



# 兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2017年第5期 总第5期 · 宏观报告

## 2017年7月宏观经济分析报告

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐蕾 程丹润 张旭

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区  
祁门路1688号兴泰金融广场2206

2017年08月28日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 七月如火，在2017年的夏季更加让人印象深刻，不管是中印边境对峙，还是史上最热天气，都带着火一般的炙热与躁动。这个七月，全国金融工作会议千呼万唤始召开，由半年经济数据引发的“新周期”论战愈演愈烈，当经济改革和发展的棋局行至中盘，迷雾却在蔓延，光暗仍在交织，博弈亦在加剧。
- ◆ 关于未来，唯有不确定是确定的，虽不可名状，但非遥不可及。《7月宏观经济分析报告》聚焦经济指标的月度波动特征，既有针对十项具体经济指标的“一域”分析，又有综合经济发展趋势的“全局”判断，同时，还对改革发展中热点、难点以及有争议性的问题进行解析和置评，期能答疑解惑、以正视听。

## 2017年7月宏观经济分析报告

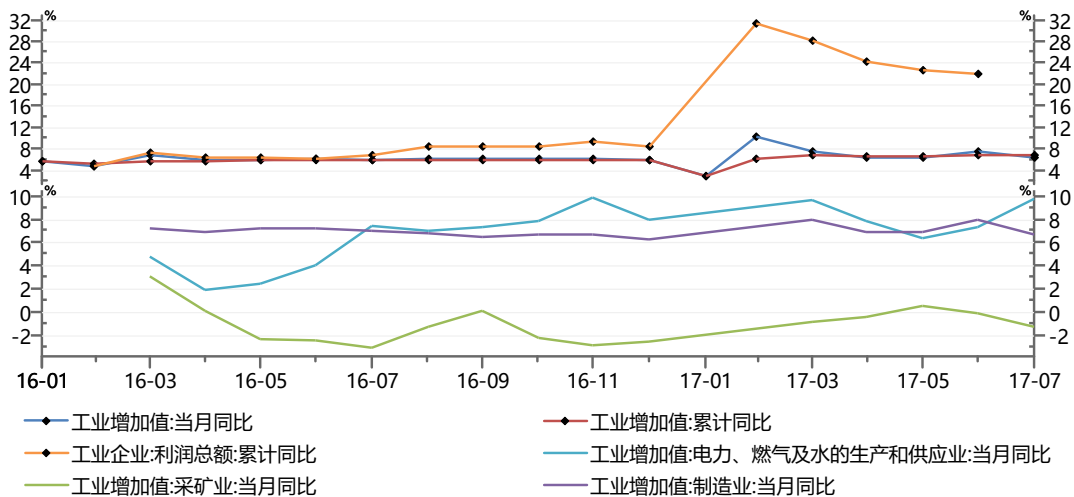
7月是三季度的首月，一者半年经济数据的超预期高涨，二者当月经济指标的全面回落，三者当月经济、金融数据的相对反差，三相对比、众说纷纭，加上举世期待的全国金融工作会议召开，既有棒喝，也发糖果，同样让人感觉立场未明、趋势未定，整个经济发展的未来充满着不确定性。

### 一、7月宏观经济运行分析

#### 1. 工业增速虽有放缓，但仍保持在合理区间

7月规上工业增加值同比增长6.4%，比上月回落1.2个百分点，虽比上年同月加快0.4个百分点，但却是今年3月以来的最低增速。1-7月份累计规上工业增加值同比增长6.8%，略低于上半年的6.9%。工业三大类中，制造业、采矿业下滑，主要受涝灾害、环保限产及去产能政策影响，极端高温天气导致电力等公共事业类增速加快。**工业生产最能反映实体经济供需状况，7月规上工业增速虽高位回落，但从累计增速维持平稳增长，且工业企业利润同比仍处高位运行，未来在外需出口、下游行业补库存的带动下，工业生产增速将得到有力支撑。**

