

2017年8月28日 (第15期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

国内宏观经济方面，7月主要经济数据有所下滑。考察历史数据我们会发现，过去三年上述经济指标均出现：6月高、7月低，8月反弹的现象。考虑到上述经济指标今年7月数值均好于去年同期，同时国际需求不断增强，今年以来出口同比增速持续处于7%以上，我们认为8月数据反弹概率较大，经济总体运行平稳。

8月18日，国务院办公厅转发国家发改委、商务部、中国人民银行、外交部《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》，明确了鼓励、限制、禁止三类境外投资活动，限制房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。中国短期资本外流压力犹存。

国际局势方面，曾被称为美国总统特朗普“最亲密助手”的前白宫战略顾问，也是其政权内极具影响力的重要人物斯蒂芬·班农于8月18日离职。此次弗吉尼亚州的骚乱令极右翼的班农成为了特朗普的政治负资产。班农离职也是特朗普与右翼势力进行切割的信号。

上周，美国又迎来了“超级日全食”。这次的日全食现象横跨美国14个州，持续时间近3个小时。我们分析了这次的日全食现象对美国的电力系统的影响。此外，我们认为，共享单车这种新的出行方式目前仍难以撼动经济增长和汽车销量上升所拉动的中国汽油消费量的快速增长，但这并不意味着汽油供应商可以高枕无忧。

联系我们
cbninstitute@yicai.com
微信
cbn_research



目录

【特别报告】

IMF 的“中国体检报告”1

【宏观与央行】

7 月中国短期资本外流压力犹存3
7 月经济数据下滑5
穆迪：美国对中国贸易行为调查短期行为有限7

【国际观察】

班农辞职 称将继续为特朗普而战8

【能源与科技】

“超级日全食”对美国电力系统的影响9
共享单车难阻中国汽油消费高速增长12

【特别报告】

IMF 的“中国体检报告”

整理：第一财经研究院

国际货币基金组织（IMF）近日发布 2017 年中国第四条磋商工作人员报告。该报告认为，刺激政策使中国经济增长强劲，但经济脆弱性依然较高，且中期压力将上升。IMF 建议，未来中国政策应关注转换增长引擎，维持强劲、包容性以及绿色的增长。

背景篇：刺激政策使经济增长强劲，但脆弱性仍高

中国 2016 年的 GDP 增速为 6.7%，低于 2015 年 6.9% 的水平。尽管如此，实际 GDP 增速自 2011 年初以来持续放缓的趋势有所扭转，并从 2016 年下半年开始呈现出增长态势。从需求方面看，中国 2016 年的劳动力市场依然偏紧，消费增强。得益于公共基础设施建设的持续快速增长，投资保持强劲。从供给方面看，主要大宗商品价格大幅回升，工业生产趋稳。

国内需求增强 缓解了中国的外部失衡。2016 年，经常账户顺差与 GDP 之比下降了近一个百分点至 1.7%。这是因为货物进口大幅回升，旅游流出保持强劲。经常账户缺口的缩小一定程度上反映了财政和信贷放松的影响。

中国政府在 2015 和 2016 年初放松了房地产宏观审慎政策，这促进了住房库存的减少。从供给侧改革方面看，中国政府完成了煤炭和钢铁行业的产能削减目标，重组了一

些薄弱的国有企业，并执行了更严格的环保规定。这些措施促使生产者价格和工业利润回升。

2016 年下半年至 2017 年初，中国政府开始收紧涉及房地产部门的宏观审慎政策。受此影响，一线城市房地产价格上涨速度放缓。同时，中国政府加大对金融部门风险的监控力度，如人民银行首次将“宏观审慎评估”的范围扩大到表外业务，银监会连续发布文件以减少金融产品之间的监管套利。到目前为止，这些措施的主要影响是金融条件收紧，金融部门内的信贷大幅下降。

除了收紧金融条件，中国政府还采取措施进行外汇干预。此外，针对资本流出（包括对外直接投资和离岸人民币贷款），中国政府执行了更严格的资本流动管理措施。受此影响，资本外流显著减缓。

图 1. 实际 GDP 增速趋于稳定，名义 GDP 增速加快

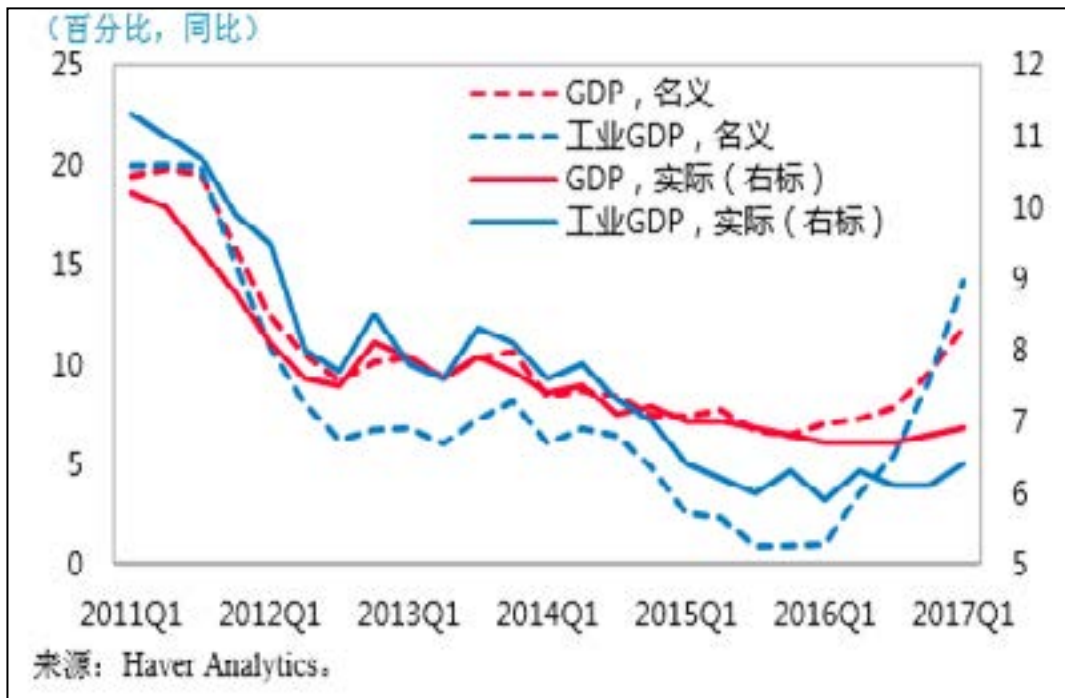
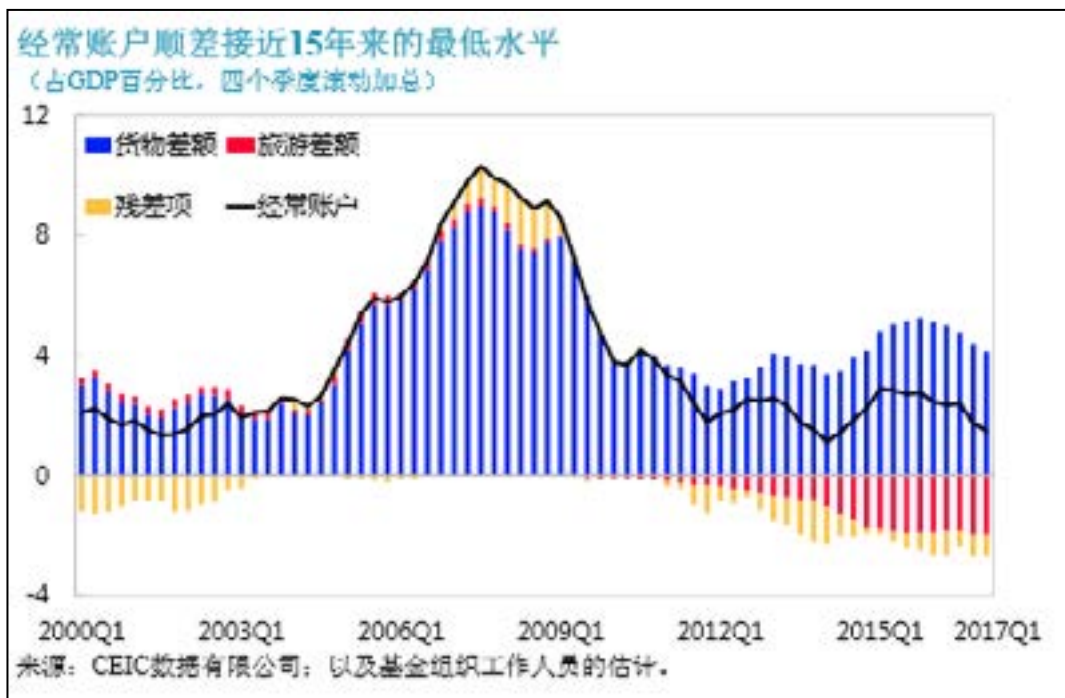


