

宏观经济开局良好，金融环境趋紧

——2017年一季度中国宏观经济回顾与展望

主要经济数据

同比增速	2017年 1季度	2016年	2016年 前三季度
GDP (亿元)	180,683	744,127	532,845
GDP (%)	6.9	6.7	6.7
规模以上工业增加值 (%)	6.8	6.0	6.0
第三产业增加值 (%)	7.7	7.8	7.6
全社会累计用电量 (%)	6.9	5.0	4.5
固定资产投资 (%)	9.2	8.9	8.2
社会消费品零售总额 (%)	10.0	10.4	10.4
人民币计价进出口总值 (%)	21.8	-0.9	-1.9
项目	3月	2月	1月
社会融资规模增量 (万亿元)	2.12	1.15	3.72
M2 余额 (%)	10.6	11.1	11.3
CPI (%)	0.9	0.8	2.6
PPI (%)	7.6	7.8	6.9

资料来源：国家统计局，wind

分析师：

王青 冯琳

时间：2017年4月24日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

主要观点：

- 一季度，国内生产总值同比增长 6.9%，连续两个季度同比增速回升，多项经济指标好转，迎来良好开局。
- 工业增速明显加快，企业利润快速增长，服务业对国民经济的引领作用增强。
- 一季度民间投资回升速度加快，固定资产投资增速上扬。
- 国内消费保持平稳走势，网络消费等新业态活跃度上升；净出口对经济增长拉动作用明显。
- 居民消费价格涨势温和，工业生产者出厂价格增速偏高，短期内有望回落。
- M2 增速放缓，社会融资规模小幅增长，表内低增表外高增；金融领域推进去杠杆、强监管、防风险，金融环境趋紧。
- 受经济回暖及价格上涨等因素影响，一季度财政收入增速大幅反弹，同时积极财政政策持续发力，一季度首现财政赤字。

展望：

拉动经济增长的内外部需求有所恢复，上半年 GDP 有望保持在 6.9% 左右的增长水平。政策层面，短期内去杠杆、强监管、防风险的政策组合拳将会连续推出，金融环境呈收紧之势，积极财政政策将持续发力，继续为深化供给侧改革、优化经济增长结构提供适宜的政策环境。

一、宏观经济总体运行情况

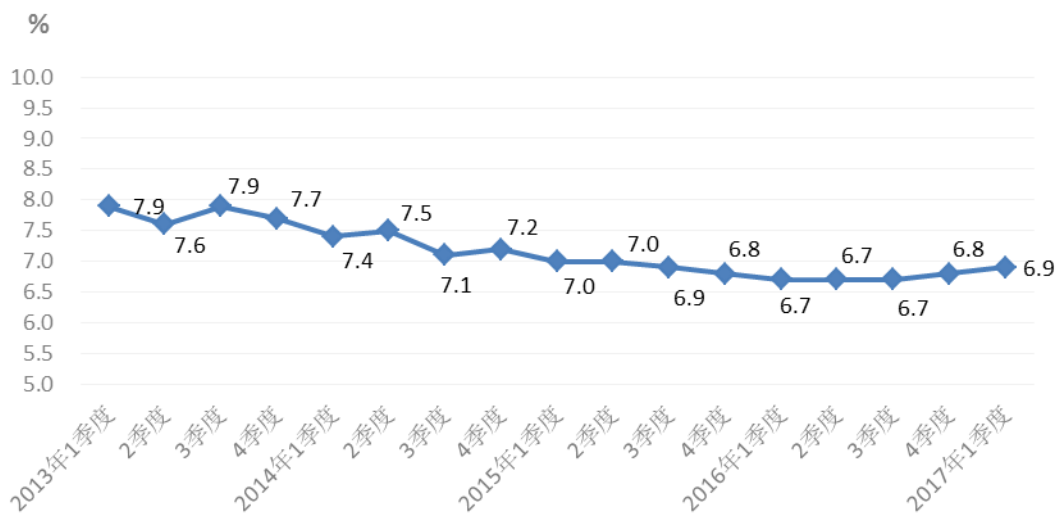
1. 国内生产总值

2017年一季度宏观经济增速延续回升态势，增长结构改善

一季度宏观经济增速延续回升态势。据初步核算，一季度国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%，同比增速比上年同期加快了 0.2 个百分点，比上年四季度加快了 0.1 个百分点，延续了自 2016 年四季度以来的小幅回升势头。

消费的基础性作用有所增强，增长结构有所改善。一季度消费拉动经济增长 5.3 个百分点，贡献率达到 77.2%，比去年同期增加 2.2 个百分点；同期净出口拉动经济增长 0.3 个百分点，结束了此前连续五个季度的负向拉动局面，成为本季度经济增速回升的主要原因。此外，一季度第三产业增加值占国内生产总值的比重为 56.5%，高于第二产业 17.8 个百分点；战略性新兴产业增加值同比增长 10.3%，增速高于规模以上工业 3.5 个百分点；节能降耗稳步推进，一季度单位国内生产总值能耗同比下降 3.8%。

