

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。



实体经济贷款需求上升

货币双反弹难言宽松

——2013年8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 苒 王 婕

执笔：王小娥 朱妮

xiaoe.wang@icbci.com.cn

相关研究：

2013/7/22 《贷款利率管制全面放
开 利率市场化直逼核心领域》

2013/7/18 《经济下行压力增大 结
构调整主调不改——2013年上半年
宏观经济金融走势、政策分析及展
望》

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创年内最高。
全国固定资产投资累计同比增速与上半年持平，结束了今年3月以来连续四个月累计增速下滑的态势。消费增速较6月出现下滑，其中限额以上批发和零售业零售额增速整体下滑，但黄金珠宝和建筑及装潢材料类零售额同比增速大幅提高。受基数较低、外需回暖和近期出台的一系列促进贸易便利化、推动进出口稳定发展措施的影响，进出口贸易出现明显反弹。从价格水平看，CPI与上月持平，PPI降幅显著收窄，实体经济生产端或出现回暖迹象。当月房地产市场量降价升，土地市场价格反弹。
- 从金融运行看，7月人民币贷款尤其是中长期贷款明显增长表明实体经济需求改善。银行间市场利率较上月明显回落，但仍处于历史较高水平，显示资金面依然较为紧张。7月人民币兑美元小幅贬值，8月稳中有升，预计未来一段时间人民币仍将小幅升值，且双向波动趋势更加明显。7月以来股票市场小幅上涨，但此轮超跌反弹随时可能转为下跌或者盘整。

目 录

一、经济运行动态分析.....	1
（一）工业增加值：同比增速创年内最高，经济走势稳中趋升.....	1
（二）固定资产投资：投资增速结束下滑，但后期扩张能力有限.....	2
（三）消费：珠宝装潢增速提升，未来走势不容乐观.....	3
（四）外贸：进、出口增速双双由负转正.....	4
（五）价格总水平：CPI 与上月持平，PPI 降幅显著收窄.....	6
（六）房地产市场：销售淡季量降价升.....	7
二、金融运行动态分析.....	7
（一）社会流动性.....	7
（二）银行间市场流动性.....	9
（三）人民币汇率.....	12
（四）股票市场.....	13
三、关注热点：中央出台一系列“微刺激”举措.....	14

图表目录

图 1 工业增加值同比增速（2010.1-2013.7）.....	2
图 2 投资累计增速（2010.1-2013.7）.....	3
图 3 社会消费品零售总额增速（2010.1-2013.7）.....	4
图 4 进、出口同比（2010.1-2013.7）.....	5
图 5 CPI 主要分项指标增速（2010.1-2013.7）.....	7
图 6 货币供应量增速（2009.1-2013.5）.....	8
图 7 新增人民币存款（2010.1-2013.7）.....	9
图 8 金融机构外汇存贷款当月新增数（2010.6-2013.7）.....	9
图 9 银行间市场主要利率走势（2005.1-2013.5）.....	11
图 10 每日银行间市场主要利率走势（2013.7）.....	11
图 11 人民币汇率走势（2012.1.2-2013.8.27）.....	13
表 1 2013 年 7 月公开市场各周到期资金情况.....	10



一、经济运行动态分析

(一) 工业增加值：同比增速创年内最高，经济走势稳中趋升

2013年7月，我国规模以上工业增加值同比实际增长9.7%，较6月加快0.8个百分点，创今年来最高；环比增长0.88%，较6月加快0.17个百分点。其中，轻工业增加值同比增长8.2%，较6月高0.3个百分点，重工业增加值同比增长10.3%，较6月高1个百分点，创今年以来最快增速。重工业增加值增长提速是推动工业生产的主要原因。分行业看，当月41个大类行业中有39个行业增加值保持同比增长，其中，化学原料和化学制品制造业增长12.4%，非金属矿物制品业增长12.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长11.8%，汽车制造业增长14.1%。

从先行指标来看，7月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.3%，较6月上升0.2个百分点，连续第10个月处于扩张区。其中，新订单指数、企业预期指数、购进价格指数等主要分项指数都呈现不同程度回升，显示下半年开局良好，经济走势稳中趋升。具体来看，当月新订单指数为50.6%，比上月上升0.2个百分点，显示当前市场需求稳中趋升。新出口订单指数回升较为显著，虽然仍处在50%以下（49%），但较上月回升1.3个百分点，预示后期出口有望回升。企业生产经营活动预期指数达到56.4%，比上月上升2.3个百分点，反映出当前企业预期较之前有所转好。受此影响，企业采购有所增加，生产加快。当月采购量指数由6月的49.5%上升到50%，原材料库存指数由47.4%上升到47.6%，生产指数较上月上升0.4个百分点至52.4%。值得注意的是，小型企业PMI指数连续两个月上升，本月达49.4%，较上月高0.5个百分点，逼近50%荣枯线，创去年5月以来最高。近几个月，国家从税收优惠、资金支持、清理收费、政府采购等多方面入手，进一步加大对小微企业的支持力度。PMI指数反映出这些政策措施目前正在显示成效，小型企业心理预期受到提振。

未来一段时间，一方面，随着对经济减速容忍度的提升，政府将把主要精力用于关键领域的深入改革，而不太可能再出台经济刺激政策；另一方面，推进城镇化的相关投资短期还不能显现效益，而传统行业的“去产能化”仍将持续一段时间。因此，工业增加值增速短期内难以出现翻转，更可能是保持相对稳定或略有下降。

