

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。



经济整体呈回暖态势 资金市场仍稳中偏紧 ——2013年9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 苈 李 露

执笔：杨 苈 李 露

lilu_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2013/9/29 《未来十年中国经济金融
走势展望及商业银行面临的机遇、挑
战分析》

2013/9/29 《未来十年中国经济改革
的方向和重点》

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重回10%以上，制造业企稳回升态势明显。全国固定资产投资累计同比增速首次止跌回升，民间投资保持明显增势。消费总体保持明显增长，名义增速和实际增速均较上月提升，其中家电、家具、建筑装潢等零售额增速明显。外需缓慢复苏，政策效应逐步显现，进出口贸易保持平稳增长。从价格水平看，CPI、PPI 环比均上涨，物价水平温和上行。当月房地产价格上涨，交易量增长有所放缓。
- 从金融运行来看，8月货币供应量M1、M2增速同比上扬，社会融资规模恢复性增长。央行延续“锁长放短”组合操作方式，资金面稳中仍然偏紧，银行间市场利率继续小幅回落，资金市场价格仍处相对高位。8月人民币兑美元汇率稳中有升，预计未来一段时间仍将双向波动小幅升值。股票市场小幅上涨，美联储宣布暂缓退出QE对股市形成利好。
- 自今年6月以来，美联储几次例会均显示美国将逐步退出量化宽松政策，虽然9月例会调降美国今年与明年经济增长预期，加上失业率仍然较高，通胀率维持低位，美联储决定暂不缩减购买债券规模。但中长期来看，年内美联储放缓QE仍是大概率事件，将会对中国经济产生多元、复杂的影响，总体影响偏向负面。

目 录

一、经济运行动态分析.....	1
（一）工业增加值：同比增速重回 10%以上，未来将保持较稳定增长.....	1
（二）固定资产投资：同比增速首次止跌回升，民间投资保持稳定增势.....	2
（三）消费：家具装潢较快增长，金银珠宝消费放缓.....	3
（四）外贸：进、出口较平稳增长，外贸形势逐步改善.....	4
（五）价格总水平：CPI、PPI 环比均上涨，物价水平温和上行.....	5
（六）房地产市场：价格持续上涨，成交增速放缓.....	7
二、金融运行动态分析.....	7
（一）社会流动性：M1、M2 增速同比上扬，社会融资规模恢复性增长.....	7
（二）银行间市场流动性：央行延续“锁长放短”组合操作方式，资金面稳中仍然偏紧.....	10
（三）人民币汇率：8 月稳中有升，未来将双向波动小幅升值.....	13
（四）股票市场：8 月延续小幅上涨态势，未来仍可能震荡上行.....	14
三、关注热点：美国退出 QE 对中国经济的影响.....	15

图表目录

图 1 工业增加值同比增速.....	2
图 2 固定资产投资、房地产开发投资和制造业投资累计增速.....	3
图 3 社会消费品零售总额累计增速和单月增速.....	4
图 4 进、出口累计同比增速.....	5
图 5 CPI 主要分项指标同比增速.....	6
图 6 货币供应量增速.....	8
图 7 金融机构当月新增人民币存款.....	9
图 8 金融机构当月新增人民币存款.....	10
图 9 银行间市场主要利率走势.....	12
图 10 每日银行间市场主要利率走势.....	12
图 11 境内、外美元兑人民币即期汇率及一年期 NDF 报价走势.....	13
表 1 2013 年 8 月央行公开市场操作情况.....	11



一、经济运行动态分析

（一）工业增加值：同比增速重回10%以上，未来将保持较稳定增长

2013年8月，我国规模以上工业增加值同比实际增长10.4%，比7月份加快0.7个百分点，今年以来增速首次回升到10%以上，创15个月以来新高。环比看，8月份规模以上工业增加值比上月增长0.93%，增速较上月加快0.02个百分点。工业生产在经历了上半年增势持续减弱后，8月份数据出现了较为明显的回暖。分轻、重工业看，重工业仍是工业生产增长的主要动力，当月重工业同比增长10.8%，高于轻工业增速1.6个百分点。分行业看，8月份41个大类行业中有39个行业增加值保持同比增长。分产品看，464种产品中有305种产品同比增长。

从先行指标来看，8月中国制造业采购经理指数（PMI）为51%，较上月上升0.7个百分点，创下今年以来新高，并连续第11个月处于扩张区，制造业企稳回升的态势更趋明显。分项来看，生产量和新订单指数分别较上月上升0.2和1.8个百分点至52.6%和52.4%，生产量与新订单指数的差值由前几个月的1个百分点以上缩小至0.2个百分点，表明制造业供需矛盾有所缓解；生产经营活动预期指数59.4%，较上月上升3个百分点，显示企业对未来经济形势的信心明显增强；反映制造业外贸情况的新出口订单指数为50.2%，较上月上升1.2个百分点，自今年4月以来首次回升至扩张区间，进口指数也比上月上升1.6个百分点至50.0%，反映出随着欧美日等主要经济体经济的改善，外部需求有所增加，加上中国促进贸易便利化、推动进出口稳定发展等措施的出台，制造业进出口形势有所好转。

但同时要看到，工业生产明显提速还仅仅局限在少数几个领域，产成品库存指数上升表明企业经历了前几个月去库存后，进入了新一轮补库存进程。同时，8月工业生产明显提速还有上年基数较低的原因。总体看，当前工业生产回暖的基础尚未稳固。今年年底前，企业补库存还将持续，但后几个月基数因素有所弱化，预计接下来几个月工业生产增速将保持相对稳定。

