

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。



中国经济回暖势头疲软 摆脱僵局仍需推进改革

——2013 年 1 季度中国经济金融走势、政策分析及展望

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 杨苕
王婕

执笔：赵幼力 朱妮 杨苕

youli.zhao@icbc.com.cn

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，不构成对阅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。

- 2013 年 1 季度，中国 GDP 增长 7.7%，大大低于市场预期，反映出当前中国经济增长态势依然疲软，复苏基础尚不牢固。1 季度，居民消费价格同比上涨 2.4%，通胀尚不足虑，中国经济面临的主要风险仍然是弱增长而不是高通胀。目前中国自主投资动力并不强劲，禽流感疫情和房地产政策的延续将成为影响中国经济复苏的主要掣肘因素。随着各地方政府新领导陆续进入角色，加大投资力度仍是保证中国经济增长的主要动力。受投资因素的拉动，二季度我国宏观经济运行将延续复苏态势。
- 值得关注的是，1 季度金融数据增长强劲，但较为宽松的流动性并未对实体经济形成有效的推动作用。这意味着要为中国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。银行业面临的经营环境总体较为严峻。在经济弱势复苏、社会流动性保持流松、金融市场化改革持续推进的背景下，未来一段时期利差扩大几无可能。在经济下行、企业经营困难加大、违约风险上升的情况下，部分地区、行业 and 企业的潜在风险可能进一步暴露，资产质量变化带来的拨备增提将会进一步挤压银行盈利增长空间。

Analysis of Q1 2013 China's Economy and Outlook for the Rest of the Year

Executive Summary

In the first quarter of 2013, China's GDP grows by 7.7%, which is much lower than expected. The recovery of China's economy remains sluggish. CPI in the first quarter was 2.4%, which means that the major challenge of China's economy is still the weak growth, not inflation. Increasing investment will be still the main driving force of economic growth.

It is worthwhile to note that the strong financial data in Q1 haven't accelerated economic growth efficiently. This means that China's economic growth relies not only on the easing monetary policy, but also on deeper system reforms. The business environment of China's banking sector is serious. The little prospect of widening NIM and rising credit risk are the main challenge of China's banking sector.



目 录

一、1 季度宏观经济金融走势分析.....	1
(一) 经济增速超预期回落, 工业生产明显放缓.....	1
(二) “三驾马车”两快一慢, 内需对经济的拉动作用更趋明显.....	3
(三) 微观指标表现低迷, 电力消耗低位增长.....	4
(四) 物价指数增速回落, 通胀形势温和可控.....	5
(五) 存贷款季末反弹, 流动性总体宽松.....	6
(六) 人民币汇率稳中趋升, 外汇占款增势迅猛.....	8
二、当前影响中国经济复苏的掣肘因素.....	9
(一) 自主投资动力不足.....	9
(二) 消费增长短期受挫.....	10
(三) 政策对房地产市场的抑制效应逐渐显现.....	11
(四) 监管新规对社会融资总量的影响.....	11
三、下一阶段宏观经济走势展望和政策调整预期.....	12
(一) 政策调整预测.....	12
(二) 宏观经济走势展望.....	13
四、对商业银行的影响及相关建议.....	15

图表目录

图 1 GDP增速(2009. 3-2013. 3).....	2
图 2 工业增加值增速(1909. 2—2013. 3).....	2
图 3 官方PMI及其分项指数(1908. 1-2013. 3).....	2
图 4 产成品库存指数、原材料库存指数与经济增长走势(2005. 1-2013. 3)....	3
图 5 工业增加值、发电量及主要工业品产量增速(2008. 1-2013. 3).....	5
图 6 CPI同比增速(2009. 1-2013. 3).....	6
图 7 PPI增速(2009. 1—2013. 3).....	6
图 8 银行间市场主要利率走势(2009. 1-2013. 3).....	7
图 9 货币供应量增速(2009. 1—2013. 3).....	8
图 10 投资增速(2011. 1—2013. 3).....	10
表 1 中国经济金融主要指标预测.....	14



2013 年 1 季度，中国 GDP 增长 7.7%，大大低于市场预期，反映出当前中国经济增长态势依然疲软，复苏基础尚不牢固。1 季度，居民消费价格同比上涨 2.4%，通胀尚不足虑，中国经济面临的主要风险仍然是弱增长而不是高通胀。目前中国自主投资动力并不强劲，禽流感疫情和房地产政策的延续将成为影响中国经济复苏的主要掣肘因素。随着各地方政府新领导陆续进入角色，加大投资力度仍是保证中国经济增长的主要动力。受投资因素的拉动，二季度我国宏观经济运行将延续复苏态势，全年 GDP 增速有望达到 8%。值得关注的是，1 季度金融数据增长强劲，但较为宽松的流动性并未对实体经济形成有效的推动作用。这意味着要为中国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。

一、1 季度宏观经济金融走势分析

（一）经济增速超预期回落，工业生产明显放缓

1 季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长 7.7%（见图 1），增速比去年全年回落 0.1 个百分点，比去年 4 季度回落 0.2 个百分点。环比来看，一季度 GDP 环比增长 1.6%，较去年 4 季度下降 0.4 个百分点。

1 季度，全国规模以上工业增加值累计同比增长 9.5%（见图 2），比去年全年回落 0.5 个百分点，比去年同期回落 2.1 个百分点，创 2009 年 11 月以来累计增速最低。