图 2. 经常账户顺差接近 15 年来的最低水平



[【查看全文】](#)



【宏观与央行】

7月中国短期资本外流压力犹存

阚明昉 王璐 / 第一财经研究院研究员

夏洛茨维尔骚乱爆发后，由于特朗普偏袒白人至上者，言论失当，引发企业经营纷纷以退出顾问团表示抗议。8月16日，特朗普宣布解散制造业委员会和战略与政策论坛这两大重要的经济顾问委员会。随后3天内美元指数下跌0.41%。

8月18日，主张“美国第一”的特朗普高级顾问、白宫首席战略师班农离职，随后3天内，美元指数下跌0.18%。

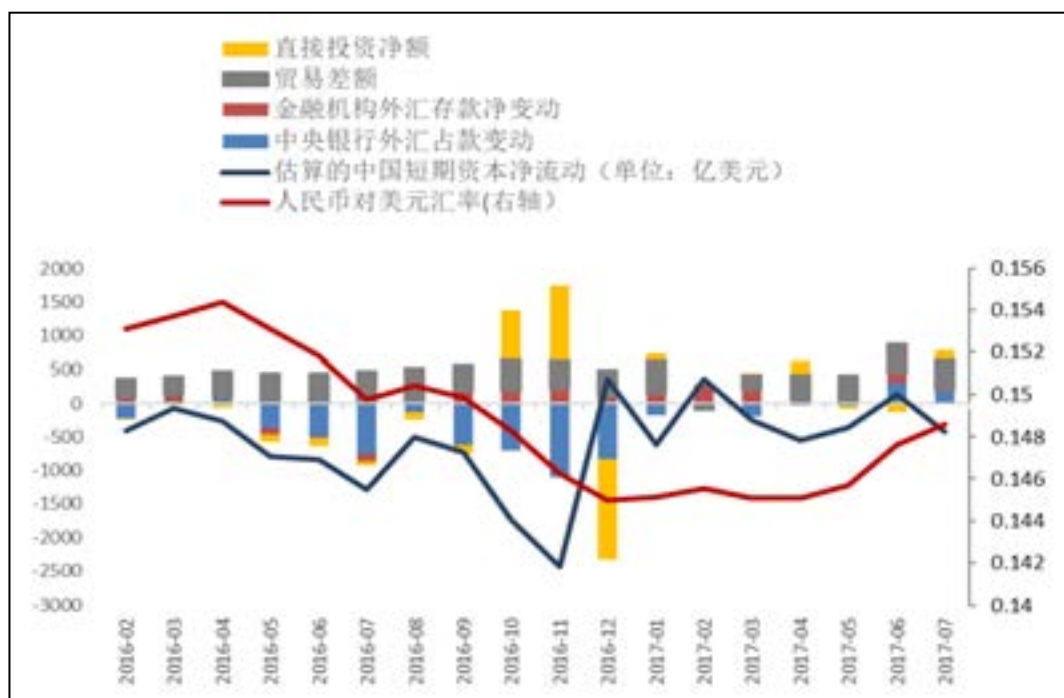
8月11日，中国人民银行发布了2017年第二季度中国货币政策执行报告，提出要增强人民币汇率双向浮动弹性，并表示下半年实施好稳健中性的货币政策。

8月18日，国务院办公厅转发《关于

进一步引导和规范境外投资方向指导意见》通知。《意见》称：支持境内有能力、有条件的企业开展境外投资活动；限制境内企业开展房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。

