

# 研究报告

2019年第28期

2019. 3. 15

课题组长：周月秋 樊志刚

课题组成员：王小娥、杨若  
朱妮、刘新、王晓娆

本期执笔：刘新

## 经济下行态势未变，政策托底效果尚待显现

——2019年3月国内经济金融市场走势述评

### 1.国内宏观经济走势

- 工业：工业生产继续承压，经济下行压力依然较大。
- 投资：固定资产投资增速小幅反弹，主要受房地产和基建投资支撑。
- 消费：消费增速依然徘徊在底部，房地产类消费明显下滑是主要拖累因素。
- 外贸：进出口现断崖式负增长，外需趋弱、内需疲软和中美贸易摩擦效应凸显是主要影响因素。
- 物价：CPI、PPI涨幅继续回落，工业通缩风险仍存。
- 房地产：房地产价格涨幅总体稳定。

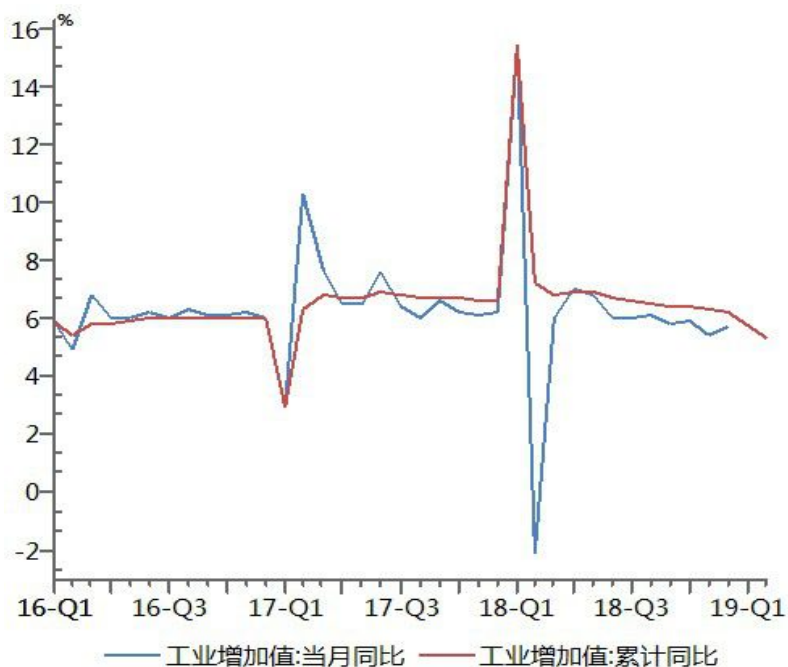
### 2.国内金融走势

- 市场流动性：M1增速小幅反弹，M2增速有所回落；货币市场利率较上月小幅上行，国债期限利差有所扩大。
- 金融机构存贷款：企业存款同比少减，居民存款同比少增，非银金融机构存款同比多增，财政存款上升较快。
- 社会融资规模：人民币贷款仍是社融主力，票据融资大幅降温带动表外融资再次大幅转负。
- 金融市场：人民币汇率企稳升值；股市较快上涨。

### 3.热点问题

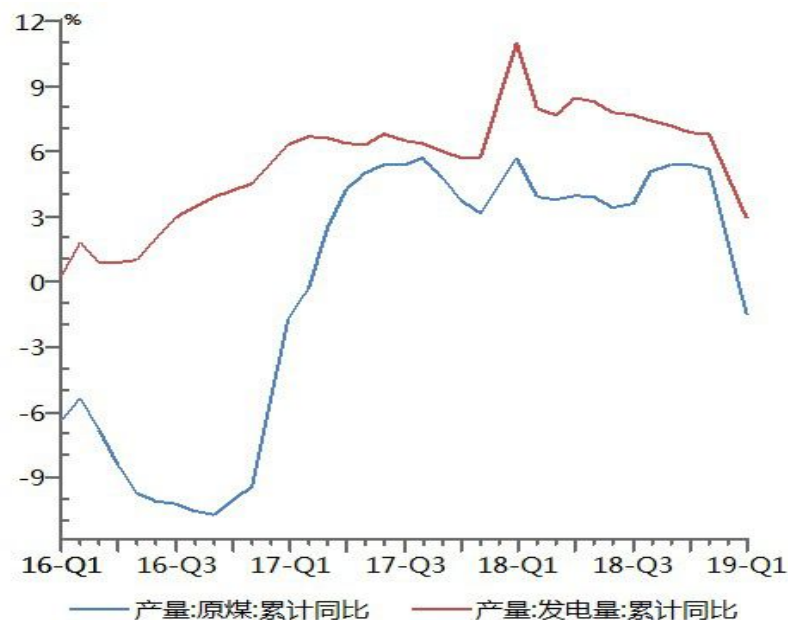
- 深化金融供给侧结构性改革，助力实体经济高质量发展。

## 一、经济领域：工业生产



➤ 工业生产继续承压，经济下行压力依然较大。1-2月，全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，增速比上年12月回落0.4个百分点，创2017年2月以来新低。2018年6月以来，工业增加值增速已连续9个月下行。