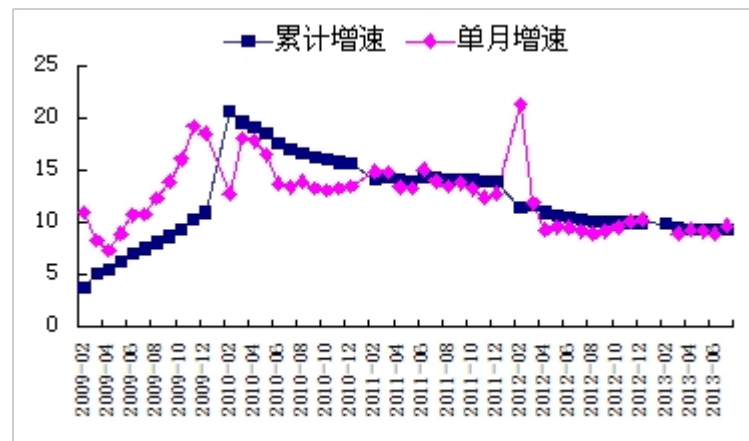


图 1 工业增加值同比增速（2010.1-2013.7）

（二）固定资产投资：投资增速结束下滑，但后期扩张能力有限

2013 年 1-7 月，全国固定资产投资累计同比增长 20.1%，增速与上半年持平，结束了今年 3 月以来连续四个月累计增速下滑的态势。从投资结构看，在产能过剩和需求相对疲弱的夹击下，制造业投资增速持续回落，1-7 月制造业投资增长 17.08%，比上半年小幅回落 0.02 个百分点，累计增速已连续四个月回落；全国房地产开发投资增速 20.5%，比上半年提高 0.2 个百分点。分行业来看，基础设施建设相关行业的固定资产投资增长依然强劲，其中水利、环境和公共设施管理业投资增长 29.1%，继续显著高于社会平均水平；交通运输、仓储和邮政业同比增长 22.3%，比上半年高 0.8 个百分点。从中央地方项目投资增速来看，中央项目投资增速 12.4%，较上半年加快 2.7 个百分点，创 2010 年 7 月以来最高增速；地方项目投资增速 20.5%，较上半年回落 0.2 个百分点。从资金来源看，国家预算资金增长 21.2%，较上半年加快 2.3 个百分点；国内贷款和自筹资金分别增长 15.2% 和 19.2%，分别比上半年加快 2.2 和 0.6 个百分点，7 月以来流动性紧张局面有所缓解，银行和企业自主投资对项目的支持力度随之加大。分地区看，东、西部地区累计投资增速与上半年持平，中部地区较上半年微降 0.1 个百分点。1-7 月，全国民间固定资产投资同比名义增长 23.3%，增速较上半年回落 0.1 个百分点，占社会固定资产投资的比重为 63.7%，整体而言仍好于全国的投资情况。

展望未来，政府换届将带动基建投资的积极性，但地方财政收入下滑和融资平台高负债制约了地方投资扩张能力；房地产销售回暖将带动市场性房地产投资回升，但部分



大城市日益严重的房价泡沫制约调控政策很难松绑；地区产业转移、机器替代劳动和产业升级将继续对制造业投资形成支撑，但利润偏低和产能过剩等负面因素约束性较强。由此我们判断，若无新的刺激政策的出台，2013年固定资产投资增速可能小幅回落至20%左右。

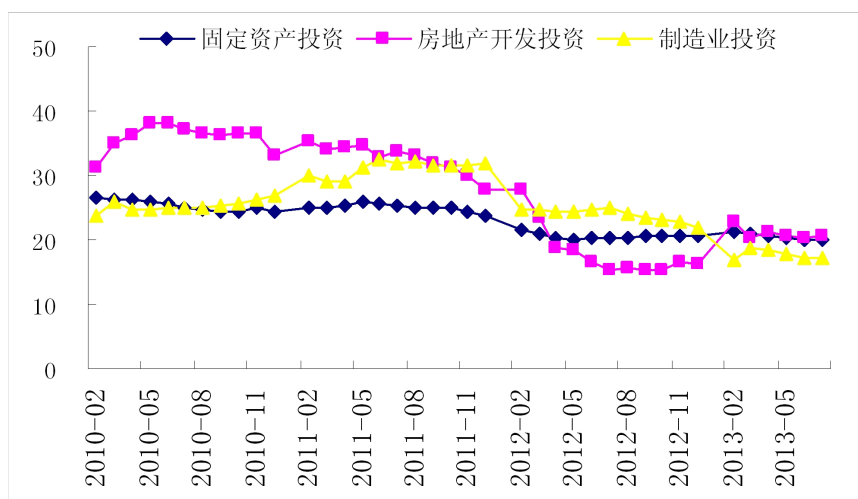


图2 投资累计增速（2010.1-2013.7）

（三）消费：珠宝装潢增速提升，未来走势不容乐观

7月，社会消费品零售总额同比名义增长13.2%，较6月微降0.1个百分点（见图3）；扣除价格因素后，实际增长11.3%，较6月回落0.4个百分点。值得注意的是，7月当月，限额以上批发和零售业零售额增速整体下滑，但黄金珠宝和建筑及装潢材料类零售额同比增速大幅提高，成为本月亮点。今年4月以来，受金价持续走低影响，黄金珠宝消费维持高位，7月黄金和珠宝类零售额同比增长41.7%，较6月上升11.5个百分点。在房地产市场回暖的拉动下，建筑及装潢材料类零售额同比增长23%，较6月上升6.9个百分点。

展望未来，目前无论是城镇居民可支配收入增速还是农村居民现金收入增速，都已明显超过GDP增速，进一步提升的空间有限；中央最近出台了一系列限制三公消费的规定，也将一定程度上压低今年的政府消费。总体来看消费形势不容乐观。