虽然官方 PMI 已连续 6 个月处于扩张区，但今年 3 月官方 PMI 的季节性回升力度明显弱于往年（见图 3）。受中国农历春节后生产活动恢复影响，我国 PMI 在每年的 3 月都会出现季节性反弹，历史平均反弹幅度（2005-2013）为 2.8 个百分点。今年 3 月 PMI 虽然也较 2 月上升 0.8 个百分点，但其反弹力度却是该数据统计以来的最低值。制造业企业仍处于去库存状态，3 月 PMI 反弹力度不足的一个重要原因在于原材料库存指数从 2 月的 49.5% 大幅下降到 3 月 47.5%。与此同时，另一个现象是同期产成品库存指数却改变了连续 8 个月 50% 以下低位运行的局面，反弹至 50.2%（图 4）。从图 4 的走势可以看出，原材料库存指数和

GDP 走势总体保持一致，原材料库存下降可能意味着部分生产出来的产品未能被市场需求有效消化而转化成库存，导致企业信心受挫，从而降低了购入原材料的需求，预示未来几个月企业生产扩张可能受到抑制。

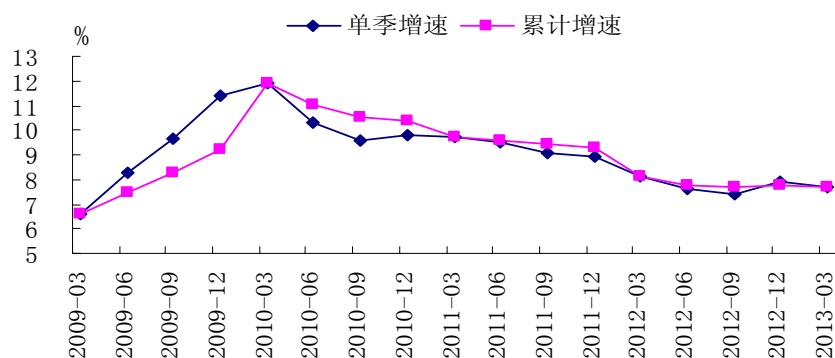


图 1 GDP 增速 (2009.3-2013.3)

资料来源：CEIC 数据库，下同。

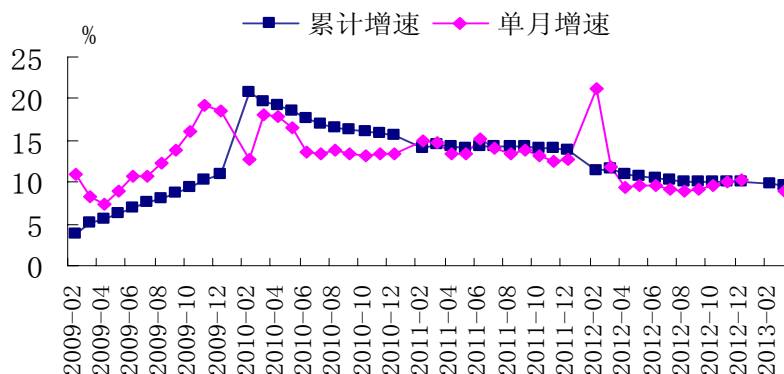


图 2 工业增加值增速 (2009.2-2013.3)

