



## 全球经济缓慢复苏中格局转变 美国量宽退出下金融资产重估

——2013 年国际经济金融走势分析及 2014 年展望

### 要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

suhong.ma@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。

- 尽管经历了发达经济体的政策变数扰动、以及部分新兴市场的金融动荡，2013 年全球经济仍然实现了缓慢而稳定的增长。美国经济适度加速增长，日本经济表现超出市场预期，欧元区结束衰退并呈复苏迹象，部分新兴市场国家经济增长进一步放缓。
- 2014 年全球经济增长趋势日趋明朗，有望迎来“回升之年”，并将呈现两大突出特征：一是全球增长动力转换，美国等发达经济体的引领作用明显增强，而新兴市场的引擎动力有所削弱。二是金融资产价值重估，美元及其实际利率水平有望上行，全球股市将继续攀升，债市风险有所加大，大宗商品价格承压。
- 全球经济 2014 年面临的主要风险：一是美国能否平稳有序地退出量宽政策；二是欧洲调整公共债务和整顿银行业的工作困难重重；三是日本安倍政策的可持续性面临严峻考验；四是新兴市场加快推动结构性改革的任务十分艰巨。
- 在国际经济金融新形势下，中国银行业应高度关注美国 QE 退出对全球经济金融运行的重大影响；高度重视美元升值及全球资产价值重估的大趋势；抓住国际经营环境改善的机遇，稳健推进国际化经营；对“唱空新兴市场、唱空中国经济和中国银行业”的国际舆论有所警惕并适时还击；高度重视发达经济体银行业持续复苏的行业发展态势。

## Global Economy Continues Its Slow Recovery With Changes of Growth

### Pattern, Fed Tapering Will Cause Revaluation of Financial Assets

#### ——Analysis of global economy and financial markets in 2013 and outlook for 2014

##### Executive Summary

Although the developed economies' policy uncertainties disturbed the market and the financial turmoils took place in some emerging economies, the global economy still achieve a slow and steady growth in 2013. The growth of the U.S. Economy moderately speeded up; Japanese economy was beyond the market expectations; The Euro Zone finished the recession and showed signs of recovery; the economic growth of some emerging market countries further slowed down.

Now the growth trend of global economy has become increasingly clear, and 2014 is expected to become the "Year of Recovery". There are two outstanding characteristics: the first is conversion of the global growth engine. The United States and other developed economies will play the leading role, and the engine power of emerging markets will weaken; the second is revaluation of financial assets. U.S. dollar and its real interest rate level will be upward, and global stock markets will continue to rise. The bond market risks will still increase, and commodity prices are under pressure.

The main risks of the global economy in 2014: Firstly, whether U.S. can exit QE smoothly and orderly would be uncertain; Secondly, European public debt cutting and cleaning-up banking industry are still hard works; Thirdly, the persistence of Abenomics will face a severe test; Fourthly, the task of emerging markets promoting the structural reform is very difficult.

Under the new international economic and financial situation, We have some suggestions to China's banking sector: they should pay attention to the major impact of Fed tapering on global economic and financial operation; they should attach great importance to the trend of dollar appreciation and revaluation of financial assets; they should prompt steady international operation in the new international business environment; they should alert and response the international public opinion of looking down on emerging markets, China's economy and China's banking sector; they should pay high attention to the sustained recovery trend of the developed economies' banking sector.



## 目 录

一、全球经济走势回顾与展望 .....	1
(一) 美国经济复苏步伐趋向加快, QE退出仍是最大挑战 .....	2
(二) 欧洲经济企稳回升, 整体复苏任重道远 .....	3
(三) 日本经济温和复苏, 结构问题积重难返 .....	4
(四) 新兴市场经济可能触底反弹, 内部分化加剧 .....	5
二、国际金融市场走势回顾与展望 .....	6
(一) 全球汇率震荡分化, 美元有望重拾升势 .....	6
(二) 全球股市西强东弱, 未来或将延续分化 .....	7
(三) 国际油价持续高位运行, 国际金价仍有下跌空间 .....	9
(四) 全球国债市场走势分化, 美债收益率上行带动资金价格走高 .....	10
三、国际经济金融新形势下中国银行业的关注点及相关建议 .....	12

## 图目录

图 1 美元汇率走势图 .....	7
图 2 全球主要股指走势图 .....	9
图 3 国际原油及黄金价格走势图 .....	10
图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图 .....	12

## 表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测 .....	2
--------------------------	---



2013 年是全球经济艰难复苏过程中的关键之年，在实现从危机向常态的过渡进程中，尽管历经发达经济体的政策变数扰动、部分新兴市场的金融动荡以及地缘政治局势紧张升级等考验，全球经济仍然实现了缓慢而稳定的增长。经过危机后五年多的能量积蓄，2014 年全球经济增长趋势日趋明朗，有望迎来“回升之年”。与此同时，全球经济金融运行将呈现两大突出特征：一是全球增长动力转换，美国等发达经济体的引领作用明显增强，而新兴市场的引擎动力有所削弱。二是金融资产价值重估，美元及其实际利率水平有望上行，全球股市将继续攀升，债市风险有所加大，大宗商品价格承压。在总体趋于改善的同时，全球经济 2014 年面临的主要风险不容忽视：一是美国能否平稳有序地退出量宽政策将成为全球经济未来面临的重大变数；二是欧洲调整公共债务和整顿银行业的工作困难重重；三是日本安倍政策的可持续性面临严峻考验；四是新兴市场加快推动结构性改革的任务十分艰巨。尽管各国应对上述因素的能力和政策的灵活性在增强，但对于由此带来的不确定性和风险仍应保持一定的警惕。