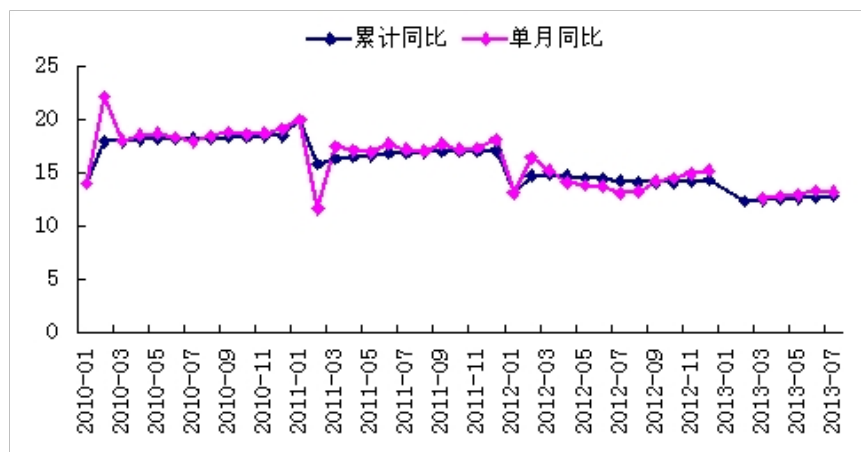


图 3 社会消费品零售总额增速（2010.1-2013.7）

（四）外贸：进、出口增速双双由负转正

7 月，我国进出口总值 3451.7 亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.8%，与 6 月-2.0% 的同比增幅有大幅提高。其中出口同比增长 5.13%，而 6 月为同比下降 3.08%；进口同比增长 10.9%，结束了 5 月以来连续两个月同比负增长的态势（见图 4）。在对主要贸易伙伴的双边贸易中，7 月我国仅对日本贸易出现同比下降（-6.3%）；当月中欧双边贸易总值 503.3 亿美元，增长 5%；中美双边贸易总值为 443.1 亿美元，增长 10%；我国与东盟双边贸易总值为 371.7 亿美元，增长 13.1%。在经历了 4 月末海关、商检等强效挤除贸易水分导致 5、6 月份贸易超低速增长甚至负增长后，7 月贸易数据回归常态，较为真实反映了当前我国的进出口形势总体较为平稳。

7 月份进出口双双回升的主要原因，一是去年同期基数较低，去年 7 月，受欧债危机影响，我国出口同比增速仅为 1%，进口增速为 4.6%，较低的基数水平退高了今年 7 月的进、出口同比增速。二是全球主要国家的 PMI 指数在 7 月都有显著回升，其中美国 7 月 PMI 升至 53.2，创下四个月以来最高点。美国经济增速回升，整体上外部需求在温和改善，一定程度上促进了我国出口增速的回升。三是针对 6 月我国进出口出现 17 个月来罕见的双双负增长，决策层对外贸形势进行重新研判后，在 7 月末推出了促进贸易便利化、推动进出口稳定发展的措施，主要包括便利通关、暂免出口商品法定检验费用、发展短期出口信用保险、服务贸易出口零税率、实行进口贷款贴息、稳定人民币汇率等。这一系列政策对稳定出口企业的信心、促进进出口贸易增长有一定作用。值得注意



的是，7月份，我国能源和资源性产品进口数量明显增加，铁矿石、煤炭、原油、大豆都呈现20%左右的数量增长，这在一定程度上反映出目前国内总需求有所改善。进一步结合PMI原材料库存指数情况，7月PMI原材料库存指数为47.6%，较6月回升0.2个百分点，与5月持平，同为近年来最高水平，部分企业有补库存的迹象，对进口增速的回升起到了一定的拉动作用。这与7月以来陆续出台的多项稳增长措施稳定了企业预期不无联系。

展望未来，出口方面，预计下半年出口将会轻微好转，主要原因在于：一是美国经济已经进入全面复苏状态阶段，特别是经济内生性增长力量居民消费和收入增长都已经迈入良性循环，欧盟经济也已经出现企稳回升迹象，美国经济复苏更是会带动欧元区经济走出泥潭；二是美国QE的退出将会导致国际资本流出国内，人民币升值压力减小将会有助于外贸企业恢复出口；三是近期国家及时出台的一揽子贸易增长促进政策将继续得到细化落实，政策效应也将继续释放。但鉴于当前全球范围内贸易摩擦频发、贸易保护主义明显增强的演变趋势，中国外贸发展面临的环境依然错综复杂，挑战和压力仍然较大。预计全年出口增速略高于上年，但大幅回升的可能性不大。进口方面，随着稳增长政策逐渐发挥作用，以及在去产能和调结构的过程中企业逐渐恢复生产动力，内需的企稳有望带动进口增速进一步扩大。近期国务院和商务部表示将会出台一系列稳外贸的政策，将对进出口有支持作用。预计下半年出口将保持平稳而进口的回升速度将大于出口。