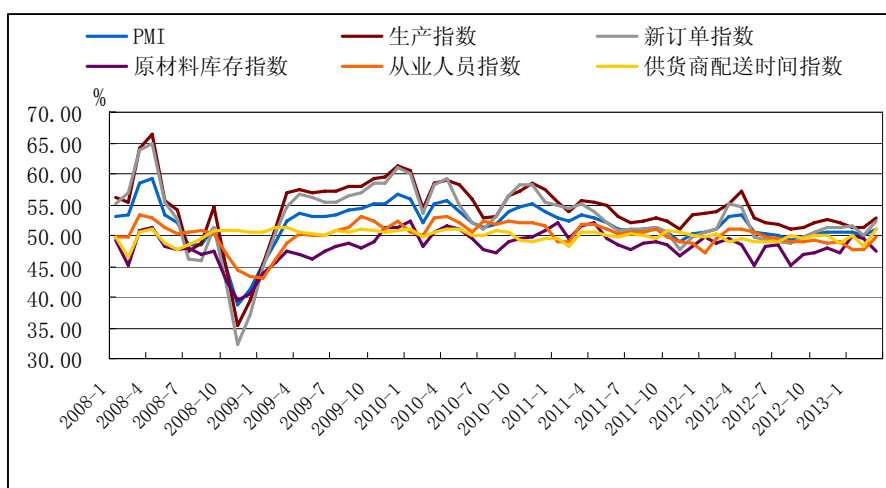


图3 官方 PMI 及其分项指数（2008.1-2013.3）

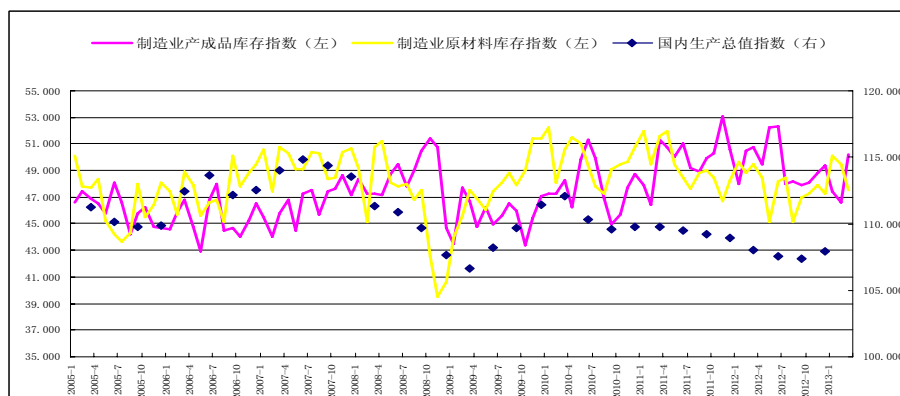


图4 产成品库存指数、原材料库存指数与经济增长走势（2005.1-2013.3）

（二）“三驾马车”两快一慢，内需对经济的拉动作用更趋明显

从三驾马车对GDP的贡献率看，一季度GDP 7.7%的增长中，最终消费对GDP增长的贡献率是55.5%，拉动GDP增长4.3个百分点；资本形成总额对GDP的贡献率30.3%，拉动GDP增长2.3个百分点；货物和服务净出口对GDP的贡献率是14.2%，拉动了1.1个百分点。总的来看，中国经济的增长主要靠内需拉动，并且在内需中，投资和消费贡献的比例也在发生积极的变化：自2012年第一季度开始，最终消费的贡献率持续高于资本形成总额的贡献率，消费对经济增长作出了主要的贡献。

从三驾马车增速来看，**投资延续回升态势**。一季度，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长 20.9%，比去年全年高 0.3 个百分点，与去年同期持平。扣除价格因素后实际增长 20.7%，比去年全年高 1.4 个百分点，比去年同期高 2.5 个百分点。**消费增速有所回落**。一季度，我国社会消费品零售总额名义累计增长 12.4%，比去年全年回落 1.9 个百分点，比去年同期回落 2.4 个百分点。**外贸开局良好**。一季度，中国外贸进出口总值扣除汇率因素后同比增长 13.4%，高于去年同期 7.3% 的增速，远高于去年全年外贸 6.2% 的增长水平。其中出口同比增长 18.4%，比去年同期高 10.8 个百分点，比去年全年高 10.5 个百分点；进口同比增长 8.4%，比去年同期高 1.5 个百分点，比去年全年高 4.1 个百分点。一季度出口增速高于进口增速 10 个百分点，显示出国内需求依然较为低迷。1 季度实现贸易顺差 430.7 亿美元，较去年同期 2.1 亿美元的贸易顺差大幅提高。1 季度外贸形势开局良好主要是受两大因素的推动：首先，去年以来，我国出台了多项稳定外贸发展的措施，我国对外贸易进出口政策环境在不断优化。其次，从微观角度看，出口企业的信心在增强。当前我国出口的综合优势仍然存在，劳动生产率的不断提高，部分抵消了劳动力成本上涨压力。从中西部地区来看，贸易投资环境在进一步改善，吸引投资和产业转移的能力在加强。

（三）微观指标表现低迷，电力消耗低位增长

一季度，我国发电量累计增长 2.9%，分别比去年全年和去年同期低 1.9 和 4.2 个百分点，工业用电量累计增长 3.7%，分别比去年全年和去年同期低 0.2 和 0.8 个百分点。而同期反映物流运输的火车货运数字也相对低迷。2013 年第一季度，全国铁路货运发送量同比下降 0.8%，其中货物运输量下降 0.7%；煤炭运输量下降 1.6%。就单月而言，3 月货运发送量同比下降 2.2%。

主要行业产量同比增速下行。3 月，我国钢材、水泥、十种有色金属产量同比分别增长 9.2%、6.9% 和 9.9%，较 1-2 月分别下降 5 个百分点、3.9 个百分点、3.6 个百分点，较去年 12 月分别下降 4.3 个百分点、上升 1.5 个百分点和下降 6.8 个百分点（见图 5）。

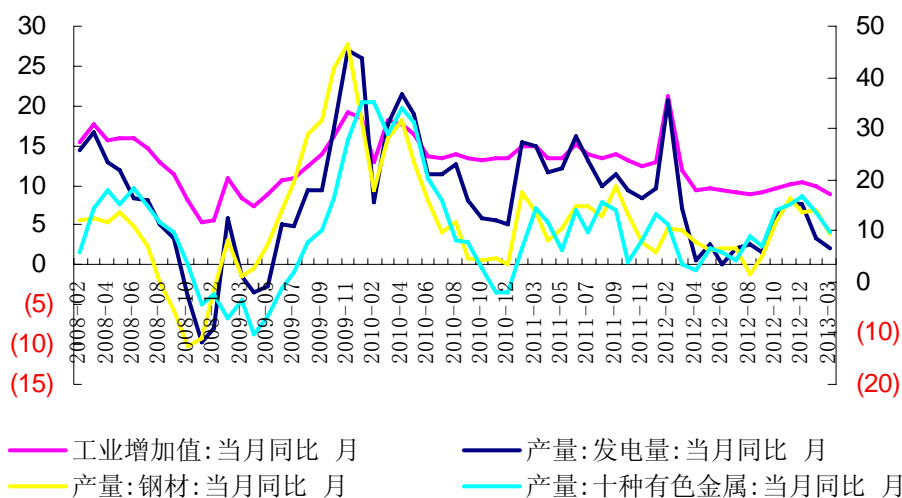


图 5 工业增加值、发电量及主要工业品产量增速 (2008.1-2013.3)