### 一、全球经济走势回顾与展望

2013 年，全球经济增长在缓慢中略有提升，美国经济适度加速增长，日本经济表现超出市场预期，欧元区结束衰退并呈复苏迹象，部分新兴市场国家因美国退出 QE 预期引发金融动荡，经济增长进一步放缓。2014 年，美日欧发达经济体将迎来危机后首次同步回升，新兴经济体的增长下滑势头也有望企稳。据国际货币基金组织发布的最新《世界经济展望》，2014 年全球经济增长率预计为 3.6%，其中发达经济体和新兴经济体的增长率预计分别为 2.0% 和 5.1%。

	2013					2014
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年	
美国	1.1	2.5	4.1	2.0	2.1	2.8
欧元区	-1.2	-0.6	-0.4	0.4	-0.4	1.0
英国	0.7	2.0	1.9	2.6	1.4	1.9
日本	4.5	3.6	1.1	3.6	2.7	1.5
印度	3.0	2.4	5.6	4.2	3.8	5.1

发达经济体	——	——	——	——	1.2	2.0
新兴市场	——	——	——	——	4.5	5.1
全球	——	——	——	——	2.9	3.6

单位：%

注：表中阴影部分为预测数据。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别说明外，下同。

### （一）美国经济复苏步伐趋向加快，QE 退出仍是最大挑战

2013 年是金融危机以来美国经济受财政拖累最严重的一年，但在超宽松货币政策持续支持、股市和楼市强劲上行、家庭去杠杆进入尾声、汽车和网络销售大幅增长等诸多有利因素的推动下，美国经济仍实现了爬坡式增长。2013 年全年经济增速有望达到 2.1%，其中一至三季度实际 GDP 增长率分别为 1.1%、2.5% 和 4.1%，而四季度受政府局部关门的影响，经济增速预估值下滑至 2.0%。

展望 2014，美国经济增长将缓慢加快，经济内在增长动力增强，政策外力效应降低。首先，就业改善和财富效应将进一步提振消费增长。一方面，就业市场继续改善有望带动收入增长，并进一步提振消费者信心，预计 2014 年月均新增非农就业人数将稳定在 20 万以上，全年失业率有望降至 6.5% 以下。另一方面，美国主要城市房价仍存在较大上涨空间，而美股也有望在 2014 年延续上扬势头，房产和股市的财富效应将带动消费增长。其次，财政拖累效应将显著降低。美国国会在 2013 年 12 月通过预算案后，2014 年财政政策不确定性和紧缩效应大为减少，债务上限问题虽仍未解决，但预算协议的达成降低了解决该问题的难度，而且 11 月将迎来中期选举，两党都不会任由债务上限问题引发经济增长放缓。其三，企业投资有望稳步增长。一方面，2013 年私人企业补库存数量逐季增长，三季度库存增长对经济的拉动率已达到 1.67%，说明企业主动补库存意愿持续改善，为 2014 年增加投资，扩充产能奠定基础；另一方面，美国 ISM 制造业采购经理人指数也持续改善，尤其是新订单指数已连续 5 个月位于 60 以上。其四，从中长期来看，受益于美国页岩气产量的持续提升，美国的产业基础及其国际竞争力将得到加强。



尽管积极因素增多，但美国经济在 2014 年仍面临较大的不确定性和下行风险。毫无疑问，美联储能否平稳退出量化宽松政策将是美国乃至全球经济面临的巨大挑战。尽管我们认为 QE 退出应不会改变美国经济增长轨迹，但 2013 年中期美联储释放退出信号造成的新兴市场金融动荡表明，发达国家的央行并没有能力完全控制量化宽松的有序退出，这一重大货币政策转向可能引发难以预期的潜在风险，必须保持高度警惕。一是美国长期利率存在上涨过快风险，并可能导致全球利率水平水涨船高，从而超预期抬升融资成本，打击美国乃至全球商业活动。二是若美国经济复苏超预期加快，美联储退 QE 的节奏不能很好配合，将可能带来中长期通胀压力巨大的风险。三是跨境资金持续回流美国仍将给国际金融市场带来较大压力，部分资本项目开放程度较高、国际收支失衡问题较为突出的发展中国家仍面临严峻挑战，爆发局部危机的可能依然存在。

综上所述，2014 年的美国经济将是谨慎中保持乐观，经济增速趋向加快，全年有望增长 2.8%。通胀预期依然温和，预计全年 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 1.5% 和 1.8%。

## （二）欧洲经济企稳回升，整体复苏任重道远

2013 年，欧元区经济逐渐回暖，第二、三季度 GDP 实现环比正增长，摆脱了长达六个季度的漫长衰退，但由于复苏力度仍然微弱，全年 GDP 增长预计为 -0.4%。欧元区经济好转主要原因在于大规模救助计划的实施和经济结构改革的推进，以及在低利率和低通胀影响下的工业生产扩张、出口回升和内部消费增长明显。