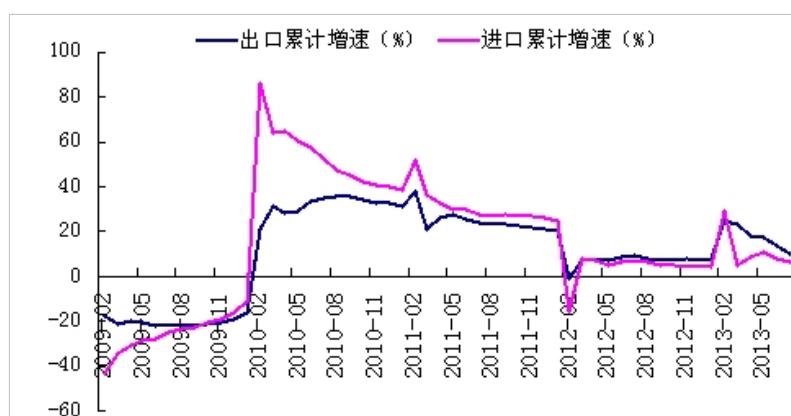


图4 进、出口同比增速（2010.1-2013.7）

（五）价格总水平：CPI 与上月持平，PPI 降幅显著收窄

7 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.7%，与 6 月持平，新涨价因素和翘尾因素分别为 0.9 和 1.8 个百分点。从 CPI 分项数据来看，当月食品价格上涨 5.0%，影响 CPI 同比上涨 1.61 个百分点；非食品价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨 1.09 个百分点。食品价格中，今年春天以来，鲜菜价格波动对 CPI 产生了显著影响，7 月鲜菜价格同比上涨 11.8%，影响 CPI 同比上涨约 0.32 个百分点；当月猪肉价格同比上涨 3%，较上月高 1.9 个百分点，影响 CPI 同比上涨 0.09 个百分点。自去年 6 月以来，CPI 单月同比涨幅除了在今年 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。

7 月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.27%，降幅较 6 月收窄 0.43 个百分点；PPI 环比下降 0.3%，降幅较 6 月收窄 0.25 个百分点。从分类数据看，当月生产资料出厂价格环比下降 0.4%，虽然继续下降，但降势减缓，环比降幅自 4 月份以来第一次收窄，比 6 月份缩小了 0.3 个百分点；生活资料出厂价格环比自 3 月份环比下降以来也首次持平。分行业看，石油和天然气开采业、黑色金属出厂价格环比降幅分别为 0.7% 和 0.5%，比 6 月份的环比降幅分别收窄 1.4 和 2.2 个百分点，石油加工、农副食品加工出厂价格环比均由下降转为持平。从流通领域重要生产资料交易价格变动情况看，7 月底大部分黑色金属、有色金属、化工产品的交易价格比月初均有不同程度的上涨。这些变化趋势与 7 月份制造业 PMI 略有回升较为吻合，表明近期出台的一系列稳增长、调结构和促改革举措的政策效应有所显现。

展望未来，从翘尾因素来看，2013 年 CPI 同比涨幅受翘尾因素影响最强的月份是 6 月和 7 月，之后会逐渐减弱。总体上 2013 年翘尾因素对物价的影响弱于 2012 年，但考虑到成本上升、货币信贷存量庞大以及农民工工资上涨推动食品价格上涨等因素，2013 年的新涨价因素将明显强于 2012 年，2013 年全年的 CPI 涨幅将高于 2012 年，但这并不意味着 2013 年我国物价将面临较大的通胀压力。主要基于两点理由：一是货币供应量出现超预期增长的可能性不大。二是我国宏观经济的总量矛盾将依然体现为总需求相对不足与产能相对过剩的矛盾，因此，下半年 CPI 的上涨将主要体现为食品价格的结构性



上涨，而非由宽松流动性推动的全面性物价上涨，预计全年物价涨幅约在3%左右，较2012年提高0.4个百分点。

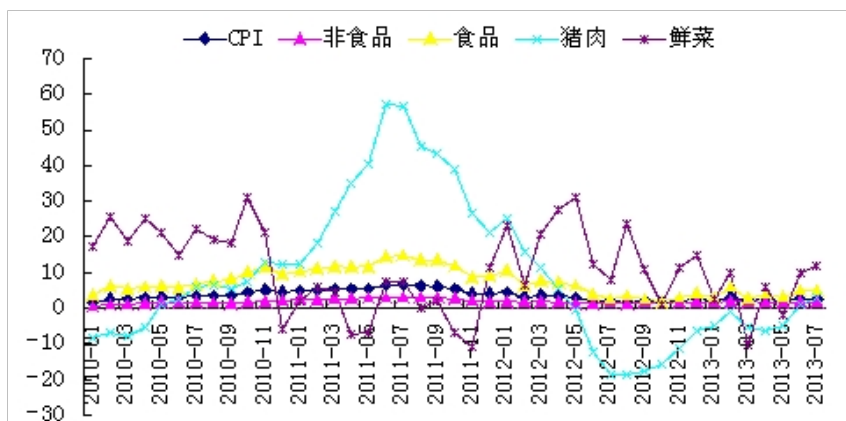


图5 CPI主要分项指标增速（2010.1-2013.7）

（六）房地产市场：销售淡季量降价升

7月，全国房地产市场量降价升。价格方面，根据中国指数研究院发布的数据，7月全国100个城市（新建）住宅平均价格为10347元/平方米，环比6月上涨0.87%，自2012年6月以来连续第14个月环比上涨，涨幅比上月扩大0.1个百分点。受销售淡季影响，1-7月，全国商品房销售面积同比增长25.8%，比上半年回落2.9个百分点；商品房销售额同比增长37.8%，比上半年下降5.4个百分点。从房地产开发投资情况来看，1-7月全国房地产开发投资名义增长20.5%，比上半年高0.2个百分点。住宅市场价格的回升带动土地市场价格上扬，上海易居房地产研究院发布的数据显示，7月北上广深四个一线城市土地成交均价为7025元/平方米，环比增长72.7%，同比暴涨181.5%，创下近41个月新高。土地成交价的上升直接推升了土地出让金收入，7月，包括北上广深在内的十大城市土地出让金收入合计912.9亿元，环比增长54.2%，同比增长155.1%，创下近31个月的新高；十大城市土地成交均价为3474元/平方米，环比增长50.0%，同比增长92.7%，价格创41个月新高。