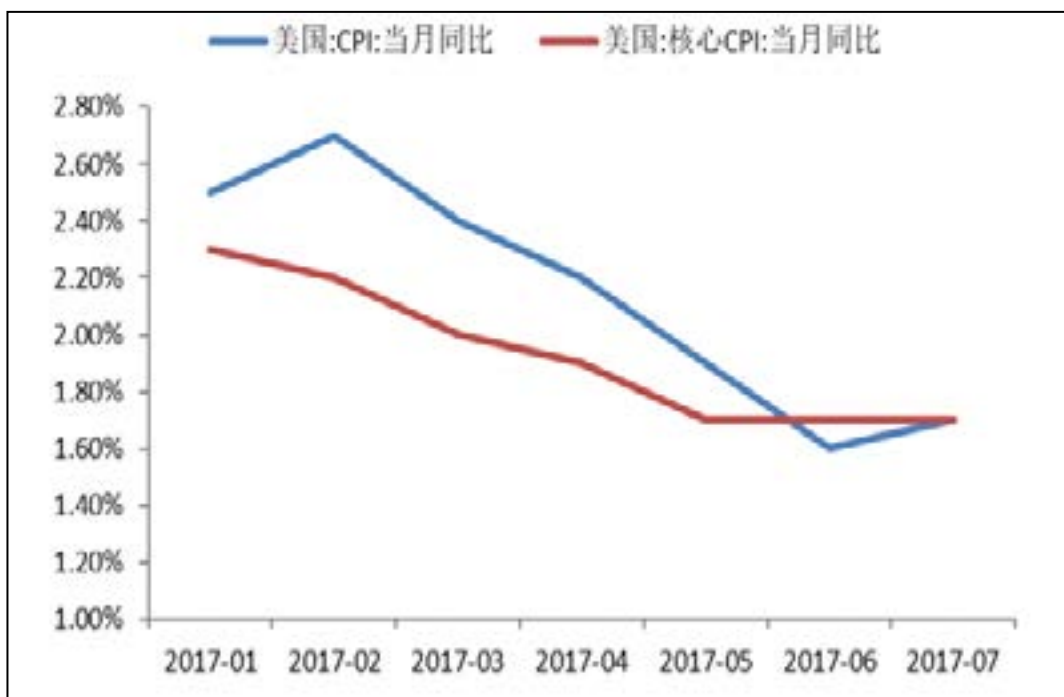
主要央行方面，周内欧央行公布了7月货币政策会议纪要；美联储公布了7月货币政策会议纪要。8月17日，欧央行公布的7月货币政策会议纪要显示欧央行担心未来欧元过强(overshooting)。纪要发布24小时内，欧元对美元汇率下跌0.36%。同日，美联储公布的7月货币政策会议纪要显示，通胀仍低于2%的目标水平，美联储对9月宣布缩表时机问题态度不明确。记录发布后24小时内，美元指数下跌0.41%。

图1. 根据估算，7月中国短期资本外流压力较6月增加



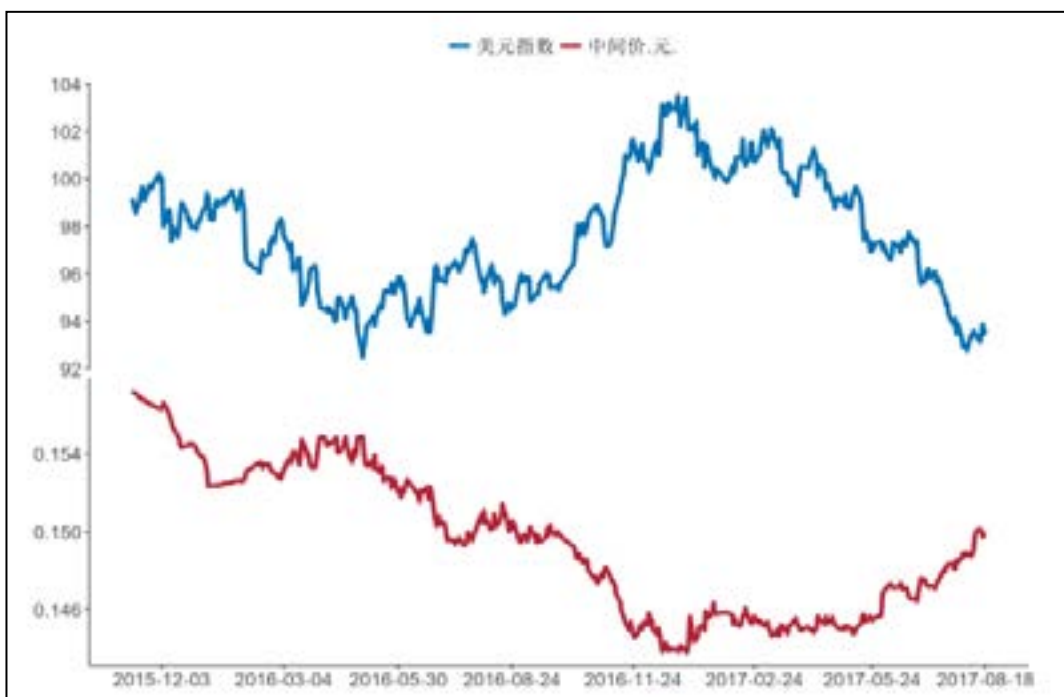
来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 美国 CPI、核心 CPI 增速不断下滑



来源：Wind、第一财经研究院

图 3. 周内人民币对美元中间价下跌，美元指数上涨



来源：Bloomberg、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



7 月经济数据下滑

马绍之 吴越 / 第一财经研究院研究员

7 月主要经济数据有所下滑。投资方面，全国固定资产投资 1-7 月同比增长 8.3%，增速比上半年回落 0.3 个百分点。终端需求方面，社会消费品零售总额 7 月同比增长 10.4%，比 6 月低 0.6 个百分点。与中间需求密切相关的生产方面，规模以上工业增加值 7 月同比实际增长 6.4%，比 6 月低 1.2 个百分点。考察历史数据我们会发现，过去三年上述经济指标均出现了 6 月高 7 月低的现象，而 8 月多出现反弹。考虑到上述经济指标今年 7 月数值均好于去年同期，同时国际需求不断增强，今年来出口同比增速持续处于 7% 以上，我们认为 8 月数据反弹概率较大，经济总体运行平稳。

上周，唐山高炉开工率在连续 7 周维

持稳定的情况下上涨了 0.61%，唐山钢坯价格下跌 1.06% 至 3730 元每吨。此外，上周动力煤价格小幅下跌 0.17%，水泥价格小幅上涨 0.06 个点。

楼市方面，一、二线城市新房成交面积相对稳定，二、三线城市二手房成交面积有所下跌。截止 8 月 13 日当周，百城土地成交面积环比下跌 32%。

8 月 1 至 13 日，央行净投放 1100 亿元，资金价格维持稳定。银行间市场流动性稳定。隔夜和 7 天逆回购利率分别上涨 5 和 24 个基点。10 年期国债收益率下跌 2.12 个基点，与 5 年期国债的期限利差收窄至 1 个基点。