图 1 国内生产总值同比实际增速（分季度）



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

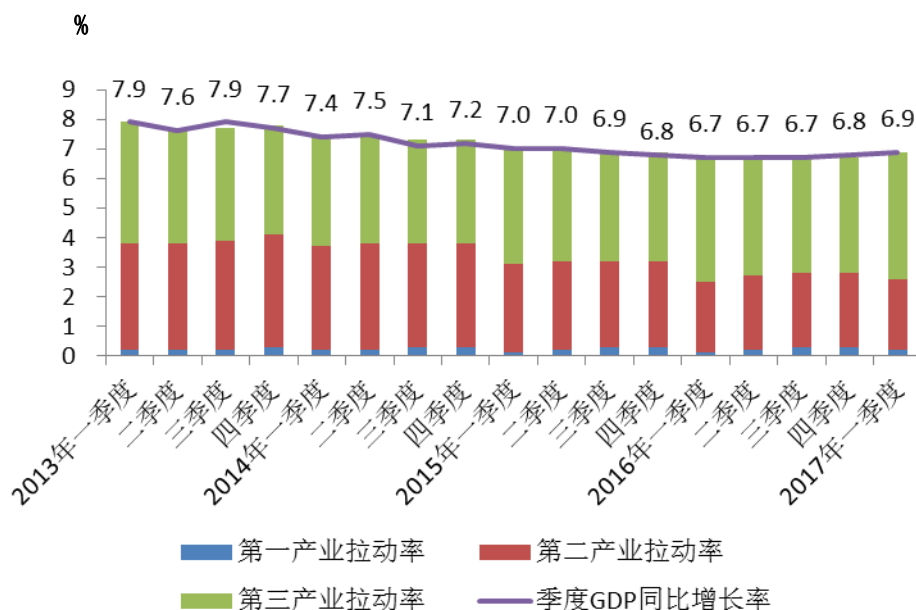
2. 三次产业及行业运行状况

服务业引领作用增强，工业增速明显加快，企业利润快速增长

分产业看，在供给侧结构性改革和创新驱动发展战略的推动下，服务业继续保持较快增长态势。一季度，服务业实现增加值 102,024 亿元，同比增长 7.7%，增速较上年同期提高 0.1 个百分点，服务业对国民经济增长的贡献率达到 61.7%，比第二产业高出 25.6 个百分点。一季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，增速比上年同期加快 1.0 个

百分点，比上年全年加快 0.8 个百分点。一季度第一产业增加值 8,654 亿元，同比增长 3.0%，增速与上年同期基本持平。

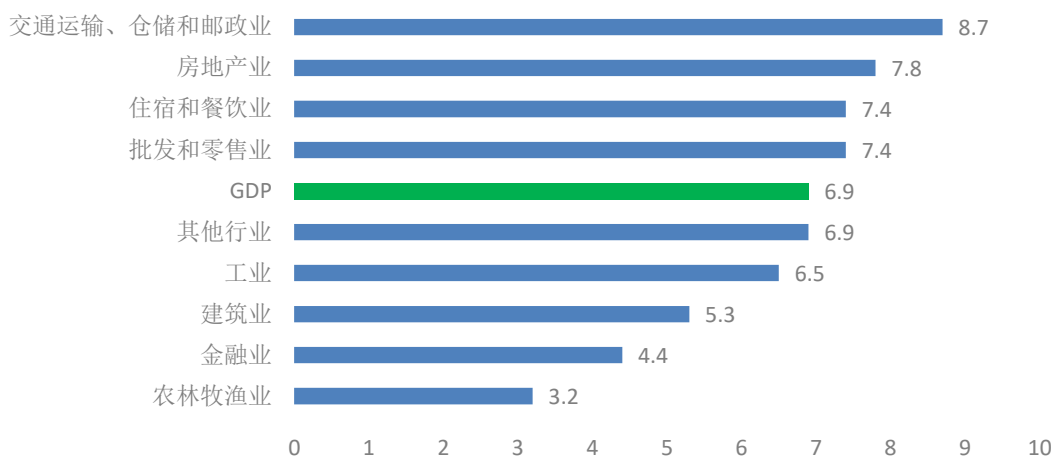
图 2 三次产业对国民经济拉动率（分季度）



资料来源：WIND

国民经济不同行业走势分化明显。一季度铁路运量大幅上升，全国网上零售额继续保持强劲增长，带动了交通运输、仓储和邮政业同比增长 8.7%，增速较上年全年上升 2.2 个百分点；一季度工业同比增长 6.5%，增速呈触底回升之势；在房地产调控收紧的背景下，一季度房地产业和建筑业增速有所下滑；受上年同期高基数影响，金融业增长明显弱于 GDP 同比增速；其它批发零售、住宿餐饮等行业维持平稳增长态势。

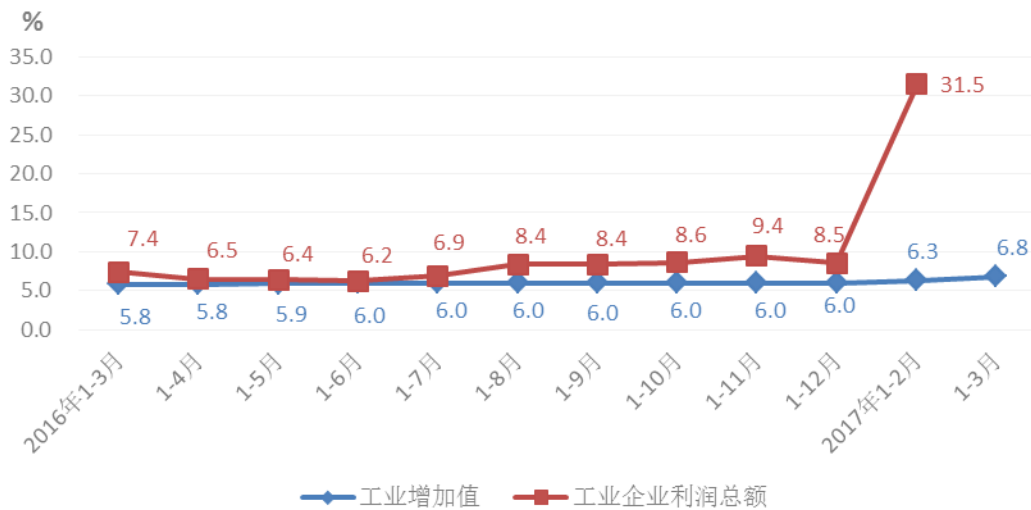
图 3 2017 年一季度国内生产总值分行业同比实际增速 (%)