(四) 物价指数增速回落，通胀形势温和可控

一季度，全国居民消费价格总水平（CPI）比去年同期上涨 2.4%，该增速比去年一季度低 1.4 个百分点，比去年全年低 0.2 个百分点，位于今年全年物价控制目标（3.5%）以内。总体来看，一季度物价形势温和可控，为全年物价调控奠定了良好基础。3 月，CPI 同比涨幅由 2 月的 3.2% 下降至 2.1%，其主要原因，一是随着春节影响逐渐消失和气温升高，鲜活农产品供应有所增加，猪肉消费走低，带动鲜菜和猪肉价格涨幅在 3 月份出现明显回落，分别从 2 月的 10% 和 -1% 下滑至 -10.3% 和 -5.5%，从而拉动食品价格同比涨幅由 2 月的 6% 下滑至 2.7%（见图 6）；二是中央八项规定的贯彻落实对高端餐饮行业造成的影响已经显现，今年以来高端餐饮消费的下降在一定程度上缓解了食品价格上涨的压力。自去年 6 月以来，CPI 除了在今年 2 月春节因素的推动下一度突破 3% 的温和通胀警戒线，其余月份均在 2% 左右波动，物价总水平处于可控范围。从更能反映短期通胀水平的 CPI 环比数据来看，3 月 CPI 环比下降 0.9%，创 2003 年 7 月以来环比增速最低。

一季度工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 1.7%，3 月份同比下降 1.9%，环比增速持平（0%）（见图 7），反映了当前经济复苏的动力依然不强，经济回稳

基础有待进一步夯实。此外，由于世界经济整体不景气，石油、铁矿石等大宗产品价格在年初出现持续回落，也是 PPI 涨幅下滑的原因之一。

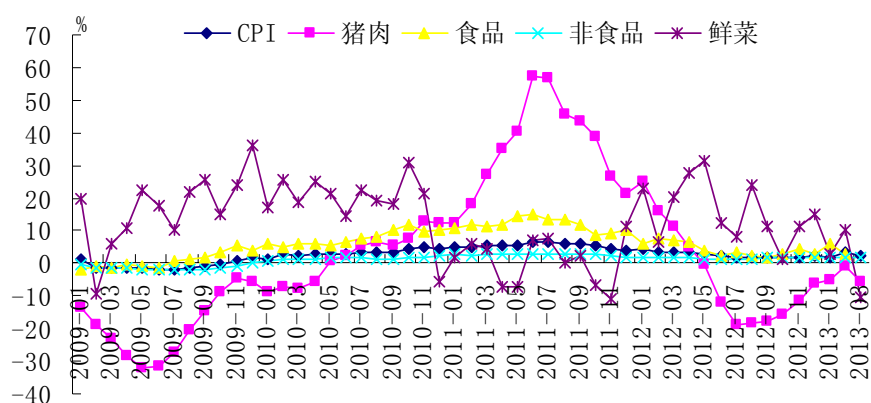


图 6 CPI 同比增速 (2009.1-2013.3)

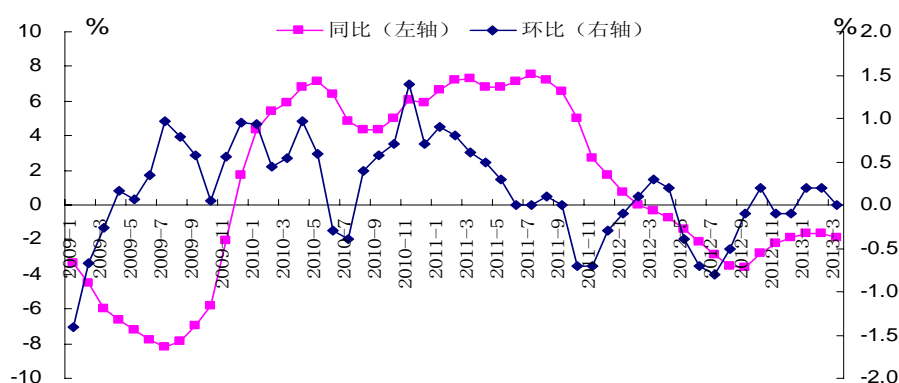


图 7 PPI 增速 (2009.1-2013.3)

（五）存贷款季末反弹，流动性总体宽松

流动性总水平保持宽松。截至 3 月末，同业拆借月加权平均利率 2.47%，比上月低 0.3 个百分点；债券质押式回购加权平均利率 2.46%，比上月低 0.43 个百分点（见图 8）。3 月末，我国狭义货币供应量（M1）增速 11.9%，分别比 2 月末和去年末高 2.4 和 5.4 个百分点；广义货币供应量（M2）余额达 103.61 万亿元，首破百万亿元大关，M2 增速 15.7%，分别比 2 月末和去年末高 0.5 和 1.9 个百分点（见图 9）。今年以来，M2 一直保持 15% 以上的较快增速，一方面是受信贷投放较多的推动，一季度人民币新增贷款 2.76 万亿元，1 月和 3 月，新增



贷款分别达到 1.07 万亿元和 1.06 万亿元，分别为 2010 年 2 月以来的最高和次高水平。信贷资金通过商业银行的存款派生功能，对银行存款形成直接拉动，进而拉高了 M2 增速。另一方面，今年 1 月和 2 月，我国基础货币投放的主要渠道——外汇占款分别增长 6836 亿元和 2954 亿元，均处历史高位，推动了 M2 的较快增长。一季度社会融资规模 6.16 万亿元，同比多 2.27 万亿元，其中 1 月和 3 月融资规模均达 2.54 万亿元，创历史最高。当季人民币贷款占社会融资规模的 44.7%，同比低 18.6 个百分点。从去年下半年开始，人民币贷款在社会融资总量中的占比（累计）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。