图 1. 1 年期、5 年期、10 年期国债到期收益率涨幅为 -0.4、0.8、-2.12 个基点至 3.34%、3.59%、3.6%



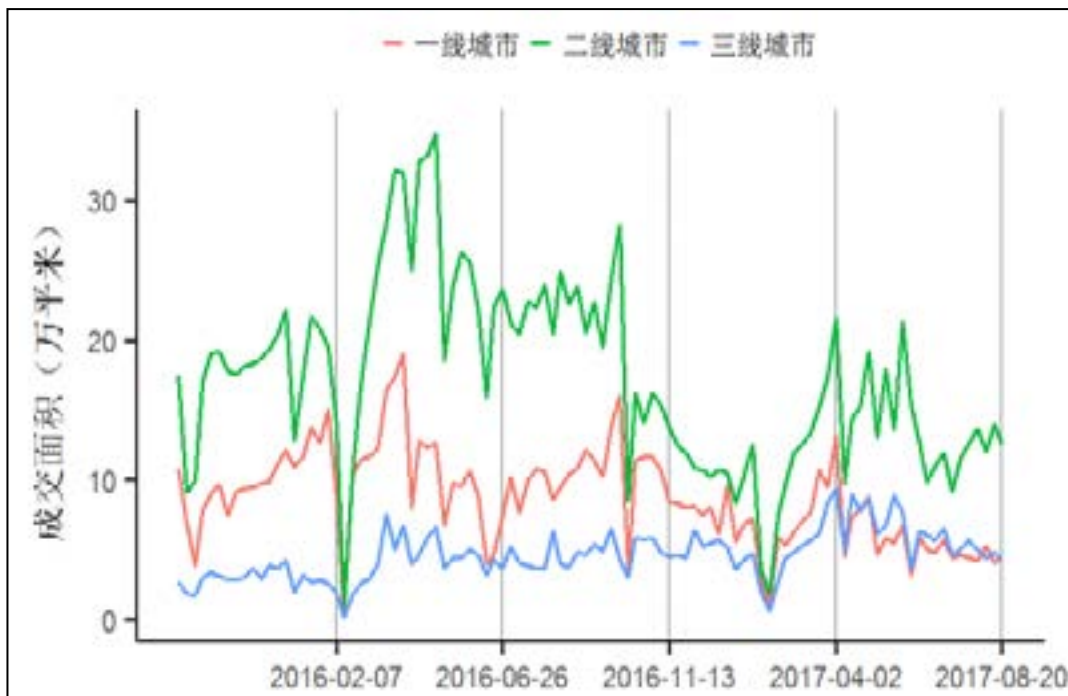
来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 唐山钢坯价格下跌 1.06% 至 3730 元，
唐山高炉开工率上涨 0.61% 至 81.1%



来源：Wind、第一财经研究院

图 3. 一、二、三线城市二手房日均成交面积涨幅分别为
11.19%、-10.37%、-9.93%



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



穆迪：美国对中国贸易行为调查 短期影响有限

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆美国当地时间 8 月 14 日，美国总统特朗普签署行政备忘录，授权美国贸易代表决定是否展开对所谓“中国贸易行为”的调查。对此穆迪预计，美国就中国是否损害了美国贸易所进行的调查短期内不会影响中国的主权信用质量。

◆目前，穆迪假设任何行动将符合此前的 WTO 协议，这意味着美中贸易关系的整体框架不会发生变化。中国的 GDP 增长在很大程度上依靠内需，因此美国针对特定领域的措施不大可能显著影响中国经济。

◆如果出现影响面较大的重要措施，这可能会对美国和中国出口商造成广泛的后果，但穆迪认为这不是最有可能发生的情况。中长期看，中国在技术推动增长方面的目标可能会受到制约，从而对其整体的长期增长前景产生下行压力，对其信用质量具有负面影响。

◆大公预计美联储最早可能从 2017 年 9 月

开始缩表，采用“上限额度”模式，持续时间 3-5 年，缩减规模约 2 万亿美元。新兴市场国家需警惕美联储缩表可能产生的负面外溢效应，及时制定有效政策加以应对，防范资本流出等冲击。

◆总体来看，美联储货币紧缩对新兴市场国家既可以产生正面外溢效应，也可以产生负面外溢效应。具体来看，负面外溢效应主要表现为国际资本回流美国，新兴市场国家利率随美元利率的提高而走高，导致借贷成本上升。正面外溢效应主要表现为美国经济复苏稳定新兴市场国家外部需求，本币相对美元贬值刺激出口活动。外溢效应的总方向则取决于新兴市场国家的经济特征和各种传导渠道的相对重要性。相较而言，以大宗商品出口为主导、外部赤字和美元敞口较大的新兴市场国家更需关注美联储的货币紧缩政策，提早制定合理方案防范外溢效应带来的冲击。

一周评级

◆穆迪将突尼斯长期发行主体及高级无担保债务评级由 Ba2 下调至 Ba1，展望由负面调为稳定；将突尼斯中央银行外币债务评级由 Ba3 下调至 B1，展望负面。依据为该国财政实力持续下降；外部不平衡持续；制度实力下降，主要体现为不断推迟实施与 IMF 达成共识的改革。（2017.8.18）

◆穆迪将阿塞拜疆长期发行主体及高级无担保债务评级由 Ba1 下调至 Ba2，展望由负面调为稳定。依据为该国财政和经济实力持续走弱，主要来自于低油价影响、该国高度美元化的经济和脆弱的银行系统。（2017.8.18）

◆标普将巴西评级从负面观察清单中移除，确定其长、短期本外币主权评级分为 BB 和 B，展望负面。依据为该国总统特梅尔受贿案在 8 月的投票中未通过，该事件引起的政治不确定性下降。（2017.8.15）

◆大公决定将葡萄牙本、外币主权信用等级由 BB 上调至 BB+，展望稳定。葡萄牙内外需的共同改善使经济增速显著回升，初级财政盈余扩大及融资成本下降有利于改善偿债来源安全度，政府债务负担步入下降通道，政府本、外币偿债能力得到提升。（2017.8.16）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

班农辞职 称将继续为特朗普而战

马鑫 / 第一财经研究院研究员

曾被称为美国总统特朗普“最亲密助手”的白宫战略顾问，也是其政权内极具影响力的重要人物斯蒂芬·班农于 18 日辞职。离职后班农在接受记者采访时称，“我将离开白宫，并将为特朗普对抗反对者而战——在国会山，对媒体以及美国企业界”。特朗普当天发推文对班农帮助其在大选中打败了“邪恶的希拉里”表示感谢。

班农是特朗普大选获胜的主要功臣之一。2016 年 8 月，他出任特朗普竞选团队负责人，其旗下的右翼新闻网站布赖特巴特成为特朗普竞选团队的舆论大本营。据悉，“美国第一”的竞选口号就是班农帮助特朗普提出的。此外，他还帮助特朗普制定了大量极端宣传策略，并通过动员右翼思想的选民为特朗普赢得了大量选票，助其竞选成功。因此，特朗普在当选后任命班农出任白宫首席战略师、总统高级顾问，出任国家安全委员会的常任委员一职。班农也被称为“影子总统”。