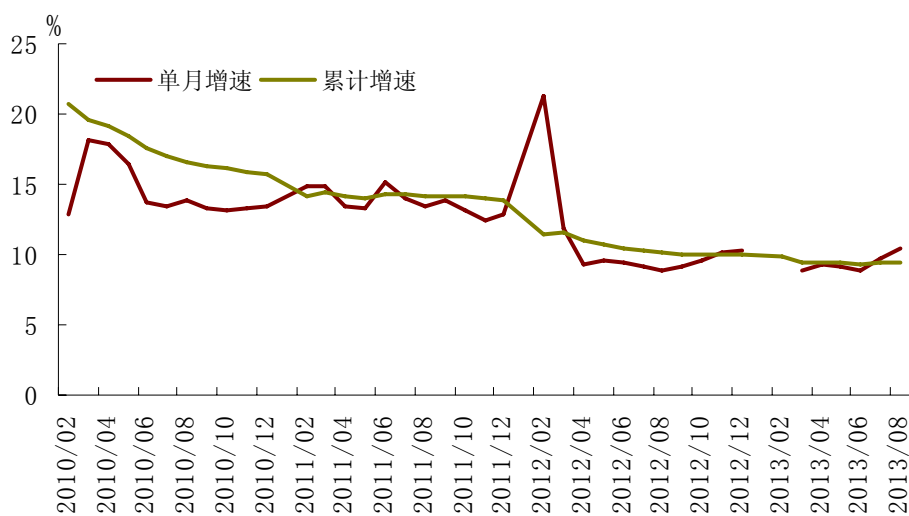


图 1 工业增加值同比增速 (2010.2-2013.8)

资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别说明外，下同。

（二）固定资产投资：同比增速首次止跌回升，民间投资保持稳定增势

2013 年前 8 个月，固定资产投资同比增长 20.3%，比 1-7 月份加快 0.2 个百分点，今年以来增速首次止跌回升，投资增长显现企稳回升迹象。从投资结构看，2 季度以来国务院连续出台推动信息消费、节能减排、光伏和城市基础设施建设政策，推动制造业和基建投资增速回升，成为拉动固定资产投资增速回升的主要动力。1-8 月制造业投资增长 17.9%，较前 7 个月上升 0.8 个百分点，制造业相关行业如通用设备，专用设备，汽车，铁路、轮船及其他运输设备投资分别增长 20.8%、18.7%、16.7%和 15.0%，以上 4 个行业投资增速均较前 7 个月有所上升；基础建设相关行业如交通运输、仓储和邮政服务业，公共设施管理(包括市政地下管网、绿化项目和公园等)，水利管理，电力、燃气、供水业投资分别增长 24.2%、29.7%、29.5%和 17.1%；而房地产开发投资 19.3%，较前 7 个月下降 1.2 个百分点。

从中央、地方项目投资增速来看，中央和地方项目投资增速“一降一升”，前 8 个月中央项目投资同比增长 10.8%，比 1-7 月份回落 1.6 个百分点；地方项目投资同比增长 20.8%，比 1-7 月份回升 0.3 个百分点，为连续五个月下滑以来首次反弹。从资金来



源看，年初以来投资资金增速基本平稳。前8个月投资到位资金增长20.5%，与上月持平。其中，国内贷款和自筹资金不断改善，而国家预算内资金则受财政支出下行的影响有所回落。分地区看，东、中、西部投资均较前7个月有所加速，中、西部投资仍然快于东部地区。前8个月，全国民间固定资产投资同比名义增长23.3%，增速与1-7月份持平。目前民间固定资产累计投资占全部固定资产累计投资的比重为63.6%，与去年相比，今年民间资本投资占比呈现稳步上升态势，表明民间投资已经成为支撑投资增长的重要“稳定器”。

从新开工项目来看，前8个月新开工项目计划总投资增速连续第二个月回升，预示下一阶段投资将保持较快增长速度。从投资结构看，制造业投资在工业总需求改善的背景下有望继续回暖，但行业利润偏低和产能过剩等负面因素将制约投资增长速度；房地产开发投资作为稳定经济增长的重要支撑不会大幅放缓，但调控政策不放松也会限制其增长。总的来看，今年全年固定资产投资增速为20%左右。

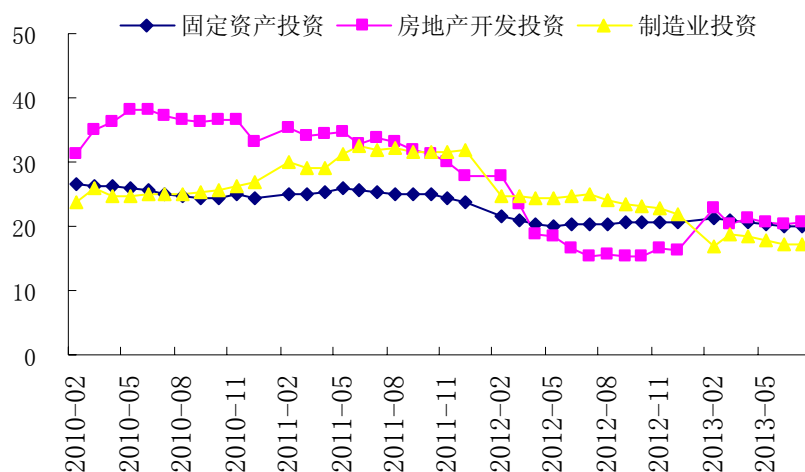


图2 固定资产投资、房地产开发投资和制造业投资累计增速（2010.1-2013.8）

（三）消费：家具装潢较快增长，金银珠宝消费放缓

8月份，社会消费品零售总额同比名义增长13.4%，较上月上升0.2个百分点；扣除价格因素实际增长11.6%，较上月上升0.3个百分点，消费总体保持了较为平稳的增长。从消费细项指标看，家电、家具、建筑装潢等消费明显增长，消费增速较上月分别

上升 5.3、3.7 和 1.2 个百分点至 12.8%、21.3% 和 24.2%。此外，餐饮、化妆品、石油制品、日用品、文化办公用品等消费增速也出了一定的上升。值得注意的是，由于黄金价格回升导致购买需求减弱，8 月份金银珠宝消费较上月大幅回落 19.9 个百分点至 21.8%。

展望未来，9 月份和四季度将迎来传统消费旺季，对汽车、食品、服装、家电等消费会产生较为明显的拉动。同时，房地产行业回升的滞后带动效应还将在接下来一段时间刺激建材、家具、建筑装潢类消费增长。但同时，政府限制公务消费对餐饮等消费的抑制作用将进一步体现。预计接下来几个月消费增速将在总体较平稳的基础上小幅上升。