二、金融运行动态分析

（一）社会流动性：M1、M2增速双双反弹不代表流动性趋于宽松，但人民币贷款尤其是中长期贷款明显增长表明实体经济需求改善

7月末，广义货币供应量（M2）余额同比增长14.5%，比6月高0.5个百分点；狭

义货币供应量（M1）余额同比增长 9.7%，比 6 月回升 0.6 个百分点。翘尾因素是推动 7 月 M1 和 M2 增速回升的主要力量，7 月 M1、M2 的翘尾因素分别比 6 月高 0.7 和 1.7 个百分点；从新涨价因素看，根据万德数据测算，7 月 M1、M2 环比数分别为-0.9%和-0.2%，均为负增长。从上述数据可以看出，M1、M2 增速的双双反弹不代表流动性趋于宽松。从更能反映社会资金总量水平的社会融资规模来看，7 月社会融资规模 8088 亿元，同比少 2434 亿元，比上月少 2287 亿元，表明货币增速下行趋势未止，流动性仍处于收缩通道。

尽管社会融资规模减少、流动性趋紧，但 7 月人民币贷款新增数 6999 亿，同比多增 1598 亿元，属历史同期较高水平，超出市场预期。尤其是人民币中长期贷款较 6 月增加 528 亿，7 月新增中长期贷款在新增贷款中的占比达 62.6%，较上月高 17.8 个百分点，处于 2011 年来的较高水平；7 月票据融资净减少 1038 亿元，为今年来的最低增量，也是连续第二个月负增长。一般来说，票据融资的灵活度非常高，所以往往充当信贷规模调节器。在信贷需求旺盛时，由于中长期贷款的综合收益较高，商业银行往往倾向于压缩票据融资为中长期贷款让路。在信贷需求不振时，商业银行通常又增加票据融资量占足规模。所以，中长期贷款占比的明显增长，表明企业需求改善，也预示实体经济或出现企稳回升迹象。

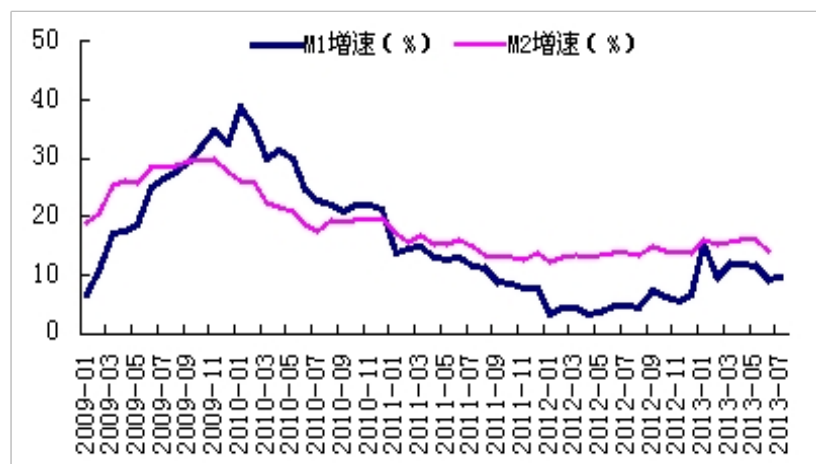


图 6 货币供应量增速 (2009.1-2013.7)

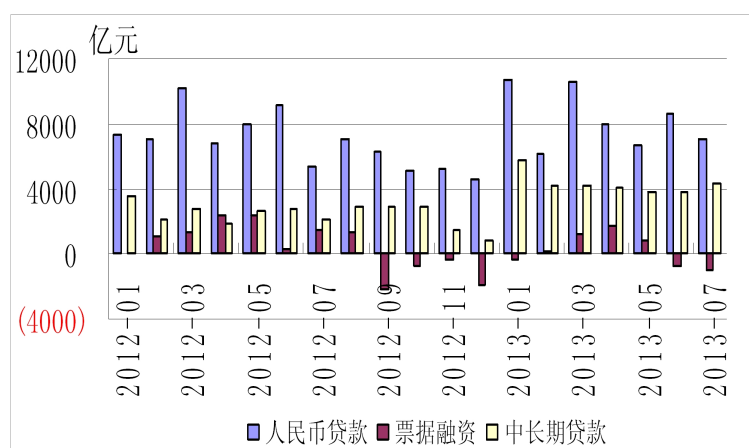


图7 金融机构当月新增人民币存款（2010.1-2013.7）

展望未来，受热钱流出加剧和金融去杠杆的影响，短期内流动性仍面临收缩压力。7月份金融机构外币存贷款三年来首次双双负增长，分别下降165和187亿美元，热钱加剧流出，社会融资总量中外币贷款下降1157亿元。这两因素短期内都难以逆转，流动性偏紧状况难以改变。但从央行公开市场操作来看，7月下旬以来持续进行逆回购操作，公开市场主动释放流动性3000亿，表明流动性虽偏紧，但央行存在主动改善的意愿。因此，尽管短期流动性面临收缩压力，但也不必过分悲观。

