

研究报告



城市金融研究所



国际市场与问题研究处

国际市场与问题研究处主要从事工商银行国际经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：世界经济、国际金融、国际贸易、跨国投资、全球金融监管政策法规、工商银行国际化经营策略以及海外目标市场的国别风险问题等。研究成果包括：一是定期的国际经济金融走势分析报告（包括季度、半年度与年度分析报告）；二是追踪国际重大热点、焦点问题并及时发布分析报告；三是就国际经济金融领域的长期性、全局性、趋势性问题进行持续跟踪和深度研究，形成年度重点课题成果；四是全球区域风险研究系列成果，包括“全球重点区域风险研究”、“国家风险综合评估”、“重大突发风险信息提示”等。研究成果在对工商银行国际化经营管理发挥决策支持作用的同时，还报送给各省委、省政府及上千家大企业客户，为提高本行的金融服务附加值发挥了积极作用。此外，该处还代表工商银行就重大国际问题为监管部门提供策略建议，积极开展与国际同业及研究机构的学术交流与合作，在权威媒体上发表对国际经济金融相关问题的观点，有效发挥对外学术窗口职能。

国内市场与法规研究处

国内市场与法规研究处主要从事工商银行国内经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：国内经济发展趋势、国内金融市场走势、宏观经济政策分析展望、经济与金融法规问题、国内资本市场与货币市场问题、对工商银行有重大影响的问题以及国内经济金融领域的热点、焦点问题等，承担总行级、所级重点课题研究，为行领导提供国内领域问题的研究支持。除定期发布国内经济金融走势分析报告之外，还以不定期形式发布国内重大热点焦点问题研究报告。在行内承担所内研究成果的发布工作，在行外定期向省委、省政府报送所内研究报告，定期为工商银行近千家重点大客户提供研究产品，提高工商银行服务附加值。代表工商银行参加国际、国内学术交流与合作，接待来访的海外代理行客户，介绍中国宏观经济金融态势，在权威媒体上发表对国内经济金融相关问题的观点，发挥学术窗口职能。

同业竞争与问题研究处

同业竞争与问题研究处主要负责国内外银行业市场研究、国内银行同业动态与问题研究、工商银行竞争对手研究、工商银行竞争战略与策略研究、工商银行同业目标市场研究、工商银行金融业合作研究、经营发展过程中重点问题的调查研究以及同业之间的学术交流与合作等。围绕上述职能该处形成以下主要研究产品线：一是国内银行同业经营分析（包括季度、半年度与年度分析）；二是国际银行同业经营分析，包括发达经济体银行和新兴市场经济体银行半年度与年度分析；三是银行业发展与创新研究，反映银行业的市场动态、热点与焦点问题；四是针对竞争对手的重大战略举措等撰写深度分析报告；五是工商银行目标市场研究。此外，还参与各项行级、所级重点课题研究，为工商银行重大改革提供决策支持，并根据人民银行、银监会、银行业协会等部门的要求，参与事关银行业发展的重大课题研究。牵头举办本行“创新沙龙”活动，该活动已成为具有一定影响力的创新和营销平台。

规划与战略研究处

规划与战略研究处主要负责组织编制和推动实施集团的中长期发展战略规划，对集团中长期发展战略规划的落实与执行情况进行检查、评估和报告；负责研究、论证、规划和评估集团经营管理体系建设，推进集团经营管理体系、机制、流程的改革与创新研究；对与集团战略规划与经营管理相关的其他重大问题进行调查研究和组织协调；开展集团中长期经营背景研究，与行内外同业就规划与战略相关议题进行交流与合作。几年来，参与中国工商银行 2006~2008 年、2009~2011 年和 2012~2014 年发展战略规划的编制、任务分解、执行情况跟踪检查和汇报工作；开展工商银行重大战略课题研究，已经完成的工商银行省区分行营业部体制改革研究、县支行竞争力提升研究、盈利梯队构建研究、集团管理体系建设研究等课题成果对工商银行业务发展和经营体制机制改革起到了切实的推动作用；参与国家金融体制改革重大课题研究，参与完成的综合化经营问题研究、国际银行业比较研究等课题成果引起了国务院领导及相关部委的高度重视。

博士后工作管理处

博士后工作站管理处是工商银行博士后科研工作站管理办公室的办事机构，负责工作站的日常管理、学术管理和科研项目的组织落实。工商银行博士后科研工作站是经国家人事部批准于 2002 年 10 月成立的科研机构，致力于商业银行应用理论研究以及培养、吸引和使用高层次优秀人才。建站以来，博士后工作站为工商银行多个重点项目建设提供了有力的理论和人才支持。博士后工作管理处的主要职责：负责博士后科研项目从立项到评审等环节的组织工作；负责博士后人员从进站到出站整个流程的管理；负责协助建设“站所联合”的学术管理机制，定期组织“博士后论坛”并与其他博士后站开展学术交流互访；负责工作站的制度建设，促进工作站的制度化、规范化管理。



