

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。



物价压力趋于缓和 公开市场转净投放

——2013年5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 王小娥 朱妮
杨苕 王婕

执笔：朱妮 杨苕 王婕

xiaoe.wang@icbci.com.hk

相关研究：

2013/5/21 《简政减税理念强化 改革推动迎难而上——国务院会议
2013年深化经济体制改革政策解读》

2013/5/20 《调控怪圈难被打破 地产
走势先抑后扬——“国五条”及其
实施细则对市场的影响追踪》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，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，工业增加值同比增速呈止跌迹象，增长动力仍显疲弱；制造业投资增速继续低迷，基建和房地产投资支撑增长；受房地产、车市回暖以及黄金抢购的拉动，全社会消费增速出现温和改善；在全球经济持续温和复苏的拉动下，出口贸易出现起色，内需增长依然不够强劲和主要大宗商品价格持续下跌导致部分能源和资源性产品进口金额减少；鲜菜价格大幅上涨推动CPI增速回升，PPI同比和环比降幅均较3月进一步扩大，反映当前工业生产动力仍然不足；4月以来，各地“国五条”细则相继落地实施，在整体调控继续从严的背景下，市场成交明显降温，受政策不确定性影响，房地产企业拿地意愿不够旺盛。
- 从金融运行来看，贷款增长平稳，居民存款受股市反弹影响出现分流；央行的公开市场操作转为资金净投放；人民币对美元加快升值，短期国际资本流入或构成其中原因；当月两市呈现明显的深强沪弱格局；国务院会议确定在重点领域加大改革力度。

目 录

一、现阶段中国加快改革的迫切性愈发凸显	1
(二) 固定资产投资	2
(三) 消费	3
(四) 外贸	4
(五) 价格总水平	6
(六) 房地产预期分化成交降温, 未来增长力度有限	7
二、金融运行动态分析	8
(一) 社会流动性	8
(二) 银行间市场流动性:	10
(三) 人民币汇率	11
(四) 股票市场	12
三、关注热点	13

图表目录

图 1 工业增加值同比增速 (2009. 2-2013. 4)	2
图 2 投资累计增速 (2010. 1-2013. 4)	3
图 3 社会消费品零售总额增速 (2010. 1-2013. 4)	4
图 4 进、出口同比 (2009. 4-2013. 4)	6
图 5 CPI 主要分项指标增速 (2009. 1-2013. 4)	7
图 6 货币供应量增速 (2009. 1-2013. 4)	8
图 7 新增贷款和贷款增速 (2010. 1-2013. 4)	9
图 8 新增存款和存款增速 (2010. 1-2013. 4)	10
图 9 银行间市场主要利率走势 (2009. 4-2013. 4)	11
图 10 人民币汇率走势 (2012. 1. 4-2013. 5. 16)	12



一、经济运行动态分析

（一）工业增加值：同比增速呈止跌迹象，增长动力仍显疲弱

2013年4月，在年初连续回落之后，我国规模以上工业增加值同比增速9.3%，比3月高0.4个百分点，出现止跌迹象（见图1）。当月规模以上工业增加值环比增长0.87%，比上月提高0.2个百分点，工业生产略有加快。分轻重工业看，重工业增加值增长9.6%，轻工业增长8.5%，分别较上月回升0.5和0.3个百分点，重工业改善相对显著，主要受房地产投资、出口回升影响；轻工业改善差则对应了社会消费品零售总额增长不足，消费需求相对乏力。

分行业看，当月41个大类行业中有40个行业增加值保持同比增长。其中，化学原料及制品、汽车制造业、纺织业、通用设备、电气机械及器材、计算机通信电子设备制造业增速有所回暖，钢铁行业增速下降。分产品看，4月日均发电量增速有所回升，较3月提升了4.1个百分点，和工业增加值增速走势一致；水泥、有色金属、汽车产量增速上升，钢材产量增速下降。

从先行指标来看，4月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.6%，较上月下滑0.3个百分点。分地区看，东部地区PMI为51.3%，高于全国0.7个百分点，明显优于其他地区；西部地区PMI为50.1%，低于全国0.5个百分点；中部和东北地区PMI均为49.6%，低于全国1.0个百分点，降至临界点以下。表明受对外贸易增长良好影响，东部地区经济活跃度仍高于中、西部地区。

未来一段时期，工业增加值增长动力仍显疲软。一是城镇化刺激投资带来的增长短期还不能显现；二是产能过剩依然严重，去产能化还将持续一段时期；三是受经济复苏疲弱和PPI持续低迷因素影响，工业企业利润增长出现震荡回落。1-3月份全国规模以上工业企业利润同比增长12.1%，增幅比1-2月份回落5.1个百分点，为去年8月持续上升以来的首次回落。