2014 年，由于欧洲内部消费需求增长，欧洲整体经济复苏步伐将有所加快，但受南欧经济停滞所拖累，增长速度将会非常缓慢。预计 2014 年欧元区经济增速将由负转正，实现近 1% 的增长，其中德法两国的经济增速预计达到 1.4% 和 1.0%。英国经济增速有望上升至 1.9%。欧洲仍存在三大较为突出的风险：首先，失业状况短期内难有改善，欧元区失业率已经连续几个月处于 12% 的历史高位，其中希腊和西班牙的失业率超过 25%，欧盟青年失业率也长期居高不下，已经成为影响社会稳定的一大隐患；其次，美联储缩减量化宽松可能导致投资欧元区的

美元撤回，使欧元区金融市场乃至实体经济面临考验；最后，希腊将在 2014 年进行新一轮债务重组，届时不仅公共部门持有的希腊债券将减值，私营部门也难幸免，金融市场无疑会再次受到冲击。考虑到欧元区经济复苏尚需更多动力，预计欧洲央行在 2014 年将继续维持宽松货币政策，为促进资金流向实体经济未来可能推出融资换贷款型的长期再融资操作（LTRO），尚不排除其进一步降低基准利率甚至推出存款负利率的可能。

欧债危机在 2014 年进一步企稳的概率较大，但仍存诸多潜忧待解。首先，财赤改善但债务恶化。2013 年欧元区财政赤字占 GDP 比例预计已降至 3.1%，但部分成员国主权债务规模不降反升，其中希腊主权债务占 GDP 比例较 2012 年上升 18.9 个百分点至 175.7%。其次，重债国凉热不均。爱尔兰、西班牙相继退出救援计划，提振了整个欧元区的信心，但关于希腊第三轮援助以及葡萄牙第二轮援助的讨论仍在进行，意大利等国政治危机不断涌现。其三，欧洲银行业一体化取得突破性进展，但银行体系风险依然紧迫。以“单一监管机制”、“单一清算机制”、“超国家存款担保机制”为三大支柱的欧洲银行业联盟建设步伐明显提速，但目前欧元区银行业坏账及资本缺口问题严峻，银行业危机与主权债务危机之间的恶性循环尚难完全切断。

### （三）日本经济温和复苏，结构问题积重难返

2013 年，在“安倍经济学”的提振效应下，日本投资加速回暖、消费稳定增长、日元贬值拉动出口，日本经济预计全年增长 2.7%。与此同时，通缩状况明显缓解。日本 CPI 连续上涨 6 个月，其中 11 月达到 1.5%，创下 2008 年 10 月以来的新高。

展望 2014 年，安倍经济学的三大支柱均受多重制约，未来效力或将递减。首先，积极的财政政策固然可以推动经济增长，但增加了日本的债务负担，消费税率将于 4 月正式提高，也会对日本的消费产生负面影响。其次，日本央行推行超宽松货币在推升 CPI 的同时，也增加了中小企业的经营成本和普通消费者的生活负担，特别是日本工资水平未见明显增加削弱了消费者的消费能力。此外，日元贬值也令进口成本高企，贸易逆差不断扩大。第三，经济增长战略几乎面面俱



到，但却流于表面，没有提出具体对策和路线图，且所提目标和指标值的达成期限大多在五年后，令市场以及普通民众对其缺乏信心。预计 2014 年日本经济增长率将放缓至 1.5%。鉴于财政刺激的空间十分有限，日本再次扩大货币宽松规模的可能性较大。

#### （四）新兴市场经济可能触底反弹，内部分化加剧

2013 年，随着新兴市场国家结构性问题日益突出以及美联储正式宣布缩减 QE 规模，曾经作为全球增长引擎的新兴市场风光不再，经济增速持续放缓，然而通胀压力却居高不下，资金外流现象较为严重，经常账户赤字和利率水平不断走高。预计 2013 年全球新兴与发展中经济体经济增速将可能放缓至 4.5%。在高通胀和低增长的两面夹击下，新兴市场货币政策面临进退维谷的两难境地，巴西、印尼等国为抑制通胀和货币贬值多次加息，土耳其央行则下调了利率，南非则按兵不动。

展望 2014 年，预计新兴市场经济将可能会呈现以下特点：一是经济整体增速可能呈现触底反弹趋势。新兴市场将普遍受到美联储退出宽松货币政策的负面冲击，大量资本从新兴市场回流发达经济体，从而加剧增速放缓趋势，但随着美国等发达经济体的持续复苏带动外需改善，新兴市场增速将可能在第二季度末或第三季度开始触底反弹。二是新兴市场内部增长形势可能出现较大分化。包括韩国、墨西哥等内需型新兴经济体进行了旨在提振经济增长和吸引长期资本的经济改革，降低对外资和外债的依赖程度，其在 2014 年受美联储收紧货币政策的影响相对较小，经济增势将较为良好，而包括巴西、印度、南非、东南亚等国内赤字较高、严重依赖外资的经济体已经遭遇了股市和汇市的暴跌，2014 年经济增势将不容乐观。三是资本外流趋势将可能加速资产市场价格调整步伐。受美联储缩减 QE 规模的影响，2014 年跨境资金将可能加速从新兴市场回流美国，新兴市场包括房地产和股票在内的资产市场将面临较大调整。四是财政风险将可能继续加大。新兴市场经济增速继续放缓可能致使政府财政收入减少，而刺激经济政策推动赤字和债务规模都出现了上升，新兴市场的财政风险继续加大，政府刺激经济增长的空间继续缩减。五是政治风险加大亦会对新兴市场经济稳定增长产生较