通胀温和可控 资金整体宽松 ——2013 年 2 月国内经济、金融动态月报

要点:

金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 朱 妮

杨 苒、王婕

执笔：杨苒

yangxing@icbc.com.cn

相关研究：

2013/3/5 《房地产调控“国五条”及其实施细则对房地产市场的影响解析》

2013/3/4 《城镇化对中国经济的拉动作用不可高估》

2013/2/28 《中国经济发展阶段探析及其对商业银行的影响探析》

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单位的观点和意见，不构成对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。

- 从经济运行来看，国内经济温和复苏持续，居民消费价格同比增速回落，工业生产者出厂价格环比上升，通胀仍处于温和可控范围；全球经济底部回升态势延续，海外需求持续改善，进、出口高速增长，贸易顺差小幅下降；房地产市场量价继续回暖，但宏观调控从严基调不变，未来反弹力度有限。
- 从金融运行来看，货币供应量增速双双上扬，社会融资规模再创新高，新增信贷投放迅猛，存款大幅快速增长；银行间市场资金面仍较为宽松，货币市场利率总体维持在较低水平，央行启用 S0L 短期操作工具加强流动性管理；人民币对美元汇率持续升值，并创下历史新高，未来仍维持升值预期；沪、深两市延续 12 月以来上涨趋势，市场回暖明显，未来仍具震荡上行空间。
- 近期温家宝主持召开国务院会议，公布房地产宏观调控新政“国五条”，以扭转房地产市场预期，让楼市发展继续在可控范围。预计两会后将有更为具体的调控措施出台，进一步抑制投机投资性购房行为，有效稳定房价。

目 录

一、经济运行动态分析.....	1
(一) 价格总水平: CPI同比回落, PPI环比上涨.....	1
(二) 外贸: 海外需求持续改善, 进、出口高速增长.....	2
(三) 房地产市场: 楼市持续回暖, 但未来反弹有限.....	3
二、金融运行动态分析.....	4
(一) 社会流动性: 货币供应量增速双双上扬, 新增信贷投放迅猛, 存款大幅快速增长.....	4
(二) 银行间市场流动性: 市场资金面持续宽松, 央行启用 SLO 加强流动性管理.....	7
(三) 人民币汇率: 即期汇率持续小幅升值, 未来维持升值预期.....	9
(四) 股票市场: 沪深两市双双持续上涨, 未来仍具震荡上行空间.....	10
三、需关注房地产调控新“国五条”后续效果.....	11

图表目录

图 1 CPI 主要分项指标增速 (2010.1-2013.1)	1
图 2 PPI 同比及环比增速 (2009.1-2013.1)	2
图 3 进、出口单月同比增速 (2010.1-2013.1)	3
图 4 货币供应量增速 (2009.1-2013.1)	5
图 5 新增贷款和贷款增速 (2010.1-2013.1)	6
图 6 存款增速及新增存款 (2010.1-2013.1)	7
图 7 银行间市场主要利率走势 (2009.1-2013.1)	8
图 8 境内、外美元兑人民币即期汇率及 1 年期 NDF 报价走势 (2011.1-2013.1)	10
图 9 上证综指走势 (2010.1-2013.1)	11



一、经济运行动态分析

（一）价格总水平：CPI 同比回落，PPI 环比上涨

1月，居民消费价格（CPI）同比上涨2.0%，较上月下降0.5个百分点，增速下降主要原因是去年与今年春节错位造成的高基数效应。其中，上年价格上涨的翘尾因素约为1.0个百分点，新涨价因素约为1.0个百分点。当月GPI环比上涨1.0%，较上月上升0.2个百分点。其中，食品价格环比上涨2.8%，影响CPI总水平上涨约0.92个百分点，鲜菜、猪肉仍是推动食品价格环比高企的主要因素，当月鲜菜环比增长12.7%，肉禽类环比增长3.2%，猪肉环比增长5.2%，同比连续6个月回升（见图1）。非食品价格环比上涨0.1%，除衣着环比为负增长外，其余分项均为正增长，其中文娱用品和服务、家庭设备环比分别上涨0.5%、0.3%。