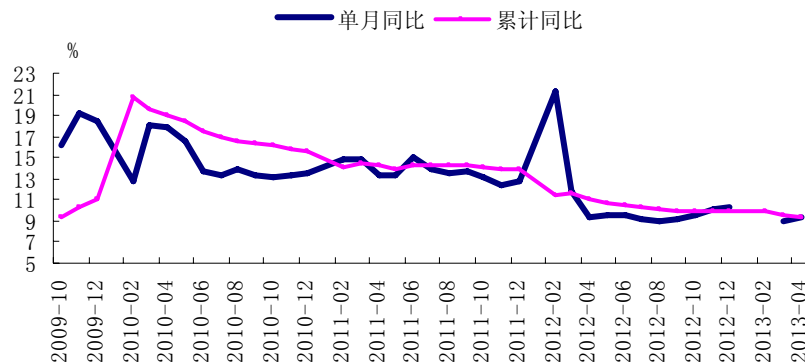


图 1 工业增加值同比增速（2009.2-2013.4）

（二）固定资产投资：制造业投资增速继续低迷，基建和房地产投资支撑增长

1-4 月，我国固定资产投资增速继续放缓，累计同比增长 20.6%，较 1-3 月回落 0.3 个百分点（见图 2），这是今年以来连续第 2 个月放缓。从投资结构来看，受困于产能过剩和需求乏力的制造业投资持续回落，1-4 月制造业投资增长 18.4%，增速比 1-3 月回落 0.3 个百分点，是自 2011 年 8 月制造业投资自 32.2% 持续下滑以来的次低增速；得益于良好的销售回款及融资渠道扩展，1-4 月房地产开发投资增长 21.1%，增速比 1-3 月提高 0.9 个百分点，成为支撑投资增长的主要力量。其中，住宅投资增长 21.3%，增速较 1-3 月提高 0.2 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.4%。从行业来看，交通邮电仓储较上月增加 1.7 个百分点（1-4 月 23.7%，1-3 月 22.0%），其中铁路运输业投资增长 24.6%，比 1-3 月增加 18.8%；水利、环境及公共设施管理投资增速亦维持于 30% 以上，显示地方政府基建投资仍侧重于上述领域。从中央地方项目投资增速看，中央项目投资增速 8.5%，较 1-3 月回落 3.1 个百分点，但仍明显高于去年全年水平；受到资金约束，地方项目投资增速 21.3%，较 1-3 月回落 0.1 个百分点。从资金来源看，国家预算内资金（20.7%）增速回落 1.1 个百分点，国内贷款（13.9%）及自筹资金（18.3%）增速较上月分别上升 2.8 和 1.3 个百分点，说明财政收入持续下降影响了政府的投资能力（1-4 月财政收入为 6.7%，增幅同比回落 5.8 个百分点），而银行和企业自主投资对项目的支持力度不断加大。分地区看，东、西部投资增



速回落而中部持平，1-4 月份，东部地区投资同比增长 19.2%，增速比 1-3 月份回落 0.2 个百分点；中部地区投资增长 24.1%，增速与上月持平；西部地区投资增长 23%，增速回落 1.2 个百分点。

1-4 月份，全国民间固定资产投资同比名义增长 23.9%，增速比 1-3 月份回落 0.2 个百分点，较去年同期下降 3.4 个百分点。虽然民间固定资产投资增速也在回落，但在整体投资中的占比仍在不断提高，4 月民间固定资产投占固定资产投资的比重为 63.5%，比 1-3 月份提高 0.2 个百分点，较去年同期提高 1.5 个百分点，整体而言仍好于全国的投资情况。

未来一段时期，从固定资产投资三大支柱分析，考虑到财政收入不容乐观，以及监管机构对融资平台和影子银行规范逐步落实，基建投资未来将维持平稳水平；而随着房地产调控思路的延续，未来的房地产投资增速也可能会出现下调；在产能过剩和需求乏力双重制约下，对于实体经济起支撑作用的制造业投资已经出现天花板，预计二季度固定资产投资将延续调整态势，累计增长率在 20% 左右。