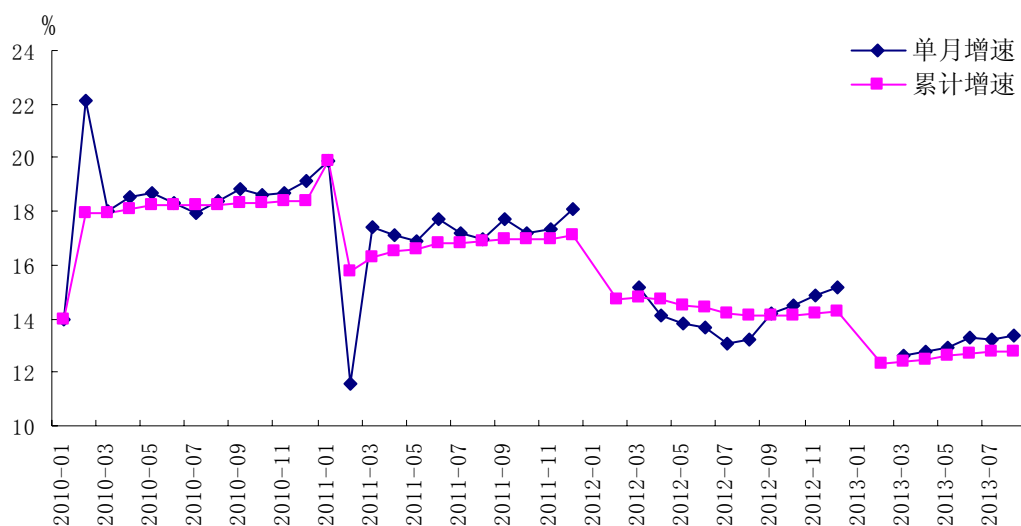


图3 社会消费品零售总额累计增速和单月增速（2010.1-2013.8）

（四）外贸：进、出口较平稳增长，外贸形势逐步改善

8 月，我国进出口总值 3527.0 亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.1%，较上月放缓 0.7 个百分点。其中出口同比增长 7.2%，较上月提高 2.1 个百分点；进口同比增长 7%，较上月放缓 3.9 个百分点；贸易顺差 285.2 亿美元，较上月扩大 107 亿美元。最近两个月的数据显示我国对外贸易在前几个月明显回落后呈现企稳迹象。在对主要贸易伙伴的双边贸易中，除对日进出口贸易额下降外，对主要贸易伙伴进出口普遍增长。当月中欧双边贸易总值 510.3 亿美元，同比增长 3.2%；中美双边贸易 454 亿美元，同比增长 9.2%；



与东盟双边贸易 365.8 亿美元，同比增长 13.2%；中日双边贸易 261.7 亿美元，同比下降 5.7%。8 月份我国对外贸易保持较平稳增长的原因：一是发达经济体进一步复苏带动外需改善。8 月份美国制造业 PMI 指数创近两年新高，整体复苏态势良好，欧元区经济亦逐步好转，有助于改善我国对其出口。二是政策效应逐步显现。7 月份，监管层确定了促进贸易便利化、推动进出口稳定发展的一揽子措施，8 月份相关部门出台了有关细则，对稳定外贸企业的信心、促进对外贸易增长有一定作用。

展望未来，近期波罗的海干散货指数（BDI）大幅上升，显示全球贸易活跃程度有所上升，我国进出口形势较前期更趋乐观。随着发达经济体进一步复苏和政策效果的逐步显现，对我国进出口贸易的带动作用可望进一步显现。同时，美国退出 QE 将会导致跨境资金流出国内，人民币升值压力减小也将有助于外贸企业恢复出口。未来几个月，我国进出口有望保持较稳定的增长态势。但是，由于接下来两个月出口基数明显上升，出口同比增速仍存在回调的可能。

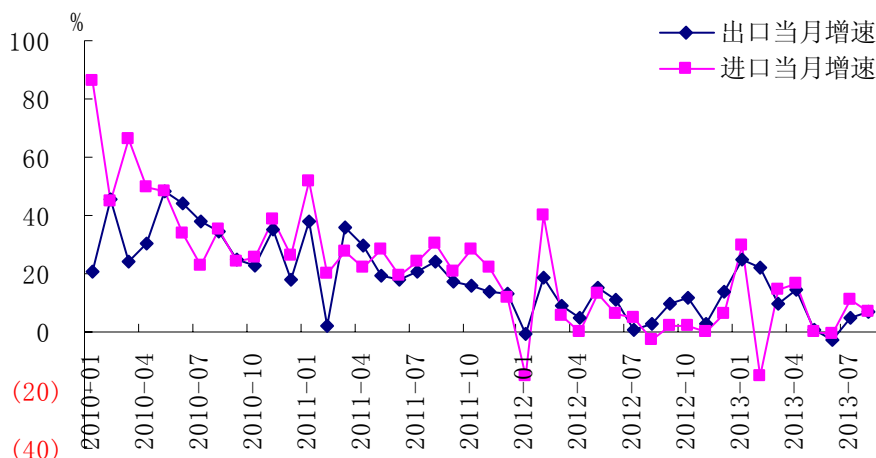


图4 进、出口累计同比增速（2010.1-2013.8）

（五）价格总水平：CPI、PPI 环比均上涨，物价水平温和上行

8 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.6%，较上月下降 0.1 个百分点，新涨价因素和翘尾因素分别为 1.5 和 1.1 个百分点；当月 CPI 环比上涨 0.5%，较上月上升 0.4 个百分点。从分项数据来看，食品价格是 CPI 上涨的主要因素，当月同比上涨 4.7%，拉动 CPI 上涨 1.5 个百分点，非食品价格同比上涨 1.5%。随着天气转凉，居民对鲜菜、猪

肉、蛋等食品需求有所上升，价格上涨相对较多，环比涨幅分别为 7.6%、4.5%和 7.1%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.42 个百分点，是影响食品价格乃至 CPI 环比上涨的主要原因。总体看，8 月份物价水平呈现出小幅上涨的趋势，但仍处于 3%以下的可控范围。

8 月全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 1.6%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点，为 PPI 连续第三个月降幅收窄；当月 PPI 环比微涨 0.1%，这是 PPI 连续 4 个月环比下跌以来首次迎来正增长。从分项数据来看，生产资料价格环比上涨 0.2%，是 PPI 环比上涨的主要动力，生活资料价格则环比持平。分行业来看，石油和天然气开采、石油加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业出厂价格上涨较快，当月环比涨幅均超过 0.5%。工业品价格环比止跌回升，与出口增速回升、PMI 新订单指数和库存指数好转相一致，表明总需求正在逐步改善，这也预示着工业生产将进一步扩张，经济形势趋于好转。