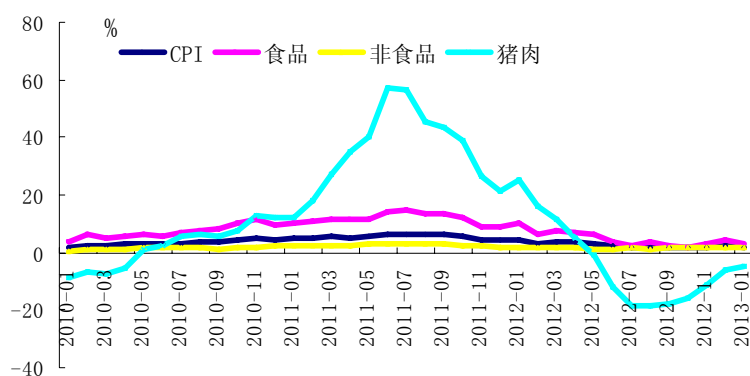


图 1 CPI 主要分项指标增速（2010.1-2013.1）

1 月工业生产者出厂价格（PPI）同比下降1.6%，较上月跌幅收窄0.3个百分点，自去年10月以来连续4个月收窄（见图2）；环比上涨0.2%，结束前两月下降趋势，主要是上游原材料的产品价格继续回升，尤其是钢铁和有色价格明显回升，其中，钢铁价格指数环比上涨2.86%，有色上涨1%。

短期来看，考虑到春节因素，以及中长期物价温和上涨态势并没有改变，预计2月CPI可能大幅回升。中长期来看，全球“量化宽松”继续蔓延，包括原油和铜在内的全球主要商品价格年内可能会逐步走高；国内工业活动逐渐回暖，工

业生产资料成本上升，以及刘易斯拐点逐步到来、劳动力供给趋紧等因素影响，将使通胀压力在较长一段时期内存在。

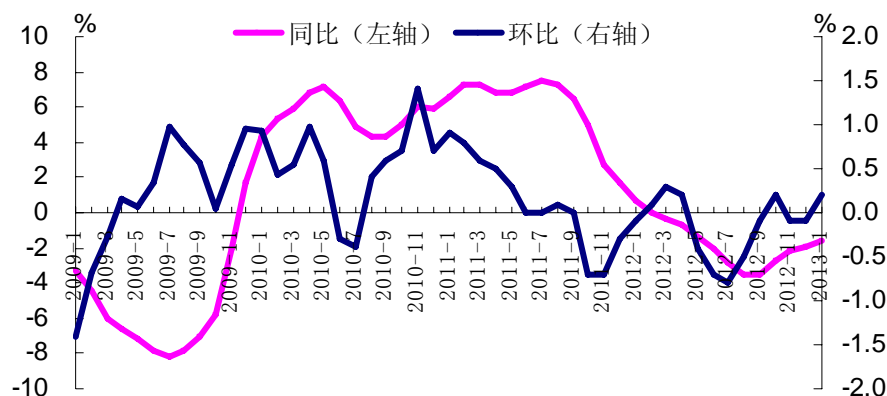


图 2 PPI 同比及环比增速（2009.1-2013.1）

（二）外贸：海外需求持续改善，进、出口高速增长

1月，我国进出口总值扣除汇率因素同比增长26.7%，创近三年来的新高。其中出口增长25%，较上月上升10.9个百分点；进口增长28.8%，较上月上升22.8个百分点（见图3）。当月实现贸易顺差291.5亿美元，较上月小幅下降24.18亿美元。出口经理人指数为37.5，较2012年12月上升3.3，连续第2个月环比提升。

分析进、出口高速增长原因，主要受到全球经济复苏带动外需改善、春节将至商品提前出货以及去年同期基数较低等因素影响。从基本面来看，欧债危机和美国财政悬崖危机缓解，全球经济下行风险降低；从先行数据看，欧美日、新兴经济体PMI总体持回升态势，全球经济由筑底向筑底回升转变。从主要贸易伙伴出口状况来看，1月我国对主要发达经济体出口均有提升，当月对美国、欧盟和日本的出口增速分别为14.5%、5.2%和5.7%，分别比去年12月增加了4.2、2.9和13.1个百分点，对日出口扭转了连续3个月走低态势，出口季调后增长12.4%，处于向两位数回归轨道。而进口高增长主要受去年1月春节基数低和铁矿石等国



际大宗商品价格回升影响，其季调后增速为3.4%，反映国内需求基本平稳。

基于对全球经济复苏和国内经济走势向好的判断，我们认为2013年进出口形势整体好于2012年。考虑到2月份春节假期因素，预计2月份进出口总额将会减少，3月份将回复正常。

