

## 政策合力对冲压力 经济稳定增长可期

研发部/ 孙田原

**摘要：**2018年7月，消费、投资及社融数据同比增速均继续走弱，但经济结构优化趋势持续。7月以来，宏观经济政策持续释放积极信号，一定程度上缓解了我国经济受外部贸易战、内部强监管等因素“几碰头”且集中发酵影响而面临的增长压力。未来，在财政政策、货币政策及监管政策等宏观政策“几家抬”共同合力下，我国经济将有望保持稳定增长。

### 一、近期宏观经济政策释放积极信号

7月下旬召开的国务院常务会议以及中央政治局会议在肯定了上半年我国经济“总体平稳，稳中向好”发展态势的同时指出了当前我国经济运行“稳中有变”、面临着新的问题与新的挑战，需要采取针对性的措施进行解决应对。两次会议对未来我国的财政、货币及金融政策定调上均释放了一定的积极信号，各类宏观政策密切配合且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战，进而实现“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。

财政政策上，会议提出未来财政政策需要更加积极，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用。8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》（财库〔2018〕72号），要求地方政府专项债券加速发行与使用，地方政府将能更好地实施积极的财政政策，推动基建投资增速回升。同时，对于企业研发费用税收减免以及高科技企业税收减免幅度也将加大，财政政策将通过减税降费更好地在经济结构调整上发挥作用。

货币及监管政策上，会议提出稳健的货币政策需要松紧适度，保持社会融资规模和流动性合理充裕，疏通货币传导机制引导金融机构服务小微企业，整体企业融资环境有望得到改善。同时，央行于7月20日发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，对非标业务的规定略有放松，表外融资收缩压力将有所放缓，有利于保持社会融资规模的稳定。8月18日，银保监会办公厅发布《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》（银保监办发〔2018〕76号），要求银行不盲目抽贷、断贷，支持实体经济融资，强化对小微企业金融支持，要求满足融资平台公司合理融资需求，支持基础设施建设。

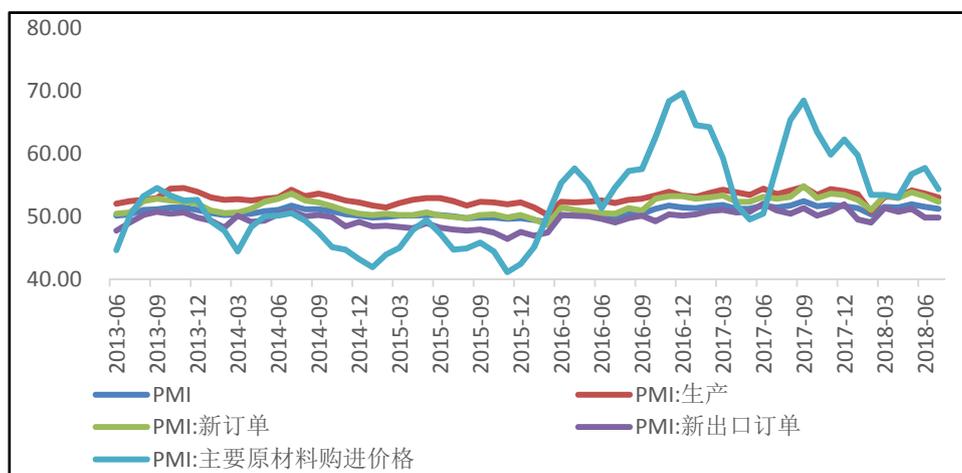
### 二、经济数据走弱但结构优化趋势持续

#### （一）PMI 略有下降

2018年7月，我国制造业 PMI 为 51.2%，较上月下降 0.2 个百分点，是继 6 月后连续第二个月出现下降。

分项来看，2018年7月制造业 PMI 生产指数为 53.0%，较上月下降 0.6 个百分点；采购量指数为 53.0%，环比下降 1.3 个百分点；新订单指数为 52.3%，环比下降 0.9 个百分点；新出口订单指数为 49.8%，环比持平；原材料采购价格指数为 54.3%，环比下降 3.4 个百分点；出厂价格指数为 50.5%，环比下降 2.5 个百分点。7 月 PMI 生产指数及新订单指数均有所下降，是 PMI 下降的主要因素，但两者仍然处于扩张区间，国内生产及需求仍然较为稳定。新出口订单指数连续两月处于收缩区间，预示着后期的出口面临压力。