展望未来，季节性因素使得短期内食品价格存在上涨压力，但今年后几个月 CPI 的翘尾因素逐渐减弱，正、反两方面因素的作用下，预计后几个月 CPI 将呈现温和上涨的态势，全年物价涨幅约为 3%左右。PPI 方面，随着国内经济形势渐趋好转以及工业生产逐步改善，未来几个月 PPI 环比可望连续正增长，但由于经济和工业生产的改善程度有限，同时美国退出 QE 使得大宗商品价格承受向下压力，预计 PPI 将呈现较为微弱的上涨态势。

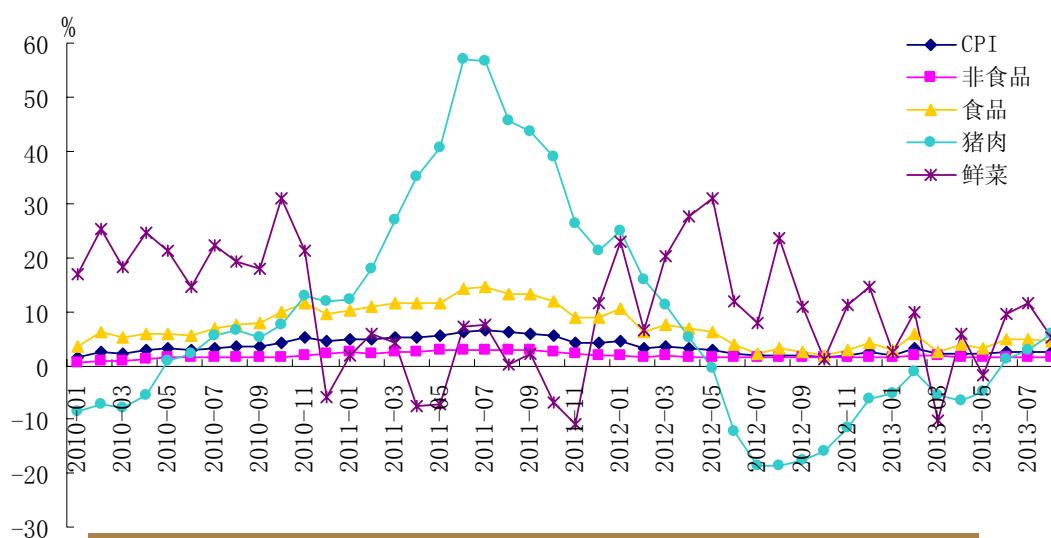


图 5 CPI 主要分项指标同比增速（2010.1-2013.8）



（六）房地产市场：价格持续上涨，成交增速放缓

8月，房地产市场价格有所回升，销售量增速有所放缓。价格方面，根据中国指数研究院发布的数据，8月全国100个城市（新建）住宅平均价格为10442元/平方米，环比7月上涨0.92%，自2012年6月以来连续第15个月环比上涨，涨幅比上月扩大0.05个百分点，其中71个城市环比上涨，29个城市环比下跌。与上月相比，本月价格环比下跌的城市比上月减少10个，环比上涨的城市比上月增加10个。同比来看，全国100个城市住宅均价同比上涨8.61%，涨幅比上月扩大0.67个百分点。北京、上海等十大城市住宅均价环比上涨1.49%，同比上涨12.18%。市场销售方面，前8个月全国商品房销售面积累计同比增长23.4%，较前7个月下降2.4个百分点。房地产开发投资方面，受季节性因素以及去年同期高基数的影响，前8个月房地产开发投资同比增长19.3%，较前7个月回落1.2个百分点。

从房地产先行指标看，前8个月企业房屋施工面积同比增长14.4%，增速比前7个月回落1.8个百分点；房屋新开工面积同比增长4.0%，较前7个月回落4.4个百分点；房地产开发企业土地购置面积同比下降9.1%，降幅比前7个月扩大7.7个百分点；土地成交价款同比增长5.2%，较前7个月回落9.5个百分点，房地产市场的活跃度仍较低。从政策方面来看，8月份除了少数城市限购政策或松或紧以外，基本没有全国性的调控政策出台。另外，近期证监会可能出台房地产企业再融资的审核细则，中断了三年的房地产企业再融资可望重启，企业融资渠道进一步拓宽。总体来说，房地产政策面偏暖。预计9、10月份季节性因素将带动房地产销售环比小幅回升，整个四季度房地产市场仍将以平稳运行为主。

二、金融运行动态分析

（一）社会流动性：M1、M2增速同比上扬，社会融资规模恢复性增长

8月末，广义货币(M2)余额106.12万亿元，同比增长14.7%，分别比上月末和上年同期高0.2个和1.2个百分点；狭义货币(M1)余额31.41万亿元，同比增长9.9%，分别比上月末和上年同期高0.2个和5.4个百分点，反映出流动性的短暂改善和经济活跃程度的提高（见图6）。据WIND数据，8月M1、M2翘尾因素分别比7月低1.0和1.7个百

分点，翘尾因素对当月货币供应量新增影响下降。当月货币供应量增速保持回升，从资金来源分析，一是央行主动释放流动性，当月通过公开市场净投放 2150 亿元；二是商业银行表外业务大幅增长，部分转换为存款推动人民币存款同比多增；三是由于 QE 退出低于预期以及 8 月出口增长好于预期，当月外汇占款增长 273.2 亿元，扭转连续两月负增长的局面。

从社会融资规模来看，单月社会融资规模为 1.57 万亿元，分别比上月和上年同期多 7504 亿元和 3212 亿元。其中新增未贴现银行承兑汇票 3045 亿元，环比多增 4828 亿元；新增委托贷款 2938 亿元，环比多增 1011 亿元。两项带动表外融资占比提升至 45%，结束了自 4 月以来表外融资持续萎缩的态势。从宏观层面来看，制造业和基础设施投资增速上升，实体经济需求升温，表内贷款规模受控，是导致表外融资占比上升的主要原因。从微观层面来看，随着 8 月经济逐步向好，央行稳定流动性预期，商业银行重新大力发展表外业务，使社会融资规模在连续 3 月下降之后出现明显恢复。