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

工业产品产量增长面扩大，工业用电量回升，企业效益明显好转。一季度，596种主要工业产品产量中有443种保持同比增长，占74.3%，实现增长的产品比2016年全年增加45种，增长面扩大6.7个百分点。其中，挖掘机、机器人、轻轨、集成电路、智能手机等产品产量保持较高增速。一季度工业用电量同比增长7.7%，增速较上年全年回升4.8个百分点，体现了工业生产全面回升的势头。值得注意的是，1-2月份全国规模以上工业企业实现利润总额10,157亿元，同比大幅增长31.5%，比上年全年加快23.0个百分点。东方金诚注意到，在主要行业利润中，黑色金属冶炼和压延加工业增长21.1倍，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长1.3倍，有色金属冶炼和压延加工业增长1.2倍，是利润同比增长最快的三个行业，体现了上年同期低基数、前期“去产能”带动上游工业品价格大幅上升，以及制造业处于补库存周期带来的积极影响。

图4 规模以上工业增加值与工业企业利润总额（累计同比名义增速）



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

东方金诚预计，未来几个季度受房地产调控政策升级、汽车销量增速下滑以及金融环境收紧等因素制约，工业增速加快的难度有所加大，企业效益同比增速料将回落。

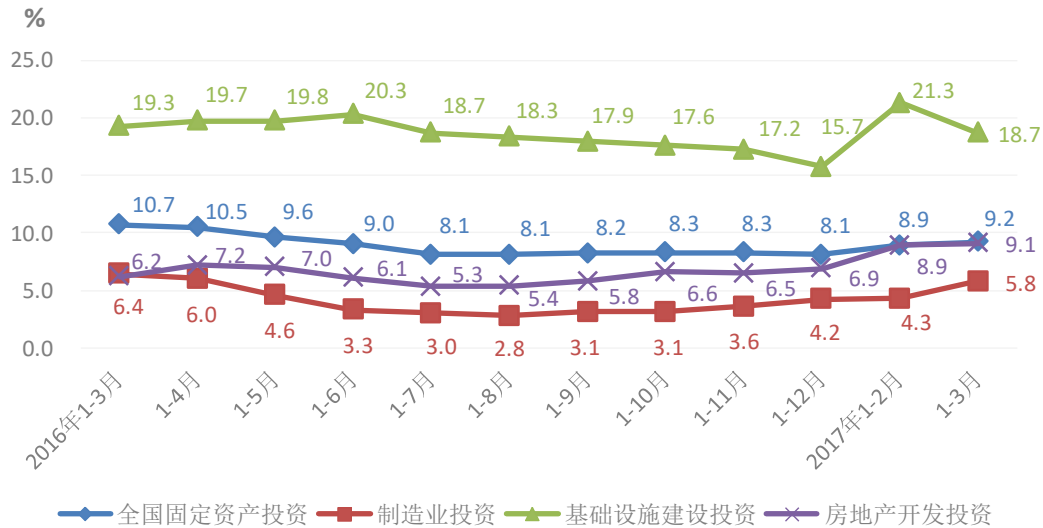
3. 投资

固定资产投资增速升至9.2%，房地产和制造业投资增速持续回升，基础设施投资高位运行，民间投资回升速度加快

固定资产投资增速明显回升，三大类投资增速均有所加快。一季度，固定资产投资同比增长9.2%，增速较上年全年提高1.1个百分点。其中房地产投资同比增长9.1%，增速比去年全年加快2.2个百分点，主要受年初以来房地产销售额保持20.0%以上增长带动。工业企

业效益大幅改善，刺激制造业投资同比增长 5.8%，增速比去年全年提高 1.6 个百分点。在基础设施投资方面，1-3 月投资额同比增长 23.5%，增速比去年全年攀升 7.8 个百分点，主要受今年一季度财政开支大幅增长驱动，但季内同比增速呈逐月回落之势。

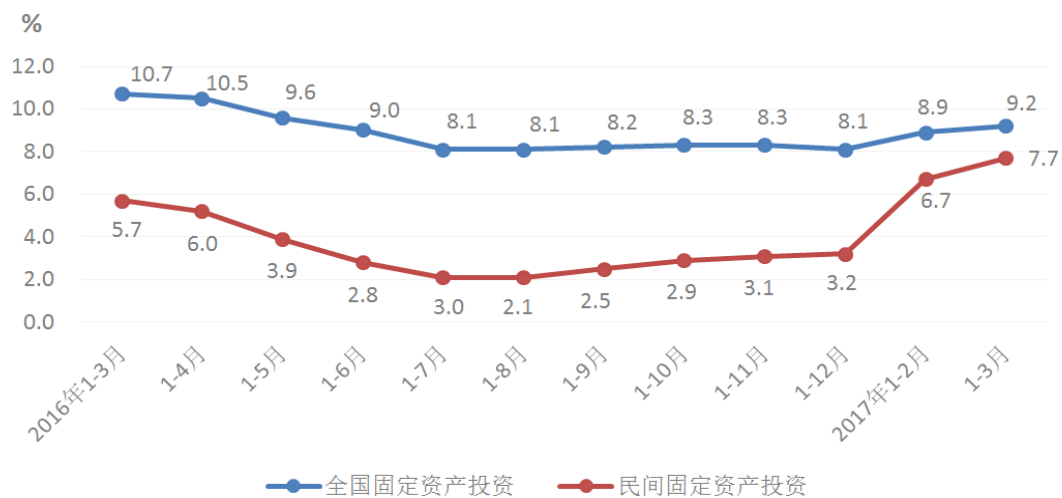
图 5 固定资产投资及各主要投资（累计同比名义增速）



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

民间投资增速明显加快。去年 9 月份以后民间投资增速触底回升，今年以来民间投资延续了增速回升的态势，一季度民间投资 57,313 亿元，比去年同期增长 7.7%，比去年全年增速提高 4.5 个百分点。东方金诚认为，在防范脱实向虚政策陆续出台，推动金融向实体经济倾斜的背景下，近期工业企业效益大幅改善，投资者信心增强，是以制造业投资为主的民间投资增速较快回升的主要原因。