➤ 原煤产量由正（5.2%）转负（-1.5%）、发电量大幅降速（由6.8%降至2.9%），均反映出工业生产的疲软局面。



## 一、经济领域：投资

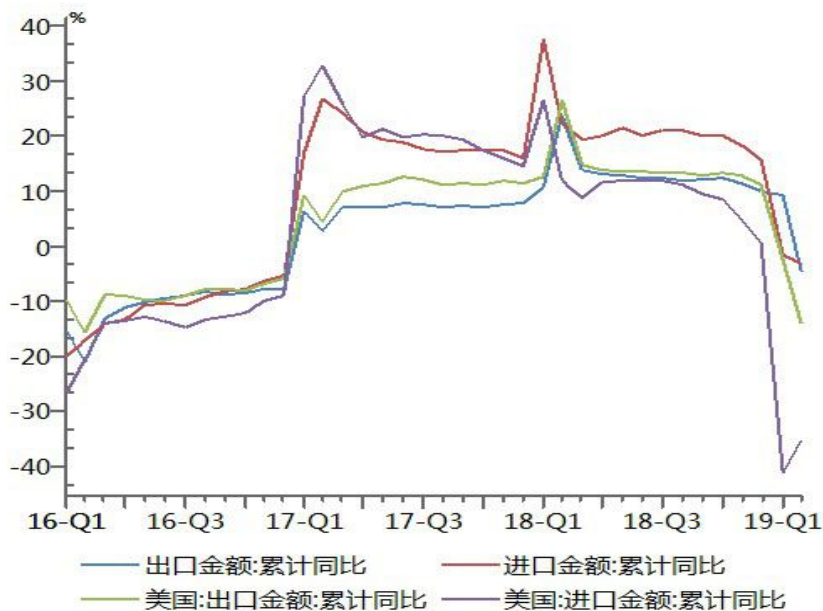
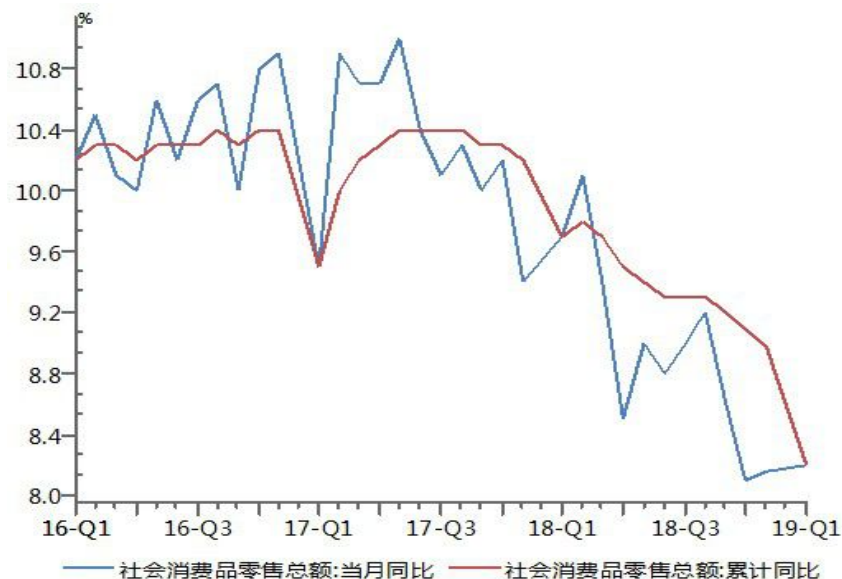
- **固定资产投资增速小幅反弹至6.1%，主要受房地产和基建投资支撑。**其中，民间投资比上年回落1.2个百分点，反映出民营企业经营困境有待进一步解决。
- **制造业投资大幅回落3.6个百分点，**说明跟实体经济最直接相关的投资表现并不良好，“宽信用”及“减税降费”政策效果仍需要时间检验。
- **房地产投资短期显著改善，但后期大概率不可持续。**一方面，“房住不炒”的调控方向并未根本改变；另一方面，棚改货币化安置逐步退出。未来房地产投资料将持续承压，这从先行指标“商品房销售面积增速”显著下滑（-3.6%）可以看出。
- **基建投资边际改善明显。**基建投资增速的回升，与2018年下半年以来更积极的财政政策有关。在专项债规模增加且发行进度加快、赤字率提高等因素作用下，基建投资对“稳投资”进而对“稳经济”的贡献料将继续上升。