班农在白宫内部不仅面临与同僚之间的斗争，而且同特朗普之间也存在相当的矛盾。班农在白宫任职伊始就拉开架势要与华盛顿的建制派斗争一番。斗争曾围绕着班农代表的民粹主义者与原白宫幕僚长普里巴斯为代表的建制派开始，结果在一个月内导致两败俱伤，先是白宫发言人斯派塞离职，后是普里巴斯。据知情人士透露，班农还同总统女婿库什纳、白宫办公厅主任凯利、国安顾问麦克马斯特以及国家经济顾问科恩等重要幕僚之间都存在严重的矛盾。今年 3 月曝光的一段特朗普与班农在白宫发生激烈争执的视频，表明班农与特朗普也存在间隙。4 月接受美媒采访时，特朗普刻意淡化班农的影响，称“我的战略专家就是我自己”。

极右翼的班农已经成为特朗普的政治负

资产。班农因其极右翼思想而经常招致批判。班农担任执行主席的布赖特巴特新闻网站经常鼓吹白人至上主义，反对多元文化，呼吁捍卫“西方价值观”。班农上任之后，把持白宫发布禁穆令，结果让特朗普成为国内外的众矢之的。此次发生在弗吉尼亚的骚乱令对班农的批判达到了顶点。据报道，特朗普未能在随后的发言中明确与种族主义者划清界限，是受到班农的影响。14 日，7 名国会议员联名致信特朗普要求解雇班农等三人，因为他们在白宫的存在鼓励了“白人至上主义者”。

特朗普因为对右翼势力的袒护感到了极大压力。为了挽回势头，特朗普辞退经济民族主义政策的旗手人物班农就是表明其与右翼势力进行切割的信号。有分析表示，就白宫而言，班农走了，白宫人事斗争可能暂告一段落，但白宫内部的民粹主义和建制派的路线斗争，很难因此而结束。



【能源与科技】

“超级日全食”对美国电力系统的影响

作者：第一财经研究院

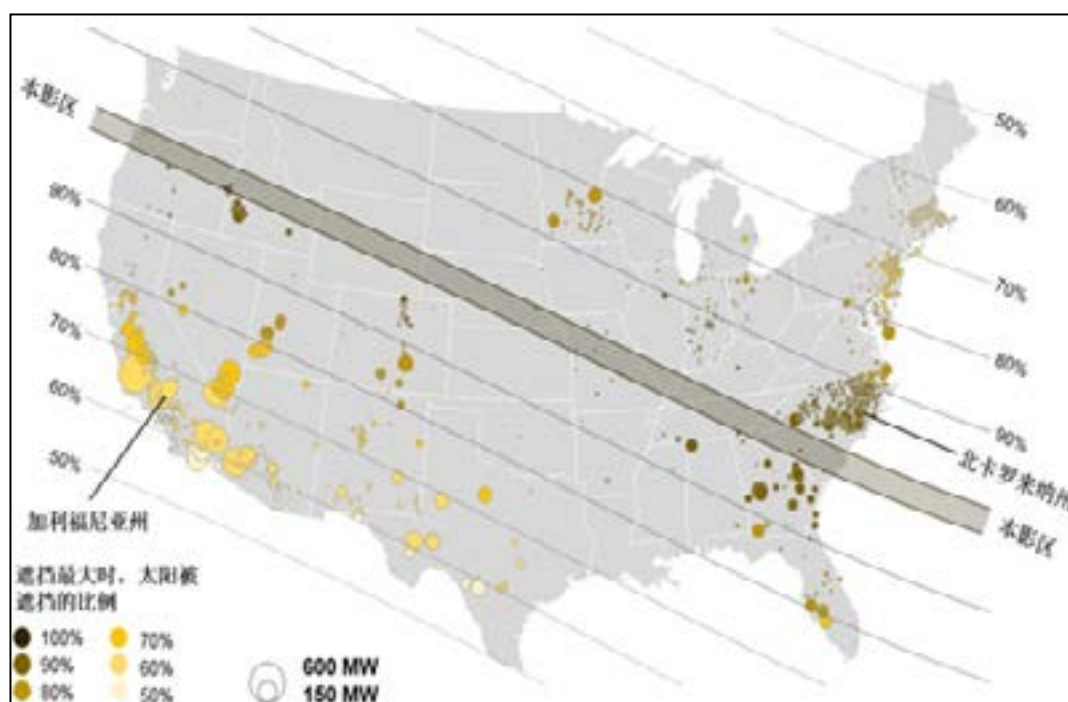
时隔 38 年，日全食再次出现在美国上空。8 月 21 日上午，整个北美地区都可以在不同程度上观测到日食现象，位于月球本影范围内的地区则可以看到日全食。这条宽约 113 公里的本影区于美国西北部的俄勒冈州登陆，横贯 14 个州后，在东南部的南卡罗来纳州进入大西洋（图 1）。日全食的持续时间为 2 分钟左右，整场日食持续了近 3 个小时。

月球遮挡日光会造就奇观，同时也会削减太阳能发电的输出功率。如图 1 所示，只有极少数大型光伏电站位于日全食的影响范围内，但在一些太阳能装机较为密集的地区，日偏食也会造成较大影响。加利福尼亚州是美国太阳能装机容量最大的州，此次日食中，加州 60—80% 的日光都被遮挡。在北卡罗来

纳州，日光被遮挡的比例超过 90%。为了保证电力系统的稳定性，日食引起的太阳能发电缺口需要通过其他手段来弥补。

截至 2016 年底，加州的太阳能装机（包括光热发电、大型光伏电站和分布式光伏）接近 14 GW，约占全美太阳能的 40%。加州独立系统运营商（California ISO，以下简称 CAISO）负责加州大部分地区的电力市场和电网的运行，其太阳能装机约为 10 GW。在部分时段内，太阳能可以满足 CAISO 全网 30-40% 的负荷。除太阳能外，CAISO 内还包括火电（以燃气发电为主）、核电、风电、水电以及生物质能、地热能等其他可再生能源，同时也从附近的地区进口部分电力。在保证稳定性的前提下对各类能源进行经济调度是 CAISO 的主要任务之一。