图 6 固定资产投资与民间投资（累计同比名义增速）



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

东方金诚预计，二季度制造业及民间投资增速将延续改善局面，但伴随财政支出增幅回落，基建投资增速或将进入 20.0% 以下的增长区间，房地产投资增速短期内不会受到本轮调控的强烈冲击。由此，二季度固定资产投资增速有望延续小幅上升势头。

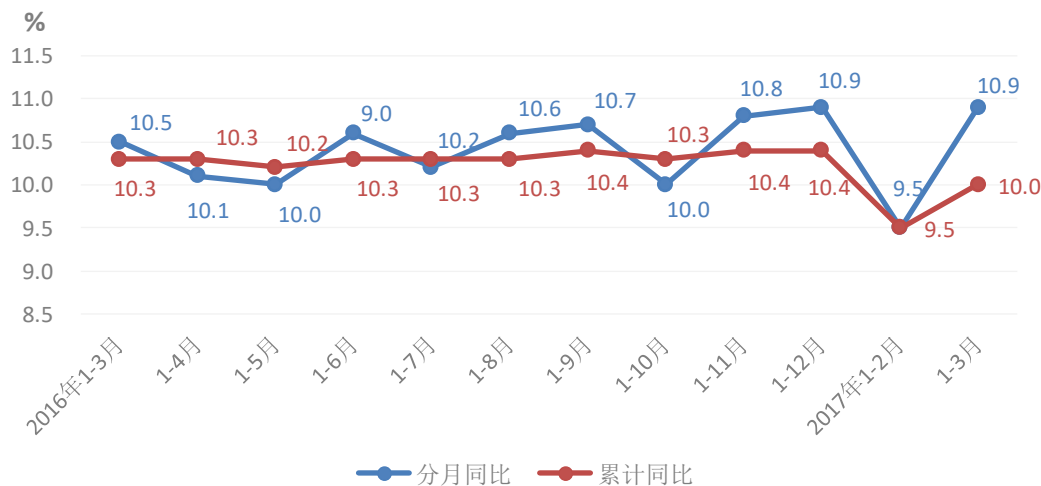
4. 消费

国内消费整体保持平稳走势，服务消费市场发展良好，新兴消费业态快速增长

一季度国内消费市场总体平稳，内部结构持续优化。一季度社会消费品零售总额同比增长 10.0%，增速比上年同期回落 0.3 个百分点，受小排量汽车购置税优惠幅度减半影响，一季度汽车消费增速比去年同期大幅回落 5.4 个百分点，成为社会消费品零售总额同比增速下滑的重要原因。若扣除汽车类，社会消费品零售总额同比增速比上年同期加快约 0.3 个百分点。一季度消费升级类商品加快增长，其中旅游娱乐休闲消费增长较快，体育娱乐用品类消费同比增长 17.3%，增速比上年同期加快 1.0 个百分点，通讯器材类商品在上年快速增长的基础上保持较快增长。

网络消费等新业态保持活跃。一季度全国网上零售额同比增长 32.1%，其中实物商品网上零售额增长 25.8%，高于社会消费品零售总额增速 15.8 个百分点，在社会消费品零售总额中占比为 12.4%，比上年同期提升 1.8 个百分点。

图 7 社会消费品零售总额当月及累计同比名义增速



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

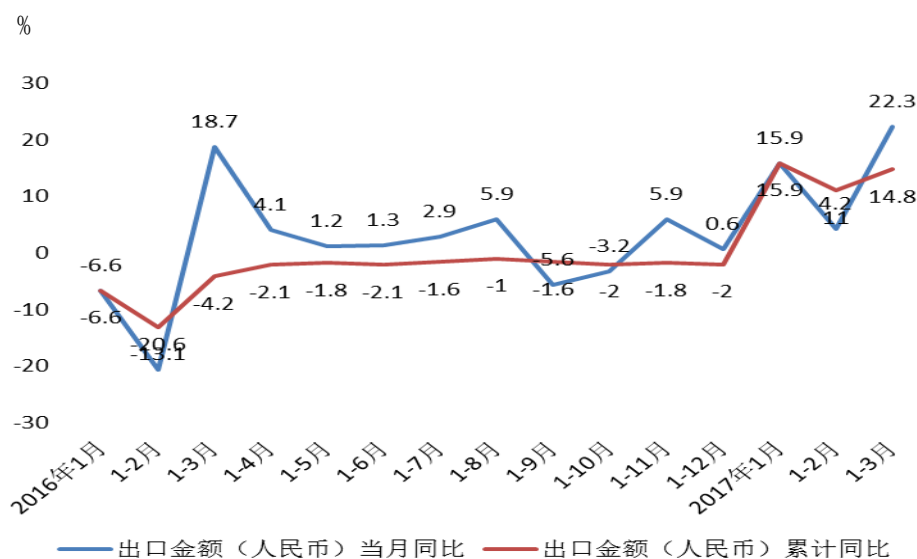
东方金诚预计，未来几个季度人均收入将继续保持 7.0% 左右的实际增长水平，通胀较为温和，加之受居民消费升级等因素推动，国内消费有望维持 10% 左右的名义增速，网络消费仍将保持 20-30% 的较快增长。