	2019年1-2月同比（%）	2018年同比（%）	增减变化（百分点）
固定资产投资	6.1	5.9	↑ 0.2
民间投资	7.5	8.7	↓ 1.2
制造业投资	5.9	9.5	↓ 3.6
房地产投资	11.6	9.5	↑ 2.1
基建投资	4.3	3.8	↑ 0.5

## 一、经济领域：消费和进出口

➤ 消费增速依然徘徊在底部，房地产相关消费明显下滑是主要拖累因素。1-2月，社会消费品零售总额同比增长8.2%，与上年持平。其中，家电（3.3%）、家具（0.7%）和建筑装潢（6.6%）较上年12月分别下滑11、12和2个百分点。汽车类消费同比增长-2.8%，降幅收窄。

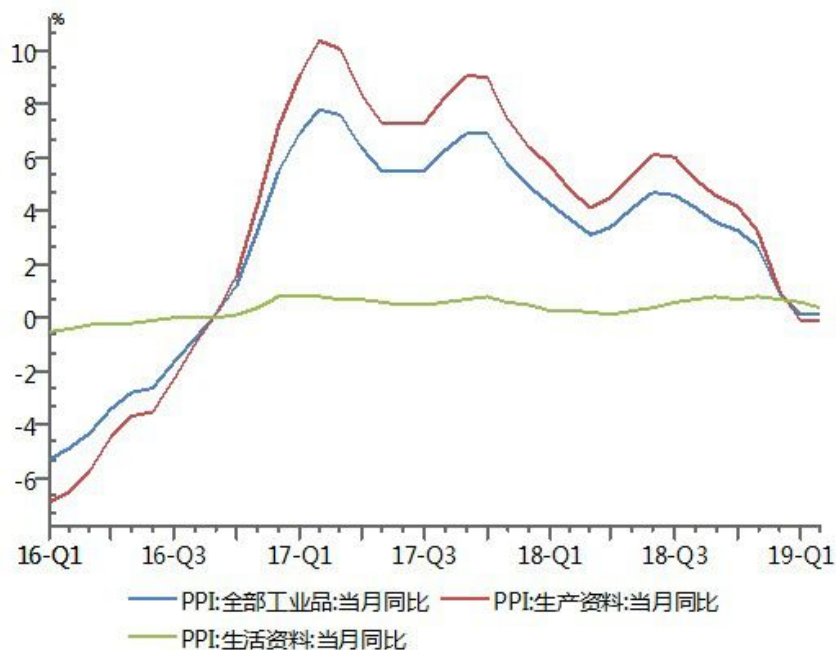
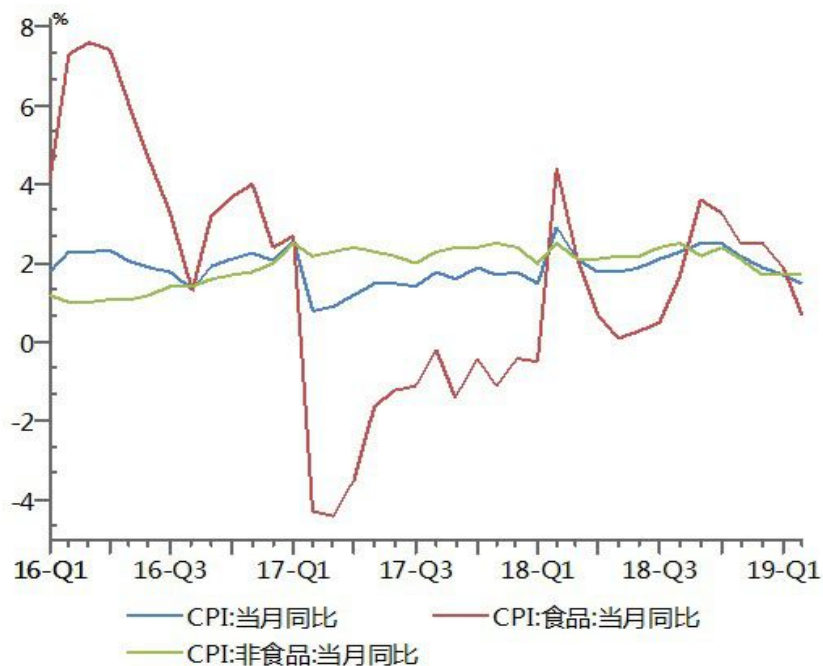
➤ 进出口现断崖式负增长。将1月和2月数据合并来看，出口下降4.6%，进口下降3.1%。出口方面，外需减弱是出口增速下滑的重要原因，2月摩根大通全球制造业PMI录得50.6，创近两年半新低；同时，中美贸易摩擦影响正在凸显，前两月对美出口下降14.1%，拖累我国整体出口下滑约2.8个百分点。进口方面，受中美经贸摩擦影响，自美进口额下降93亿美元，几乎相当于同期全部进口额降幅（100亿美元）；同时，国内需求疲软，也不支持进口增速反弹。