大负面冲击。2014 年巴西、印度将举行大选,政策不确定性有所加大,而土耳其、巴西、乌克兰和泰国等经济体的抗议和骚乱事件进一步加剧了新兴市场的经济增长困境。新兴市场经济形势在 2014 年仍然不容乐观,预计整体增长预期为 5.1%。

## 二、国际金融市场走势回顾与展望

2014 年,受全球经济复苏改善及国际资本风险偏好回升的影响,股市在全球大类资产中仍有望一枝独秀,全球债市风险有所加大,作为全球资产定价标杆的美国国债收益率还将大幅攀升,美元有望震荡走强,国际油价高位波动,国际金价在创下历史性年度跌幅后还有继续下跌的空间。

### (一) 全球汇率震荡分化,美元有望重拾升势

2013 年全球汇市以美联储退出 QE 为主线,多轮震荡冲击后分化明显。在美国经济增长启稳、欧洲经济复苏日益明朗、日本推行超宽松政策、新兴市场增速放缓的经济背景下,美元欧元震荡升值,日元大幅贬值,新兴市场走势分化但波动程度渐趋缩小。具体来看,美元在 79-85 点的区间震荡,全年升值 0.6%;欧元和英镑年度分别升值 4.0%和 1.8%;日元全年贬值幅度高达 21.4%。新兴市场货币对美元全面贬值,印尼盾、土耳其里拉、巴西雷亚尔、印度卢布贬值幅度较大,分别为 24.3%、20.4%、15.1%和 12.4%,俄罗斯卢布和泰铢贬值幅度相对较小分别为 7.7%和 6.9%。

展望 2014 年,美元震荡升值有望成为主导,欧元或将震荡贬值,日元弱势难改,新兴市场货币面临较大波动风险。整体来看,影响汇市的因素主要集中于三点,即经济实力、预期波动和资本流动风险。首先,美元将在多重因素支撑下走强。市场预期 2014 或将成为全球经济突破年,美欧经济表现更优者将为其货币汇率的领跑提供有力支撑。由于美国经济复苏与货币政策转向领先全球,欧洲形势再给国际市场带来新的惊喜概率不大,因此,美元将受到来自经济基本面和资本回流的有力支撑。其次,欧元区内部增长的平衡和债务缓释是汇市延续升势的真实经济基础,由于欧元区整体利率已经很低,经济持续、快速、平衡复苏的压力较大,欧元可能震荡贬值。第三,日本继续延续货币宽松政策及贬值经济刺



激政策，在通胀和投资不振情况下，日元贬值趋势难逆转。第四，新兴市场在美国缩减 QE、美元流动性收紧背景下，资本外流将进一步加剧，市场避险情绪或再度升温，是否能有效抵补市场缺口并对冲市场风险将对新兴市场应对波动冲击形成考验，考虑到 2013 年已有一定经验，新兴货币大幅波动可能性不大。

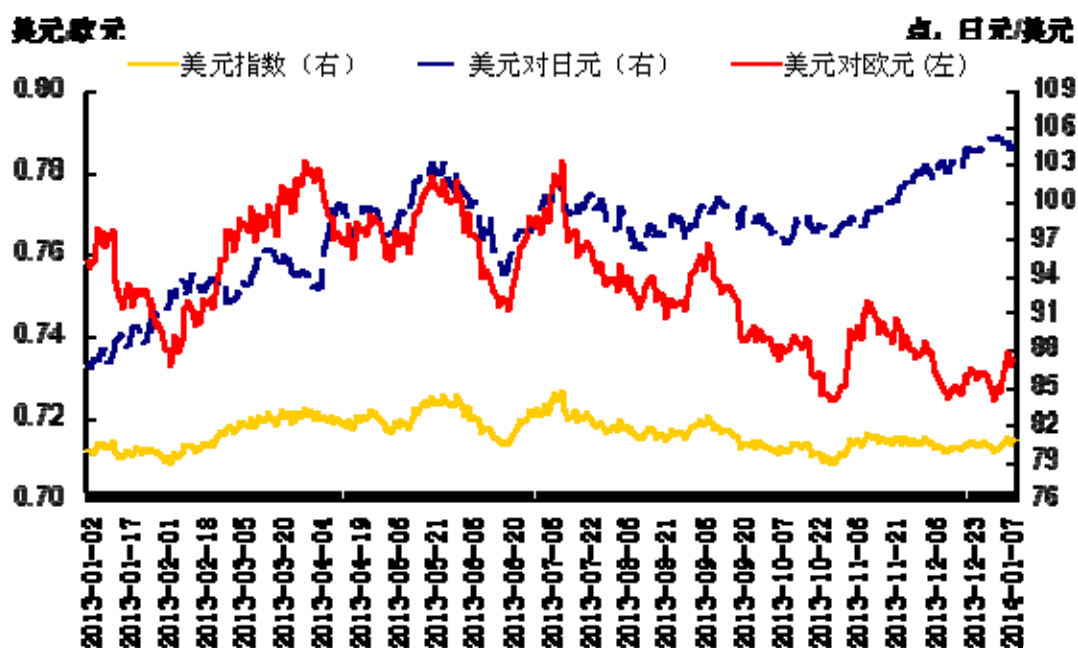


图 1 美元汇率走势图

## (二) 全球股市西强东弱，未来或将延续分化

2013 年，全球股市凸显西强东弱的格局。美股强势上行，三大股指道琼斯指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克指数分别上涨 26.5%、29.6% 和 38.3%。美国经济数据持续改善、企业盈利大幅增加、较为宽松的流动性是推动美股上涨的主要原因。展望 2014 年，一方面，美国经济复苏趋势日渐明朗确保了美股的上行趋势，而高新科技股有望继续受到全球风险资本的追捧。另一方面，美股下行风险不容忽视：一是美联储缩减 QE 直至完全退出必将令股市承压；二是 2013 年美股指数屡创新高，进行技术性调整渐成共识。总体来看，未来美股震荡加剧、走势弱于 2013 年是大概率事件。