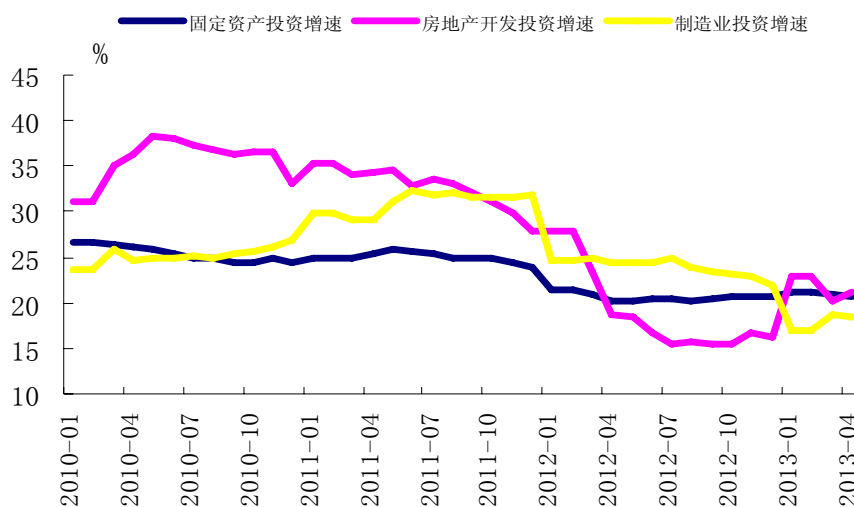


图 2 投资累计增速 (2010.1-2013.4)

(三) 消费：温和改善低位运行，未来稳中略升

4 月，社会消费品零售总额同比增长 12.8%，较上月上升 0.2 个百分点，但仍低于去年 17% 左右的平均增速（见图 3）；实际增长 11.8%，较上月回升 0.1 个

百分点。分析消费市场温和回升原因：一是受房地产回暖带动，家用电器及音响器材行业销售好转，4 月单月增速为 15.3%，比去年同期提高 7.6 个百分点，装修及建筑行业仍维持在 22% 较高水平；二是车市持续回暖，4 月汽车销售额同比增速 13%，比上月提高 7.5 个百分点；三是受到黄金抢购影响，4 月金银珠宝销售增速 72.2%，比上月提高 45.9 个百分点。但考虑到黄金抢购等临时性因素不可持续，而餐饮、食品、纺织服装、日用品等消费增速持续低位运行（4 月消费品零售餐饮增速为 7.9%，比上月下降 0.8 个百分点，其中，限额以上餐饮销售增速 -2.8%，比上月下降 1.7 个百分点），总体来看，当前社会消费需求仍相对乏力。

未来一段时期，考虑到“国五条”等调控政策在各地细则“落地”影响，房地产需求具有较大不确定性；同时收入分配制度改革配套细则出台尚有一段时间，新的需求增长动力尚需培育。我们维持全年消费增长 13% 的预期。短期来看，由于房地产行业滞后带动效应、居民消费升级推动汽车等消费热点陆续出现，我们预期未来几个月社会消费品零售总额增速可能略有回升。

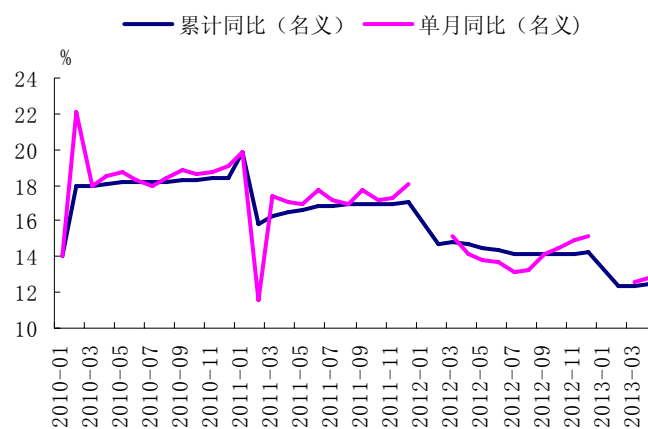


图 3 社会消费品零售总额增速 (2010.1-2013.4)

(四) 外贸：进出口增速稳定，监管升级将挤出外贸水分

4 月，我国进出口总值 3559.6 亿美元，扣除汇率因素后同比增长 15.7%，较 3 月增长 3.67 个百分点。其中出口同比增长 14.7%，较 3 月增长 4.67 个百分点；进口同比增长 16.8%，较 3 月增长 2.7 个百分点（见图 4）。当月实现贸易顺差



181.6 亿美元，一改 3 月 8.23 亿美元的小幅逆差局面。总体来看，虽然 4 月进出口较快的同比增速与去年同期基数较低有一定关系，但主要推动因素仍在于全球经济持续温和复苏。而出口贸易国别增速数据也印证了这一点。1-4 月，我国对美国、东盟、南非、巴西、俄罗斯和印度的出口分别同比增长 5%、30.6%、30.4%、4.7%、16.9%和 3.6%；内地对香港、台湾地区出口分别同比增长 69.2%和 36.8%。同期，仅对欧盟、日本的出口同比减少 0.9%和 3.0%。进口方面，虽然 4 月进口同比增长 16.8%，但这主要是受去年同期基数较低影响，事实上其较 3 月环比下滑了 6.6%。这一方面是由于原油、铁矿石、铜等主要大宗商品价格的持续下跌导致我国部分能源和资源性产品进口金额减少，另一方面也显示出我国内需增长依然不够强劲，经济回升基础仍偏弱。