5. 进出口

受上年低基数及国内外需求恢复带动，一季度对外贸易形势明显改善。

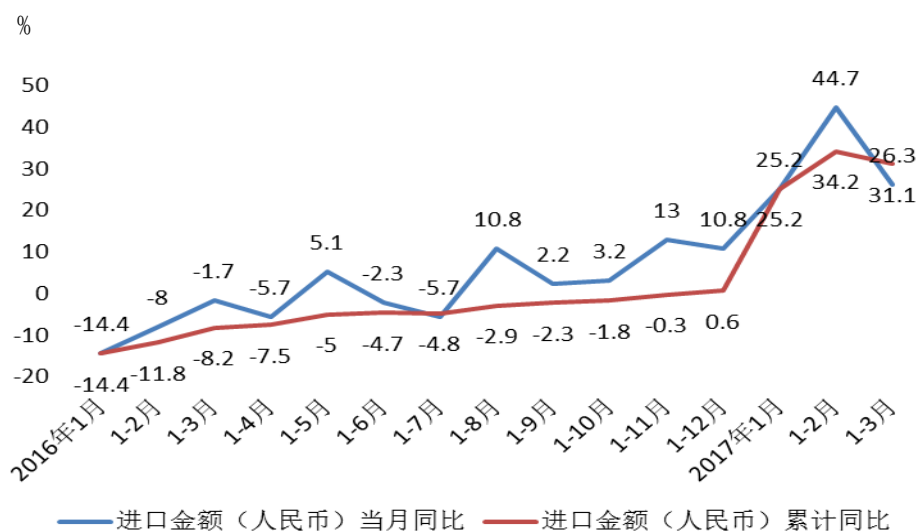
对外贸易恢复正增长，净出口对经济增长实现正向拉动。一季度，我国货物贸易进出口总值 6.2 万亿元人民币，比去年同期大幅增长 21.8%，扭转了自 2015 年年初以来同比连续负增长的局面。其中，出口增长 14.8%，进口增长 31.1%。一季度货物贸易顺差 0.45 万亿元，同比下降 43.9%，不过，同期服务贸易逆差规模收窄。一季度净出口对国民经济增长的贡献率为 18.6%，为近六个季度以来首度实现正向贡献。

图 8 进口（人民币）当月及累计同比增速



资料来源：WIND

图 9 出口（人民币）当月及累计同比增速



资料来源：WIND

东方金诚认为，国内需求回暖带动原油、铁矿石等大宗商品进口量增加，进口价格上扬进一步推动一季度进口额大幅增长；一季度美、欧等发达经济体延续复苏势头，东盟、印度、俄罗斯、巴西等重要新兴经济体进口需求均有不同程度回升，加之上年同期低基数效应，一季度我国出口额同比增幅较大。

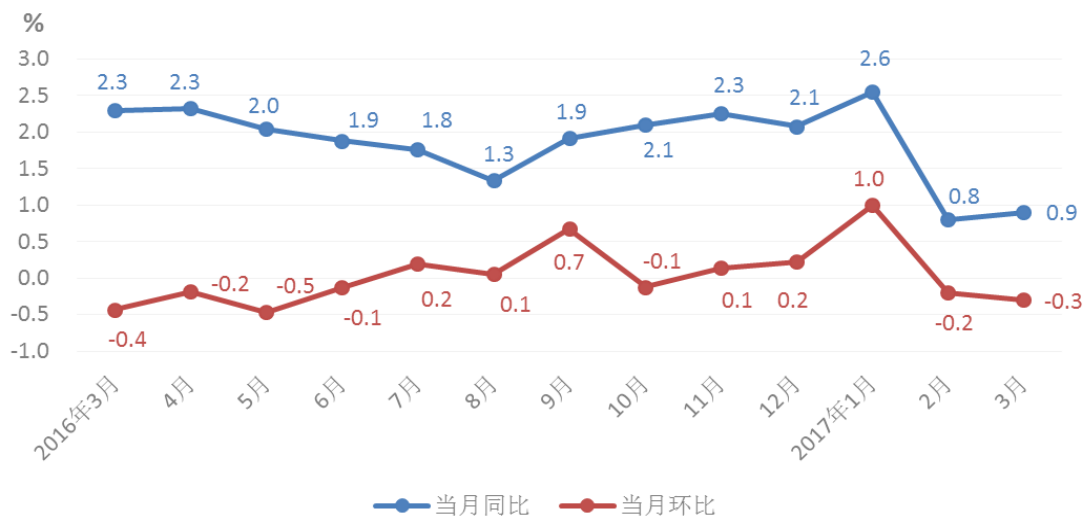
东方金诚预计，短期内进出口增速将会有所回落。一方面，上年二季度进出口基数明显抬升；另一方面，2016年二季度后大宗商品价格出现快速上行，由此自2017年二季度开始，价格因素对我国进出口额增速的影响将会逐季降低。特别是考虑到全球贸易保护主义势头仍趋升温，2017年我国出口增长仍将面临较大的不确定性。

6. 消费及生产价格

居民消费价格涨势温和，工业生产者出厂价格增速偏高

居民消费价格温和上涨。一季度，全国居民消费价格比去年同期上涨1.4%，涨幅比去年四季度回落0.7个百分点，其中2、3月份涨幅回落明显，呈现“前高后低”走势，主要原因是受气候条件等因素影响，食品价格下降2.1%。一季度燃料、服务等非食品价格上涨2.3%，自去年一季度以来拉动CPI上升的作用逐季增强。扣除食品和能源的核心CPI比去年同期上涨2.0%，走势总体稳定。