8 月人民币贷款新增 7113 亿元，同比多增 74 亿元，与上月基本持平，仍处于历史较高水平（见图 7）。分部门看，住户贷款增加 3387 亿元，其中，短期贷款增加 1479 亿元，中长期贷款增加 1908 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 3732 亿元，其中，短期贷款增加 1464 亿元，中长期贷款增加 2312 亿元。8 月人民币中长期贷款增加 4220 亿元，在新增贷款中的占比达 59.2%，较上月小幅回落，但仍维持高位增长，同比增加 1360 亿元。下半年以来中央连续出台的稳增长政策偏重于棚户区改造、铁路投资和城市基础设施建设，均有利于中长期贷款的回升；而房价回暖，使居民按揭住房贷款需求旺盛。

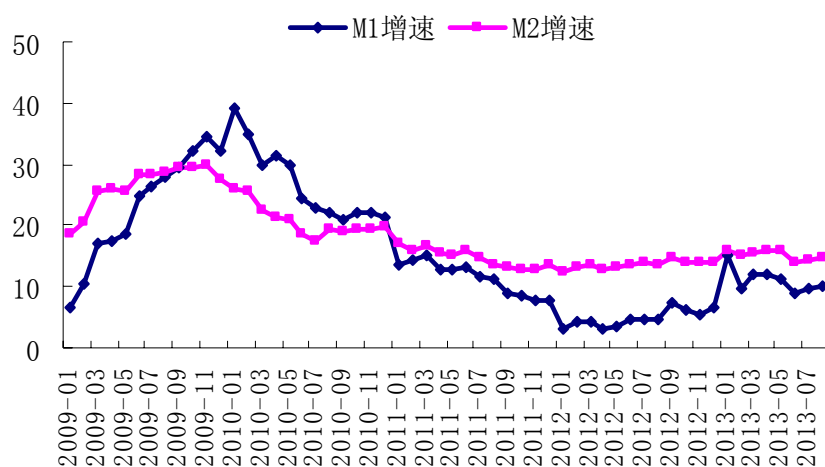


图 6 货币供应量增速（2009.1-2013.8）

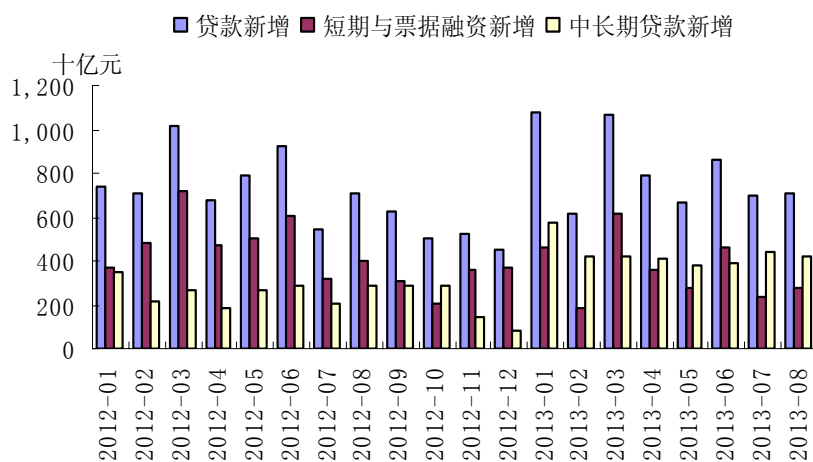


图7 金融机构当月新增人民币存款 (2010.1-2013.8)

8月末人民币存款余额101.46万亿元,同比增长14.9%,当月人民币存款新增8052亿元,同比多增3008亿元,环比多增10625亿元(见图8)。其中,住户存款增加862亿元,非金融企业存款增加3441亿元,财政性存款增加1398亿元。分析8月企业存款好转原因,一是信贷平稳增长、债券融资及票据回暖派生存款。二是二季度末时点性存款在7月流出后,8月季节性回流。三是财政存款增速提升。年初以来,虽然财政收入增长有所放缓,但财政支出放缓同样显著,使得财政存款余额增速从2月份的-9.62%上升到8月份的15.73%,目前财政盈余超过8000亿元。

展望未来,随着货币政策持续稳健,通胀温和上行,以及年末美国量化宽松退出可能导致资本流出,预计社会流动性仍相对偏紧。8月M2增速14.7%已远离13%的年初目标,继续上行空间不大,年内货币投放以及监管层面放松的空间均有限。在中央“调结构”的政策基调之下,管理层可能进一步强化经济及金融风险防范的措施,如10月地方政府债务审计结果出来后,中央政府很可能出台更严格地控制地方政府显性或隐性债务的措施,这将会影响银行表外业务的增长;银监会强调下半年将出台规范银行同业资产运用的新规,这也会使得银行的货币创造能力及运作效率下降,货币增速将会逐步向13%的预期目标收敛。