新增存款季末反弹惊人。一季度新增人民币存款 6.11 万亿元，同比多增 2.35 万亿元，其中住户存款增加 3.7 万亿元，是存款增长的最主要动力。3 月人民币存款新增 4.22 万亿元，创单月历史最高纪录，其原因一是当月信贷增长迅猛拉动派生存款增长，二是银行季末存款冲刺动力较强，三是季末大量理财产品到期，理财资金回流存款帐户。

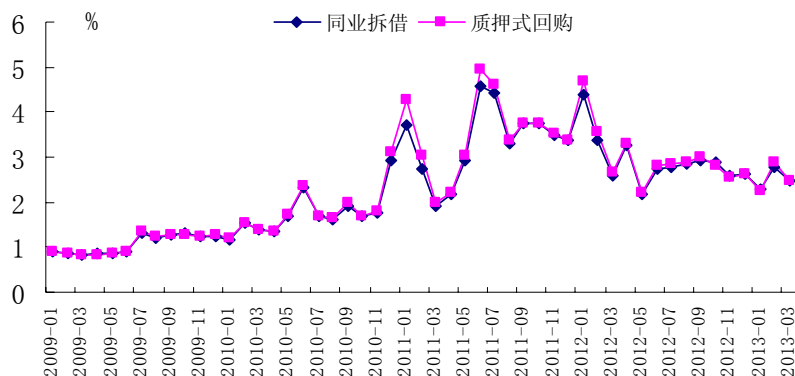


图 8 银行间市场主要利率走势（2009.1-2013.3）

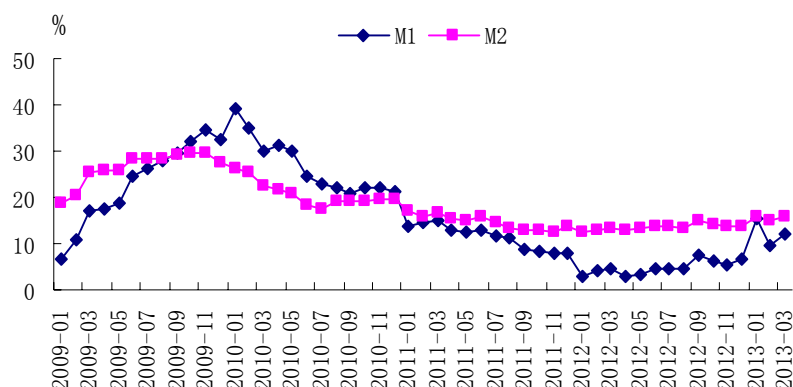


图 9 货币供应量增速 (2009.1-2013.3)

(六) 人民币汇率稳中趋升，外汇占款增势迅猛

今年一季度，人民币对美元汇率中间价稳中趋升，3 月 29 日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价为 6.2689，创去年 5 月 2 日以来新高，较 2012 年最后一个交易日的 6.2855 下降了 166 个基点，人民币累计升值 0.26%，超过去年全年 0.25% 的升值幅度。尤其在 3 月份，人民币兑美元汇率中间价升值 0.14%，为今年首季的单月最大涨幅。主要原因在于，一是国内经济弱复苏态势确立，是支撑人民币币值走强的基础因素。二是欧美日等发达经济体不断加码量化宽松货币政策，欲通过货币贬值助推本国经济摆脱困境，导致使人民币在一季度出现较强的升值动力。

我国外汇占款继 2012 年 11 月出现 736 亿元大幅净减少后，自 12 月开始连续三个月正增长，今年 1 月猛增 6836.59 亿元，2 月再增 2954.26 亿元。前两个月累计新增外汇占款 9790 亿元，接近去年全年 4946 亿元增量的两倍（见图 10）。外汇占款增长强劲，一与前两月经常项目持续顺差有关。二与我国当前承受的境外资金流入压力加大有关。主要发达经济体持续宽松货币政策抬高了全球流动性水平，人民币升值预期也促进海外资金流入。三与经济主体的结汇意愿增强有关。去年 10 月中旬以来，人民币对美元升值态势明显，受此影响，企业和居民的结汇意愿明显增强，银行代客结售汇顺差自去年 11 月开始一直保持在 100 亿美元之上，最高达到去年 12 月的 543 亿美元，今年 2 月，银行代客结售汇顺差



达 232 亿美元，连续第 6 个月保持结售汇顺差。

值得注意的是，一季度较为宽松的流动性并未对实体经济形成强有力的推动作用。在货币数据向好的同时，实体经济正面临着复苏上的不确定性。这一方面缘于银行存贷款数据往往存在较为明显的季节性特征，季末“虚高”成分较多；3 月新增存款中有相当一部分用于月末冲量，3 月新增贷款中，短期贷款和票据融资增量占了 60%。另一方面，实体经济缺乏新的增长点，优质项目缺乏导致相当一部分货币游走于实体经济之外的其他投资领域，对实体经济并没有发挥货币支持作用；或是投向了对收益率并不敏感的地方政府基建项目。这意味着要为中国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。

二、当前影响中国经济复苏的掣肘因素

（一）自主投资动力不足

一季度，基础设施（不包括电力、热力、燃气及水的生产与供应）投资同比增长 26.9%，高于整体投资 6 个百分点，明显高于去年全年 13.9% 的增速。而制造业投资同比增长 18.7%，低于整体投资 2.2 个百分点，明显低于过去五年 27.6% 的平均增速。同时，民间投资增速放缓，1-3 月同比名义增长 24.1%，尽管高于整体投资 3.2 个百分点，但仍创下了自 2005 年有此统计以来的最低增速，表明民间投资活力仍不够活跃（见图 10）。上述数据表明以政府为主导的重大基础设施项目建设仍然是拉动投资的主要动力，而企业自筹资金能力不强、民间投资意愿不足、工业品出厂价格持续负增长、资金成本过高等因素仍制约制造业投资增长。