图10 居民消费价格（CPI）同比及环比增速

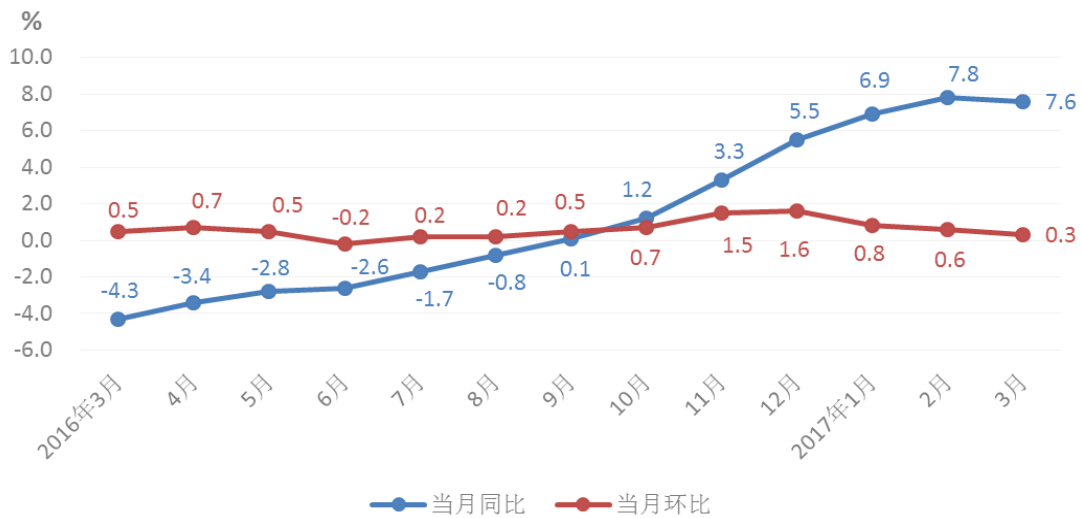


资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

东方金诚预计，短期内随着气候条件等因素影响减弱，CPI中的食品价格将恢复正增长，PPI向CPI传导效应增强，自二季度开始CPI同比增速将逐步恢复至2.0%左右。但在金融环境收紧的背景下，年内消费者价格大幅上涨的可能性较低。

工业生产者出厂价格增速偏高。一季度，PPI 同比上涨 7.4%，涨幅比去年四季度扩大 4.1 个百分点，为 2008 年四季度以来的季度同比涨幅最高点，主要是受上年低基数及上游行业去产能效果显现等因素影响。其中，“三黑一色”等去产能重点行业价格上涨较快。一季度，石油和天然气开采业价格同比上涨 70.1%，煤炭开采和洗选业价格上涨 39.2%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 38.2%，石油加工业价格上涨 28.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 18.0%，五大行业合计影响一季度 PPI 同比上涨 5.3 个百分点。此外，前期国际大宗商品价格上升也构成外部推动因素。

图 11 工业生产者出厂价格（PPI）同比及环比增速



资料来源：国家统计局网站，东方金诚整理

东方金诚预计，二季度随着低基数效应减弱，以及钢铁、煤炭、原油和铁矿石等国内外大宗商品价格阶段性触顶回落，PPI 同比及环比增速均将出现小幅下行之势。

二、宏观经济政策环境

1. 信贷与货币政策

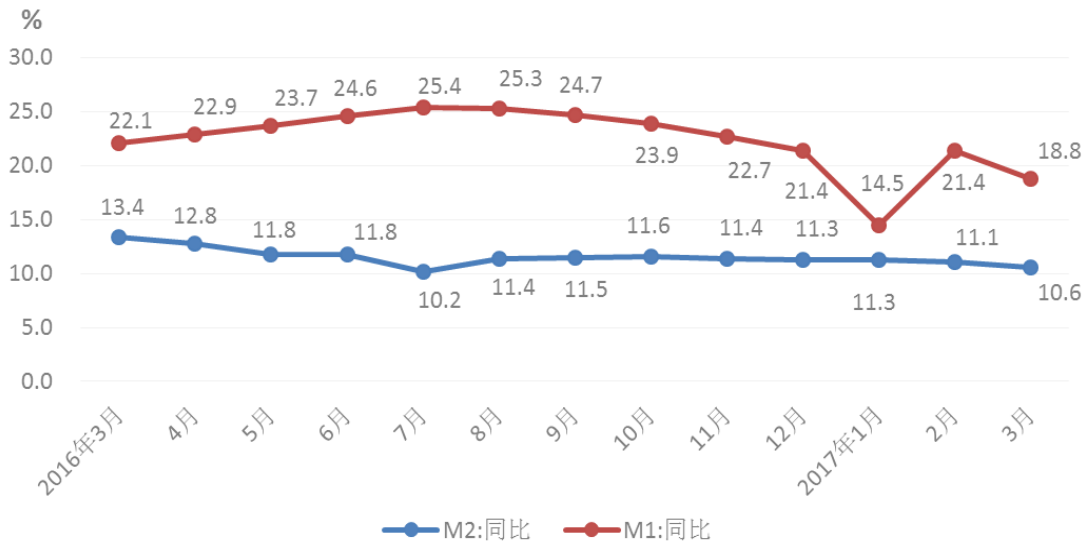
M2 增速回落，社会融资规模小幅增长，表内低增表外高增，个人住房信贷增速和占比下降，企业中长期贷款增速上扬。

M2 增速稳中有降，M1 增速回落较为明显。3 月末，广义货币 (M2) 余额 159.9 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 2.8 个百分点。狭义货币 (M1) 余额 48.9 万亿元，同比增长 18.8%，增速分别比上月末和上年同期低 2.6 个和 3.3 个百分点。