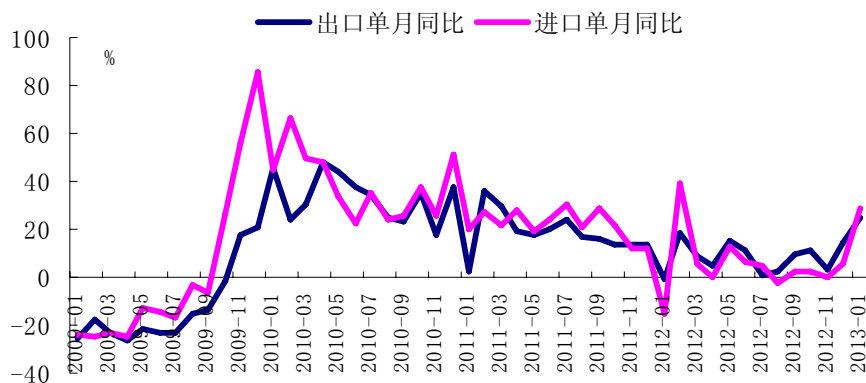


图3 进、出口单月同比增速（2010.1-2013.1）

（三）房地产市场：楼市持续回暖，但未来反弹有限

1月，全国房地产市场加速回暖，新建商品住宅和二手房交易量价回升，市场看涨预期不断走高，且一线城市表现极为抢眼。据国家统计局数据，1月70个大中城市新建商品住宅环比上涨的城市53个，二手住宅环比上涨的城市51个。北京、上海、广州、深圳等一线城市的房价环比涨幅扩大，环比涨幅为2.1%、1.3%、2.0%和2.2%，比去年12月份涨幅分别扩大1.1、0.6、0.8和1.1个百分点。影响1月份房价上涨的原因主要有两个：一是房地产开发商在前一时期以价换量的促销策略已见成效，现阶段优惠促销力度有所削弱甚至取消。二是社会舆论对于未来房价走势口径不一，造成潜在购房者预期不明，担心房价进一步上涨，导致首次置业刚性需求和改善性置业的购房人群入市意愿较强，拉动了性价比较高的住宅价格上涨。

楼市的持续活跃带动了重点城市成交量价及溢价率大增。据中原集团研究中心对13个主要城市土地市场供应与成交情况的统计数据显示，2013年1月1日

-13日，13个主要城市居住及商办类经营性用地成交面积较2012年同期同比上涨了41%。尤其是居住类土地上涨幅度平均达到159%。从溢价率水平来看，新年前13天，土地市场溢价率继续走高。尤其是在居住用地市场溢价率达23%，较2012年同期11%的溢价率涨幅明显。1月份土地市场出现升温主要有两个方面原因：一是2012年下半年开始的楼市回暖以及货币政策放宽使房地产开发商信心有所恢复，同时资金状况大为改善，土地投资当前达到一个小高峰；二是去年调控政策对于土地市场供应有一定抑制作用，而今年年初正值政策空档期，地方政府开始加紧推地。以北京市为例，1月份北京共成交土地22宗，单月成交额高达241.66亿元，创近十多年来同期土地成交额的新高。

面对2013年开年以来楼市持续回暖、土地上涨势头再起的情况，2月20日，温家宝总理主持召开国务院常务会议，出台房地产调控新政五大措施（即“国五条”）：一是完善稳定房价工作责任制；二是坚决抑制投机投资性购房；三是增加普通商品房及用地供应；四是加快保障性安居工程规划建设；五是加强市场监管。

“国五条”的出台基本定调了今年的房地产政策走向，意味着在政策保持持续性、稳定性的基础上，房地产调控力度将适度升级，并使房价反弹势头短期内得到遏制。预计2013年我国房地产市场将呈现上半年“反弹、降温”，下半年“盘整、复苏”走势。

二、金融运行动态分析

（一）社会流动性：货币供应量增速双双上扬，新增信贷投放迅猛，存款大幅快速增长

1月份，我国M1、M2受基数效应和翘尾因素作用¹，增速快速上扬。M2同比增长15.9%，比上月提高2.1个百分点，比去年同期提高3.5个百分点；M1同比增长15.3%，分别比上月末和去年同期提高8.8和12.1个百分点。M2和M1之差为0.6%，