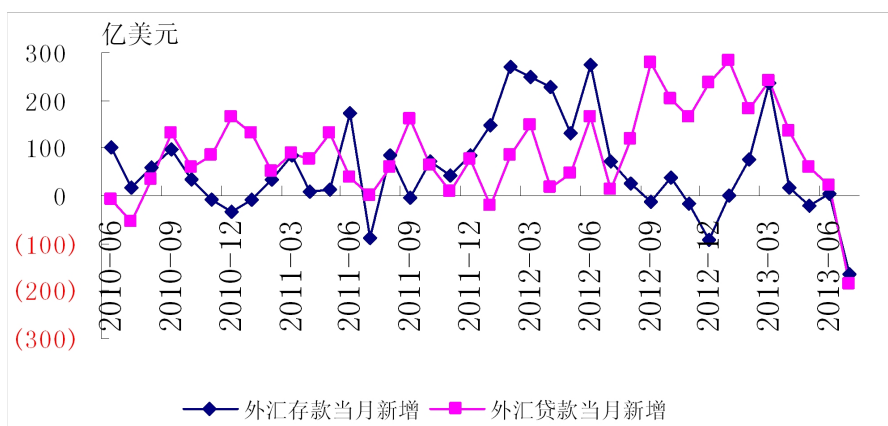


图8 金融机构外汇存贷款当月新增数（2010.6-2013.7）

（二）银行间市场流动性：银行间市场利率较上月明显回落，但仍处于历史较高水平，显示资金面依然较为紧张

相比 6 月，7 月市场流动性虽然少了半年末时点的冲击，但公开市场央票和正回购到期量（2,910 亿元）少于 6 月（3,510 亿元），加上存款准备金清算、财税缴款以及外汇占款下降等因素导致资金面依然较为紧张。公开市场上，央行在连续数周维持空窗之后，鉴于月末资金压力，7 月 30 日央行开展了 170 亿元的 7 天逆回购操作，稳定市场流动性预期。

表 1 2013 年 7 月公开市场各周到期资金情况（亿元人民币）

时间	央票到期量	正回购到期量	逆回购到期量	单周到期总量
7/1-7/5	220	240	--	460
7/6-7/12	--	--	--	0
7/13-7/19	1,600	--	--	1,600
7/20-7/26	--	--	--	0
7/27-7/31	850	--	--	850
合计	2,670	240	--	2,910

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. 正回购到期表明资金投放，逆回购到期则表明资金回笼。

银行间市场利率较上月出现明显回落，但仍处于历史较高水平。7 月，银行间市场同业拆借加权平均利率 3.54%，比上月低 3.04 个百分点，但比平均值（2005 年至 2013 年 5 月，下同）仍高 1.3 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 3.60%，比上月低 3.22 个百分点，也比平均值高 1.3 个百分点（见图 9）。从月内走势来看，前半月，市场资金状况平稳，利率整体下行；后半月，受外汇占款下降、财政存款上缴、银行分红等因素的影响，资金面重现紧张态势，利率上扬。总体来看，月末较月初主要利率均有不同程度下降，其中隔夜至 6 个月 Shibor 利率降幅较大。隔夜 Shibor 利率收于 3.70%，较月初下降 76 个基点；7 天 Shibor 利率收于 4.97%，较月初下降 45 个基点（见图 10）；1 个月和 6 个月 Shibor 利率分别较月初下降 154 和 63 个基点；6 个月以上 Shibor 利率