图 1. 美国大型光伏电站分布以及日光遮挡比例

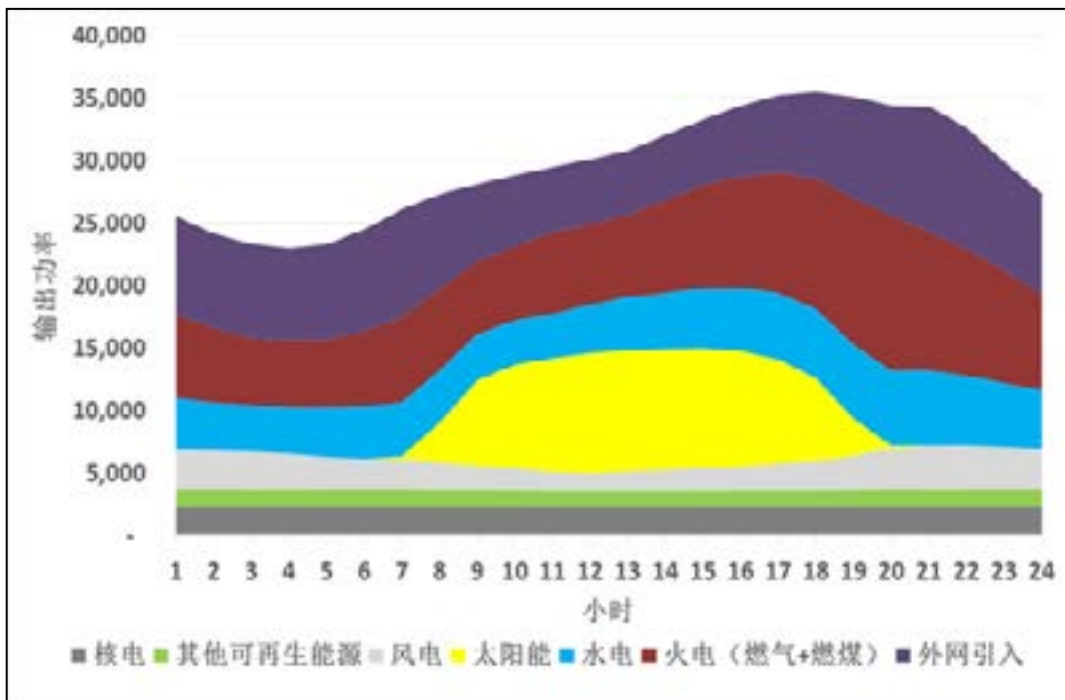


来源：美国能源信息署

图2显示了日食发生的前一周（8月14-18日），CAISO内各类能源的输出功率在一天之内的平均变化情况。早9点至晚5点之间，太阳能的出力占据较大部分，整个系统的灵活性由燃气、水力发电等方式提供，而核电始终保持稳定的输出。

8月21日的日食使CAISO的太阳能输出发生较大变化（图3）。早晨9点，网内的太阳能出力随着日食的出现而减小；11点左右，太阳能的输出降至最低，此时与前一周平均水平之间的差距达到5.5 GW；此后，日光被遮挡的比例逐渐降低，太阳能也开始恢复正常运行。

图 2. 8月14-18日，CAISO 各类能源的日均输出功率（WM）



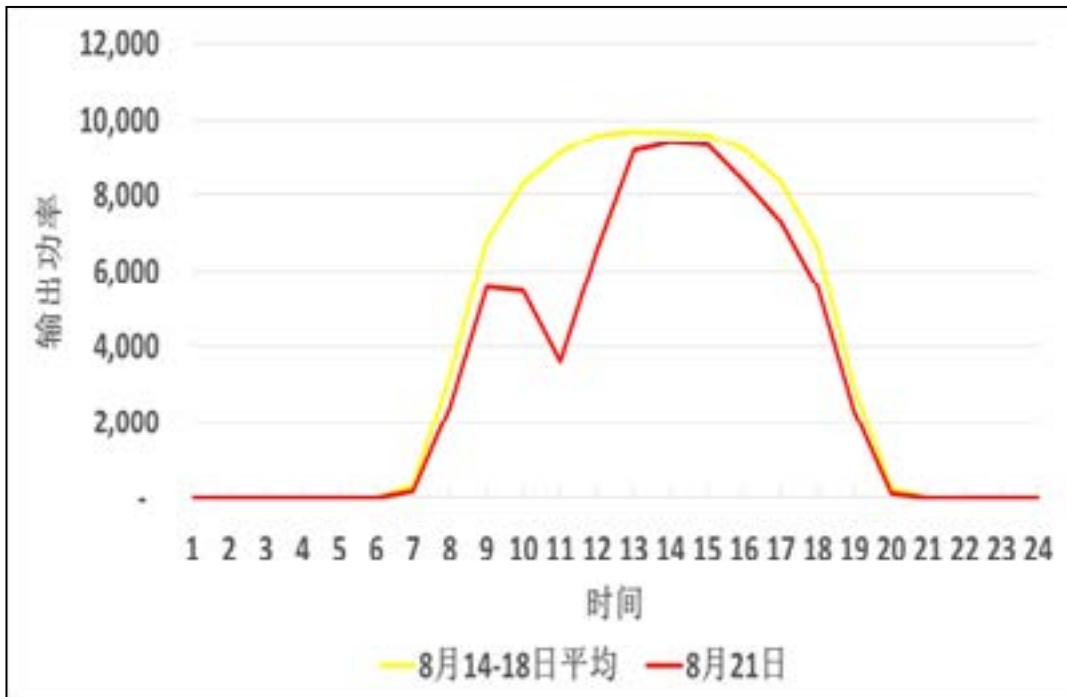
来源：CAISO

此次日食并未对加州电力系统的运行造成影响。图4显示了8月21日CAISO内各类能源的出力情况。对比图2和图4可以发现，早9点至11点之间，燃气发电、水电的输出功率以及进口电力的比重增加，弥补了日食引起的供电缺口；11点至下午1点，太阳能出力逐渐恢复，燃气发电等的输出功率也出现回落，用电需求和系统的稳定性得到保障。

事实上，CAISO在2016年就已经针对此次日食开展了准备工作。根据日食发生前的预测，大型光伏电站的输出功率将减少4.2 GW，分布式光伏将减少1.4 GW，其

他种类的能源需要在日食期间额外提供约6 GW的负荷。为此，CAISO与区域内的电力公司、燃气公司和发电厂合作，提前准备好燃气、水力发电机组等灵活性较高的备用容量。另一方面，日食期间太阳能的爬坡率（ramp rate）远高于正常水平，若处置不当，电力供需的不均衡将危及电网的稳定运行。通过与美国西部多个电力公司建立“能源不平衡市场”（Energy Imbalance Market），CAISO可以与其他地区进行实时电力交易，为系统提供了额外的灵活性。此外，加州能源委员会（California Energy Commission）也对电力需求侧提出倡议，呼吁用户在日食期间提升能效，减少电力消费。