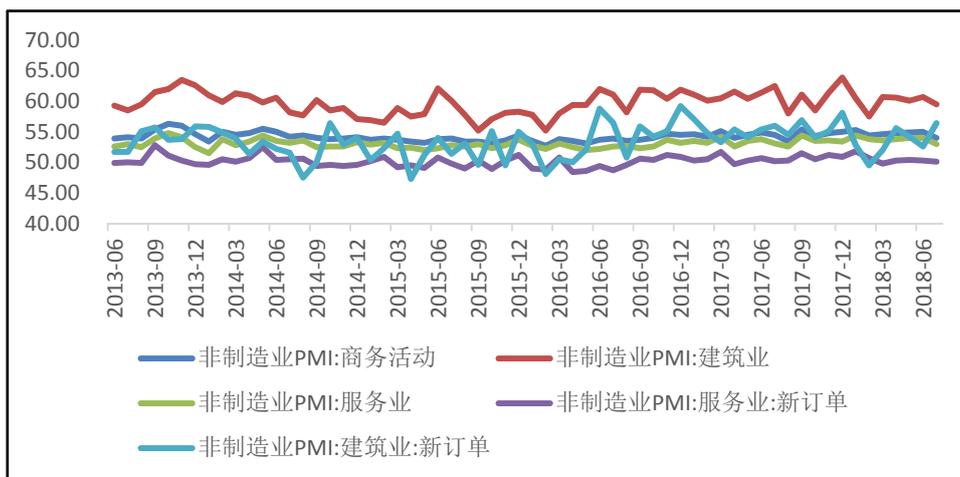
图表 1 我国制造业 PMI 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

7 月我国非制造业商务活动 PMI 指数为 54.0%，环比下降 1.0 个百分点，其中服务业 PMI 指数为 53.0%，环比下降 1.0 个百分点；建筑业 PMI 指数为 59.5%，环比下降 1.2 个百分点。但建筑业新订单指数环比上升 3.8 个百分点至 56.4%，一定程度上体现了当前财政政策更加积极下基建投资需求的回升，预计未来建筑业 PMI 有望回升。

图表 2 我国非制造业 PMI 走势（单位：%）



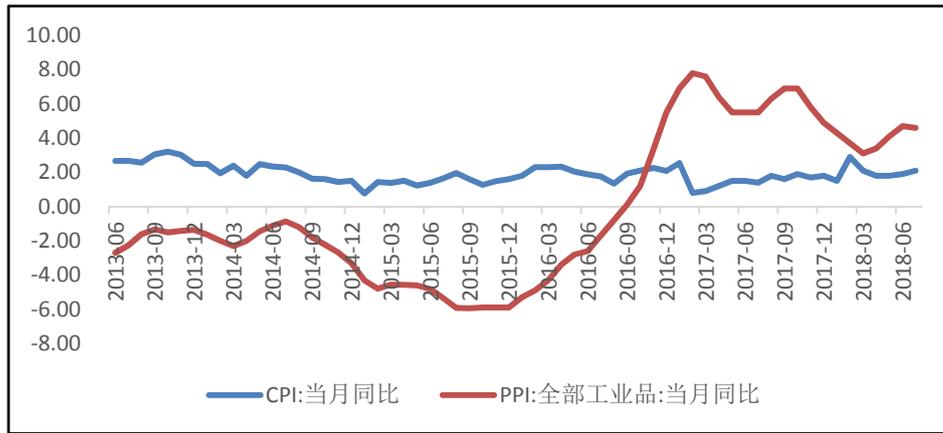
数据来源：Wind，新世纪评级整理

## （二）CPI 涨幅回升，PPI 涨幅回落

2018年7月，我国CPI同比上涨2.1%，涨幅较上月上升0.2个百分点。具体来看，食品价格同比上涨0.5%；非食品价格同比上涨2.4%，其中，汽油价格同比上涨22.7%，柴油价格同比上涨25.1%，医疗保健类价格同比上涨4.6%，教育服务类价格上涨2.8%，居住价格上涨2.4%。食品中猪肉价格同比下降9.6%，降幅继续收窄，拉低CPI的影响逐步减弱。近期国际油价已转为下跌，且猪肉价格仍然低于去年同期，预计未来CPI将保持稳定，不会出现大幅上涨。