## 一、经济领域：物价走势

- 2月，CPI同比涨幅继续收窄至1.5%，已连续三个月处于2.0%以下区间，一定程度上反映出有效需求不足、市场活跃度不强。后期需重点关注猪瘟疫情对猪肉价格波动乃至整体物价走势的影响，短期看物价走势仍不会对央行货币政策形成掣肘。
- 2月，PPI同比涨幅持平于1月（0.1%）。其中，生产资料同比涨幅为-0.1%，已连续8个月下行，反映出工业领域阶段性通缩风险仍存；生活资料同比涨幅收窄至0.4%，表明终端需求仍无法对工业品价格形成有效支撑。

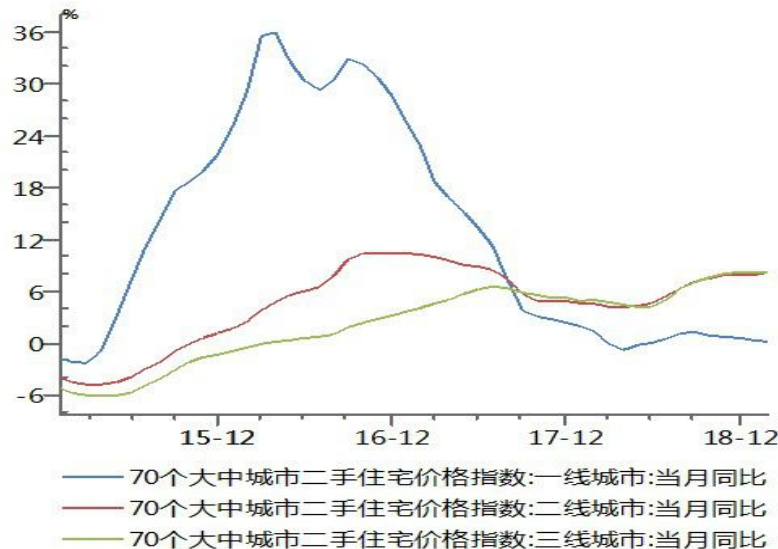
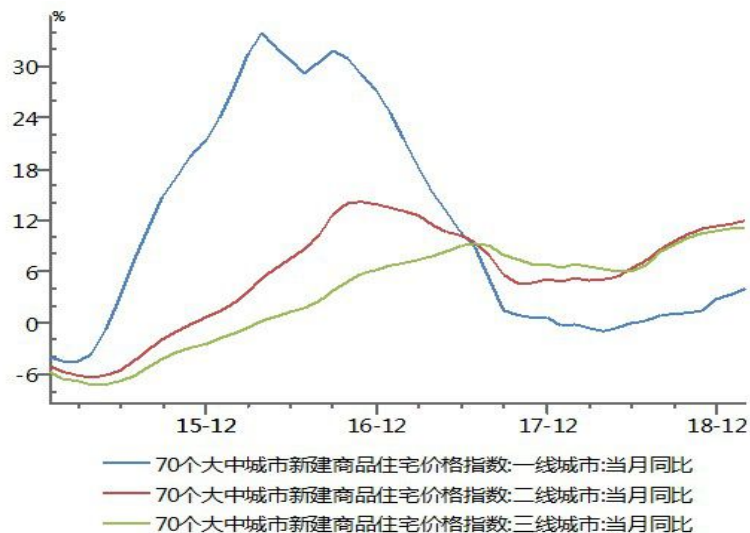


# 一、经济领域：房地产市场

- 2月，在因城施策的政策调控下，房地产价格涨幅总体稳定。一线城市新建商品住宅销售价格同比涨幅比上月扩大，二手住宅涨幅回落；二三线城市新建商品住宅和二手住宅同比涨幅均略有扩大。