2013 年欧洲股市皆大幅上涨，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数与英国

FTSE100 指数分别上涨 25.48%、17.99%和 14.43%。欧洲经济触底反弹及欧债危机进一步缓和，是欧股上涨的主要动力。展望 2014 年，欧洲经济复苏趋势的巩固，债务危机风险不断降低以及欧洲银行业联盟开始发挥效力等因素将利好欧股。不过，包括法国在内的诸多成员国财政紧缩压力依然沉重，重返正常发展轨道仍需付出巨大努力。总体来看，未来欧股强势震荡的可能性较大。

2013 年日本股市笑傲全球，日经 225 指数大涨 56.72%，创下其自 1972 年以来的最好表现。安倍经济学对日本经济的提振效应初步显现、日本超宽松货币政策令资金持续流入股市、日元贬值提振汽车及电子类出口企业业绩等，是日股强劲飙升的主要推动力。展望 2014 年，日本超宽松的货币政策与日元贬值仍是日股上行的主要动力。但当前安倍经济学的效力已经显露减弱迹象，中日关系持续紧张对日本出口将产生负面影响，以及消费税率上调对私人消费将产生抑制作用均会对日股产生不利影响。

2013 年新兴市场股市呈现弱势震荡格局。印度孟买 30 指数和俄罗斯 Micex 指数分别上涨 8.98%、1.73%，巴西 BOVESPA 指数下跌 15.5%。困扰新兴市场股市的主要因素有两方面：内因是经济增长放缓、通胀风险居高不下、本币波动加剧、国际收支失衡等问题，外因则是美联储退出 QE 使资金加速流出新兴市场。展望 2014 年，新兴市场国家经济减速与通货膨胀风险持续存在，结构性改革不可能立竿见影，美联储缩减直至完全退出 QE 等因素均令新兴市场股市不容乐观。

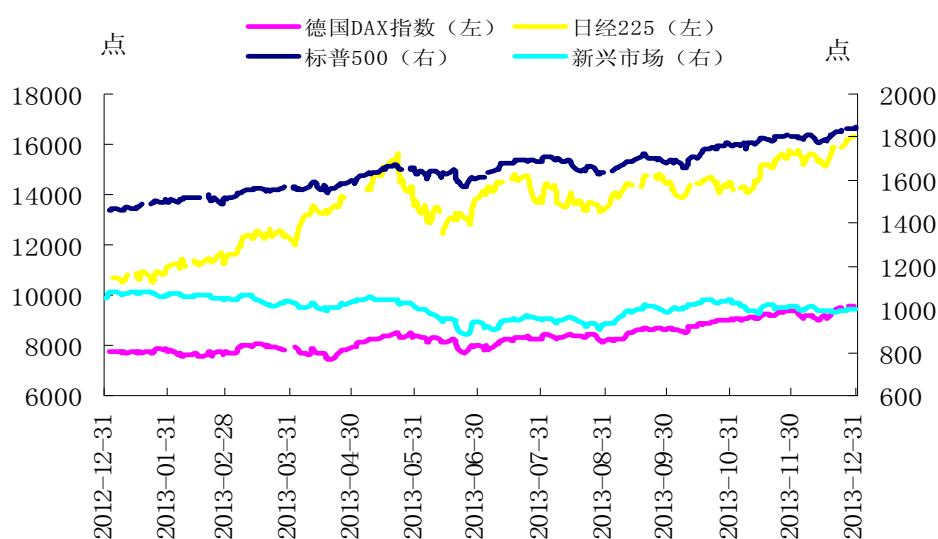




图 2 全球主要股指走势图

### （三）国际油价持续高位运行，国际金价仍有下跌空间

2013 年，国际原油市场在中东地缘政治局势动荡不定、美国页岩气革命风生水起、全球经济乍暖还寒、美联储退出 QE 若即若离等一系列因素的刺激下，总体维持高位波动态势。从全年走势看，油价经历了两起两落并走出一条“M”型的波动曲线，但整体波幅较过去两年有所收窄。截至 2013 年末，纽约 WTI 原油期货价格收于 98.42 美元/桶，较上年末上涨了 5.3%。

展望 2014 年，受供应充足、地缘局势缓和及美元强势等多项因素影响，国际油价总体走势将较上年略为偏弱，但不太可能从当前高位大幅下跌。首先，尽管发达国家经济回升会导致原油需求略增，但美国页岩气产量激增及欧佩克国家原油生产逐步恢复，将使国际原油市场在中长期延续供大于求的局面，从而对油价走势构成压制。其次，伊朗与六国已就削减核计划达成历史性协议，从而降低了中东战争全面爆发的风险，也意味着石油的地缘风险溢价将受到挤压。第三，在美国经济数据向好及美联储退出 QE 的大背景下，美元走强也将压低以美元计价的国际原油的吸引力，令国际油价走低。就 2014 年国际油价平均水平而言，纽约 WTI 原油的平均价格预期为 95 美元，北海布伦特原油的平均价格预期为 104 美元。在国际油价总体承压的背景下，若美国原油库存超预期下跌或中东地缘局势再度紧张，都将推动油价出现阶段性反弹。