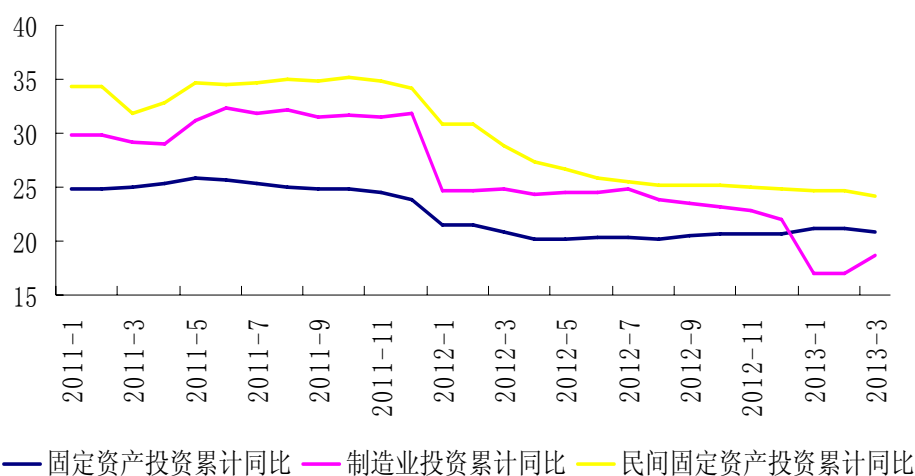


图 10 投资增速 (2011.1-2013.3)

(二) 消费增长短期受挫

今年以来，中央力推节俭、抑制公款消费，出台改进政府作风的八项规定，舆论大多认为是导致社会消费品零售总额下降的主要因素。但据国家统计局分析，一季度社会消费品短期增长受挫，主要有两个方面原因：**一是通胀持续处于低位，价格下行影响消费总额。**今年一季度的商品零售价格同比增长速度只有 1.4%，比去年同期下降了 2.1 个百分点。扣除价格的影响，社会消费品零售总额的实际增长是 10.8%，比去年同期仅回落 0.1 个百分点。**二是主要权重消费同比降幅明显。**汽车、石油及制品是影响我国消费走势的重要因素。一季度，受商用车销售下降影响，我国汽车销售额增速回落 4.6 个百分点；受工业生产明显放缓影响，石油及制品的销售额增速回落 11.7 个百分点。据国家统计局计算，这两个部分影响社会消费品零售额初步计算有两个百分点以上。

未来一段时期，有三大因素将制约消费的增长。一是若禽流感疫情持续扩大，将可能进一步降低居民消费欲望，进而影响社会餐饮、旅游消费。目前，在疫情最先发现的江苏省，受禽流感影响，肉禽蛋价格下滑，而蔬菜水产价格迅速上扬；养殖业受到严重打击，徐州蛋鸡已接近 2.2: 1 的养殖盈亏平衡点，兴化市生猪滞销占总养殖量 20%。二是收入分配制度改革若无实质性举措推进，难以显著提升居民收入水平，进而制约居民消费水平的提升。一季度，我国城镇居民人



均可支配收入同比名义增长9.3%，扣除价格因素实际增长6.7%，分别低于去年同期4.7和3.1个百分点。农村居民人均现金收入同比名义增长12.2%，扣除价格因素实际增长9.3%，分别低于去年同期4.8和3.4个百分点。三是1季度“国五条”细则落地之前，在恐慌效应之下，房地产相关消费有突击冲高的现象。随着各地房地产调控政策的落地，房地产市场将日趋清冷，房地产相关消费增长后劲不足。

（三）政策对房地产市场的抑制效应逐渐显现

3月份，房地产新“国五条”调控政策和“国五条细则”出台，使得房地产销售和土地市场表现迥异。由于处于政策空窗期，3月各地房市量价齐涨，据中国指数研究院监测，全国100个城市住宅均价同比上涨3.90%，北京等十大城市住宅均价同比上涨6.05%。但是于此同时，市场不确定性使得房地产企业拿地趋于谨慎，1-3月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降22.0%，降幅比1-2月份扩大3.4个百分点。3月全国300个城市土地供应总面积环比下降24%，成交价格环比下跌16%。受近期开发贷出现趋紧迹象、房地产企业拿地谨慎、在建面积增速未见回升、以及投资基期数据相对较高等多方面因素制约，1-3月，我国房地产开发投资同比名义增长20.2%（扣除价格因素实际增长19.9%），增速比1-2月份回落2.6个百分点。房屋新开工面积下降2.7%，而1-2月份为增长14.7%；房屋竣工面积增长8.9%，增速比1-2月份回落25.1个百分点。土地购置面积和房屋新开工面积等先行指标的下降，将拖累下一阶段房地产投资的增长，从而减少未来房地产市场的供给，增加房价上涨的压力。

（四）监管新规对社会融资总量的影响

3月25日，银监会出台了《规范商业银行理财业务投资运作相关问题的通知》，该通知首次定义了“非标准化债权资产”，并对理财产品运作中各个环节，如投资对象、操作规范、风险防范等多方面都做了具体的规定。尽管其本意是降低理财产品的运作风险，但客观上对实体经济造成了不利的影响。今后银行理财产品投向非标债权资产会十分谨慎，这会影响到社会融资规模中增长较快的信托贷款、委托贷款、票据融资的增长，而2012年这三者比例占社会融资总量的比例