#### 规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



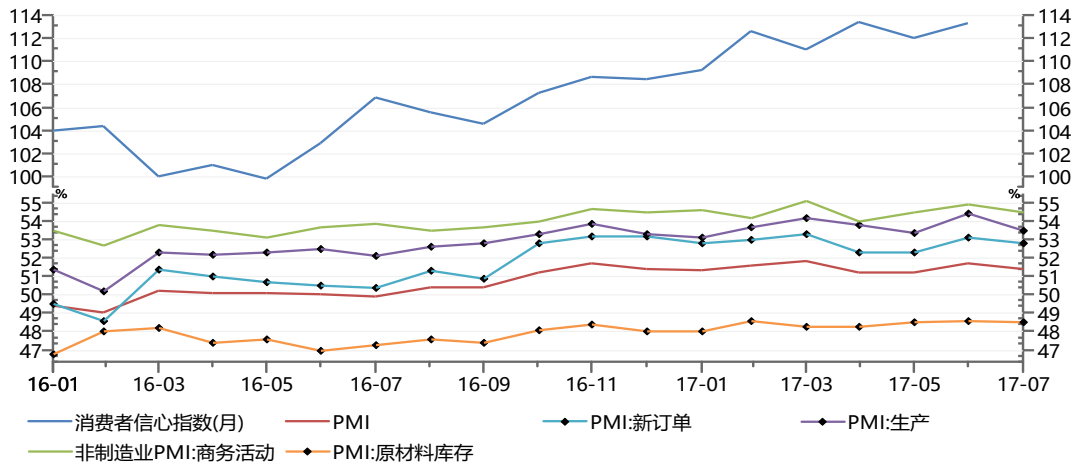
数据来源:Wind资讯

#### 2. 景气指数全面回落，但仍处扩张区间

7月统计局制造业采购经理指数 PMI 回落 0.3 至 51.4%，分项看，生产指数回落 0.9，为 2016 年 3 月以来最大降幅，与制造业增加值增速减缓相印证，新订单指数回落 0.3，市场需求扩张略有放缓，原材料库存指数下降 0.1，表明大宗商品价格上涨带来的企业原材料补库存周期行将结束，与大宗商品进口规模大幅回落相印证。非制造业 PMI 回落 0.4 至 54.5%，6 月消费信息指数 CCI 上升 1.3。**7 月制造业和非制造业 PMI**

指数全面回落，仍处于扩张区间，属于正常的月度波动范围，只要内外需的大环境不发生根本变化，不至于会跌落收缩区间。

### CCI、PMI景气指数

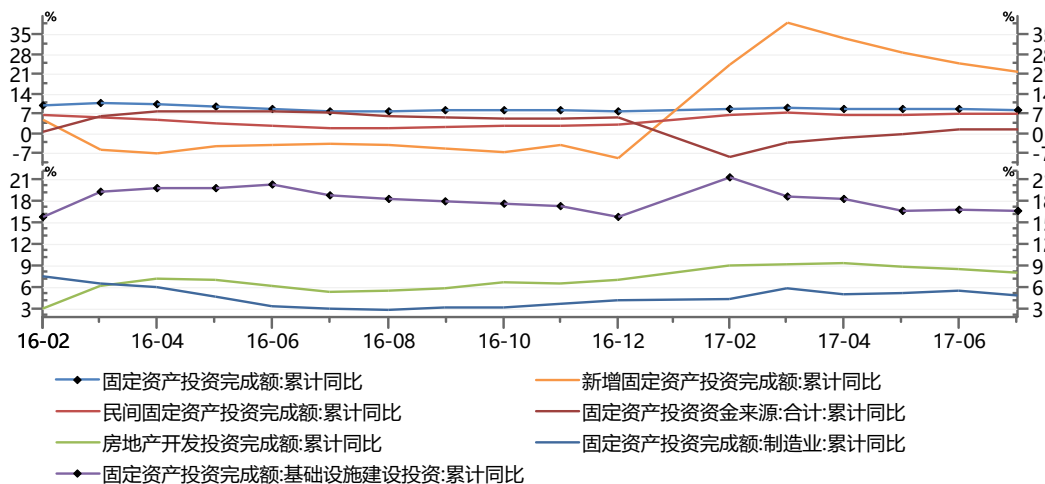


数据来源:Wind资讯

### 3. 三大投资增速回落，基建托底作用仍在

1-7月，固定资产投资累计同比增8.3%，较1-6月下降0.3个百分点，当月增速6.5%，较上月回落2.3个百分点，**累计、当月增速均为年内新低**。民间投资累计增速下滑0.3个百分点至6.9%，房地产、制造业、基建投资累计增速分别回落0.6、0.7、0.1个百分点。**制造业投资**增速回落创年内新低，受天气影响的同时，上中游原材料价格上行未能有效传导至下游工业品价格，压缩下游企业利润，终端需求难以提升制造业对投资的吸引力。**房地产开发投资**回落至今年新低，楼市调控政策趋严逐渐通过销售传导到投资。**基础设施建设投资**尽管小幅回落但仍维持相对高位，公共设施管理业投资保持快速增长，但持续高增长对财政带来的压力也不容忽视。**投资资金来源方面**，1-7月份资金来源同比增长1.5%，提升0.1个百分点，预算内资金有所改善，政府基建投资或将逐步发力。1-7月**新开工项目计划总投资**回升3.1，进入正增长，对下一阶段稳投资产生积极作用。