图 3. CAISO 太阳能输出功率曲线 (WM)

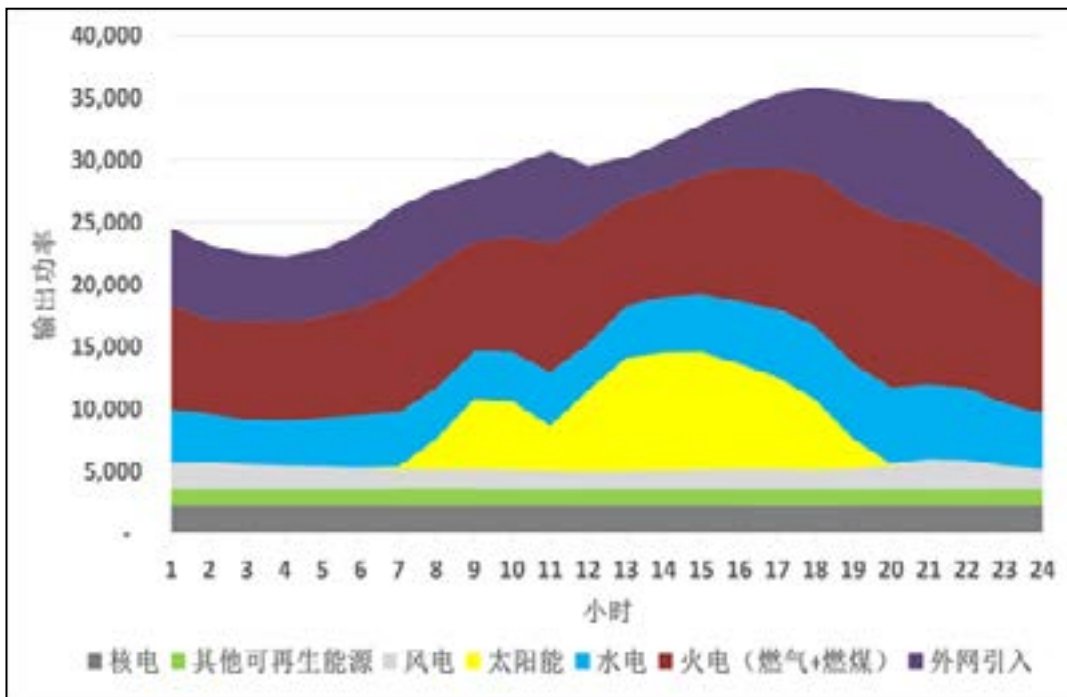


来源：CAISO

除加州之外，位于月球本影区边缘的北卡罗来纳州也受到日食的影响。北卡罗来纳州的太阳能装机容量在全美排名第二，日食期间，州内的太阳能输出功率由正常情况下

的 1.8 GW 降低至 0.1 GW。但太阳能在北卡罗来纳州的电力结构中占据的比重较小，当地的电力公司也采取了应对措施，日食并未对该州电力系统的稳定性造成负面影响。

图 4. 8 月 21 日，CAISO 各类能源的输出功率 (WM)



来源：CAISO



共享单车难阻中国汽油消费高速增长

杨驿昉 / 第一财经研究院研究员

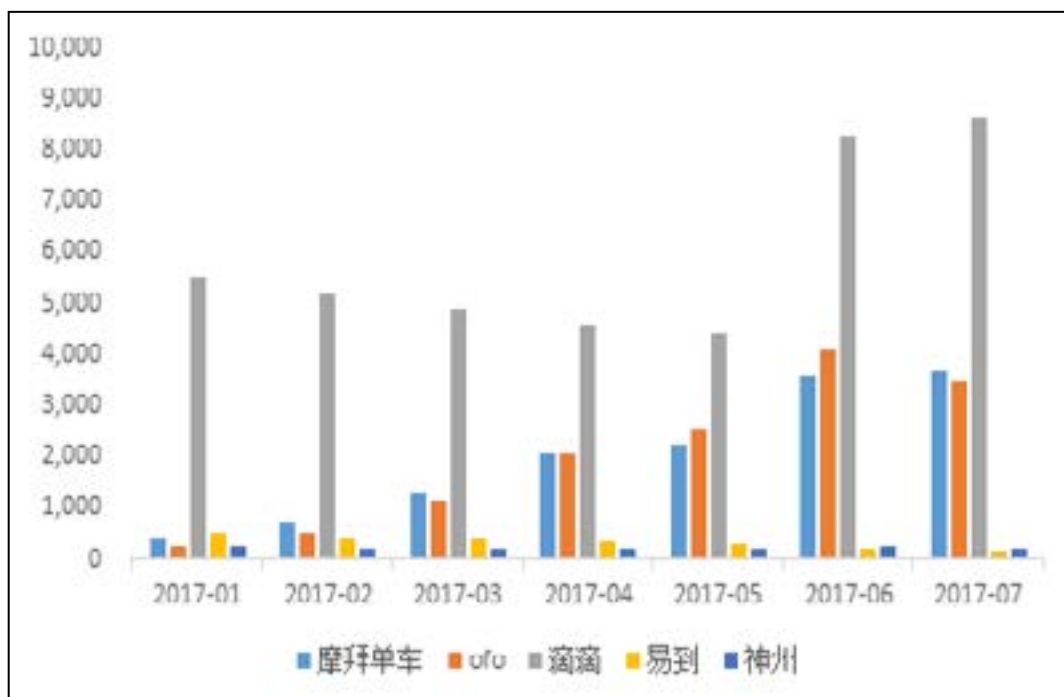
共享单车无疑是中国移动互联网进入“下半场”以后最炙手可热的焦点话题，也作为“新四大发明”之一引领了中国交通出行方式的快速转型。从 2017 年初至 2017 年 7 月的短短半年间，共享单车行业的领头羊 ofo 及摩拜单车的 APP 活跃用户呈现爆发式增长，从 400 万上下飙升至接近 4000 万，半年内用户数增长十倍的速度在移动互联网发展史上可谓是现象级的。其总体用户体量已快速逼近汽车出行领域一家独大的滴滴，也将易到、神州专车等老牌出行 APP 远远甩在身后。

2017 年以来，陆续有券商及媒体发布研究分析共享单车对汽油消费的影响。大部分研究将国内 4 月份汽油表观消费量出现多年来的首次同比负增长归因于受到共享单车的凶猛冲击。此外，这些观点还认为，5 月份以来国内加油站竞相降价促销，共享单车是幕后的最大“黑手”。不可否认，共享单车确实替代了部分汽车出行，从而在一定程