已经从前年的 19.6% 上升至 23%。未来在难以获得更多理财资金支持下，其增速将逐渐放缓，客观上会提高社会融资的资金利率。一方面会迫使更多企业选择贷款融资，进而推高贷款利率；另一方面对此融资渠道较为依赖的房地产商、地方政府融资平台等也将受到打击，它们的投资动力也会暂时放缓，对 2-3 季度宏观经济构成不利影响。

三、下一阶段宏观经济走势展望和政策调整预期

（一）政策调整预测

当前经济企稳回升的基础并不牢固，“宽财政”与“稳货币”政策组合将继续延续，宏观政策总体宽松以继续稳增长的取向不会变化。**财政政策进一步宽松。**2013 年政府公布的财政预算赤字为 1.2 万亿元，较去年安排规模增加 4000 亿元；赤字率也从占 GDP 的 1.5% 提高到 2%。**收入方面**，政府将继续完善结构性减税，促进经济结构调整。营改增试点城市和试点领域将进一步扩大¹，交通运输业和部分现代服务业“营改增”试点在全国范围内推开。扩大消费税、资源税征收范围，拟将部分过度消耗资源、严重污染环境的产品（即高耗能、高污染）和部分高档消费品纳入征税范围，并且提高税负水平。**支出方面**，进一步优化财政支出结构。将财政增支的重点更多地向民生（社会保障和就业、医疗卫生、农林水务、文化体育与传媒）、节能环保（污染治理、节能产品和新能源）和国防等领域倾斜；同时严控行政经费等一般性支出，践行本届政府的“约法三章”，即政府性的楼堂馆所一律不得新建；财政供养的人员只减不增；公费接待、公费出国、公费购车只减不增。

二季度货币政策将保持稳定。2013 年 M2 增长目标为 13%，低于去年的 14%，体现了“稳货币”的取向。由于当前金融领域流动性宽裕和经济领域回暖态势疲弱并存，货币政策面临两难境地，二季度将以中性为主，调准、调息的可能性大大降低。央行后续可能根据资金面的状况，灵活使用正逆回购等操作来干预货币

¹国务院总理李克强 4 月 10 日主持召开国务院常务会议，决定进一步扩大营业税改征增值税试点。自今年 8 月 1 日起，将交通运输业和部分现代服务业“营改增”试点在全国范围内推开，适当扩大部分现代服务业范围，将广播影视作品的制作、播映、发行等纳入试点。同时扩大行业试点，择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。



市场，并随着到期资金增多，正回购操作力度或适度提升，期限可能拉长。

改革逐渐触及核心领域。随着收入分配制度改革、房地产调控政策、国务院组织机构的大部制改革逐步出台，表明新一轮改革设计年已正式开启。预计在二、三季度，政府将抓住通胀压力有所减缓的时机，启动新一轮劳动力、资源要素价格等改革，劳动力价格改革着眼于缩小城乡居民收入差距，提高低收入群体工资水平；资源要素改革则重在依据资源稀缺程度对各类资源进行合理定价，实施并尽快在全国城市推广阶梯电价、水价、燃气价格改革，使劳动生产率与全要素生产率较高的企业能够真正受益。房地产调控在监督检查各地实施细则的基础上，可能会在推进住房信息联网化和推广房产税试点方面出台较大举措。酝酿已久的《全国促进城镇化发展规划（2011-2020）》可能在上半年出台，新型城镇化将集中于户籍制度和农村土地制度改革。预计扩大中小城市和部分省会城市农民工就地入籍试点范围，以及土地所有制确权和流转试点将成为重要切入点。

（二）宏观经济走势展望

2013 年“两会”将 GDP 增长目标维持在 7.5%，并提出“使经济增长率与潜在增长率相协调”，表明政府对经济增长率下行的容忍度已明显提高。当前中国经济内生增长动力并不强劲，经济增长还有赖于“新四化”所释放出投资潜力和新一届政府推进结构调整政策所释放的改革红利。一季度，我国多家省份密集发布各自的城镇化发展规划，大幅提高城镇化目标²，地方政府基建投资增速预计将保持快速增长。而《全国老工业基地调整改造规划（2013-2020）》正式下发，意味着老工业区能够争取到财税、融资、土地等相应扶持政策。随着地方政府换届的陆续完成，新“四化”的同步发展特别是城镇化这一最大内需潜力的释放，必将拉动基础产业和公共领域投资，二季度我国宏观经济运行将延续复苏态势，全年 GDP 增速有望达到 8% 的增长率。

——投资有望实现平稳增长。2013 年是实施“十二五”规划承上启下的重要一年，政府换届因素的影响下，一批重大项目将加快开工和跟进，投资对工业

²广西壮族自治区提出未来 5 年城镇化率要由目前的 43.53% 提高到 53%，每年提高 2 个百分点；贵州省提出到 2020 年城镇化率要由目前的 35% 提高到 50% 左右，8 年提高 15 个百分点；云南省提出未来五年城镇化率要由目前的 39.3% 提高到 48%。

增长的拉动作用将继续显现。但在房地产调控政策延续的背景下，房地产投资仍然缺乏回升的动力。受部分领域产能过剩的制约，制造业投资快速回升动力不足，民间资本投入实体经济意愿也显不足。

——**消费增长乏力**。制约我国居民消费支出的体制性因素和结构性问题难以在短期内完全消除，再加上受禽流感疫情、“八项规定”以及房地产相关消费的不利影响，消费增长空间短期受限。