一二三线城市新建和二手住宅同比涨幅（2019.02）

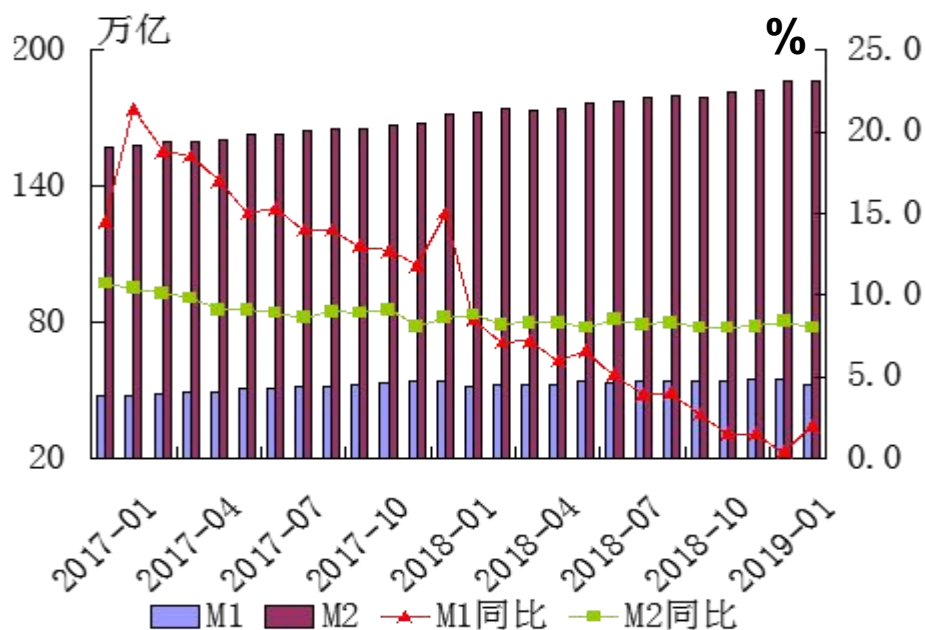
	新建住宅同比（%）	较上月涨幅（百分点）	二手住宅同比（%）	较上月涨幅（百分点）
一线城市	4.1	↑ 0.8	0.3	↓ 0.1
二线城市	12.0	↑ 0.4	8.2	↑ 0.2
三线城市	11.1	↑ 0.1	8.3	↑ 0.1



## 二、金融领域：市场流动性

- 2月，M1增速触底反弹至2%，主要受春节因素消退影响。今年春节在2月初，企业对活期资金需求集中在1月，而去年春节在2月中旬，资金需求集中在2月上旬，这就造成今年1月M1基数偏高，而2月基数偏低。
- 2月，M2同比增长8.0%，比上月下降0.4个百分点，主要受地方债提前发行所导致的财政存款增加、央行流动性补充较少等因素影响。
- 2月，央行调整货币投放节奏，连续9天暂停逆回购操作，货币市场利率较上月小幅上行，而国债5年期和1年期利差有所扩大。

货币市场利率和国债收益率(2019.02)

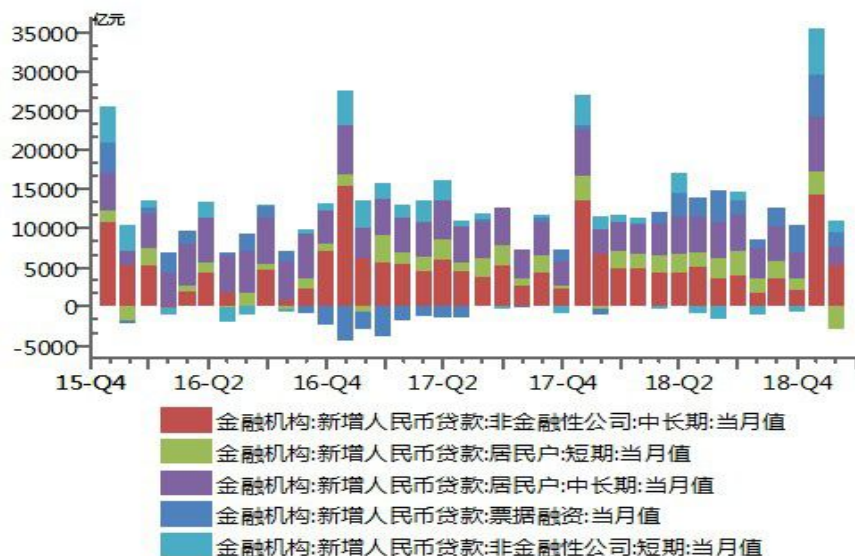
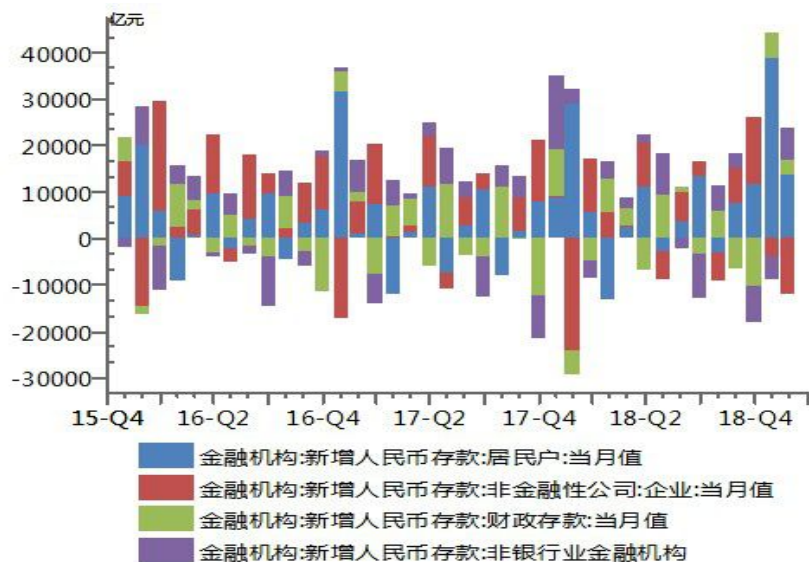