¹2012年1月由于春节假期影响，M1和M2的增速只有3.1%和12.4%，为本世纪新低。相应的，2013年的春节不在1月份，对应的抬高了货币增速。



较上月减少6.75个百分点（见图4），表明货币活跃程度明显增强，经济复苏态势持续。

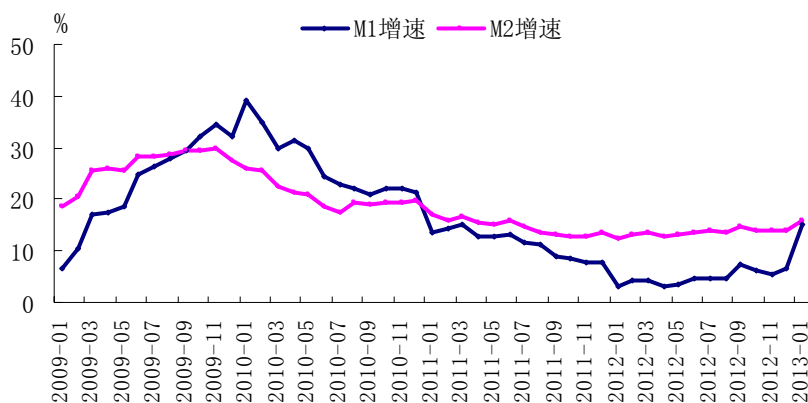


图4 货币供应量增速（2009.1-2013.1）

当月社会融资规模2.54万亿元，比去年同期多增1.56万亿元，创下有统计数据以来的新高。社会融资规模再创新高，一方面有今年春节延至2月，为1月融资活动释放空间的季节性因素；另一方面主要是去年以来宽松货币政策叠加今年年初银行冲贷因素所致。从融资结构来看，未贴现的银行承兑汇票增加5812亿元，同比多增6026亿元；人民币贷款增加1.07万亿元，同比多增3340亿元；外币贷款折合人民币增加1793亿元，同比多增1941亿元；信托贷款增加2054亿元，同比多增1807亿元；企业债券净融资2201亿元，同比多1759亿元；委托贷款增加2061亿元，同比多增415亿元；非金融企业境内股票融资244亿元，同比多163亿元。在流动性总体宽松大背景下，去年以来的直接融资快速发展格局仍将持续；同时在内外需开始复苏、实体经济资金需求集中释放的背景下，元旦之后商业银行为保证全年盈利增长，加大了年初信贷投放力度和去年末积压信贷的释放。

1月末，金融机构人民币贷款余额64.08万亿元，同比增长15.4%，比上年末和上年同期均高0.4个百分点。当月人民币贷款增加1.07万亿元，同比多增3340亿元，创出近3年以来新高（见图5）。分析年初信贷投资较快的原因：从供给角度看，资金面较为宽松和“早投放、早收益”因素都决定了年初银行信贷扩张动

力足。从需求角度看，经济企稳回升、企业信心恢复、基建投资提速、房市持续回暖等因素刺激了实体经济信贷需求的增长。一方面，在去年下半年央行先后两次降息后，宽松货币政策对实体经济的刺激效果逐步显现，2012年12月份贷款加权平均利率为6.78%，比年初下降1.23个百分点，而这也使得企业在支付贷款利息后，盈利空间扩大，企业的投资信心和信贷需求增强。另一方面，受房市持续回暖、住房成交量有所回升带动，1月居民部门新增贷款达4714亿，其中中长期贷款增加2683亿，创出2010年1月以来的单月新高；受基础设施投资提速、实体经济信贷需求逐步回升等因素影响，企业部门新增贷款5986亿，其中中长期贷款新增3098亿，比去年同期增加748亿。中长期贷款占人民币贷款比重从2012年12月的18%上升到2013年1月的54%。

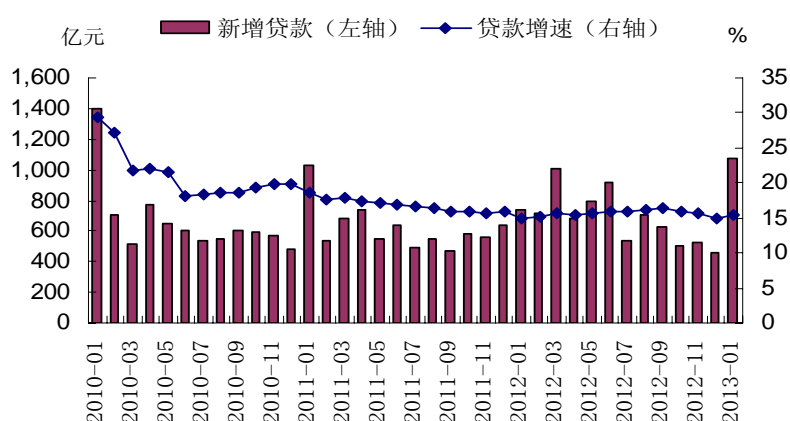


图5 新增贷款和贷款增速（2010.1-2013.1）

在供需两方面因素作用下，1月信贷投放较快增长也是较为自然的。受年初因素消失的影响，加之春节假期因素，预计2月新增贷款会有所回落。全年来看，经济增速小幅回升背景下实体经济信贷需求平稳增长，以及央行货币政策仍维持稳健基调，可能更倾向于通过公开市场操作、运用短期工具²调节市场流动性，