降幅在 1-2 个基点。

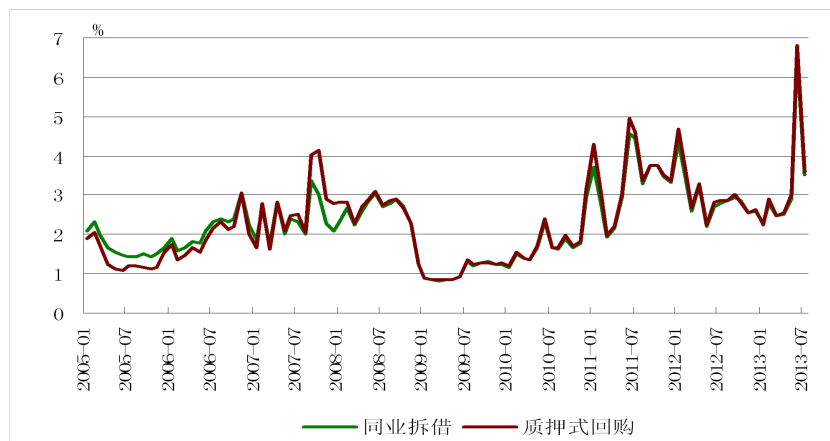


图9 银行间市场主要利率走势（2005.1-2013.7）

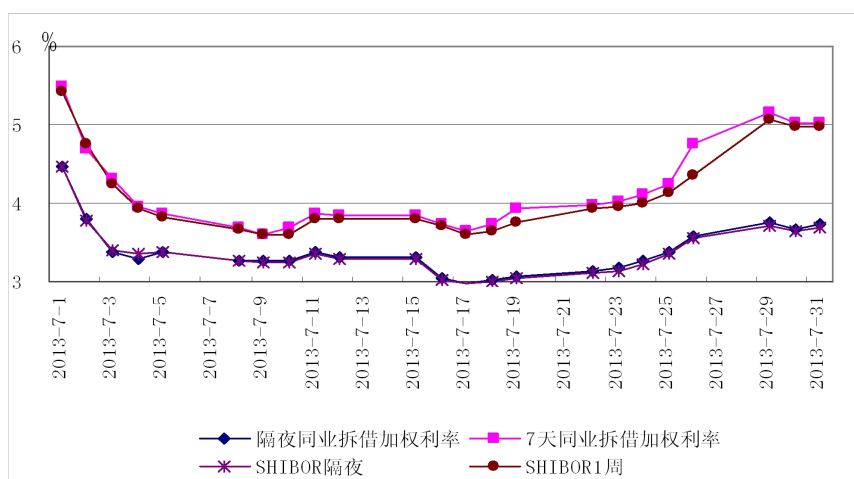


图10 每日银行间市场主要利率走势（2013.7）

展望未来，一方面，利率市场化加速推进，同业竞争加剧将推高利率中枢；另一方面，外汇占款或将随着美国QE逐步退出引发跨境资金净流入减少；第三，超过千亿元的利率债上市；第四，经历6月“钱荒”后部分金融机构惜金心态增强。在上述因素综合作用下，预计未来一段时间内市场资金面整体仍然趋紧。再加上近期工业生产、进出口等多项宏观经济数据出现企稳回升迹象，收益率曲线整体存在上行潜力，这或将构成未来利率走势的整体基调。在央行持续“锁长放短”操作下，“锁长放短”指把冻结长期流动性和提供短期流动性两种操作结合起来，预计市场资金面在趋紧的态势中整体将保

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：7 月小幅贬值，8 月稳中有升，预计未来一段时间人民币仍将小幅升值，且双向波动趋势更加明显

7 月份，人民币汇率延续 6 月以来的双向波动加剧、一度小幅贬值态势，当月人民币兑美元平均汇率为 6.1725，较 6 月的 6.1718 有小幅贬值。从月内走势来看，人民币兑美元中间价由 6 月 17 日的历史高点 1 美元兑人民币 6.1598 元窄幅震荡逐步贬至 7 月 31 日的 1 美元兑人民币 6.1788 元附近。究其原因，一是美国经济数据持续向好和美联储退出量化宽松政策的时间表日渐明晰，导致国际外汇市场上美元热度上涨，美元对包括人民币在内的其他货币持续升值；二是监管部门对短期资本流动加强监管，严厉打击企业借道虚假贸易进行外汇套利，外汇占款增量 5 月以来出现明显下滑，外汇占款增量继 6 月负增长 412.05 亿元后，7 月继续负增长 244.74 亿元；三是美国方面态度的微妙变化对人民币汇率走势或产生重要影响。2013 年 7 月召开的第五轮中美战略对话中，美国财长打破历史惯例，没有谈及人民币升值问题，转而敦促我国推行更灵活的人民币汇率制度。与 7 月人民币兑美元的小幅贬值不同的是，7 月人民币实际有效汇率指数为 117.27，环比上涨 0.97%，连续 10 个月上涨，较去年 9 月的 107.44 累计上涨幅度达 8.67%。美银美林的报告指出，人民币是全球最强势的货币。

值得关注的是，随着美国经济与政策调整进入相对平静期、7 月国内经济增长势头增强以及外贸数据转暖，8 月以来人民币汇率再度呈现稳中有升的特征，并在一波小幅上涨过程中，于 8 月 15 日盘中触及 6.1064 的二次汇改以来新高，人民币汇率自此进入“6.1”时代。

展望未来，中美战略与经济对话对人民币升值施压相对放缓，意味着影响人民币汇率走势的主要因素将从政策面逐步转变为经济基本面和市场供求状况，人民币汇率形成机制的灵活性将进一步增强。从海外无本金交割远期外汇交易（NDF）来看，截至 8 月 26 日，一个月定盘价为 6.1684，6 月 25 日的人民币兑美元中间价为 6.1688，显示未来一个月人民币汇价小幅升值 0.01%。结合全球复苏步伐尚不稳健、美联储 QE 退出路线日趋明朗、前期结汇需求得到较为充分释放等因素，我们预计未来一段时间人民币仍将保持小幅升值态势，但双向波动趋势将更加明显。