2018年7月我国PPI同比上涨4.6%，较上月下降0.1个百分点，环比上升0.1%，较上月下降0.2个百分点。从主要行业看，涨幅回落的有石油和天然气开采业，环比上涨1.3%，比上月回落3.2个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，环比上涨0.9%，回落1.4个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，环比上涨0.5%，回落0.6个百分点。由升转降的有有色金属冶炼和压延加工业，环比下降1.6%；化学原料和化学制品制造业，环比下降0.3%。涨幅扩大的有计算机、通信和其他电子设备制造业，环比上涨0.7%，比上月扩大0.6个百分点；煤炭开采和洗选业，环比上涨0.6%，扩大0.3个百分点。7月受主要生产资料拖累，PPI同比及环比涨幅均有所回落，随着国际油价的持续回落，PPI涨幅或存在继续下行的压力，但由于未来基建投资或将加大，将对原材料价格形成一定支撑。

图表 3 我国 CPI 及 PPI 增速走势（单位：%）



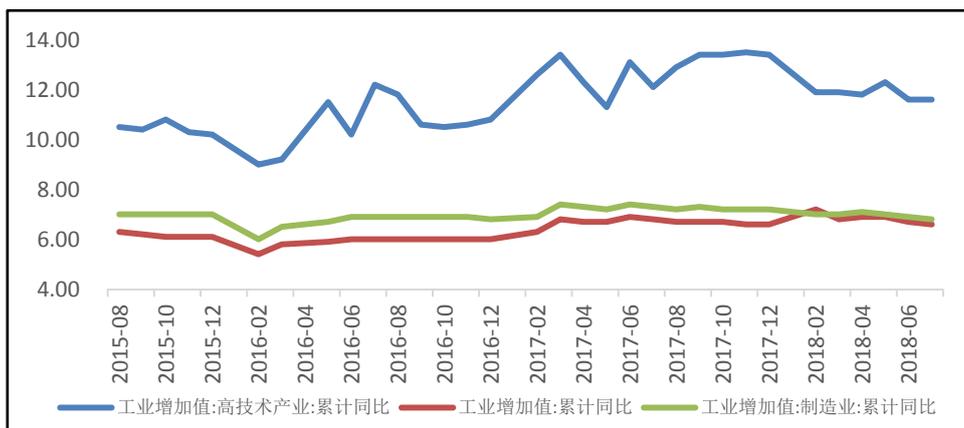
数据来源：Wind，新世纪评级整理

### （三）工业生产保持平稳，结构持续优化

2018年7月，我国规模以上工业增加值同比增长6.0%，与上月持平。分三大门类看，采矿业增加值同比增长1.3%，制造业增长6.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.0%，其中制造业增加值增速较6月扩大0.2个百分点。

工业生产结构持续优化，高技术产业和战略性新兴产业增长加快。高技术产业增加值7月同比增长11.3%，较6月扩大1.4个百分点，高于全部规模以上工业5.3个百分点；规模以上工业战略性新兴产业同比增长8.1%，增速比6月份加快1.1个百分点，高于全部规模以上工业2.1个百分点。新产品方面，服务机器人、智能电视、3D打印设备、生物基化学纤维、太阳能电池、集成电路等保持高速增长。

图表 4 中国规模以上工业增加值累计同比增速（单位：%）

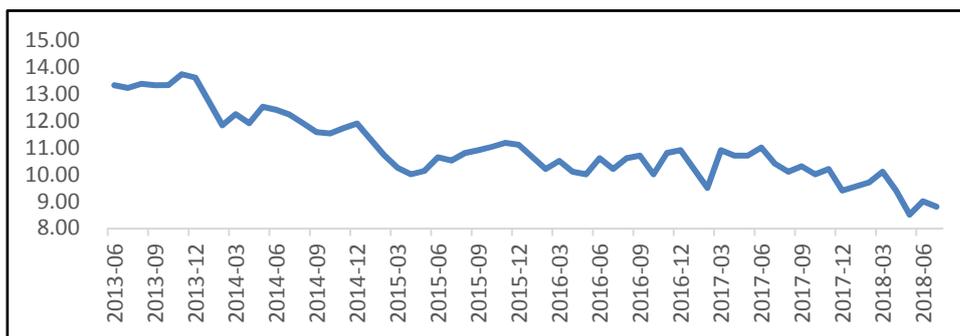


数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### （四）消费品零售总额增速有所下降，线上消费保持高速增长