	2月 (%)	较上月增减变化 (BP)	较上年同期增减变化 (BP)
同业拆借月加权平均利率	2.20	↑ 5	↓ 53
质押式回购加权平均利率	2.24	↑ 8	↓ 63
1年期国债月均收益率	2.34	↓ 6	↓ 104
5年期国债月均收益率	2.93	↑ 1	↓ 88
10年期国债月均收益率	3.12	0	↓ 75

## 二、金融领域：存款与贷款

➤企业存款同比少减，居民存款同比少增，非银金融机构存款同比多增，财政存款上升较快。受春节错位因素影响，今年企业用款需求集中于1月，2月企业存款减少1.2万亿元，同比少减1.2万亿元；受货币基金及存款创新产品分流影响，2月居民存款新增1.3万亿元，同比少增1.5万亿元；非银金融机构存款（新增6757亿元）同比多增3632亿元，同样受股市上涨带来的货币基金和三方存管账户资金上升影响；财政存款（新增3242亿元）同比多增8529亿元，与地方债提前发行有关。

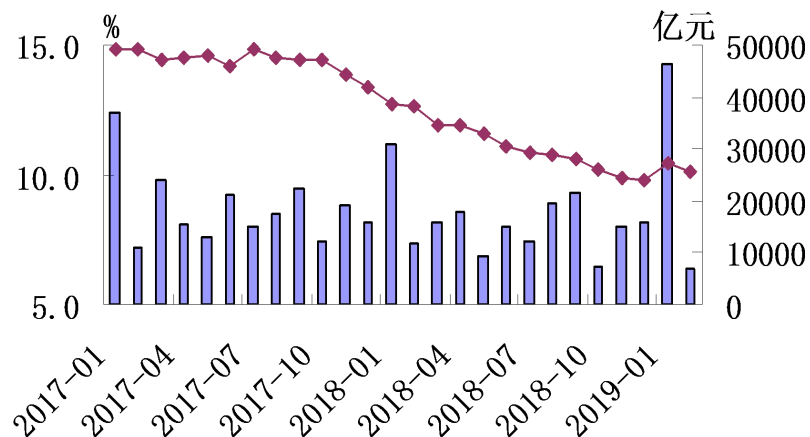
➤信贷投放明显提高，逆周期货币政策效果正逐步显现。综合1-2月数据看，累计新增信贷4.12万亿元，同比多增3765亿元，较近五年均值多增7593亿元；居民贷款总量同比少增2575亿元，其中居民短期贷款增量（-2932亿元）创历史新低；企业短期融资企稳回升，虽不排除票据套利因素扰动，但仍反映出信用环境总体改善。





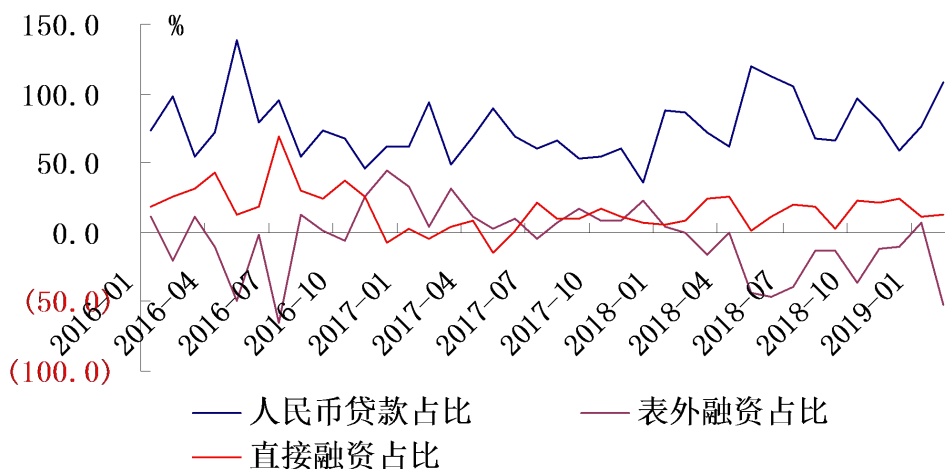
## 二、金融领域：社会融资规模

➤2月新增社融季节性回落，但1-2月综合来看社融仍显著回升，实体经济融资环境趋于改善。2月新增社融7030亿元，同比少增4863亿元；社融存量205.7万亿元，同比增长10.1%，比上月下降0.3个百分点；1-2月合计新增社融5.3万亿元，比上年同期增长25%。