2013 年对于国际黄金市场而言是实现历史性转换的一年，国际金价全年下跌 28%，不仅结束了持续 12 年的黄金大牛市，也创下了 1981 年以来的最大年度跌幅。在美联储缩减 QE 的预期下，黄金的投资需求显著减少是导致当年金价大跌的主要因素。截至 2013 年末，纽约黄金现货价格收于 1261.64 美元/盎司，近期在 1200 美元附近有企稳迹象。

在黄金供给水平变化不大的情况下，我们对 2014 年金价走势的判断主要基于对需求端的分析：一是从投资需求看，受美联储缩减 QE 的影响，黄金作为抗

通胀资产的吸引力下降，黄金交易所交易基金（ETF）所持黄金仓位从 2013 年初的 8458 万盎司降至年末的 5770 万盎司，为 2009 年来最低水平。随着美元及其实际利率水平在 2014 年有望上行，投资者对黄金的减持行为还将继续。二是从实物需求看，印度持续的黄金进口管制及其他国家的实物黄金需求后续增长乏力，将使得 2014 年的黄金实物需求较上年更弱。三是从官方需求看，据汤森路透统计，全球央行 2013 年将黄金购买规模减少了 34%，在金价弱势波动的背景下，2014 年各国官方或将继续放缓黄金消费步伐。总体来看，2014 年国际金价在呈弱势震荡走势的同时，价格中枢将继续下行，总体波动区间在 1000-1400 美元之间。由于目前黄金的生产成本在每盎司 800-900 美元，因此金价即便短暂跌穿 1000 美元，但该价位之下也不可持续。

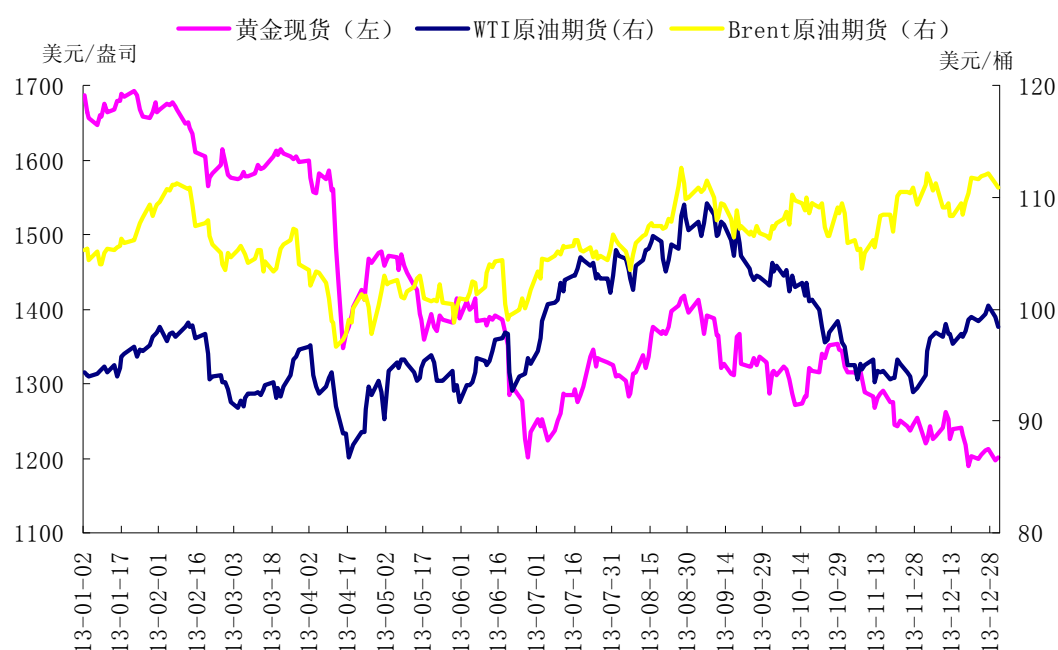


图 3 国际原油及黄金价格走势

#### （四）全球国债市场走势分化，美债收益率上行带动资金价格走高

全球国债市场在 2013 年受宏观经济金融重大趋势及事件的影响呈现明显分化走势。一是美国调整量宽政策，中长期美债收益率大幅提升，具有全球风险资



产定价标杆的美国 10 年期国债收益率在 2013 年末收于 3.03%，较年初大幅上升了 127.1 个基点。二是欧债危机走势企稳，欧元区重债国国债收益率持续下行，希腊、葡萄牙、西班牙 10 年期国债收益率分别较年初下降 319.9、42.9、88.6 个基点至 8.339%、5.874%、4.053%，与德国同期限国债收益率差进一步收窄。三是“安倍经济学”推动日本挣脱通缩困境，但主权债务规模持续攀升也令日本国债市场面临的风险加大，近五年连续下行的日本 10 年期国债收益率在 2013 年呈现宽幅震荡格局。四是美国量宽政策调整引发跨境资金大幅流出新兴市场，加之部分新兴经济体增速放缓、通胀风险攀升，新兴经济体国债收益率震荡走高。其中，巴西、南非、印度 5 年期国债收益率较年初分别上升 288、142.5 和 190.3 个基点至 11.39%、7.266%和 8.889%。市场对于部分债务负担不断攀升的新兴经济体将来会否出现主权违约的忧虑加大。