今年以来，内地对香港地区贸易量的超高速增长已引发市场对我国贸易数据异常的广泛热议。1-4 月大陆对香港进出口累计同比增长 66%，而一季度广东地区进出口同比增长 43.2%，二者均显著高于 1-4 月全国 14%的同比增速。针对这一异常贸易数据，市场普遍认为我国外贸企业利用深港之间的优惠贸易政策，虚构进出口贸易，进行贸易融资套利，并骗取出口退税。就此，海关总署、外管局和银监会展开了联合调查，并于 5 月 5 日由外管局下发《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》，要求加强银行结售汇综合头寸管理、加强对进出口企业货物贸易外汇收支的分类管理。随着监管政策的落实和生效，未来我国对外贸易数据中的水分趋向快速挤出。受此影响，加之去年 5 月基数较高，未来一个月出口增速恐将出现大幅回落。但这一阶段性波动应该不会对全年贸易增长带来太大负面影响，毕竟，1-4 月，我国对香港以外的其他出口市场的出口增速也达到 8.5%。需要警惕的是，近期人民币快速升值的趋势如将延续，将对我国对外出口造成较大直接冲击。

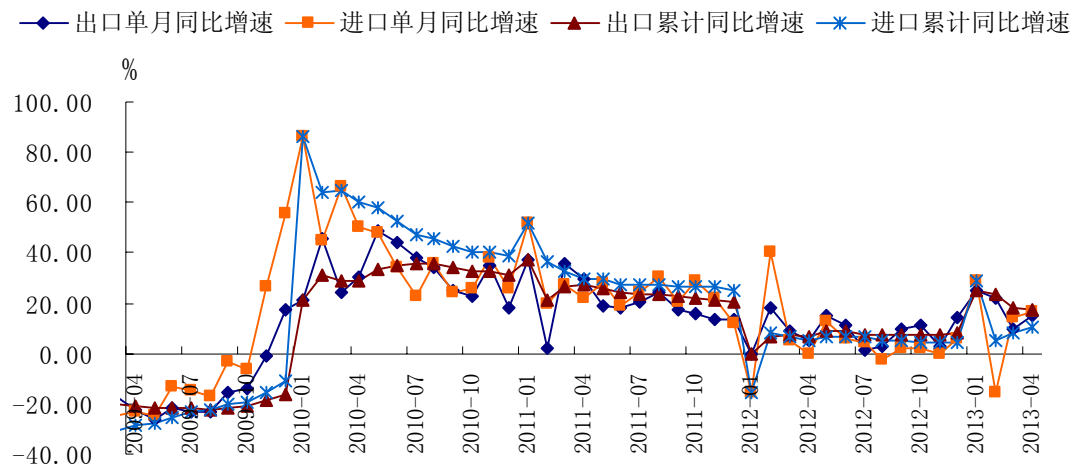


图 4 进、出口增速（2009.4-2013.4）

（五）价格总水平：CPI、PPI 走势出现分化，通胀压力趋于缓和

4 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.4%，其中，新涨价因素和翘尾因素分别为 1.4 和 1.0 个百分点，分别比 3 月份增加 0.2 和 0.1 个百分点，两者合计增加 0.3 个百分点，影响 4 月份 CPI 同比涨幅扩大。CPI 环比上涨 0.2%，从 3 月份的环比下降转为环比上升。导致 CPI 同比和环比增速同时增加的主要原因在于鲜菜价格的大幅上涨。由于今年 4 月全国平均气温和平均降水量均明显低于往年同期水平，鲜菜的正常生产和供应受到影响，从而导致其价格环比上涨 11.2%，影响 CPI 环比上涨约 0.36 个百分点。根据国家统计局的测算，如果剔除鲜菜价格异常上涨的影响，4 月份不包括鲜菜的 CPI 环比下降约 0.12%。

4 月的全国工业生产者出厂价格（PPI）同比和环比分别下降 2.6% 和 0.6%，均较 3 月降幅进一步扩大，反映当前工业生产动力仍然不足。导致 PPI 降幅扩大的另一个重要原因在于受原油、铁矿砂、成品油、钢材、天然橡胶等主要大宗商品进口价格在 1-4 月显著下降影响，生产资料价格同比大幅下降 3.5%，并环比降低 0.7%。

展望未来，考虑到国际大宗商品价格短期仍将维持弱势，且工业生产者购进价格指数仍环比负增长，PPI 短期内仍将处于“通缩”状态。同时，随着气温快



速回升，蔬菜等鲜活农产品供应有望增加，CPI 同比涨幅在未来两月趋向回落。此外，随着监管层对虚假贸易和热钱流入管控措施的推进，外汇占款增速有望回落。上述多重因素共同作用，国内潜在通胀压力有望缓解。