### 固定资产投资分项累计同比

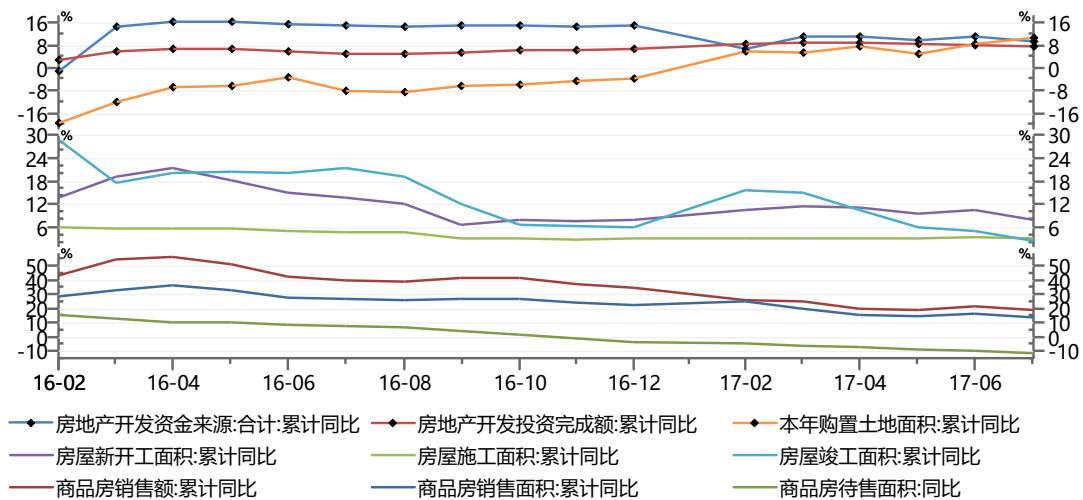


数据来源:Wind资讯

#### 4. 房地产销售下滑传导，房地产市场持续承压

1-7月房地产投资累计同比增长7.9%，比1-6月回落0.6个百分点，但7月土地购置面积同比再创新高，累计增速提升2.3达到11.1%，而开工面积（回落2.6）、施工面积（回落0.2）、竣工面积（回落2.6）、销售面积（回落2.1）、销售额（回落2.6）、待售面积（回落1.4）均出现下滑，到位资金（回落1.5），且国外渠道资金持续下滑，自筹比例提升。7月房地产投资、销售、资金来源等均高位滑落，销售下滑开始向投资和新开工传导，而土地购置面积持续回升主要由于较低基数，随着“货币化安置”、租售同权、房贷利率回升等，房地产市场整体将持续承压。

#### 房地产开发投资及销售



数据来源:Wind资讯

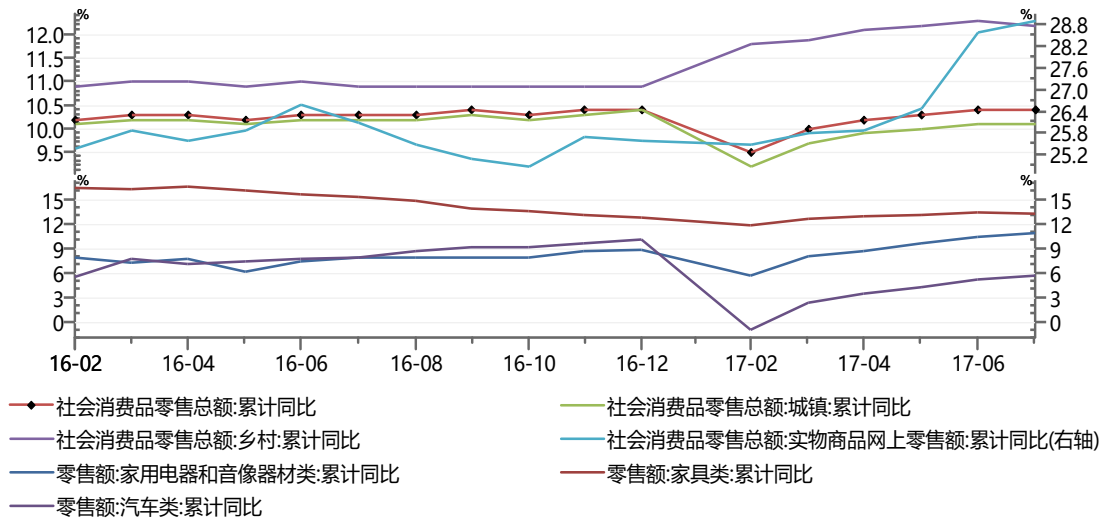
#### 5. 社消增速保持稳定，汽车、房产消费热度不减

1-7月份，社会消费品零售总额同比增长10.4%，增速与上半年持平，是各指标中相对最稳定的一个，起到压舱石的作用。实物商品网上零售额累计增速28.9%，占社会消费品零售总额比重提高2.2个百分点至13.8%。乡村消费稍有回落，但继续快于城镇。限额以上商品零售中，汽车消费累计增速提高0.4至5.6%，房产销售与装潢滞后带来相关消费热度不减，家电类消费累计增速提高0.4至10.8%。总体来看，虽然经济增速放缓给消费造成一定压力，但乡村消费、网上零售、汽车、家电等大类消费仍保持强势增长，加之房地产消费挤出效应减少，预计消费继续保持稳定较快增长。