2018年7月，全国社会消费品零售总额同比增长8.8%，增速较6月回落0.2个百分点，但较5月高0.3个百分点。线上消费继续保持快速增长，1-7月全国网上零售额47863亿元，同比增长29.3%。其中，实物商品网上零售额36461亿元，增长29.1%。随着7月1日汽车关税调整政策的正式实施，7月汽车消费的降幅有所收窄，但由于中美贸易战的影响，关税调整政策实施后对汽车消费的提振作用较预期有所减弱。随着个税改革的推进，居民可支配收入增速或将回升，将对消费提供一定支撑。

图表5 中国社会消费品零售总额同比增速（单位：%）

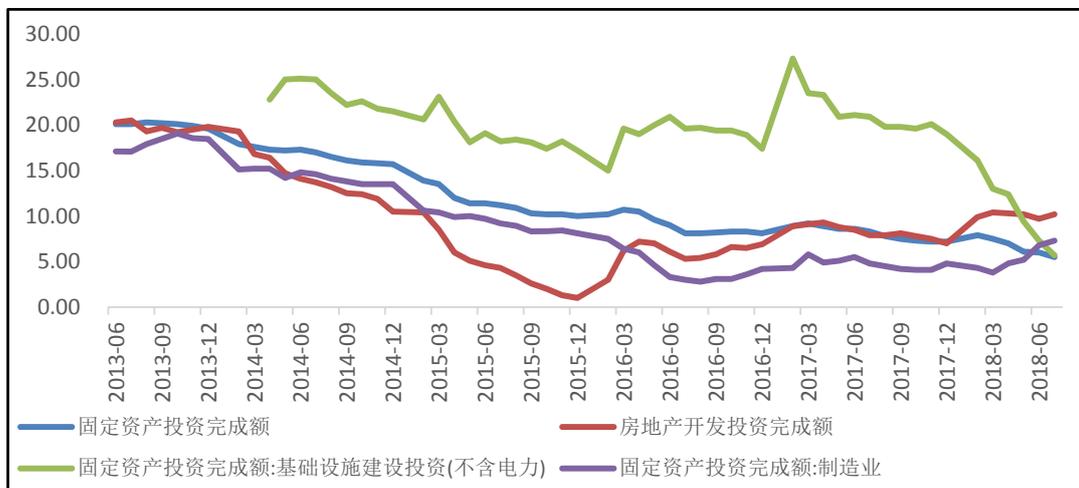


数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### （五）制造业及民间投资持续改善，基建投资拖累整体投资增速

2018年1-7月，我国整体固定资产投资完成额同比增长5.5%，较1-6月的6.0%继续回落。不含电力的基础建设投资额增速明显下降是拖累整体投资增速的主要原因，7月同比增长5.7%，较1-6月减少1.6个百分点；房地产开发投资完成额同比增长10.2%，较1-6月回升0.5个百分点，与1-5月增速持平。制造业固定资产投资同比增长7.3%，增速较1-6月上升0.5个百分点，是继4月以来连续第4个月回升。

图表6 中国固定资产、房地产投及制造业投资总额累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

投资结构持续优化，高技术产业投资增长 12.2%，增速明显高于平均水平。其中，集成电路制造业投资增长 67.9%、医疗诊断、监护及治疗设备制造业投资增长 65.1%，光电子器件制造业投资增长 45.5%，光缆制造业投资增长 35.3%，工业自动控制系统装置制造业投资增长 24.6%。