——**出口增速高位回落**。一季度出口增速大幅回升在一定程度上受到了去年基数较低和三季度以后美国两次量化宽松政策提振外需短暂恢复的影响，随着这两个因素影响减弱，加上周边国家出口竞争力不断提升，国际贸易保护主义不断升级，以及美元日元等主要货币竞相贬值，我国出口在一季度后可能高位回落，但总体有望高于去年水平。

——**居民消费价格在二季度将保持稳定**。未来几个月，气候条件将更加有利于鲜活农产品生产，中央八项规定对公款高档消费的遏制也将在较长时间内对物价快速上涨形成制约。我们判断近期出现的禽流感疫情对物价水平的影响将为中性，因为在家禽等产品供应量下降的同时，公众对家禽类肉制品的需求也在下降，因此禽流感短期内暂时不会对整体居民消费价格带来冲击性的影响。但当前中国已进入成本推动的价格上涨阶段，劳动力价格、资源价格上涨是大势所趋，对未来的通胀压力仍须保持警惕。

表 1 中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2011年	2012年全年	2013 年 第 1 季度	2013年 上半年	2013年预测
GDP增速 (%)	9.3	7.8	7.7	7.9	8
城镇固定资产投资增速 (%)	23.8	20.6	20.9	21	21.5
社会消费品零售总额增速 (%)	17.1	14.3	12.4	12.5	13
出口增速 (%)	20.3	7.9	18.4	15	10
规模以上工业增加值增速 (%)	13.9	10	9.5	10	11
CPI增速 (%)	5.4	2.6	2.4	2.6	3.2



PPI增速 (%)	6	-1.7	-1.7	-1.2	0.5
M2增速 (%)	13.6	13.8	15.7	14	13.5
新增贷款 (万亿元人民币)	7.47	8.2	2.76	5.4	9.0

注：GDP、工业增加值为可比价格的实际增长率，其他为名义增长率。

四、对商业银行的影响及相关建议

当前，银行业面临的经营环境总体较为严峻。在经济弱势复苏、社会流动性保持流松、金融市场化改革持续推进的背景下，未来一段时期利差扩大几无可能，银行业近年来盈利较快增长的势头将不复存在。同时，在经济下行、企业经营困难加大、违约风险上升的情况下，部分地区、行业 and 企业的潜在风险可能进一步暴露，资产质量变化带来的拨备增提将会进一步挤压银行盈利增长空间。

——要关注新型城镇化、老工业基地振兴等带来的影响。随着国内经济的逐步企稳，新“四化”的同步发展特别是城镇化这一最大内需潜力的释放，必将拉动基础产业和公共领域投资，加快推进产业转型升级，从而将产生大量的金融服务需求，创造新的盈利增长空间。近期不少地方政府已较普遍地设立地方政府性债务偿还准备金制度，并开始研究部署对这些债务的动态监控和风险预警机制，政府监管方面的创新也在加强。我们要在把控风险的基础上，抓住和利用好这些机遇和有利条件。同时，面对一些地方可能出现的新一轮投资热潮，也要保持清醒的头脑，尤其要注意准确把握国家推动城镇化发展的总体要求，认真研究各地具体路径和模式，把支持城镇化的重点放在市场化运作模式相对成熟、有可靠还款来源的项目上，避免走地方政府融资平台的老路，避免不加选择、盲目铺开导致新的信贷结构失衡。

——要关注监管层规范理财产品带来的影响。银监会3月下发《规范商业银行理财业务投资运作相关问题的通知》，从长期来看，可为银行过去所从事的各类“非标”业务正名，有利于银行理财业务持续健康发展。从短期来看，对“非标债权”投资的比例限制将会影响新发行理财产品的收益率，从而降低产品吸引力，进而会对银行业绩产生一定负面影响。同时，《通知》将在很大程度上限制

银行利用非标资产投资进行的监管规避活动(如规避信贷额度管控或降低资本占用等)，而基于银行间市场和交易所产品(特别是资产证券化产品)的创新或许会成为新的发展方向。

——要关注产能过剩行业、房地产企业、地方政府融资平台贷款风险。未来一段时期，在经济弱复苏的背景下，将会有更多的行业加入产能过剩的行列，要特别关注工程机械、钢铁、风电设备、光伏等行业风险暴露。尤其是今年一季度无锡尚德宣布破产、江西赛维出现债务违约，两大中资光伏企业先后陷入危机表明新兴战略性行业产能过剩凸现。考虑政府年内可能加大新一轮产能过剩治理整顿³，通过兼并重组、压缩项目的方式消化过剩产能，将会导致相关行业的工业生产和投资进一步收缩，风险进一步暴露。同时，地方财政收入下降与城镇化刚性支出上升带来政府支出压力，而房地产调控带来的土地收入下滑和资产缩水，又加剧了地方政府、融资平台企业和房地产企业的偿债压力；年内监管层再次收紧融资平台贷款⁴，平台层级和资产负债率差异化管理会加大融资平台的分化程度，对此要密切关注，防止重大违约事件。

³4 月 11 日，工信部正式下达 2013 年 19 个工业行业淘汰落后产能目标任务，包括炼铁、炼钢、焦炭、水泥等重点行业。其中炼铁需要淘汰 263 万吨，炼钢淘汰 781 万吨，焦炭淘汰 1405 万吨，水泥淘汰(熟料及磨机)7345 万吨，此外，还涉及电解铝、铜冶炼等行业。

⁴要求各银行金融机构法人不得新增融资平台贷款规模。