#### 6. 进出口增速走低，未来下滑幅度有限

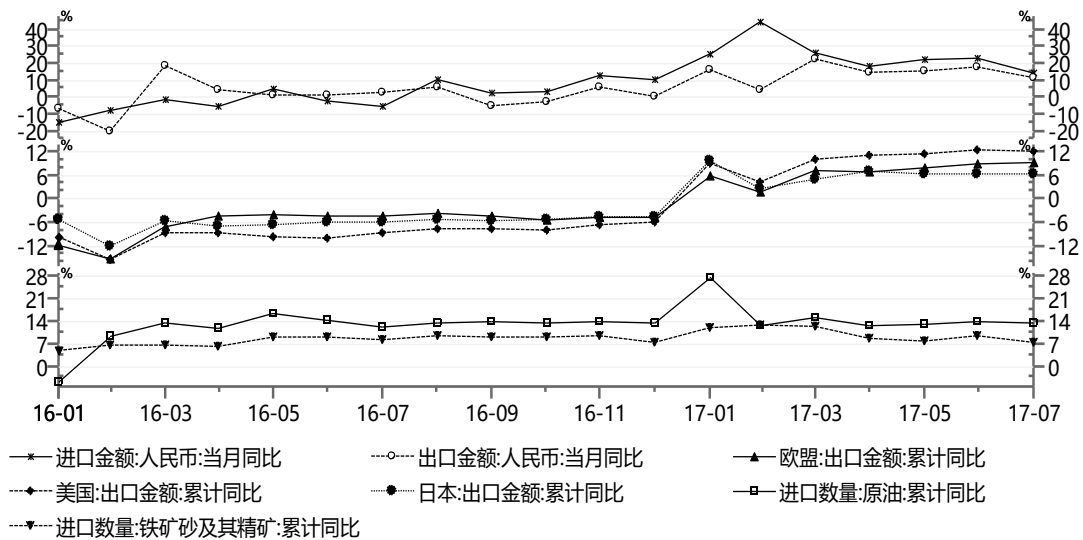
7月出口增长11.2%，较上月下滑6.1个百分点，受去年基数及人民币升值影响，且与制造业PMI中新出口订单指数出现最大降幅相一致，美国、欧盟、韩国出口分别下滑10.9、5.1、7.3个百分点，日本、东盟出口回升。7月进口增长14.7%，较上月下滑8.4个百分点，幅度大于出口，为今年以来最低增速，铁矿砂及其精矿和原油进口数量占月度进口收缩规模的29.9%，7月大宗商品价格回升的情况下，企业补库存意愿降低，导致进口增速出现超预期回落。下半年，美国启动301调查，但中欧贸易持续向好，出口有望维持相对较快增长，但进口受国内生产、投资意愿影响存在不确定性，贸易顺差可能继续扩大。

## 社会消费品零售总额及分类累计同比



数据来源:Wind资讯

## 进出口金额当月同比、主要进出口大类累计同比

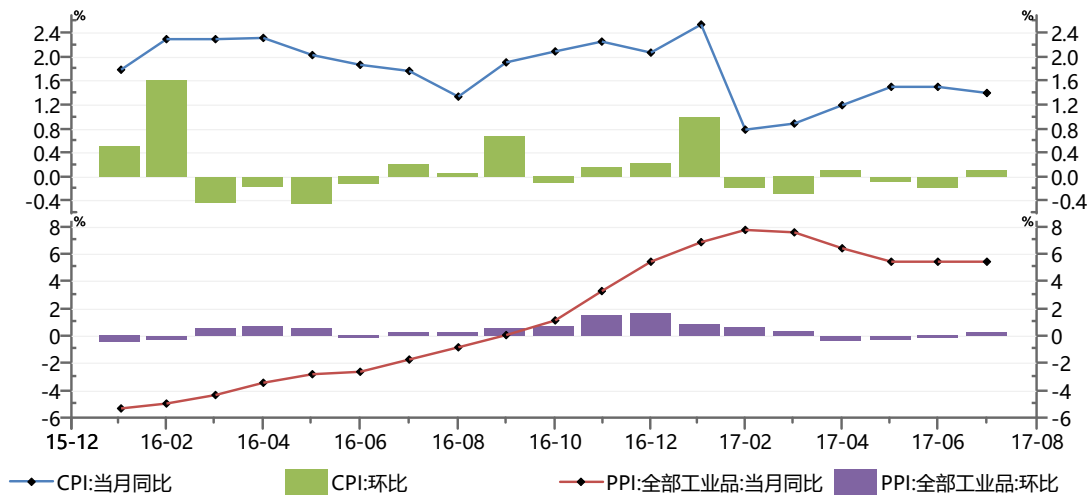


数据来源:Wind资讯

## 7. CPI 同比回落, PPI 环比由降转升

7月CPI同比上涨1.4%，回落0.1个百分点，环比上涨0.1%，符合季节性规律，但在基数抬升的情况下同比涨幅略有收窄，食品价格下降，非食品价格上涨，暑期教育文娱需求旺盛，服务价格上涨2.9%，下半年，猪肉价格逐步见底企稳，食品价格接近底部；以非食品和服务为代表的核心通胀仍在缓慢提升，但由于去年下半年CPI基数也相对较高，再加上货币增速保持低位，整体通胀仍将温和。7月PPI同比上涨5.5%，与上月持平，环比上涨0.2%，原因在于7月份国际大宗商品价格多数出现上升，国内上游工业品价格也显著回升，但由于基数较高，同比增速最终持平于上月，9月将进入基数高峰，三季度PPI相对稳定，四季度出现回落，CPI-PPI剪刀差预期收窄。