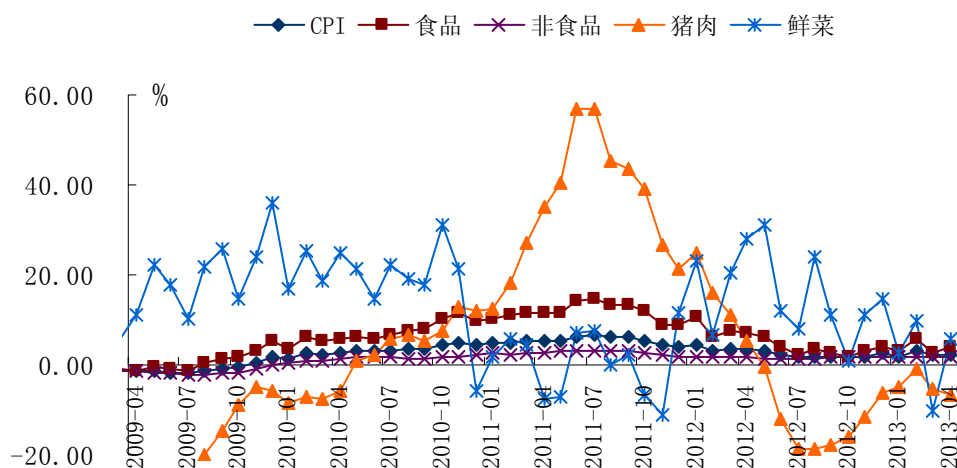


图 5 CPI 主要分项指标增速（2009.4-2013.4）

（六）房地产预期分化成交降温，未来增长力度有限

4月以来，各地“国五条”细则相继落地实施，在整体调控继续从严的背景下，市场成交明显降温，主要城市新房、二手房成交量在3月达到近年来高点后显著下降，住宅均价环比涨幅微幅缩小，价格环比下跌的城市个数略有增加。1-4月，全国商品房销售面积同比增长38%，增幅比1-3月提高0.9个百分点；商品房销售额同比增长59.8%，比1-3月下降1.5个百分点。据中国指数研究院数据，4月全国100个城市（新建）住宅平均价格环比上涨1.00%，自2012年6月止跌后连续第11个月环比上涨，涨幅比上月缩小0.06个百分点。有76个城市价格环比上涨，24个城市环比下跌，较上月增加8个。

从先行指标来看，1-4月，全国房屋新开工面积增速1.9%，较1-3月份上升4.6个百分点；商品房施工面积累计同比17.2%，环比1-3月份的17%略有上升；房地产开发企业资金同比增长33.5%，较1-3月份上升4.2个百分点。但受政策不确定性影响，房地产企业拿地意愿仍不够旺盛，1-4房地产开发企业土地购置面积同比下降8.6%。展望未来，考虑到政府对经济低增长的容忍度增加，若房价持续上涨

则仍存在调控政策加码风险，市场主体预期将更为复杂，不同区域城市房地产市场将进一步分化。

二、金融运行动态分析

(一) 社会流动性：贷款增长平稳，居民存款分流

4月末，M2同比增长16.1%，分别比上月末和上年同期高0.4和3.3个百分点，为近两年来最高；M1同比增长11.9%，与上月末持平，较上年同期高8.8个百分点（见图6）。近年来，我国M2存量呈现加速上涨态势，2000年末，M2余额约为13.8万亿元，2012年末已达到97.4万亿。今年1月，M2增速在时隔19个月之后重新回升至15%以上，1-4月M2平均增速为15.7%，高于13%的调控目标。从更能反映社会资金总量水平的社会融资规模来看，4月社会融资规模1.75万亿元，同比多7833亿元，比上月少8000亿元。1-4月社会融资规模7.91万亿元，比上年同期多3.06万亿元，同比增长63%。从社会融资规模结构来看，当月新增贷款占社会融资规模的45.4%。自去年9月份开始，除今年2月份以外，新增贷款在社会融资规模中的比重持续低于50%，人民币贷款在社会融资总量中的占比（累计）自去年下半年开始逐季下滑，由去年一季度末的63.5%降至今年3月末的44.7%，社会融资对银行信贷的依赖度平稳下降。