展望 2014 年，美国中长期国债作为全球资金价格主要标杆之一，对于全球债市走向具有重要影响，但各经济体国债收益率走势也是各自资金成本变化的重要指标。随着美联储未来逐步缩减乃至完全退出量化宽松政策，美国中长期国债收益率上升将是大概率事件。受美国货币政策调整影响以及自身通胀因素推动，新兴市场资金价格将继续走高，国债收益率将进一步上升。但欧债危机企稳有利于重债国融资成本回落，预计其国债收益率仍将维持下行趋势。日本国债主要由国内投资者持有，不易受外部市场变化扰动，但随着“安倍经济学”刺激政策持续推升通胀预期，名义利率将逐步走高，资金价格上行将对国债收益率形成较大推力，而国债利息支出增加则可能对日本主权债务水平的可持续性造成直接影响。

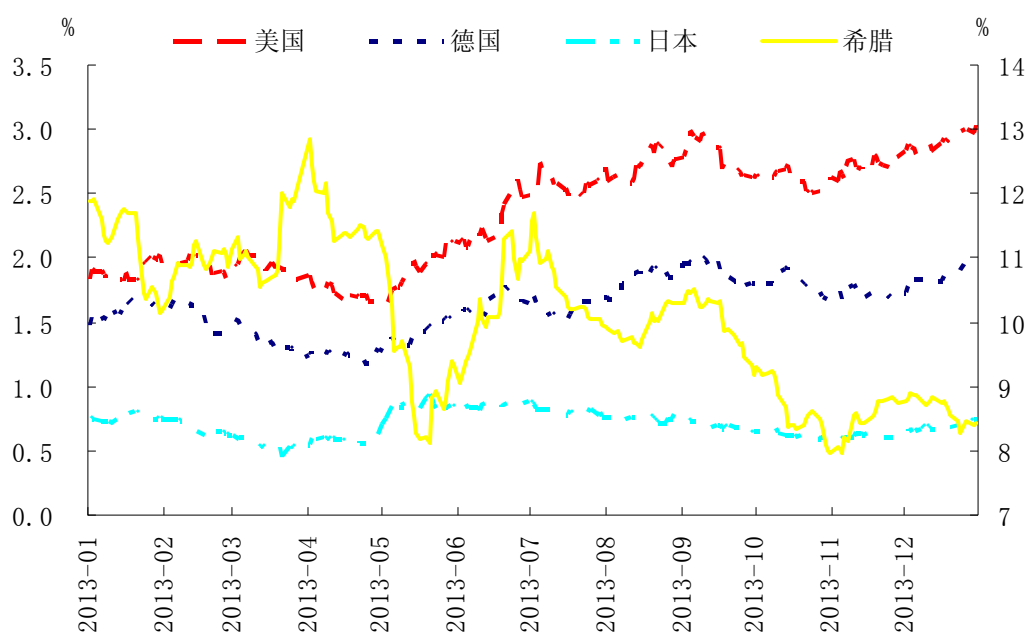


图 4 部分发达国家 10 年期国债收益率走势图

### 三、国际经济金融新形势下中国银行业的关注点及相关建议

——建议高度关注美国 QE 退出对全球经济金融运行的重大影响。随着美国逐步减少债券购买到提升利率和资产负债表的正常化，资本流向的逆转和全球利率的上升将是一个中长期过程。受此影响，新兴经济体融资和借贷成本将进一步抬高，流动性紧张有所加剧，资产价格可能大幅缩水。面对海外流动性波动加剧，中国银行业面临的风险主要来自于：一是金融流动性复杂环境下新兴经济体金融领域政策失误的风险；二是新兴经济体受到金融冲击后通过贸易途径传导；三是资本可能根据 QE 缩减的节奏进出中国，加大人民币汇率的不确定性。中国银行业一方面要加强自身风险管理，时刻警惕 QE 退出带来的汇率风险、交易风险和信用风险等，及早作出应对；另一方面，也要加强同“走出去”企业客户的沟通，及时向客户发出海外投资和金融业务开展的风险预警，提示客户在加大对外贸易和投资拓展的同时，高度关注国际金融市场波动风险。

——建议高度重视美元升值及全球资产价值重估的大趋势，提前做好汇率风险防范、及时调整资产配置。美元作为全球绝大多数货币的“汇率锚”，其币值



变化将直接导致全球货币汇率进入以美元为中枢的调整过程。在中国银行业国际化经营步伐日渐加快、外币头寸持续增加的背景下，应在精准研判相关外币汇率走向的基础上，使用衍生工具做好外汇头寸的风险对冲，提前化解汇率风险。与此同时，针对美元及其实际利率上行导致的全球资产重新估值趋向，适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略。