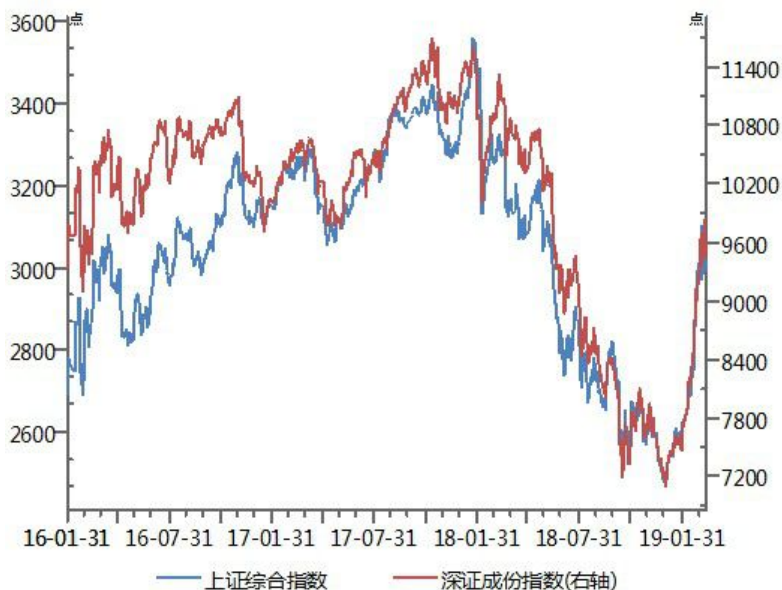
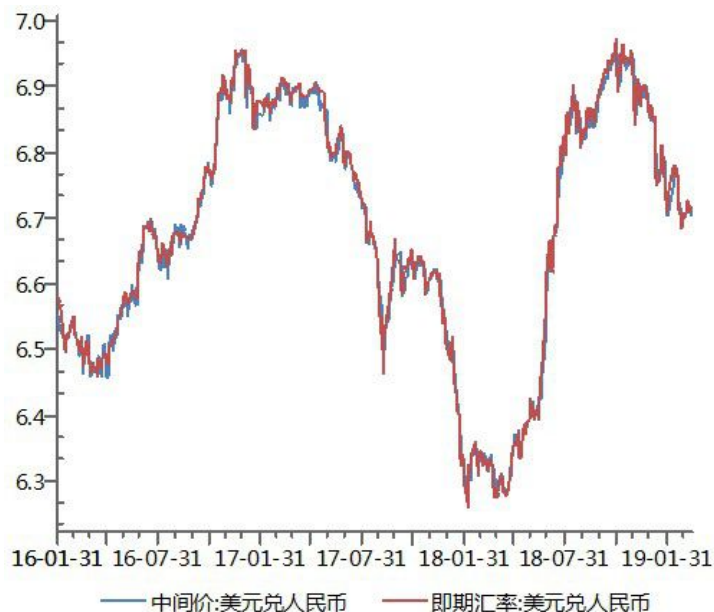


■ 社会融资规模:当月值(右) ◆ 社会融资规模存量:同比

➤人民币贷款仍是社融主力，票据融资大幅降温带动表外融资再次大幅转负。2月新增人民币贷款7641亿元，占社融比例高达109%；受监管机构严查票据套利影响，未贴现票据同比多减3208亿元，带动表外融资占比转为-52%；直接融资相对稳定；专项债同比多增1663亿元，支撑社融增长。



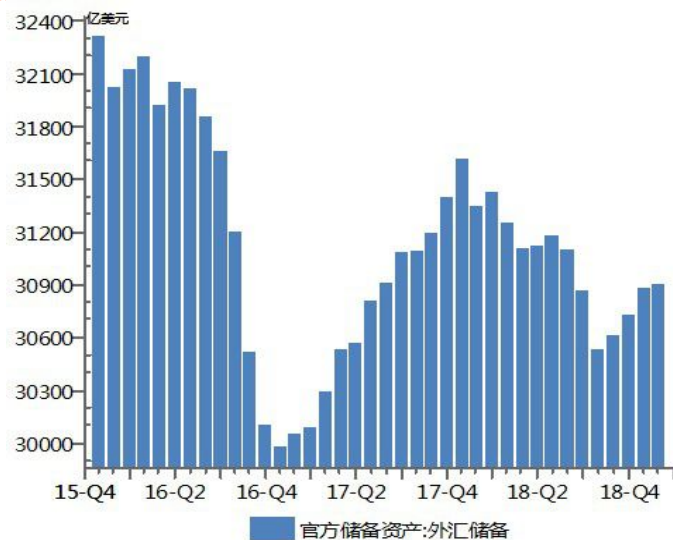
## 二、金融领域：汇市和股市



➤ **人民币汇率企稳升值。**受中美贸易谈判取得积极进展、美联储货币政策温和转向等因素影响，3月15日人民币兑美元汇率中间价6.7167，比上年末升值2.2%。