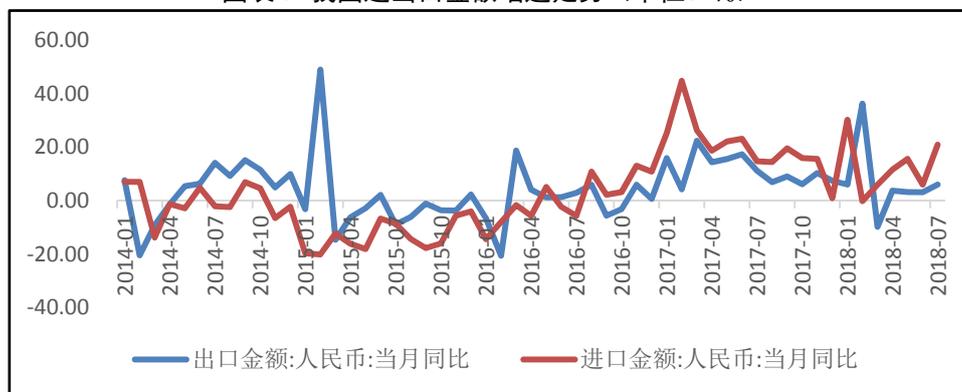
此外，民间投资增速较去年改善，1-7 月民间投资同比增长 8.8%，较去年同期扩大 1.94 个百分点，民间投资活力提升。

在 7 月下旬国务院常务会议及中央政治局会议提出加大基础设施领域补短板的力度，未来基建投资增速有望出现回升，而近期地方政府专项债发行明显加速、企业债发行改善、PMI 中建筑业新订单的指数的快速增长也一定程度体现了基建投资的改善正在开始，未来整体固定资产投资增速或将企稳回升。

### （六）进出口增速双双回升但仍存下行压力

2018 年 7 月以人民币计价出口金额同比增长 6.0%，增速环比扩大 2.9 个百分点；进口金额同比增长 20.9%，增速环比大幅扩大 14.9 个百分点。而以美元计价，7 月份出口金额同比增长 12.2%，进口金额同比增长 27.3%，明显高于上月及去年同期，进出口金额双双出现回升。

图表 7 我国进出口金额增速走势（单位：%）



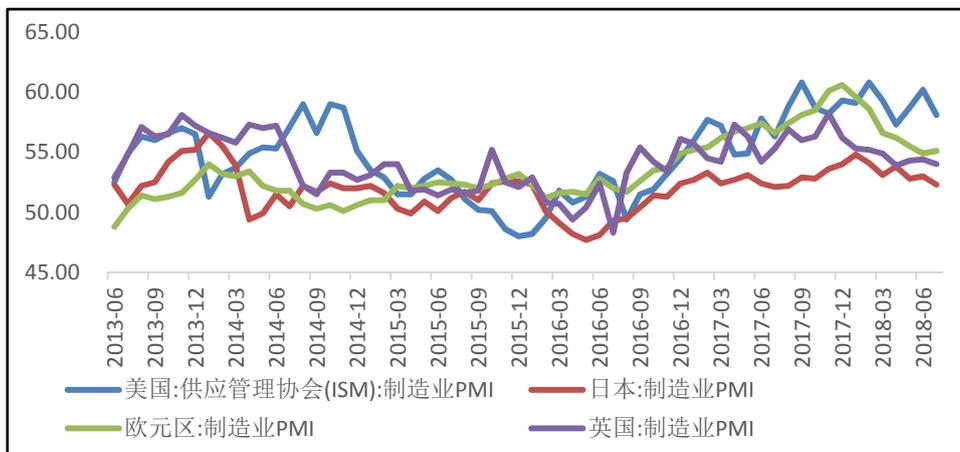
数据来源：Wind，新世纪评级整理

7 月出口增速的回升一方面是由于二季度以来人民币汇率的快速走弱加强了我国产品的国际竞争力，对出口形成了有利支撑，另一方面可能是部分出口企业在贸易战升温的预期下加快了产品出口的节奏。而进口增速上升的原因与去年基数较低以及原油等进口商品价格上升有关。

而 7 月以来中美贸易战呈进一步升级态势，美国首先宣布将对额外 2000 亿美元中国产品征收 10% 关税，随后又将税率提升至 25%，而中国也宣布将对原产于美国的 600 亿美元产品加征关税，伴随着 8 月 23 日美国将对首批 500 亿美元贸易战产品清单中剩余 160 亿美元产品加征 25% 的关税，以及美、日等主要发达