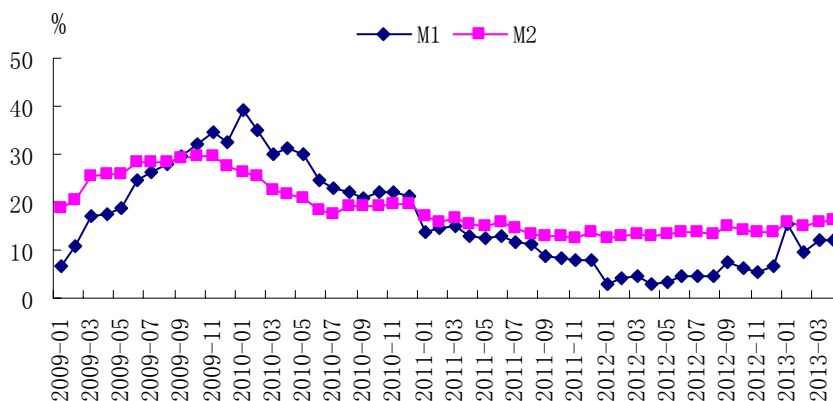


图 6 货币供应量增速 (2009.1-2013.4)

4月末，金融机构人民币贷款余额同比增长14.9%，增速与上月持平。当月新增人民币贷款7929亿元，同比多增1111亿元。其中中长期贷款新增4061亿



元，同比多增 2168 亿元，在新增贷款中的占比为 51.2%，较 3 月提高 11 个百分点。今年以来，新增中长期贷款占比在 50%左右波动，而去年仅在 10 月份占比超过 50%，达到 56.1%。分结构看，当月非金融性公司及其他部门中长期贷款新增 1750 亿元，同比多增 485 亿元，占该部门新增贷款的 41.6%，较上月提高 4.5 个百分点，今年以来，非金融性公司及其他部门新增中长期贷款占比在 46%左右波动，较去年明显回升。中长期贷款占比的总体回升反映了在目前依然依靠投资拉动经济复苏的背景下，信贷对固定资产投资的支持作用明显增强（见图 7）。

4 月末，我国金融机构人民币存款余额同比增长 16.2%，分别比上月和去年同期高 0.6 和 4.8 个百分点。当月人民币存款减少 1001 亿元。从部门结构看，住户存款减少 9341 亿元，非金融企业存款增加 3107 亿元，财政性存款增加 5224 亿元。住户存款净减少是当月存款减少的原因，这或与 4 月 A 股市场走强导致居民存款分流有关（见图 8）。