➤ **股市较快上涨。**截至3月14日，上证综指和深证成指分别较上年末上涨20%和30%。设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，资本市场基础制度改革步入快车道。

➤ **外储规模连续第四个月回升。**2月末外储余额3.09万亿美元，比上月微升23亿美元。



### 三、热点问题：深化金融供给侧结构性改革，助力实体经济高质量发展。

➤2月22日，习近平总书记在主持中共中央政治局第十三次集体学习时强调，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。

➤习近平总书记指出，深化金融供给侧结构性改革要以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。

□**金融供给侧结构性改革将对金融业发展格局产生重要影响。**



### 三、热点问题：深化金融供给侧结构性改革，助力实体经济高质量发展。

#### □解读一：通过发展直接融资与普惠金融来调结构。

➤我国主要面临三方面融资结构矛盾。一是间接融资占比高、直接融资占比低。二是从间接融资内部结构看，融资更多流向地方政府融资平台、国企和房地产相关领域。三是从直接融资内部结构看，股票市场融资主体集中于大型成熟企业，中小板、创业板和场外市场规模较小。

#### 提高直接融资比重

促进直接融资市场发展是金融供给侧结构性改革的重要内容。政治局会议强调建立规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度。（把好市场入口和市场出口两道关、加强对交易的全程监管）。

#### 间接融资重在发展普惠金融

政治局会议提出“构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，增加中小金融机构的数量和业务比重”。这意味着要优化大中小金融机构布局，明确不同规模、不同类型金融机构的功能定位，推动各机构回归本源，最终形成立体式、差异化、互补性的普惠金融生态。

#### 推动科创板落地

“科创板+注册制”是资本市场基础性制度的重要改革，可以更好满足创业型企业、中小企业和高科技产业企业的融资需求，助力新动能成长。



### 三、热点问题：深化金融供给侧结构性改革，助力实体经济高质量发展。

#### □解读二：通过化解存量、规范增量来稳总量。

➤我国金融总量太大，但有效供给不足，不能满足经济高质量发展需求。2018年，我国金融业增加值占GDP比重为7.7%（峰值为2015年的8.4%），超过几乎所有发达国家的占比。

➤金融供给侧结构性改革的要义之一，就是“打扫好屋子再请客”。具体来看：

- 通过出清高风险机构、加强不良资产处置来化解存量。以是否服务实体经济为准绳，更多通过兼并重组甚至是个别机构试点破产等方式出清一些搞资金空转、风险隐患比较大的金融机构。同时会加大存量不良资产的暴露和处置力度，推动债转股和不良资产出表，以释放信贷资源、支持新的产业和新的增长点。

- 通过加强监管来规范增量。一是宏观审慎管理（人行）和微观行为监管（两会）两手抓、两手硬。二是加强基层金融监管力量、强化地方监管责任。三是加强金融监管问责，加强金融反腐力度。



### 三、热点问题：深化金融供给侧结构性改革，助力实体经济高质量发展。

#### 解读三：通过扩大金融业对外开放来倒逼金融业向高质量发展转型。

从短期看，中资银行将遭受外资银行信贷等业务的挤压。但从中长期来看，中资银行可以借鉴其先进的产品理念、管理经验、风控制度、业务创新模式和公司治理机制，加速我国银行业转型。

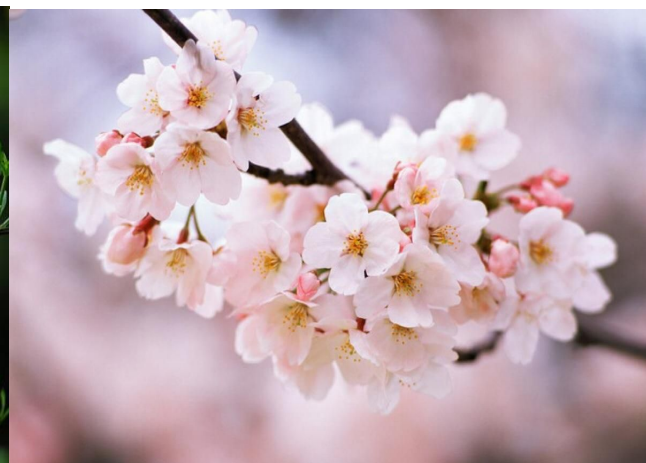
我国大型商业银行由于体量大、资金足，且主要由国家财政控股，被大规模投资持股的可能性不大。但中小商业银行有补充资本金的需求，吸引外资的意愿更强。



相较中资银行，外资银行缺乏对国内客户的了解、对客户经营环境的熟悉、对宏观经济运行及金融监管制度的把控。

随着金融业渐进全面开放，国际金融市场的波动性、海外资产的流动性以及外资母公司的风险传导将增加国内金融体系的风险。在此背景下，为了给外资机构创造内外一致的公平竞争环境，预计商业银行的监管标准将进一步强化。

# 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。