²近日央行宣布启用公开市场短期流动性调节工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)。与常规公开市场操作相比，SLO期限短，操作灵活，一般在公开市场常规操作的间歇期使用。SLO主要起到熨平短期资金供求和利率骤然波动的作用，有助于完善公开市场流动性调节工具体系，可增强当局对短期利率的调控能力，并为利率市场化条件下基准利率构建和货币政策调控从数量型为主向价格型为主转变创造条件。



同时考虑到未来物价可能进入新的上行周期且输入型通胀压力不容忽视，预计2013年总体信贷环境将较为适度，央行可能通过窗口指导等加强预调微调，控制信贷投放节奏，遏制融资快速增长，全年新增信贷规模将在9万亿元左右。

1月份，金融机构人民币存款余额92.93万亿元，同比增长16.0%，分别比上年末和上年同期高2.6个和3.6个百分点。当月人民币存款增加1.11万亿元，同比多增1.90万亿元（见图6）。在经历去年末的揽存高峰之后，1月份存款仍能出现快速增长，主要受春节因素、信贷高增长派生存款、财政性存款季节性上升等因素影响。从数据来看，由于春节时间点延后和流动性充足，本月住户存款增加7499亿元，非金融企业存款增加1179亿元，信贷投放派生和理财产品转化共同推动存款增长；财政性存款增加3353亿元。展望未来，在社会资金流动性较为宽裕、贸易顺差和外汇占款保持正增长等因素推动下，预计2013年新增存款规模可能高于去年。从货币政策来看，基于中国经济已处于复苏进程中、社会资金仍较为宽裕，且输入型通胀压力依然存在，2013年货币政策将继续维持“稳健”基调，预计广义货币（M2）增速在14%左右。

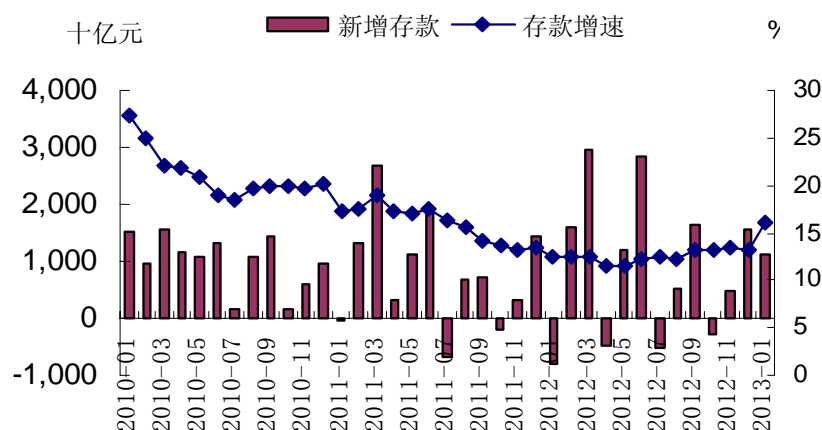


图6 存款增速及新增存款（2010. 1-2013. 1）

（二）银行间市场流动性：市场资金面持续宽松，央行启用SL0加强流动性管理

1月，虽然央行连续四周公开市场操作实现资金净回笼，全月净回收资金

3000亿元，但市场流动性仍明显宽松，资金利率较上月有显著下行。1月末，银行间市场同业拆借月加权平均利率为2.27%，分别比上月和上年同期低0.34个和2.10个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为2.25%，分别比上月和上年同期低0.37个和2.43个百分点（见图7）。本月流动性明显宽松，一是元旦假期过后资金备付以及年末银行考核的压力降低；二是外汇占款出现回升态势，1月我国贸易顺差和FDI分别为291亿美元和93亿美元，二者之和约人民币2400亿元，加上人民币汇率对美元小幅升值，预计1月外汇占款将呈现恢复性增长。同时，为进一步完善公开市场操作机制，提高公开市场操作的灵活性和主动性，促进银行体系流动性和货币市场利率平稳运行，1月18日央行启用公开市场短期流动性调节工具（SL0），作为公开市场日常操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。而SL0工具的推出，也进一步促进货币市场成交活跃。据中国外汇交易中心数据，1月银行间市场成交规模达30.0万亿元，同比增长102%。其中，货币市场成交17.7万亿元，同比增长95.2%。

展望未来，在贷款利率已经下行、物价重新上行的复杂局面下，加之对外汇占款可能大幅回升的担忧，央行可能在短期内适度收紧流动性。但基于中国经济仍处于正常复苏周期，为保证实体经济资金需求，央行对利率和准备金率等数量型工具使用会较为谨慎，近期以运用公开市场操作保持银行间市场利率稳定为主。