## CPI、PPI同比、环比增速

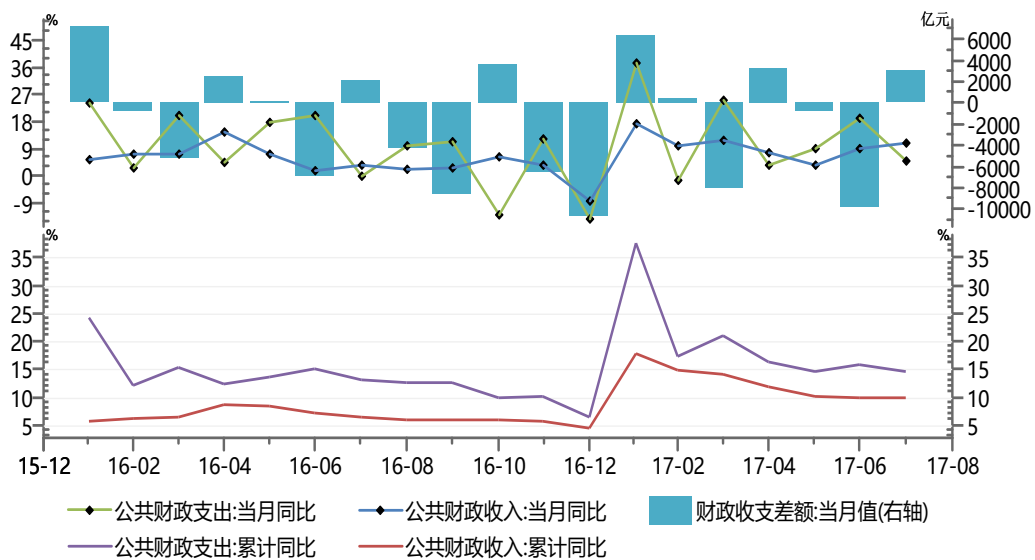


数据来源:Wind资讯

## 8. 财政收入较快增长，支出大幅回落

7月全国财政预算收入同比增长11.1%，较去年同期增速加快7.8个百分点，较上月加快2.2个百分点，**工业品出厂价格、进口、企业利润等指标增速较高，带动税收收入较快增长，房产税、城镇土地使用税等涉房税收增速较快，车辆购置税同比增速创年内新高**。7月全国公共财政支出同比增长5.4%，较上月大幅回落19.4个百分点，高于同期5.1个百分点，**季初首月本身为传统支出淡季，加上上半年支出力度大，经济指标好于预期，财政政策刺激经济“稳增长”压力减弱**。下半年，受价格拉动作用趋弱、政策性减收效应、房产税下滑以及去年收入基数抬升，收入增长预期放缓，加上赤字率限制，宽财政力度将受限。