经济体 PMI 增速的下降，我国出口或将面临一定压力。近期，中美两国将就贸易摩擦进行新一轮谈判，具体结果值得关注。

图表 8 主要国家制造业 PMI 走势（单位：%）



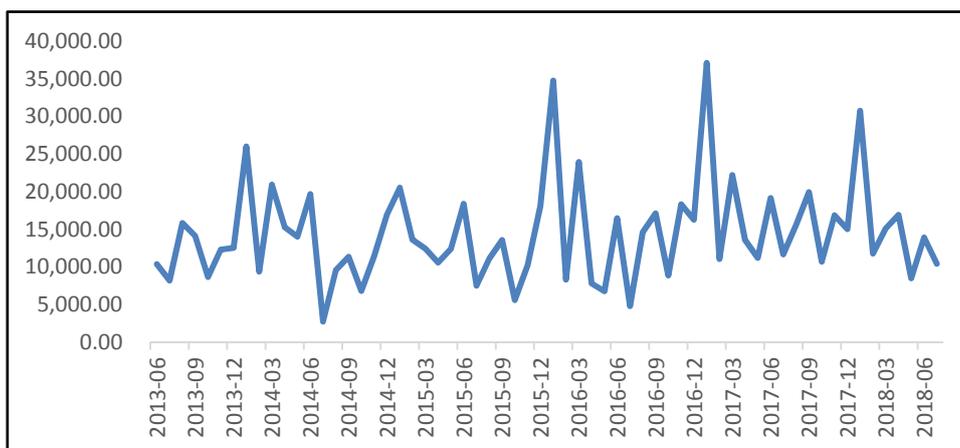
数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 三、信贷大幅增长，人民币贬值但未引起明显的资本外流

#### （一）信贷规模同比大幅上升，表外融资压缩节奏放缓

2018年7月，我国新增社会融资规模为1.04万亿元，同比下降10.7%。从新增融资的构成上来看，7月对实体经济发放的人民币贷款增加1.29万亿元，同比增长40.5%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少773亿元，同比多减560亿元；委托贷款减少950亿元，同比少增1114亿元；信托贷款减少1192亿元，同比少增2424亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2744亿元，同比多减707亿元；企业债券融资2237亿元，同比减少14.6%；股票融资175亿元，同比下降67.3%。

图表 9 我国新增社会融资规模走势（单位：亿元）

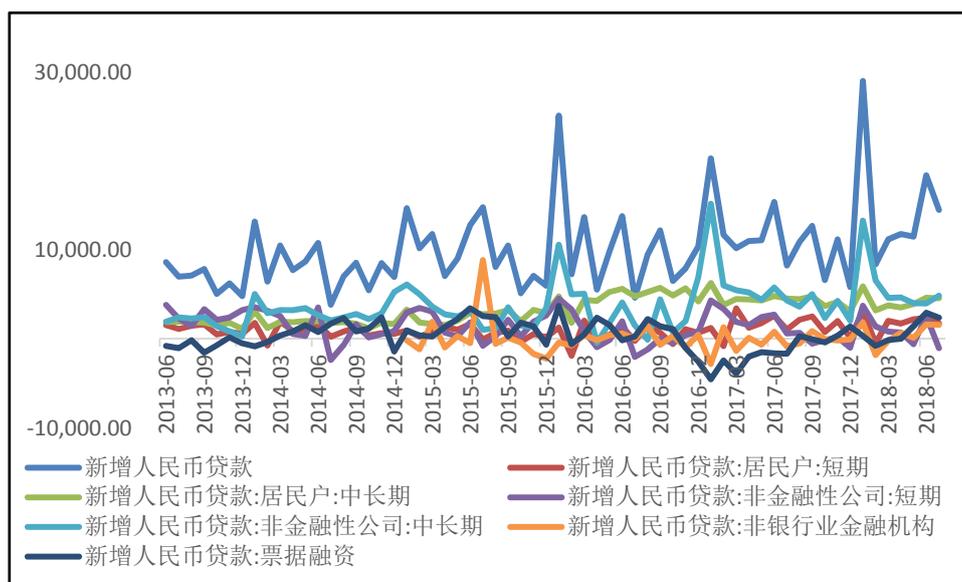


数据来源：Wind，新世纪评级整理

7 月份新增社融中，信贷投放力度继续加大，但表外融资也延续了萎缩的态势，新增社会融资规模整体仍然同比少增 1242 亿元。7 月下旬的国务院常务会议及中央政治局会议释放了货币政策进一步边际宽松信号，对于小微企业及基建的信贷投放开始加速，实体经济流动性有望改善。而在表外融资方面，7 月 20 日央行发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》缓和了表外融资收缩的压力，7 月新增社融中表外融资的萎缩规模较 6 月已明显减少，预计 8 月表外融资的收缩规模可能进一步放缓，叠加信贷投放的增加，8 月新增社融的降幅或将收窄。