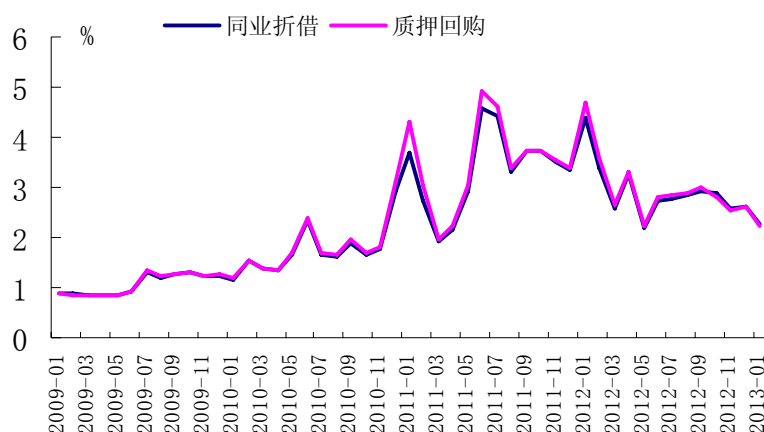




图7 银行间市场主要利率走势（2009. 1-2013. 1）

（三）人民币汇率：即期汇率持续小幅升值，未来维持升值预期

1月，受国内外经济利好等因素的影响，人民币对美元汇率升值压力有所增加，14日人民币对美元即期汇率中间价一度升值至6.2154，并创历史新高；下半月，随着春节临近，市场行情趋于温和，汇率保持相对稳定，31日人民币对美元即期汇率中间价为6.2188，较去年末升值0.18%（见图8）。全月人民币对美元即期市场交易规模为3595亿美元，较上月（2510亿美元）增长43.2%。分析本月汇率继续小幅升值原因，一是美国财政悬崖危机暂时搁置，令市场振奋，避险情绪减弱，美元指数近期整体呈现冲高回落走势；二是中国经济复苏态势明显，预期乐观情况上升，助推海外资金流入中国；三是我国利差水平仍显著高于发达经济体，近年来，美国一直将其联邦基金利率维持在0.25%的低位，而欧盟自2012年7月起，将欧元区基准利率由原来的1%调降至0.75%。尽管我国2012年以来连续两次调降人民币存贷款利率，但利差水平仍高于美国、欧元区，这对人民币汇率升值形成支持。1月31日，离岸人民币（CNH）兑美元报收6.2140，较去年12月末升值85个基点，升幅0.14%；海外无本金交割远期外汇交易（NDF）一年期定盘价为6.3111，较去年12月末升值191个基点，升幅0.30%。

展望未来，央行继续实施稳健货币政策、国内经济低位复苏和国内外存在利差将支撑人民币升值趋势，但中国国际收支渐趋平衡、贸易顺差转入低增长轨道、全球量化宽松仍有不少风险因素等，又限制升值空间。预计2013年人民币汇率将保持有限度的温和上升态势，双向波动仍将是未来一段时间人民币汇率的显著特点。

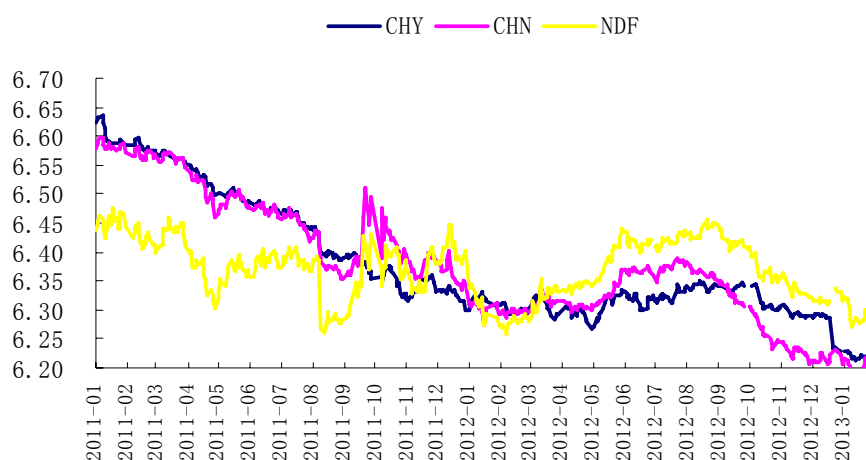


图8 境内、外美元兑人民币即期汇率及1年期NDF报价走势（2011.1-2013.1）

（四）股票市场：沪深两市双双持续上涨，未来仍具震荡上行空间

1月，股票市场延续去年12月以来强劲反弹走势，上证综指报收2385.42点，较月初上升116.29点，上涨5.12%；深证成指报收9667.67点，较月初上升551.19点，上涨6.05%（见图9）。两市市值劲增1.56万亿元，两市A股日均成交跃升至2136.91亿元，融资融券余额较上年12月底增加32.26%，股指期货当月日均成交额提升至5841.22亿元。我们认为，此轮行情的主要上涨动力在于经济温和复苏、企业盈利好转、市场流动性改善、改革红利预期和投资政策超预期等五大具体因素影响，资本市场已具备趋势性上涨空间。