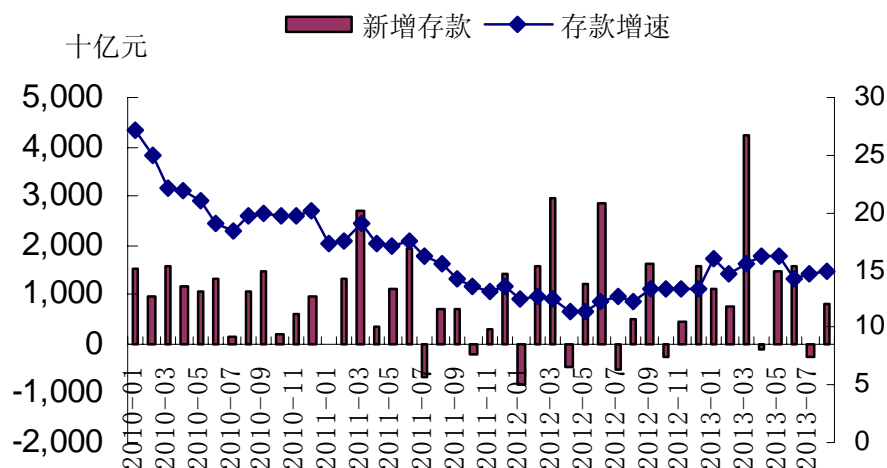


图 8 金融机构当月新增人民币存款（2010.1-2013.8）

（二）银行间市场流动性：央行延续“锁长放短”组合操作方式，资金面稳中仍然偏紧

8 月，央行在公开市场上央票到期 2580 亿，分 9 次实施逆回购 2370 亿，实现总投放 4950 亿；同期对到期央票续做 3 年期发行 1270 亿，逆回购到期 1530 亿，实现回笼资金量 2800 亿，净投放 2150 亿（见表 1）。本月央行公开市场操作有两大突出特点：一是连续开展短期逆回购（8 月 1 日、6 日、8 日、13 日、15 日、20 日、22 日、27 日、29 日），并体现出“量少次频”的特点，释放短期流动性，进一步稳定市场预期。二是 8 月中旬和 8 月末分两次对到期央票做 3 年期续发行，紧缩长期流动性。这不仅令逆回购重启带来的利好效应有所弱化，同时也意味着货币政策整体基调仍维持中性。我们认为，央行“央票续做+逆回购”的“锁长放短”组合操作方式，一方面可以解决银行体系短期流动性需求，保持银行体系适中的流动性水平，平抑资金价格波动，维护货币市场利率稳定。另一方面，体现了坚持适度收紧长期资金的货币政策取向，督促金融机构加强流动性管理，抑制期限错配、金融套利等行为。



	(8.1-8.2)	(8.3-8.9)	(8.10-8.16)	(8.17-8.23)	(8.24-8.30)
投放量	340	370	1690	980	1570
央票到期(3Y/1Y/3M)	-	0/0/100	860/0/440	0/0/160	800/0/220
正回购到期(91D/28D/7D)	-	-	-	-	
逆回购发行(28D/14D/7D/5D)	0/340/0/0	0/150/120/0	0/280/110/0	0/460/360/0	0/260/290/0
回笼量	0	170	1215	260	1155
央票发行(3Y/1Y/3M)	-		755/0/0		515/0/0
正回购发行(91D/28D/7D)	-				
逆回购到期(28D/14D/7D/5D)	-	0/0/170/0	0/340/120/0	0/260/0/0	0/280/360/0
净投放	340	200	475	720	415

表1 2013年8月央行公开市场操作情况(单位:亿元人民币)

注:1.考虑到资金实际到账时间因素,每周央票和回购到期量统计时间段为上周六至本周五。

2.数据来源:中国人民银行历次公开市场业务交易公告

银行间市场利率继续小幅回落,资金市场价格仍处相对高位。8月份,银行间市场同业拆借月加权平均利率为3.44%,比上月低0.10个百分点,比上年同期高0.60个百分点;质押式债券回购月加权平均利率为3.45%,比上月低0.15个百分点,比上年同期高0.58个百分点(见图9)。从月内走势来看,8月资金面呈现先放缓、后收紧、再放缓走势,银行间同业拆借7天加权利率从月初5.03%最低回落到3.67%,然后上升到4.49%,月末又大幅下降至3.82%;银行间债券回购7天加权利率从月初4.99%最低回落到3.66%,然后上升到4.51%,月末又大幅下降到3.74%。分析其原因,一是月初央行即在公开市场上投放明显改善市场预期,8月上旬资金市场价格以下行为主。二是8月中旬资金面再度收紧,主要由于央行投放是一种“细水长流”式注入,且当月逆回购均为7天、14天短期品种,对资金总量影响有限;而6月以来影响资金面紧张的主要因素没有发生根本性变化,如财政存款增长超预期、货币政策基调维持中性、外汇占款扭负但仍处低位等等。三是8月下旬随着央行加大逆回购规模,以及备付充分的机构倾向于融出多余资金,使市场流动性略显宽松。8月30日,Shibor、同业拆借、债券回购7天利率均较上日出现明显回落,其中,Shibor回落58.25BP,同业拆借回落57.56BP,债券回购回落61.57BP。

