经济带来的系统性风险将比股市更大。

与此同时，我国房地产泡沫表现出梯度转移的特性。据国家统计局数据显示，8月份，70个大中城市价格上涨的有64个，持平的有2个。其中，东部二线城市表现出领涨的势头，涨幅前列的城市分别为郑州、上海、无锡、合肥、福州、南京、厦门等。土地交易依然呈现火爆局面，卖地最多的50大城市土地出让金高达1.51万亿，同比增幅高达51%。全国单宗土地超过10亿的地块合计有65宗，其中溢价率超过100%的“地王”达46宗，成为历史上地王最为密集的月份。东部二线城市之所以成为房价领涨区归因为两方面：一是这些地区是国家经济战略导向和交通便捷导向的双重叠合区；二是这些城市的政策环境较为宽松，投资门槛较一线城市偏低。

四、货币政策和财政政策的调控空间面临考验

在地产泡沫扩大，年底美联储加息概率仍高的局面之下，央行再度重启公开市场14天逆回购操作，意味着宽松货币政策将短期延后，货币政策中性仍是短期主题。8月，CPI同比增加1.3%，连续4个月下降，创2015年10月以来的新低，这主要归因为基数效应和食品价格回落。充足的就业和温和的通胀是货币政策调控的两个参考，通胀回落将收缩货币政策的调控空间。同时需要注意的是，央行去年年底开始频繁使用逆回购、MLF、SLF和其他短期流动性调节工具，目的是增加货币政策的灵活性，同时引导资金流入实体经济，避免大水漫灌催生

资产泡沫。所以，市场不必过分解读央行逆回购操作。

截止8月底，地方债发行规模约为4.8万亿，已超过去年全年3.8万亿的总发行量。今年全国人大批准新增地方政府债务限额为1.18万亿，目前已发行1.13万亿，逼近新增限额。8月地方政府收入同比增速虽然扭转了6、7月份-8.6%和-3%的缩减态势，但仅增加1%。财政性存款沿着季节性趋势变化，从上月的增加4882亿转为减少1809亿。8月当月地方财政支出增速11.7%，较上月提升9.7个百分点。地方政府收入有限但支出高增，加之地方债发行已经接近年内上限，意味着积极财政政策也面临严峻考验。同时，也要看到，由于土地增值收益是地方债偿付保证的重要源头，所以地产的繁荣还是为地方债务化解带来了积极一面，地方政府应该把握这一外部机遇。

五、外汇供求趋向平衡，跨境资金流出压力暂缓

推动外汇供求趋向平衡的因素继续发挥积极作用，引致我国跨境资金流出压力有所缓解。8月银行结售汇逆差95亿美元，环比下降70%，为2015年7月以来月度最低值。8月份，非银行部门涉外收付款逆差80亿美元，环比下降75%。其中外汇收付差额由7月份逆差13亿美元转为顺差197亿美元；人民币收付逆差277亿美元，环比下降10%。

外汇供求趋向平衡可能有三方面原因：一方面是市场主体结汇意愿趋稳，售汇比例进一步降低。8月份，受限于希拉里“健康门”政治风险的提升，以及美联储年底加息预期的渐明，引致市场主体结汇意愿趋稳。银行客户卖出外汇金额与涉外外汇收入之比为59.2%，较7月份提高0.9个百分点；银行客户买入外汇金额与涉外外汇支出之比为67.4%，较7月份下降1.3个百分点。

二是部分渠道的跨境外汇融资继续回升。8月末，企业海外代付、远期信用证等进口跨境外汇融资余额较7月末增加79亿美元，已连续6个月增长；8月份，企业跨境外汇贷款资金净流入61亿美元，较5-7月份月均净流入7亿美元的规模明显增加。

三是投资收益等季节性购汇需求回落。从历史情况看，6、7月份是外资企业利润汇出、境外上市公司分红派息的高峰，随后将有所下降。8月份，投资收



益购汇环比下降31%。此外，8月份仍是境内居民境外旅游、留学购汇较多的时期，但当月旅行项下购汇环比下降3%，同比下降16%，说明前期个人购汇需求得到较大释放，同时说明当前个人购汇仍较为理性。