东方金诚认为，一季度货币供应量增速走低，一方面反映上年高基数的影响，另一方面体现了央行实施宏观审慎评估 (MPA) 考核以及监管抑制空转套利，商业银行表内资金投向资

管产品出现规模收缩，以及商业银行债券投资规模下降，地方政府债券和非金融企业债券净增量较上年同期回落较多等因素带来的影响。

图 12 M2、M1 同比增速



资料来源：WIND

社会融资规模小幅增长，表内低增表外高增。一季度，社会融资规模增量为 6.9 万亿元，比上年同期多 2268 亿元。其中，表内人民币信贷增加 4.2 万亿元，同比少增 3856 亿元，占比同比下降 4.6 个百分点，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外融资占比均有所提高。

东方金诚认为，受 MPA 考核影响，一季度表内信贷低速增长，表外融资增速较快，部分企业在表内贷款受限制的情况下，绕道表外贷款和票据市场进行融资。一季度，房地产贷款新增 1.7 万亿元，占同期各项贷款增量的 40.4%，比 2016 年占比低 4.5 个百分点，反映近期各地房地产市场调控效果开始显现；一季度企业中长期贷款增加 2.6 万亿元，同比多增 7081 亿元，主要受制造业回暖和固定资产投资增速上升带动。

东方金诚预计，M1 增速将继续回落，M2 增速将保持稳中略缓态势；二季度新增社会融资规模将会下降，表外融资占比将会走低；随着房地产调控力度加强，房地产贷款占比将逐步向 30%左右的水平回落，信贷投放将继续向实体经济倾斜。

金融领域推进去杠杆、强监管、防风险，金融环境趋紧

金融政策环境趋于收紧。一季度，央行两次上调货币市场资金利率，央行资产负债表从 1 月末至 3 月末收缩 1.1 万亿元，降幅达 3%。银监会释放银行业治理整顿信号，证监会和保监会也同步推出强化监管措施，着力摸查金融风险点，加大对市场违法违规行为打击力度，减少资金在金融领域空转套利，控制杠杆率，引导资金进入实体经济；3 月份以来各重点城市房地产调控政策进一步升级。这表明在当前宏观经济增速回暖、房地产泡沫风险上升的背

景下，金融环境正在逐步收紧，监管部门加大了防范金融加杠杆炒作、预防交叉性风险的力度。前期央行“锁短放长”、近期提高货币市场资金利率，直接提升了银行和影子银行的杠杆成本，银行开始调整资产负债和经营模式，影子银行快速扩张的势头将受到遏制。

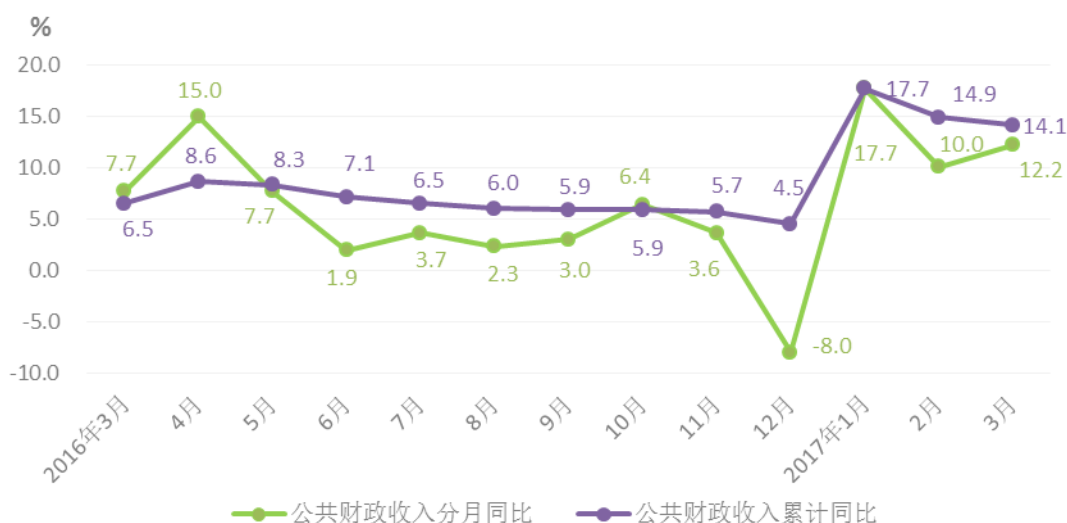
东方金诚预计，短期内央行不会放松政策，监管部门或将直接从控制规模入手，着力推进金融去杠杆，防风险。不过，预计监管部门会根据市场需求和预期变化，灵活调整操作力度，保持流动性整体稳定。

2. 财政收支与财政政策

受经济回暖及价格等因素影响，财政收入增速大幅反弹

1-3月累计，全国一般公共预算收入44,366亿元，同比增长14.1%，较上年同期增速上升7.6个百分点，较上年全年增速上升9.6个百分点，中央和地方收入均呈两位数扩张之势。