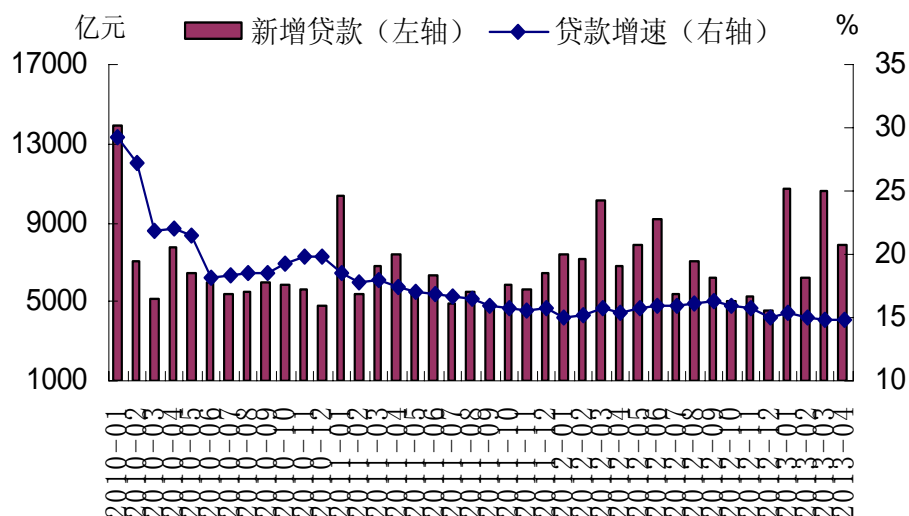


图 7 新增贷款和贷款增速（2010.1-2013.4）

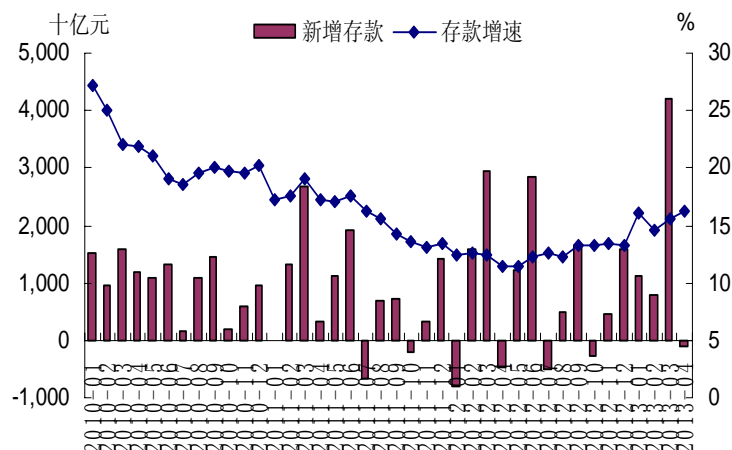


图 8 新增存款和存款增速（2010.1-2013.4）

（二）银行间市场流动性：资金面阶段性紧张，央票重启旨在对冲外汇占款增长

在一季度连续 3 个月净回笼资金后，央行在 4 月转为向市场净投放资金 680 亿元。进入 5 月，资金净投放的步伐并没有停止，截至 5 月 17 日，前三周共计净投放 490 亿元。4 月以来央行公开市场操作转向的主要原因在于 4-5 月是商业银行缴存财政存款的密集期，银行间市场流动性通常较为紧张。与此相对应，银行间市场利率并未因净投放而出现下行，4 月的同业拆借月加权平均利率和质押式债券回购月加权平均利率分别达到 2.50% 和 2.55%，分别较上月增加 0.04 和 0.09 个百分点（见图 9）。

值得关注的是，时隔 17 个月后，央行于 5 月 9 日重启央票发行，发行规模为 100 亿的 3 个月期限央票。此后，又于 5 月 14 日和 16 日连续发行两期 3 个月期限央票，规模分别为 270 亿元和 170 亿元。根据历史经验，央票工具的运用主要针对外部流动性变化，尤其与新增外汇占款的变化相关。今年 1-4 月，新增外汇占款 1.5 万亿元，同比增长 656%。受海外资金大幅流入影响，不仅人民币快速升值，国内基础货币发行更是“被增长”，这与央行“稳健的”货币政策立场相悖。加之今年二、三季度将有约万亿规模的央票到期，由此导致央行重拾央票工具。可以说，央票发行是当前央行遏制“热钱”流入政策组合中的一部分，未来如果外汇占款仍持续增长，央票发行规模将会逐步增大。但考虑到此前外管



局等实施的一系列政策措施对通过贸易渠道流入的海外资金具有极强的针对性，预期将产生较好的政策效果，因此短期内央票发行规模应不会快速扩大。

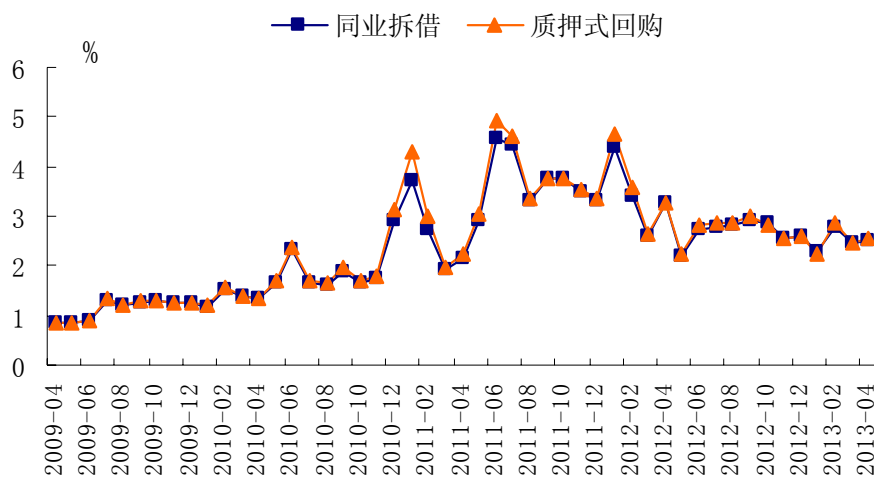


图9 银行间市场主要利率走势（2009.4-2013.4）

（三）人民币汇率：对美元加速升值，汇率波动的市场化因素加强

今年2月下旬以来，人民币兑美元持续升值。从4月中旬开始，人民币对美元汇率多次创汇改以来新高。截至4月份最后一个交易日（4月26日），人民币对美元中间价报6.2208，较2013年初的6.2897上涨1.1%，相当于2012年全年涨幅0.25%的4.4倍；仅4月当月累计涨幅0.74%，就相当于2012年全年涨幅0.25%的2.96倍。五一小长假之后，五天（4月27日-5月1日）的休市显然没有平复人民币汇率升值的冲动。节后首日（5月2日），人民币对美元中间价及现汇价均创出汇改以来新高，中间价上行126个基点，为年内最大单日升幅。2日一开盘，人民币兑美元即期汇率就报出6.1540，也创下汇改以来新高。截至5月17日，人民币兑美元汇率中间价已升值0.14%。

从4月初开始，境内银行间外汇市场人民币即期汇率持续贴近中间价日间波幅上限波动。由于香港人民币市场不受政府干预因素的影响，因此其走势更能反映市场上人民币真实的供求关系。4月以来，境内外人民币汇率价差震荡收敛，境内银行间外汇市场即期汇率（CNY）较离岸即期汇率（CNH）点差，由年初的