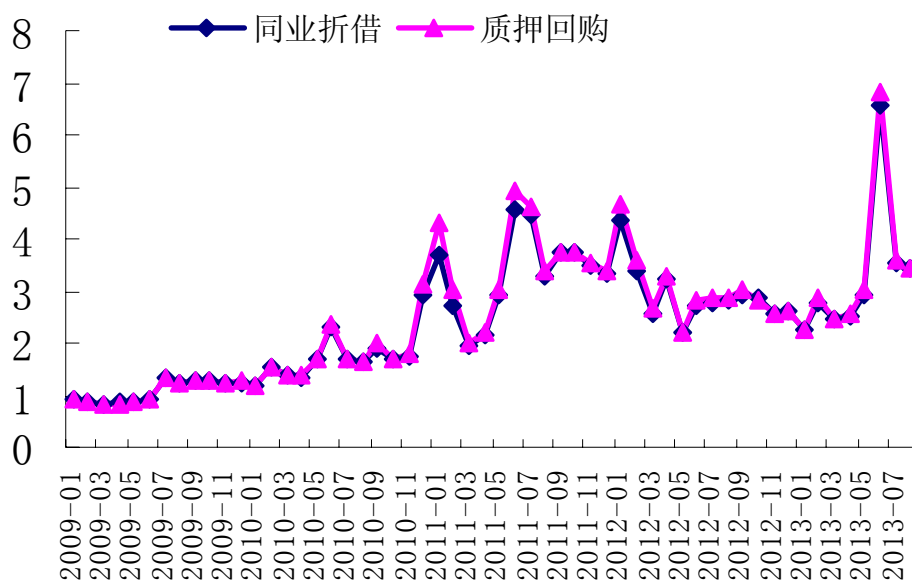


图9 银行间市场主要利率走势（2009.1-2013.8）

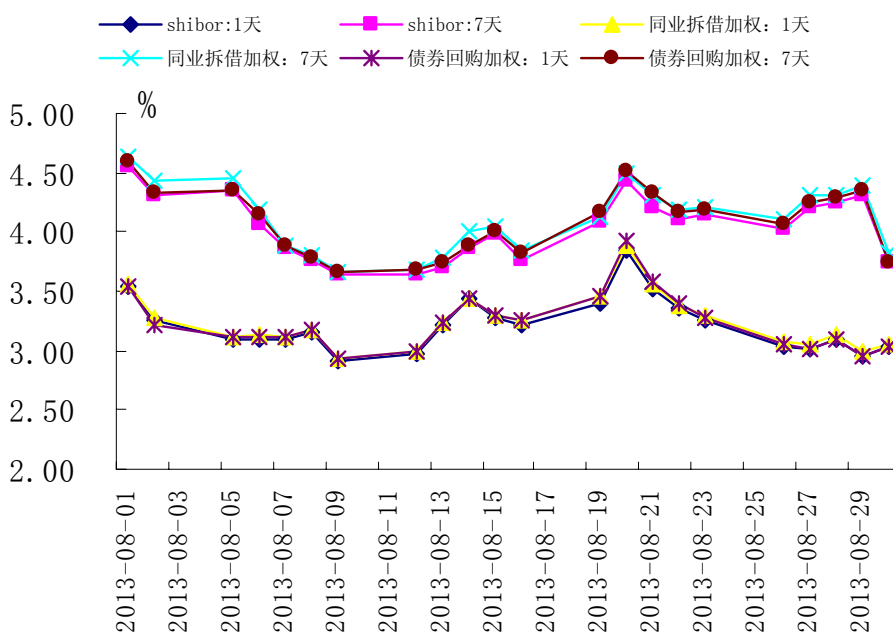


图10 每日银行间市场主要利率走势（2013年8月）

我们认为，随着9月“中秋”、“国庆”双节来临，以及季末商业银行揽存压力增加，当前资金市场流动性略显宽松将是暂时现象。首先，央行逆回购利率持续处于较高水平，说明其并未有放松的意愿。其次，宏观经济数据的回暖使央行放松货币政策的概率更小。第三，美联储虽暂缓退出QE，但年内退出量化宽松政策仍是大概率事件，银监会要求商



业银行继续加大资金备付等政策因素，都将使后续资金市场利率处于较高水平。在上述因素综合作用下，未来一段时期市场资金面整体仍然趋紧。但在货币供应量总体平稳，央行持续“锁长放短”操作下，预计趋紧的态势中整体仍将保持平稳，流动性极端紧张、利率大幅上行的概率不大。

（三）人民币汇率：8月稳中有升，未来将双向波动小幅升值

随着美国经济数据持续向好，8月国际外汇市场上美元逐渐走强，给人民币带来了一定的贬值压力。但近两月以来国内经济企稳回升、外需恢复、贸易数据明显改善、出口结构调整等仍支持人民币兑美元汇率升值，综合两方面因素，总体来看影响汇率走势的力量较为均衡。从在岸市场来看，境内人民币兑美元中间价由月初的6.1788，小幅升值到月末的6.1709，升值79个基点，升幅为0.13%。在8月的22个交易日里，人民币兑美元中间价的单日波幅不超过50个基点，总体延续近两个月来围绕6.1700窄幅波动的运行态势。从离岸市场来看，境外人民币兑美元即期汇率由月初的6.1337，升值到月末的6.1166，升值171个基点，升幅为0.28%，表明境内、外市场汇率走势一致，且境外人民币升值幅度高于境内市场。从海外无本金交割远期外汇交易（NDF）来看¹，海外投资者对于人民币贬值的预期有所收敛，8月30日NDF为6.2375，显示投资者预期一年后人民币将贬值约1.08%，而7月末这一数值为1.9%左右（见图11）。

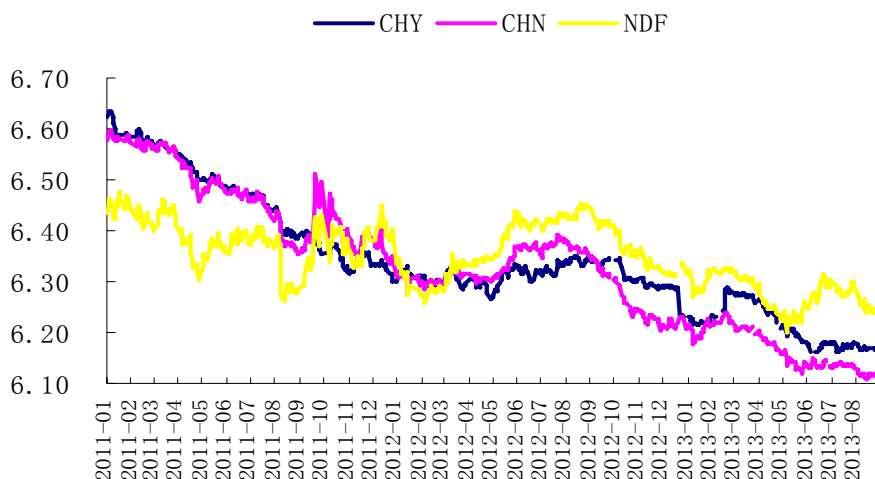


图11 境内、外美元兑人民币即期汇率及一年期NDF报价走势（2011.1-2013.8）

¹ 2012年初国内经济增长面临较大不确定性，国际资金流出增加，使二、三季度人民币一年期NDF出现明显的贬值走势。随着中国经济在第三季度触底后缓慢回升，NDF贬值预期逐渐收敛。今年6月以来，受境内资金市场流动性紧张困扰，NDF贬值预期再次扩大，直至7月之后逐步转步转为收敛。

我们认为，短期来看，在美国暂缓退出 QE、中国经济企稳回升和出口反弹的影响下，继 6 月、7 月银行结售汇连续出现逆差后，8 月银行结售汇出现反弹，当月实现顺差 83 亿美元，较 7 月逆差 69 亿美元，相对变化 152 亿美元，说明市场结售汇意愿增强，近期跨境资本大规模流出的压力有所缓解。中期来看，鉴于我国相对较好的经济基本面、雄厚的外汇储备（截至 2013 年 6 月，我国外汇储备约 3.5 万亿美元）、资本账户尚未完全开放等因素，未来一段时期人民币不会出现大幅贬值，而表现为升值压力有所减弱，人民币兑美元有望呈现相对稳定、小幅升值的运行态势。长期来看，人民币兑美元汇率不具备长期贬值或升值的基础，而将表现出较为明显的双向波动特征。一是因为，人口结构的渐进演变，经济结构逐步改善，以及经济增长稳健放缓等基本面因素决定了人民币已十分接近均衡汇率。二是因为，监管层对人民币汇率的人为调节因素对人民币汇率的影响越来越趋于弱化，未来人民币汇率走势将更多由市场的力量决定。