## 财政收支当月、累计同比及收支差额



数据来源:Wind资讯

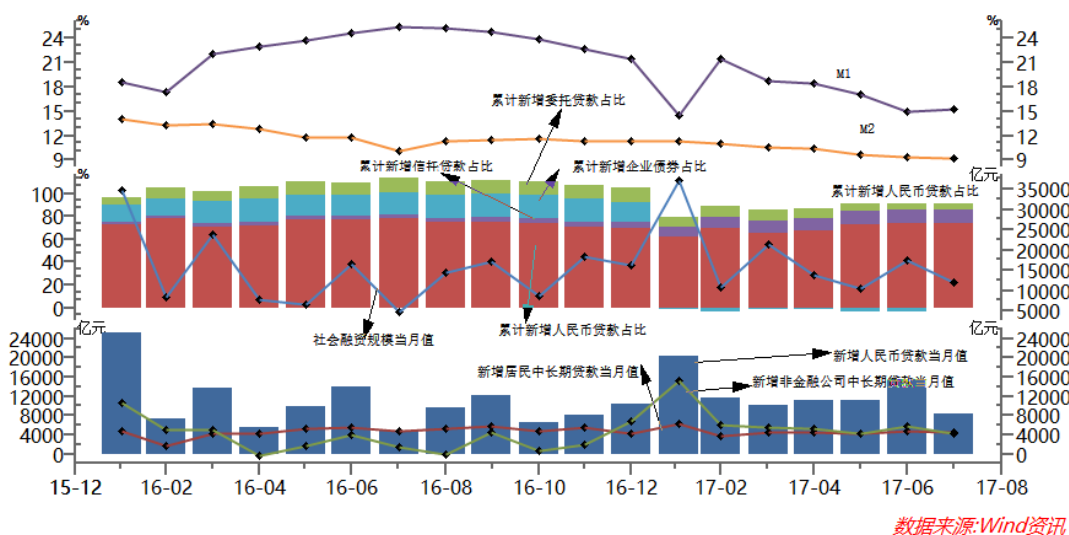
## 9. M2超预期下滑，社融创历史同期新高，信贷季节性回落

**M2超预期下滑**，M1同比增长15.3%，M2同比增长9.2%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和1个百分点，即使是在去年M2基数偏低以及金融机构去杠杆力度缓和的利好因素下，仍然创出历史新低，且与社融走势分歧加剧，原因在于**银行负债端的多元化导致M2难以有效覆盖银行资金来源，而形成社融的融资工具也未必增加M2派生规模**，同时，财政集中缴款和贷方债大规模发行，导致居民和企业存款向财政存款转移，也对M2增速造成一定影响。

**社会融资规模创历史同期新高**，7月增量为1.22万亿元，环比回落但比去年同期多增7409亿元。**表外融资降幅收窄**，委托贷款、信托贷款和票据融资合计减少644亿元，同比少减2489亿元，反映出监管力度的缓和，融资需求由表外转向表内的趋势有所放缓。**债券融资回升**，债券融资为2840亿元，创2017年以来新高，自2016年11月以来首次出现同比多增，债券市场相对平稳，一级市场发行明显回暖，信用债发行利率普遍下行。

**新增人民币贷款季节性回落**，当月人民币贷款增加8255万亿元，较上月减少7145亿元，同比多增3619亿元。**居民房贷有所下滑**，7月居民中长期贷款新增4544亿元，环比小幅下降289亿元，同比下降229亿元，与当前商业银行收紧住房按揭贷款有关，呈现“价高量缩”特点。**企业中长期贷款创历史同期新高**，非金融性公司中长期贷款新增4332亿元，环比回落1446亿元，但同比增加2818亿元，创历史同期新高，环比回落既有季节性因素，也与地方债加速发行对企业贷款形成“挤出效应”有关，同比大幅增加表明实体经济的融资需求依然较强，金融对实体经济的支撑力度并未随着金融监管的加强和机构的去杠杆化而减弱。

### M1、M2及社会融资规模结构



## 10. 货币政策维持中性

7月，央行在缓解市场流动性短期压力的同时依然倾向于维持中性，通过多种货币投放工具“削峰填谷”，人民币汇率持续上升，资本外流得到进一步有效控制，限制货币宽松的外部力量有所减弱，但在“着力强实抑虚”“主动防范风险”的指导思想下，短期货币政策大幅调整可能性仍然较小，未来预计仍将在稳增长、防风险、稳汇率等多方面考虑下维持灵活审慎操作。

**宏观小结：**7月份，主要经济指标大多数出现回落，预示依靠外需和房地产拉动的这一轮经济反弹将渐入尾声。一是去年四季度开始的“补库存”逐渐放缓，导致工业扩张出现回落；二是与工业生产紧密相连的PMI指数回落，企业补库存意愿降低；三是房地产、制造业投资增速继续回落，基建投资虽保持稳定，但受限财政支出和资金来源增速；四是房地产开始有销售传导至投资和开工，租售同权等长效机制建立将加速市场承压；五是财富和收入效应未转向，社消增速有望保持稳定，压舱石作用明显；六是进口特别是原材料进口大幅回落，价格高基数补库存意愿降低，出口需求保持稳定，贸易顺差扩大；七是CPI同比回落，整体中枢预期略有抬升，PPI环比由降转升，高基数制约上升空间；八是企业利润较好带来财政收入增速回升，季节性收缩叠加“稳增长”压力减弱财政支出大幅下降，宽财政力度受限；九是M2增速持续放缓，社融规模创新高，债券、表外融资降幅收窄，居民、企业中长贷此消彼长；十是货币政策维持中性，多种货币投放工具“削峰填谷”。

尽管如此，对国内经济前景也不必过度悲观，**经济数据季末冲高、季初回调的本是常态，7月数据虽下滑但仍属较高增速区间，单月数据的略微下滑并不能说明增长态势出现扭转，经济增长的良好势头在惯性上会有所延续，三大需求中起定海神针作用的消费仍将保持稳定，欧美发达经济体良好的复苏态势也为国内经济创造相对有利的环境，从全年角度达到预定增长目标压力应该不大，大幅下行的风险较小，预计下半年经济增速回到6.7%左右。**

## 二、宏观经济热点解析

### 1. 新周期之争——让子弹多飞一会

2017年关于“新周期”的论战注定会载入史册，其意义可比肩2014年关于“改革牛”和“改革无牛市”的论战，2015年关于“一线房价翻一倍”和“卖房炒股”的论战，2016年关于“经济L型”和“中国经济远未见底”的论战。特别是7月份，在上半年和7月份数据的轮番冲击下，以方正证券任泽平为代表“供给出清新周期”，以中信证券褚建芳、国泰君安花长春、广发证券郭磊为代表的“朱格拉周期”，以海通证券姜超、中泰证券李迅雷、招商证券徐寒飞、天风证券家刘煜辉等为代表的无周期经济见顶论，多空双方激烈论战、此消彼长，你方唱罢我登台，甚至惊动了人民日报、央行旗下媒体等官方媒体。