200~400bps 波动，逐步调整为正负 100bps 波动。这意味着境内人民币走势更多受到市场因素的影响。



图 10 人民币汇率走势（2012.1.4-2013.5.16）

虽然中国经济复苏态势尚不明朗，但年初以来外汇资金流入汹涌，前 3 个月金融机构人民币外汇占款累计增长 1.22 万亿元，比 2012 年全年还多出逾 7200 亿元。4 月新增外汇占款 2944 亿元，比 3 月多增 281 亿元，已连续五个月保持增长。据外汇局近期公布数据，1 季度我国国际收支资本和金融项目顺差（含净误差与遗漏）1018 亿美元，与 2012 年国际收支“经常项目顺差、资本和金融项目逆差”格局相比（2012 年全年资本和金融项目为逆差 1173 亿美元），跨境资本短期流动变化明显。2012 年 4 季度以来，我国贸易顺差增长态势持续，带来经常性项目的大量美元盈余。同时，在主要发达国家量化宽松政策推动下，国际资本持续流入我国，资本和金融项目重新转为顺差。由此可见，短期国际资本流入可以在很大程度上解释近来外汇占款快速增长和人民币阶段性快速升值的现象。

（四）股票市场：上半年资金面较为宽松，创业板创历史新高

4 月以来，受经济金融数据、上市公司一季报等集中发布影响，市场出现强烈震荡。截至 5 月 17 日，上证综指报收于 2282.87 点，深证成指报收于 9246.28 点，分别较 3 月末上涨 2.1% 和 4%，两市呈现明显的深强沪弱格局。



在房地产“新国五条”政策、银监会8号文等一系列监管升级政策的影响下，市场以较悲观的预期进入了4月，此后受一季度GDP增长数据低于市场预期，穆迪下调中国主权信用评级，汇丰中国制造业PMI下行，雅安地震及H7N9禽流感病毒扩散等一系列事件影响，A股又出现连续快速回调。4月末，沪深两市分别创下今年以来的最低点。此后，受2000亿元RQFII审批或将开闸、外汇占款的快速增长和人民币快速升值等因素影响，房地产、银行等周期性股票活跃度上升，加之高送转个股行情的演绎，共同推动大盘向上反弹，一举收复前一个月的失地。

回望前两个月，A股最大亮点在于创业板的一路高歌猛进，并于5月15日冲破千点大关，收于1012.66点，创出历史新高。展望后市，从资金面来看，当前一系列监管措施的主旨在于“规范”市场，一方面，RQFII额度的增加及对非标理财产品的限制有望为股市增加流动性，但另一方面监管机构针对“热钱”的一系列措施将抑制海外资金流入国内资本市场，两相平衡，二季度剩余时间市场资金面倾向于保持相对稳定。从估值来看，当前经济弱复苏的局面并不支持股市的高估值，而前期涨幅过高的个股，特别是创业板平均市盈率已达到47倍，技术上将面临回调需要。加之IPO或将重启的市场预期也将给场内投资者情绪带来较大影响，我们预计二季度剩余时间内沪深两市将以震荡盘整为主，个股走势将存在明显分化。

三、关注热点：国务院会议确定在重点领域加大改革力度

2013年5月6日，国务院召开常务会议，会议确定今年在行政体制、财税、金融、投融资、价格、民生、统筹城乡、农业农村、科技等重点领域和关键环节加大改革力度。在当前国际环境复杂多变，中国改革发展正值关键阶段的背景下，本次会议对于改革提出了明确的要求，对于实现中国经济的可持续发展，具有承前启后的重要作用。从会议内容来看，本次会议出现了不少新的表述，对于未来中国的改革方向具有较强的启示意义，值得重点关注。现阶段中国加快改革的迫切性愈发凸现：一是中长期中国经济潜在增长率面临放缓态势，要保持稳健增长需要改革来释放制度红利；二是当前经济回升疲弱与流动性宽松同时并存，说明

要为经济增长注入新的动力，光靠货币政策的放松是不够的，还需推动深层次的制度改革。本次会议的关键改革内容：一是加大取消和下放行政审批力度，简化审批程序。这将有利于市场环境的优化，特别是对一些民营企业，有望获得更多 and 更公平的机会。二是下力气推动建立公开、透明、规范、完整的预算体制。这是树立公信力，构建廉洁、高效服务型政府的基础和前提。三是扩大营业税改征增值税试点范围。营业税改增值税的试点，从表面上看，仅是针对服务业的部分行业，而实质上，它的影响可以说不亚于 1994 年的税制改革。四是稳步推出利率汇率市场化改革措施。国务院会议首次表示，今年将提出人民币资本项目可兑换的操作方案，并且将建立个人投资者境外投资制度。五是分类推进户籍制度改革，这将成为推进新型城镇化的突破口。