同时，股票市场自身的改革和制度完善也在不断推进过程中。去年以来证监会集中推出一系列改革，从鼓励分红到引进长线投资者，从新股发行制度改革到完善退市制度，再到打击内幕交易、操作市场等违法犯罪活动。仅在今年1月份，证监会此前推出的政策正式实施的多达六项，主要包括《非上市公司监督管理办法》、《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》、《关于加强对利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务监管的暂行规定》、



《关于深化基金审核制度改革的通知》、《证券公司治理准则》和《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》等，政策红利集中释放，将推动A股市场继续稳定回升。

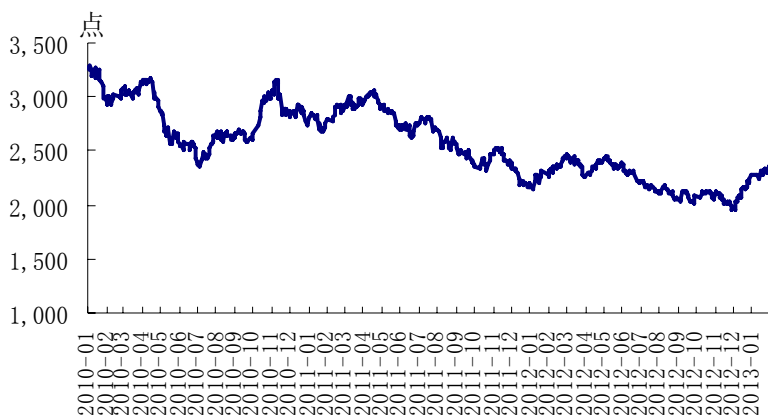


图9 上证综指走势（2010. 1-2013. 1）

未来一段时期，宏观经济基本面的向好预期仍然存在³，管理层呵护股市的意愿也依然明显：一方面，证监会持续不断引进战略投资者。1月30日郭树清访台表示拟对台湾居民开放RQFII2（人民币境外合格个人投资者）。另一方面，市场预期IPO开闸会进一步推迟。这些都将持续为股市制造较为宽松的股票供给环境，再考虑目前市场资金面总体依然非常宽松，为中期反弹行情进一步深化奠定良好基础。

三、需关注房地产调控新“国五条”后续效果

自2009年12月份开始楼市调控以来，国内房地产调控政策经历了五次升级，分别是2010年1月的“国十一条”、4月“国十条”、9月的“9.29”新政，2011年1月的“新国八条”，以及2013年2月出台的“国五条”，表明了中央坚持房地产调控不动摇的决心。与前四次调控相比，从调控内容来看，此次调控除了再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策，坚决打击投资投机性购房外，还提

³2013年1月，我国官方PMI为50.4% 连续4个月居荣枯线上。其中，新订单指数为51.6%，较上月上升0.4个百分点，达到去年5月份以来的阶段性高点，反映国内需求基础进一步巩固，供需关系有所改善；原材料库存指数为50.1%，较上月上升2.8个百分点，反映企业信心增强。

出了房产税征收范围及加大土地供应量等新举措。其中，将住房用地供应总量由之前的“不低于前2年平均实际供应量”改变到“原则上不低于过去5年平均实际供应量”，对今年的土地供应量提出了新算法。从调控时点来看，与前几次调控大多在楼市量价高企时才介入不同，此次调控选在楼市量价齐升苗头出现不久、3月两会即将召开之前推出，及时发出政府调控从严的信号，由以往的对房地产市场的供求关系管理转向预期管理。从调控目标来看，此次调控的核心是“支持自主需求、抑制投机投资性购房”，即通过完善限购限贷政策、房产税扩容，来抑制投资投机性购房，切实保障刚性住房需求；通过增加住宅用地的供应量，优化普通商品住宅供应结构，形成有效供给，促进房地产市场健康发展。在“国五条”出台的同一天，标准普尔宣布：将中国住宅房地产开发行业的评级展望由负面调整至稳定，这也是继惠誉和穆迪之后，国际三大评级机构在一个月之内再次表态看好中国房地产市场前景。

但是，“国五条”只是指导性政策，差别化的住房信贷政策、个人住房房产税改革试点范围和城市等还有待明确。预计3月“两会”之后，各地将会有更为具体的调控措施出台，进一步抑制投机投资性购房行为。