图13 一般公共预算收入当月和累计同比增速



资料来源：财政部，东方金诚整理

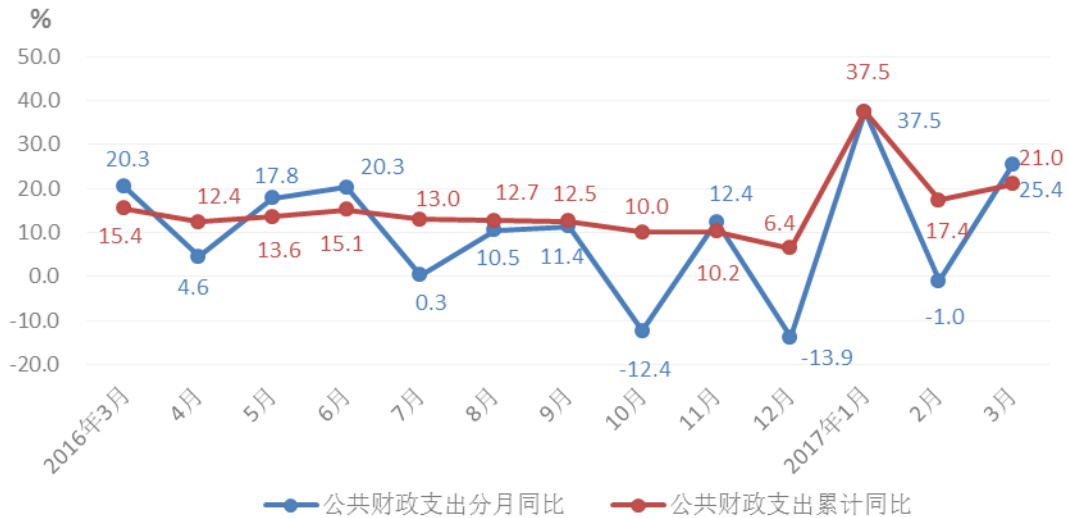
东方金诚认为，一季度财政收入大幅反弹主要受四类因素推动：一是生产资料价格上涨。今年以来，PPI和部分大宗商品价格大幅上涨，带动以现价计算的财政收入快速增长。二是房地产市场保持活跃。一季度房地产销售额同比上升25.1%，拉动土地和房地产相关税收大幅增长。三是经济企稳向好。一季度企业生产活跃度上升、利润明显增加，带动工业和服务业税收增长。四是进口额大幅增长，带动进口环节关税、增值税收入同比增收较多，拉动财政收入增长超3个百分点。

东方金诚预计，短期内PPI升幅趋缓，房地产市场降温，进口额增速回落，将影响相关税收增长；此外，后期减税降费政策效应进一步显现，以及去年4、5月份各地区营业税清缴拉高税收基数，二季度财政收入增幅可能明显回落。

积极财政政策更有力度，财政支出保持高速增长

1-3月累计，全国一般公共预算支出45,917亿元，同比增长21.0%，较上年同期上升5.6个百分点，较上年全年大幅上升14.6个百分点。其中，中央一般公共预算本级支出同比增长14.2%；地方一般公共预算支出增长22.0%。

图14 一般公共预算支出当月和累计同比增速



资料来源：财政部，东方金诚整理

稳增长与保民生并重，积极财政政策更有力度。一季度基建类财政支出增速较高，具体来看，城乡社区支出4622亿元，同比增长21.2%；交通运输支出2019亿元，增长13.3%；住房保障支出1353亿元，增长46.8%。民生保障支出增速普遍高于平均水平：科学技术支出1183亿元，增长49.3%；社会保障和就业支出8183亿元，增长22.9%；医疗卫生与计划生育支出4106亿元，增长29.4%。一季度财政支出高增速与预算批复加快、资金使用效率提高直接相关。中央部门预算已于3月24日全部批复完毕，比往年提前了一周左右；中央对地方转移支付预算已经下达75%左右，比去年同期提高3个百分点；全年新增地方政府债务限额1.63万亿元已经全部下达。

一季度首现财政赤字，积极财政政策工具较为丰富

一季度财政收支相抵，出现1551亿元的财政赤字。这是2009年财政部开始公布一季度财政收支数据以来，一季度首次出现财政赤字。这主要源于今年一季度财政支出进度明显加快，以及全年安排财政赤字规模创历史新高（赤字率仍为3.0%，与上年相同）。同时，为缓解基础设施建设、公共服务领域投资的资金压力，2017年还安排了政府性基金专项债券8000亿元、新增地方政府一般债务限额8300亿元、地方政府债券置换存量债务约3万亿元，以及国家发改委万亿级的专项建设基金，财政及准财政政策工具较为丰富。

东方金诚预计，短期内一般公共财政支出增速将受到预算限制而出现回落，但政府手中的政策工具仍然丰富，将通过 PPP 项目、专项建设债以及地方债等工具提高公共投资的可持续性，积极财政政策将持续发力。

三、展望

预计 2017 年上半年 GDP 增速有望维持 6.9% 左右

一季度以民间投资、PPI、工业用电量及净出口为代表的重要指标持续转好，表明拉动经济增长的内部、外部需求有所恢复，短期内经济增速下行压力减缓。在此背景下，东方金诚预计二季度工业增速有望在补库存周期作用下保持稳定，固定资产投资增速亦将延续小幅上升势头，消费增长平稳，对上半年经济增速构成支撑。同时，二季度亦面临如下风险：随着金融环境收紧、房地产调控效果逐步显现，或抑制投资增速回升；受全球贸易保护主义抬头影响，净出口对我国经济的拉动作用将有所趋弱。综合来看，上半年 GDP 有望保持在 6.9% 左右的增长水平。

金融去杠杆、防风险的政策基调将会延续，积极财政政策继续发力

宏观政策和监管方面，防范金融风险将被放在更显著的地位。着眼于防范部分区域房地产泡沫、人民币汇率大幅波动等可能的金融风险，央行将继续推行稳健中性的货币政策，不排除货币市场政策利率继续上调的可能——特别是如果美联储在 6 月份实施加息的情况下；另一方面，监管层去杠杆、强监管、防风险的政策组合拳将会持续推出，金融业治理整顿力度可能加大，商业银行及各类影子银行的经营环境、经营模式将面临持续调整，引导资金向实体经济倾斜。此外，多种政策工具综合运用，积极财政政策继续发力。东方金诚预计，监管部门将灵活操作，避免过调超调，继续为深化供给侧改革、优化经济增长结构提供适宜的政策环境。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。