（四）股票市场：8 月延续小幅上涨态势，未来仍可能震荡上行

8 月，在经济企稳回升，央行连续逆回购释放稳定预期信号及国务院批准设立中国（上海）自贸区、出台宽带中国战略等利好政策的背景下，A 股市场尽管受外围新兴市场大跌及光大证券乌龙指事件干扰，但整体呈现稳步缓升态势。截至 8 月 30 日，上证综指报收 2098 点，较 7 月末（1993 点）上涨 105 点，涨幅为 5.3%；深成指报 8202 点，较 7 月末（7765 点）上涨 437 点，涨幅为 5.6%。推动 8 月股市持续回暖的因素有以下几个：首先，宏观经济增速出现回升。在内外需短期好转以及去年同期低基数效应下，8 月工业、进出口同比增速明显回升，房地产与民生基建投资稳中有升，消费品通胀指数平稳，工业企业盈利有望改善，使交通运输、商业贸易、有色金属、信息设备等受益板块领涨。其次，央行持续“放短锁长”释放稳定流动性信号，使市场信心得以提振，扩大市场交易量。第三，围绕着上海自贸区、宽带中国的金融创新，不仅为股市提供了热点题材，激活了市场人气，也增强了股市的赚钱效应。数据显示，8 月沪市日均成交量 113 亿股，环比增加 20.22%；日均成交金额 940 亿元，环比增加 18.84%；深市日均成交量为 101 亿股，环比增加 11.11%，日均成交金额 1110 亿元，环比增加 9.80%。

展望未来，从外部来看，随着 9 月美国宣布暂缓退出 QE，使全球流动性收缩时间窗口后移，全球股市、期市、债市均对此作出积极的反应。但从中长期来看，美国在年内



放缓 QE 仍是大概率事件，在美国货币紧缩周期启动下，全球商品与资产市场的风险偏好调整将传导到股市；对于叙利亚危机的不确定性与担忧持续发酵，也容易导致市场情绪与资产价格的大幅波动。国内来看，央行 9 月连续三周实现资金净回笼，进一步表明稳中偏紧的政策基调，再考虑 9 月中秋、国庆节假日及叠加季末因素，银行间市场资金面仍面临较大的趋紧压力。综合考量，我们对于未来一段时期 A 股市场走势仍持谨慎态度，经济基本面、政策预期仍是决定市场走势的关键因素，预计 9 至 10 月 A 股将呈现震荡上行的态势。

三、关注热点：美国退出 QE 对中国经济的影响

全球金融危机以来，美联储采取了以 QE1、QE2 和 QE3 三轮量化宽松政策为代表的一系列超宽松货币政策来帮助美国摆脱危机困境。今年以来，美联储几次例会均显示美国将逐步退出量化宽松政策，其退出进程将是一个分阶段、分层次的中长期过程。尽管在美联储 9 月召开的例会上对经济增长的预期有所回调，加上失业率仍然较高，通胀率维持低位，美联储决定暂不缩减购买债券规模。但未来随着美国就业形势的进一步好转，美国在今年晚些时候正式退出 QE 的可能性仍较大。退出的路径可能是：第一步，逐月降低资产购买规模，到 2014 年年中逐步停止购买新资产；第二步，持有债券到期，不主动出售存量资产；第三步，最早在 2015 年上半年提高联邦基金目标利率；第四步，逐步停止到期证券本金的再投资，被动缩减美联储资产负债表；第五步，用数年时间逐步出售持有的机构证券，最终实现资产负债表的正常化。

我们认为，美国退出 QE 将会对中国经济产生多元、复杂的影响。其负面影响表现在：首先，跨境资金流向的逆转将导致流动性紧张，企业可用资金减少，进而从资金层面对实体经济的多个领域产生负面影响。尤其需要警惕的是，跨境资金加速撤出导致房地产、土地等资产价格向下深度调整，家庭资不抵债，政府偿债困难，商业银行资产质量恶化，酿成系统性风险，经济运行“硬着陆”的风险加大。其次，全球无风险利率上升，以及跨境资金流出带来的流动性紧缩效应会抬升资金成本，企业融资难度增大，生产、投资活动放缓，经济内生增长动力下降，同时也使经济转型进程受阻。其正面影响表现在：首先，人民币对美元升值放缓有利于扩大我国出口。但也应看到，美元走强带动人民币对其他货币升值又会对整体出口形成一定的负面作用。总的来说，人民币未来走势对我国出口的改善效应比较有限。第二，大宗商品价格走软有利于降低进口成本，

这一方面有利于改善“两头在外”的加工贸易，另一方面，也会减小输入型通胀压力。综合以上几点，我们认为，美国退出 QE 对我国经济的总体影响偏向负面。在当前中国经济较为疲弱，且正处于结构调整关键期的背景下，预计监管层当务之急是管理好市场对美国退出 QE 的悲观预期，防止市场上各类经济主体对此做出过度反应。在此基础上，根据经济形势的变化相机抉择，灵活调整宏观政策，为经济结构转型营造稳健、良性的宏观环境。

面对美国退出量化宽松政策，预计宏观政策下一步将可能从以下方面应对：一是保持货币投放渠道通畅和稳定，减轻市场负面预期。二是抓住 QE 退出机遇期，推进汇率市场化改革。三是加强跨境资本流动监测，审慎推进人民币资本项目可兑换。四是加强国际沟通与交流，推进宏观政策协调。在流动性总体趋紧和波动性增大的背景下，商业银行应根据经济金融形势及市场变化，合理摆布资金头寸，保持合理的流动性水平。一是加强流动性管理，完善流动性应急机制。二是关注汇率风险，加强本外币资产的合理配置。三是关注 QE 退出可能带来的资产质量劣变风险。四是加强国别风险管理，警惕 QE 退出可能引发的系统性风险。