度上抑制了部分汽油消费量。但共享单车真的有能力从根本上逆转中国汽油消费量长期以来上升的趋势吗？

中国 4 月份汽油表观消费量确实出现了同比 6.3% 及环比 8.2% 的大幅下降。但需要说明的是，“表观消费量 = 产量 + 进口量 - 出口量”，即表观汽油消费量的口径并不考虑汽油库存的变化。事实上，卓创资讯显示，4 月份仅地炼库存汽油就减少了 65 万吨，考虑了这部分地炼库存变化之后，4 月中国汽油实际消费量同比与去年持平；而如果将“三桶油”等官方库存变化也考虑在内，4 月份汽油实际消费量应该仍在上升。发改委发布的“2017 年上半年成品油运行简况”显示，上半年成品油消费量 14960 万吨，增长 5.7%，其中汽油增长 9.2%，柴油增长 1.8%。这足以说明中国汽油消费量上升的趋势并没有根本性的改变，4 月份的下跌并非常态，而可能只是统计口径上的正常波动。

图 1. 主流出行 APP 活跃用户数



来源：Wind

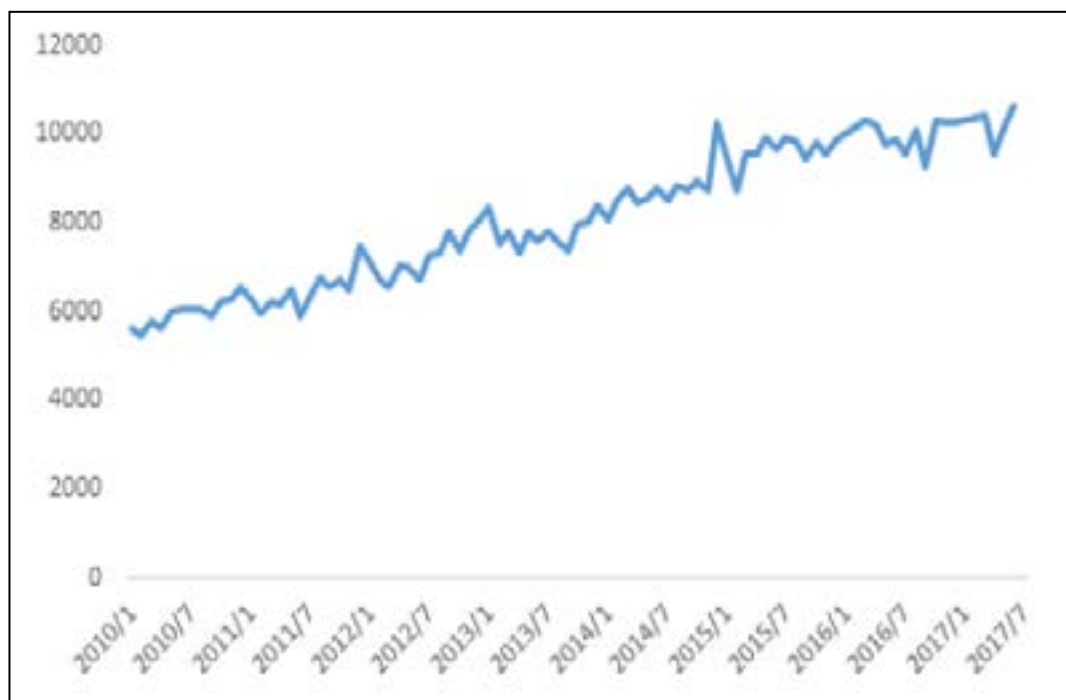
从另一个角度看，根据《深圳市互联网自行车发展评估分析报告》的调研统计，共享单车骑行活动中有 9.8% 替代了私家车出行，3.3% 替代了出租车出行。按照 2017 年第一季度时共享单车活跃人数 3000 万，每日人均出行距离 2 公里，其中 15% 用来替代汽车出行，每百公里油耗平均 10 升测算，则每年可以节省 24 万吨油。相当于每月替代汽油 2 万吨，也就是说共享单车可以减少中国 2017 年 4 月份汽油消费量的 0.2% 左右。即便共享单车的活跃人数已从第一季度时的 3000 万快速上升至超过 7000 万，在中国汽油消费量基本保持稳定的情况下，共享单车对于汽油的替代效应仍然仅为 0.4% 左右，这样的体量显然尚不足以对成品油行业构成致命的冲击。

有观点认为，虽然共享单车目前对汽油替代还不显著，但随着共享单车使用人数的快速增长和使用频次的上升，以 2.4 亿人每天平均骑行 5 公里计算，共享单车对汽

油的替代量有望升至 500 万吨，相当于年汽油消费量的 5%，这个影响不可谓不大。然而，需要认识到的是，当前共享单车的发展已经处于很大的瓶颈期。一是全国大部分主要城市的投放量已接近饱和，媒体报道深圳、杭州、南宁、广州、郑州、南京都大批城市已公开叫停共享单车的新增投放；二是以 ofo 等代表的共享单车品牌走的是数量扩张路线，由于数量野蛮生长而运维服务无法跟上，导致故障车比例居高不下，出现了大规模的退押金潮，日活跃人数也出现了一定程度的下跌。此外，按照该预测逻辑来说，随着 5 月份 6 月份共享单车的持续发展，中国汽油消费量同比应该继 4 月份之后持续下跌，但实际上中国汽油消费量已经强势回弹。因此，共享单车想要真正达到 5% 汽油替代的目标，显然并非如给投资机构“画饼”一般那么容易。

共享单车目前仍难以撼动经济增长和汽车销量上升所拉动的中国汽油消费量的快速

图 2. 中国汽油表观消费量 (千万吨)



来源：Wind

增长，但这并不意味着汽油供应商就可以高枕无忧。笔者认为真正的冲击来源于电动汽车、天然气汽车、氢能汽车等新能源汽车销量的快速上升以及当前另一种火爆的共享经济形式——汽车分时租赁。随着绿色低碳交通理念的推广，居民越来越接受“共享交通 + 公共交通”的出行方式，这给共享出行带

来重大机遇的同时也抑制了成品油消费需求的增长。更具有革命性意义的是，荷兰、挪威已宣布在 2025 年停售燃油车型，印度也已宣布在 2030 年全面禁售燃油车，著名车企沃尔沃称 2019 年开始不再推燃油车。如何在即将来临的新能源汽车时代找到出路，这是传统汽油供应商应该思考的头等问题。

版权声明：

“一财研究”系第一财经研究院的电子出版物系列产品，版权为第一财经研究院所有。本产品仅供广大用户研究、学习之用，不构成投资参考。

本报告的版权由第一财经研究院所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。