在银行贷款方面，7 月新增人民币贷款 1.45 万亿元，同比大幅增加 75.7%。从贷款结构上来看，7 月居民中长期贷款新增额为 4576 亿元，同比增长 0.7%；居民短期贷款增加 1768 亿元，同比增加 65.1%；企业中长期贷款新增额为 4875 亿元，同比增长 12.5%；企业短期贷款减少 1035 亿元，同比少增 1661 亿元；票据融资新增 2388 亿元，同比多增 4050 亿元。7 月整体新增贷款大幅增长，而居民中长期贷款整体平稳，说明当前各地的房地产调控政策仍然严格，没有因流动性的宽松而出现放松。8 月 18 日银保监会发布 76 号文，文件提出进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济融资；强化对小微企业金融支持；支持基础建设盈余补短板，推动有效投资稳定增长。同时文件要求对符合授信条件但遇到暂时经营困难的企业，要继续予以资金支持，不应盲目抽贷、断贷。按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾，在此背景下，未来整体新增信贷增速预计将保持较高水平。

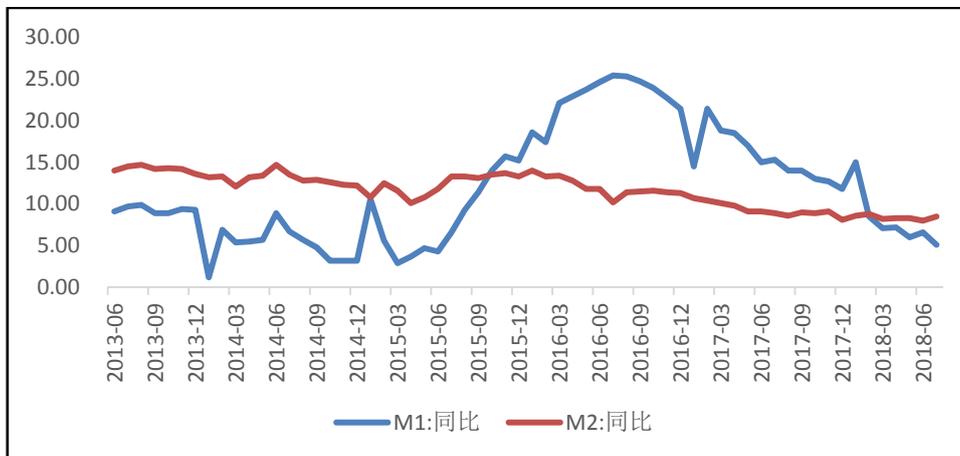
图表 10 我国贷款分布情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018年7月，受信贷投放力度加大拉动，我国M2同比增速为8.5%，环比回升0.5个百分点。因市场流动性整体偏宽松，央行基础货币投放呈净回笼状态，7月M1同比增速则回落至5.1%。