对于此次“新周期”之争，我们认为是典型意义上的概念之争，论战双方**既没有做深刻理论分析，也没有做出让人信服的模型推导**，甚至双方对未来的预测都是包含在权威人士L型判断的框架内（不管有无周期，双方都断定经济不会高涨过高，也不会下行过深），就好像约定好的，对一个根本不存在自创的概念进行互怼，确实难以逃脱炒作之嫌。其实宏观**经济数据如同人的心电图，在给定的区间内有起有落本是常态，没有必要过度解读**，对于中国经济，我们坚信未来已来，只是尚未察觉，心不动则幡不动，既然现有数据的指向不明，**不如让子弹多飞一会，少一些趋势妄论，多一些细节关注，少一些怎么看，多一些怎么干**，这才是一个经济研究者的应有的务实态度。

### 2. 经济过度金融化——发展中的问题终究要靠发展来解决

今年3月中旬以来，一行三会监管新政密集出台，金融监管风暴成为二季度中国经济和金融市场的一大主题词，一时间对金融行业的批评声音不绝于耳，如金融空转、资金脱实向虚、金融支持实体经济的效率等等，金融似乎成为豺狼虎豹、巧取豪夺的



代名词，以前光鲜亮丽的金融从业者一时间仿佛要夹起尾巴做人，特别是7月全国金融工作会议前夕，为配合金融强监管的专家媒体们，时不时地就会拿出中国金融业增加值占比8.5%超过美国等数据来说明经济过度金融化的问题，并且给出了大量的表现、特征、处方等。而后，全国金融工作会议的召开并没有遂了这些人的心愿，不管是金融定位（金融是国家重要的核心竞争力、金融是国之重器、国民经济的血脉），还是金融原则和措施中，都没有过度金融的表述，可见中央在这一问题上是有深刻认识和明确态度的。

我们认为，关于金融过度化的批评并非空穴来风，存在一定的现象作为基础，但仅仅是因为金融发展过度才会出现这些问题？亦或是金融不发展、发展慢一点就能解决这些问题？不妨试想，如果没有2011年之后私募、理财、信托等影子银行体系的兴起，金融服务实体经济的效率会更高吗？如果今天商业银行贷款仍像过去一样占到社会融资规模的80%以上，那样的金融体系能够适应2013年之后宏观经济“三期叠加”的新常态吗？答案显而易见是否定的。**如果没有金融发展，恐怕只会造成更严重的资源错配，导致更多的储蓄资源被浪费，甚至作为三产核心可能会影响GDP增速目标的实现。**同时，就金融发达程度指标而已，也不仅仅是金融业增加值一项便可衡量，**中国在信用卡人均数、储蓄存款占GDP的比重、个人消费信贷占GDP比重等数据上与发达国家差距甚大。**因此，只看到部分表象就人云亦云的树靶子、立沙包，只会误导舆论和大众，**发展中的问题终究要靠发展来解决，中国金融业不是发展过度，而是发展不足、发展不良，“大而不强”这一曾经对中国制造业的批评同样适用于今天的金融业**，当前真正应当担心的问题不是金融业占比过高、金融业过度发展，而是金融能力的不足。

### 3. M2与社融数据背离——但见新人笑，那闻旧人哭

学过《货币银行学》人应该没有人不知道M2代表的是什么？过去十几年来，M2无论是作为货币宽裕度指标、还是增长和通胀的领先指标，其代表性和意义都曾被宏观研究者奉为座上宾，以至于任何研报分析都会言必称M2。首先普及一下，广义货币供应量(M2)=M1(狭义货币M1=MO+企业活期存款，MO为流通中现金)+准货币(企业定期存款+居民储蓄存款+其他存款)，而社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额，包括金融机构表内业务(人民币和外币各项贷款)、金融机构表外业务(委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票)、直接融资(非金融企业境内股票筹资和企业债券融资)和其他项目(保险公司赔偿、投资性房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款)。**M2是针对负债方统计，而社融主要从金融机构资产方和金融市场发行方统计，两者都与金融机构资产端科目变化密切相关**，这也是造成M2与社融同向变化的主要原因，2015年以前的相关系数达到0.8以上。2016年到今年7月M2增速持续跌至个位数，但社融总量却屡创新高，由此发生持续的数据背离“剪刀差”。

我们认为，数据背离原因是**同业业务与资产市场相互促动，派生出大量脱离实体经济需求的货币，这些资产并不属于社融范畴，当央行去通道、去杠杆、脱虚向实造成M2下降的同时却没有带来社融数据的降低**，而随着融资工具的多元化，直接融资比重的提升，M2增速对货币宽裕度的度量作用正在减弱，不如社融数据全面准确，M2的边际变化对经济增长的解释也开始减弱，例如今年一季度M2增速下行，但由于表外融资高企，GDP却出现短期回升。基于此，央行二季度货币政策报告阐述了M2本身经济意义逐渐受限的趋势，指出“不必过度关注M2的变化”，似乎就像是央妈对那打入冷宫的旧人说一句：随她去吧，虽有可惜和同情，但在宏观经济指标构建上，千万不可