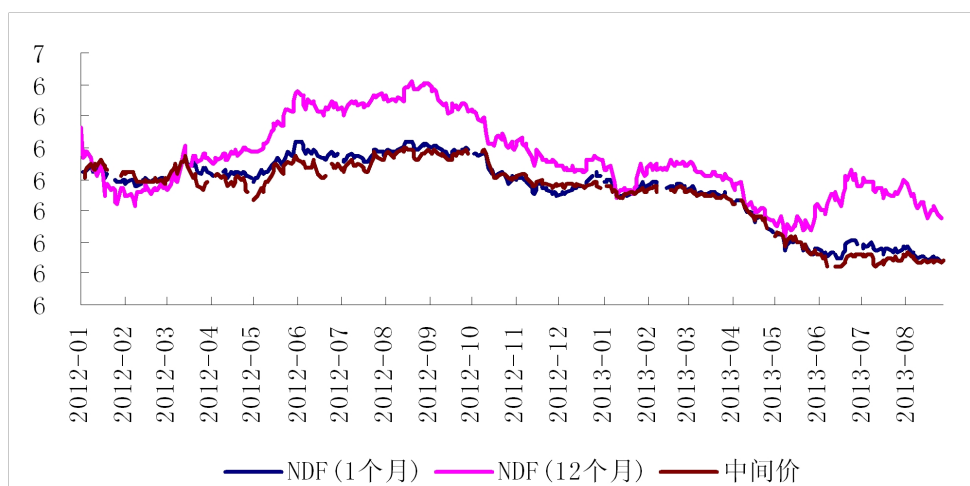


图 11 人民币汇率走势（2012.1.2-2013.8.27）

（四）股票市场：7月以来小幅上涨，但此轮超跌反弹随时可能转为下跌或者盘整

7月以来，A股市场逆转6月的下跌走势，呈现小幅上涨态势。截至8月27日，上证综指报收2103点，较6月末（1979点）上涨124点，涨幅为6.2%；深成指报8342点，较6月末（7694点）上涨648点，涨幅为8.4%。推动7月股市转暖的因素有以下几个：首先，宏观经济增速出现回升。7月宏观经济指标中，除消费数据外，其余指标均好于预期。工业增加值同比增速（9.7%）创年内最高；固定资产投资累计同比增速（20.1%）与上半年持平，结束了今年3月以来连续四个月累计增速下滑的态势；进出口总值同比增长7.8%，较6月-2.0%的同比增幅有大幅提高。中国经济指数的好转很快反映到股市中，以煤炭、有色、银行为首的传统行业股成为领涨力量。其次，中国央行持续公开市场操作，成功缓解了流动性紧张局面，也让入市新资金明显增多。第三，近期国务院频繁推出“稳增长”措施，包括减免小微企业税收、简化出口手续等支持对外贸易、加大基础设施及铁路投资力度、加大对环保、信息产业的支持力度等，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。第四，此前一直低调的中国证监会主席肖钢近日在《求是》发表署名文章，表示既得利益是阻碍股市制度改革的障碍，矛头指向内幕交易、欺诈、操纵以及监管者执法不力等问题。这一表态在一定程度上改变了市场此前对其回避股市改革的认识，鼓舞了市场情绪。数据显示，7月

份，千万元以上的超级大户增加了 1325 户，而包括信托在内的五大主力机构新增开户数达到 669 个，环比增长 21.64%。

展望未来，从有利因素来看，宏观政策回暖态势增强，9 月份经济端将对于股市起到托底作用。从不利因素来看，首先是，美国量化宽松退出对于资金价格的影响；其次是由于季节因素，9 月企业活期存款将继续减少；第三是产业资本减持对于投资者信心的影响。综合考量，我们对于 9 月份 A 股市场走势持谨慎态度：外围以及资金层面对于指数运行负面效应再度显现，投资者情绪可能重回谨慎，始于 6 月底的超跌反弹随时可能转为下跌或者盘整。

三、关注热点：中央出台一系列“微刺激”举措

为使经济运行保持在合理区间，中国政府近期出台的一系列稳增长举措，这些举措与 2008 年四万亿刺激计划相比，规模不大但针对性更强，被外媒称为中国的“微刺激”。7 月经济增速的回升很大程度得益于这些政策。主要政策如下：

首先，暂免征收部分小微企业增值税和营业税。中国国务院表示，自 2013 年 8 月 1 日起，对月销售额不超过 2 万元（合 3250 美元）的小微企业暂免征收增值税和营业税。这些减税措施，将帮助逾 600 万家小微企业，直接关系几千万人的就业。

其次，对出口企业，政府承诺简化审批程序，减少行政事业性收费。具体措施包括：一是制定便利通关办法，抓紧出台“一次申报、一次查验、一次放行”改革方案，分步在全国口岸实行。二是整顿进出口环节经营性收费，减少行政事业性收费。暂免出口商品法定检验费用。减少法检商品种类，原则上工业制成品不再实行出口法检。抓紧研究法定检验体制改革方案。三是鼓励金融机构对有订单、有效益的企业及项目加大支持力度，发展短期出口信用保险业务，扩大保险规模。四是支持外贸综合服务企业为中小民营企业出口提供融资、通关、退税等服务。创造条件对服务出口实行零税率，逐步扩大服务进口。五是积极扩大商品进口，增加进口贴息资金规模。完善多种贸易方式，促进边境贸易。六是努力促进国际收支基本平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。



第三，部署改革铁路投融资体制。国务院发布关于改革铁路投融资体制的意见，表示将创建更多融资渠道，推进铁路投融资体制改革，确保加快推进铁路建设，这是继铁路机构改革、实现政企分开后的又一重大改革举措。通过改革，全面开放铁路建设市场，优先建设中西部和贫困地区的铁路及相关设施。具体措施将包括鼓励更多私人投资者参与和发行新型债券产品。

第四，部署加强基础设施建设。一是加强城市基础设施建设，重点改善薄弱环节；二是加大与信息消费有关的基础设施建设，目标是到2015年，信息消费规模超过3.2万亿元，年均增长20%以上，带动相关行业新增产出超过1.2万亿元，其中基于互联网的新型信息消费规模达到2.4万亿元，年均增长30%以上。基于电子商务、云计算等信息平台的消费快速增长，电子商务交易额超过18万亿元，网络零售交易额突破3万亿元。

第五，加快棚户区改造。2013年7月12日，国务院发布关于加快棚户区改造工作的意见，要求2013年至2017年改造各类棚户区1000万户，其中，2013年改造304万户。

第六，进行产业结构调整。发展节能环保产业，重整光伏产业。节能环保产业目标是产值年均增速在15%以上，到2015年总产值达到4.5万亿元，成为国民经济新的支柱产业；光伏产业要求2013—2015年，年均新增光伏发电装机容量1000万千瓦左右，到2015年总装机容量达到3500万千瓦以上。

本轮“微刺激”与以往政策存在明显不同：第一，“微刺激”举措规模相当小，且基本都在供应方发力，针对性强，效率可能会更高。第二，“微刺激”举措将由中央政府预算提供资金支持，而以前的刺激计划往往等于是授权银行向部分行业或公司发放贷款。第三，“微刺激”举措力求通过改革简政放权，收窄政府权限，让企业有更大经营空间。根据近期出台的新政策和总理李克强的一系列讲话来看，中国新政府的政策组合归纳为：不再利用财政手段刺激增长的经济；在货币政策手段上慎用扩张手段或者称之为“去杠杆化”；侧重于下放政府权力以便让市场发挥更大作用的行政体制改革；这些政策组合被冠之为“克强经济学”。