图表 11 我国货币投放增速情况（单位：%）

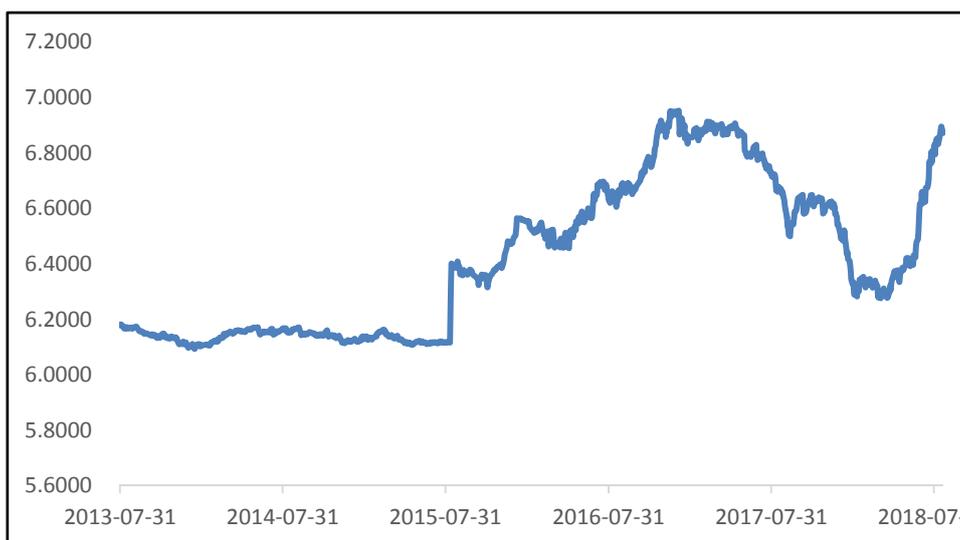


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## （二）人民币汇率明显走弱，并未引起明显的资本外流

自5月以来人民币兑美元汇率迅速走弱，8月16日美元兑人民币中间价达到了6.8946的近期低点。人民币的贬值对我国出口有一定的支撑作用，但过度贬值将造成资本外流的压力，近期央行将外汇风险准备金率调升至20%，以降低市场的“顺周期”行为，当前由于贸易战的不确定性，人民币仍有一定的贬值压力，但在我国经济基本面的支持下，继续大幅贬值的可能性不大。

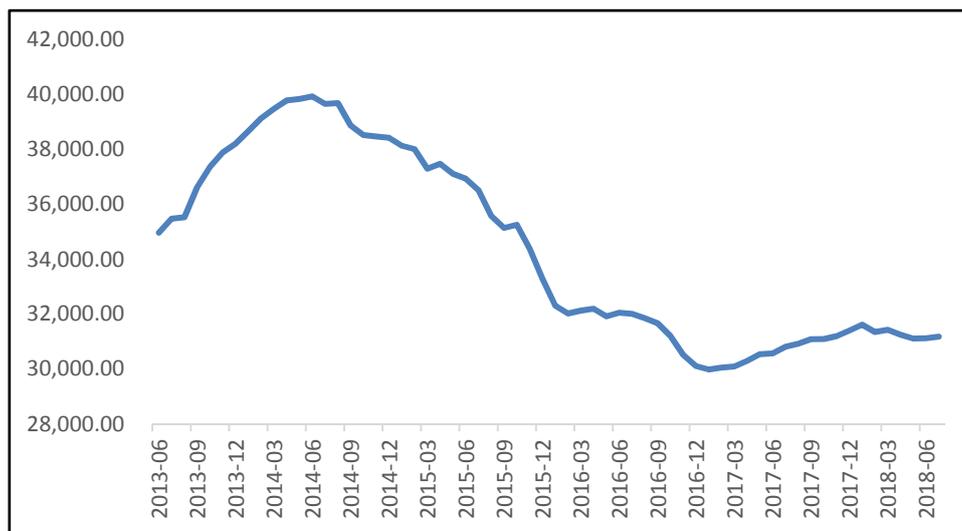
图表 12 人民币对美元中间价走势（单位：元/美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

7月我国外汇储备增长58.17亿美元至31179.5亿美元，连续第二个月出现回升，说明近期人民币贬值并未造成明显的资本外流。

图表 13 我国外汇储备规模走势（单位：亿美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### 四、总结与展望

2018年7月，物价水平温和上涨，PMI指数受贸易战等因素影响略有下降，但仍处于扩张区间。工业生产保持平稳，结构持续优化，高技术产业及战略新兴产业产值增长迅速；消费增速有所下降但消费升级趋势未变，线上消费保持高速增长；制造业投资增速继续回暖，民间投资活力持续改善，但受基建投资增速下滑影响，整体固定资产投资增速有所回落，而随着政策的支持，基建有望回升进而支撑整体投资企稳回升；进出口贸易增速双双回升，但由于贸易战的持续影响及主要经济体PMI的走低，未来进出口贸易仍然存在下行压力。当前，虽然我国经济受内部强监管及外部贸易战等因素“几碰头”且在短期内集中发酵影响而存在一定压力，但有望在财政政策、货币政策及监管政策等宏观政策“几家抬”共同合力下得到对冲和缓解，我国经济有望保持稳定增长。

7月新增社会融资规模继续下将，但新增信贷大幅增长，随着国务院常务会议及中央政治局会议释放了货币政策进一步边际宽松信号，未来市场流动性预计将保持宽裕，基建及小微企业信贷投放望保持强劲，而随着央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，表外融资的收缩压力有所放缓，新增社会融资规模的降幅有望收窄。