有“惜旧”之情，不适应的就要及时剔除，只有更多、更精确的“新人”出现才能让宏观研究更好地创造价值。

#### 4. 灰犀牛——事前的小概率与事后的大概率

全国金融工作会议闭幕后，人民日报评论员文章提出“既防‘黑天鹅’，也防‘灰犀牛’”，亦如“供给侧结构性改革”、“新常态”、“L”型经济等等概念在官方媒体一出，便引起社会各界尤其是御用“经济学家”的广泛关注和热议，连美国早前的《灰犀牛：如何应对大概率危机》一书都上了各大书店的热榜。我们对“灰犀牛”这一概念的确相对陌生，因为见得少，非洲大草原才有“灰犀牛”，它体型巨大，但貌似愚笨粗拙，让我们低估了它的风险，泛指概率大、冲击力强的风险，代指没能及时阻止本来有能力、有机会阻止的灾难。典型的“灰犀牛”如2008年的国际金融危机，卡特里娜飓风事件，“挑战者号”航天飞机失事，等等。聚焦到金融领域，国内学者们归纳了目前存在的以下几头“灰犀牛”，如房地产泡沫、银行不良资产、影子银行、国企高杠杆、地方债务、违法违规集资等等。

“灰犀牛”的提出者米歇尔·渥克是一个新闻工作者，概念本身没有经过扎实的经济理论分析，说“灰犀牛”是大概率危机我们不敢苟同，很多时候**大危机在事后看来可能是“大概率事件”，在事前看来可能只是小概率，直到发生一两件关键的事件才改变我们预期，这是贝叶斯统计和概率学派的不同，事前的小概率和高不确定性并不等于事后就一定是大概率。**因此，上面学者列举的问题的确是当下经济金融领域存在的突出问题，但基本上都已经得到了高层重视，有的已经通过改革予以初步化解，貌似这些“灰犀牛”已经被锁定变小且渐行渐远了，但正是这些似无大害的“小概率事件”，可能会随着时间、环境以及某一节点性事件的出现，最终演化成事后认定的“大概率事件”，这正是官方提出这个概念的目的。顺便提一下，对于经济金融圈的这些炫酷动物们，如天鹅、犀牛、大象、螺蛳、猪啊之类的，我们看看热闹是可以的，切不可以此为标准来度量经济，毕竟**宏观经济治理不是开“动物园”，宏观研究者也不是“兽医”，还是得学会去伪存真、去粗存精，在扎实调研和理性思考之后，提出务实性的解决方案。**

#### 5. 警惕供给侧改革负面效应——“中国药方”别医好别人、贻误了自己

7月大宗商品市场出现了新变化，大宗商品价格指数(CCPPI)比上月上升3.6点，黑色系大宗商品价格迎来“牛市”行情，特别是能源类大宗商品价格上涨明显，黑色系、金属品种、化工品种均出现了不同程度上涨，铁矿石期货价格涨幅达21.3%，TDI现货价格涨幅达41.6%。专家认为，大宗商品市场是宏观经济企稳向好和供给侧结构性改革的深入推进共同作用的结果，貌似成了必然性事件。

我们认为，如果说去年**下半年去产能政策等供给侧改革推动煤炭等世界范围的大宗商品价格上涨有其政策预期的目的，因为当时经济调控的主要目标是保底，而最近这次上涨显然不应该是改革的目的，上半年已经6.9%了，全年6.5%应该是无忧了，基础大宗商品价格上涨，不仅会增加中下游制造业的成本，也可能增加上游原材料行业过剩产能死灰复燃的风险，如果暴涨势头过度蔓延，可能推高通胀预期和通胀水平，限制宏观经济政策的调整空间。**因此，正如去库存政策带来一二线城市价格大幅飙升后所采取因城施策调整，需要关注的是供给侧改革特别是去产能政策，总是引发资源类大宗商品价格飙升，进而**增加资源出口型国家的贸易盈余（巴西、澳洲），提升商品生产型国家丰厚利润**（美国总统特朗普：我非常感谢中国供给侧改革，中国推动美国形成“钢铁之夏”），却无法从根本上解决国内结构性矛盾沉疴的情况下，未来是

否会有下面一些方向性、技术性的变化，一是在经济逐步进入景气周期的情况下，避免扩大化的去产能所带来的相关大宗商品快速增长；二是避免“长子”思维下的，先去民营产能，尽量保国有产能，挤压民营企业的发展空间，造成新一轮的“国进民退”；三是供给侧改革在执行层面，避免行政化干预所带来的供需阶段性错配，避免被投机资本利用造成反向折射和经济紊乱。

# 免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。