——建议抓住国际经营环境改善的机遇，防范渐进复苏带来的波动性风险，稳健推进国际化经营，为中国企业走出去提供更切实、有力的金融服务。2014年，美国经济增长较为强劲，欧洲经济也将走出长期衰退，新兴市场经济则有望先抑后扬。如此背景下，2013年12月召开的中央经济工作会议也提出了“不断提高对外开放水平、加强对走出去的宏观指导和服务”的战略部署，建议中国银行业一方面要抓住国际经营环境回暖的机遇，以做好“五个关键提升”为抓手，加强网络拓展、市场深耕、管理架构、集团联动和品牌建设，加快推进国际化经营，并在“强经营、创业绩”过程中，继续将防范各类风险放在全局工作的首要位置；另一方面，也要切实贯彻落实中央经济工作会议精神，密切围绕中央的宏观调控部署，为中国企业走出去提供适时、适度的资金和服务支持，在此过程中，特别需要注重对中小企业的业务扶持，为其在国内外复杂环境下更好地生存发展提供金融助力。

——建议对“唱空新兴市场、唱空中国经济和中国银行业”的国际舆论有所警惕并适时还击。近年来，西方舆论频频唱衰新兴市场和中国经济。在当前新兴市场普遍面临增长放缓和全球金融条件收紧的双重挑战下，国际舆论难免会老调重弹，再度掀起“唱空新兴市场”的论调。作为金砖国家之一，中国经济乃至中国银行业将继续承受较大的唱空压力。尽管国际投行或评级机构的“唱衰”也是一种提醒，能帮助我们以更加多样化的视角自我审视，更加重视影响和制约中国经济及中国银行业发展的一些问题。但更多时候，凭借强势话语权“唱空”的国际机构往往别有用心地夹带着很强的自身利益。建议中国银行业在坚定中国经济长期崛起信心的基础上，高度警惕“唱空中国”和“唱空中资银行”论调的可能冲击，

高度重视国际舆情变化，重视话语权的争夺，选择适当机会予以有力还击，进一步巩固全球投资者对中国经济及中国银行业的中长期信心。

——建议高度重视发达经济体银行业持续复苏的行业发展态势。2014 年，受经济基本面恢复和系统性风险下降的影响，欧美发达经济体银行业可能将进入快速复苏阶段，中国银行业面临的国际竞争态势将更趋激烈。如此背景下，建议中国银行业保有忧患意识，以我为主，加快境外机构的经营转型，通过差异化、主流化、本土化，增强盈利多元性和可持续性，全面提升竞争力，力求在激烈竞争中保持中国银行业稳健的发展态势，夯实进一步创新发展的现实基础。



## 新一轮改革助推中国经济换挡升级

——2013 年中国经济金融走势分析及 2014 年展望

### 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 王小娥 李露

朱妮 杨苕 孙含越

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，面对复杂多变的世界经济环境和国内经济下行压力加大的困难局面，新一届政府强势开启中国新一轮改革周期，统筹稳增长、调结构、促改革，宏观经济在“合理区间”内先抑后扬，经济逐渐适应“新常态”，呈现出平稳增长态势。但经济换挡期同时也是矛盾突显期，社会负债水平高企、企业经营成本攀升、地方政府融资平台债务风险、房地产困境久调不顺、严重产能过剩和货币金融投放效率下降几大矛盾相互影响、相互转化，共同推高了资金杠杆和经济运行的脆弱性。
- 展望 2014 年，国际经济总体趋稳，内需增长面临下行压力。随着改革红利的逐步释放，市场活力和社会创造力将被激发，我国宏观经济将保持中高速平稳增长态势，预计 2014 年 GDP 增速约为 7.6%，较 2013 年略有下降。

# **New Round of Reform Pushes China's Economic Upgrading**

## **——Analysis of China's economy and financial markets in 2013 and outlook for 2014**

### **Executive Summary**

In 2013, the new Chinese government launched a new round of reform in face of complicated international environment and rising economic downward pressure. China's economy kept in the reasonable interval, and bottomed out in Q3, getting used to the new normality.

However, the economic shifting period is also the period of sharp contradictions, including the high social debt level, rising costs of enterprises, risk of LGFVs, serious over capacity and decreasing efficiency of financial support to the real economy. These contradictions have pushed up the capital leverage and economic fragility. As the reform dividend releasing, the economy vigor and social creativity will be stimulated. China's economy will keep at a medium and high growth rate. We expect the growth rate of China's economy in 2014 to be around 7.6%, a little lower than that of 2013.



## 目 录

一、2013 年中国经济金融走势分析.....	1
(一) 2013 年中国宏观经济金融走势回顾.....	1
(二) 当前经济运行中存在的突出问题.....	5
二、下一阶段中国宏观政策调整预测和走势展望.....	8
(一) 政策调整与改革方向预测.....	8
(二) 2014 年经济形势展望.....	9
三、宏观经济金融新形势下商业银行关注点.....	11

## 图目录

图 1 2013 年以来主要短期 SHIBOR 利率变动趋势.....	3
图 2 2013 年月度新增外汇占款.....	4



2013 年是全面贯彻落实党的十八大精神的开局之年，也是在增长阶段转换背景下加快发展方式转变的关键之年。面对复杂多变的世界经济环境和国内经济下行压力加大的困难局面，新一届政府强势开启中国新一轮改革周期，创新宏观经济调控方式，各项改革层出不穷，从不断释放改革红利中寻求发展新动力，提振了社会信心，经济运行企稳向好，开始出现向发展新常态转变的积极迹象。但值得关注的是，经济换挡期同时也是矛盾突显期，社会负债水平高企、企业经营成本攀升、地方政府融资平台债务风险、房地产困境久调不顺、严重产能过剩和货币金融投放效率下降几大矛盾相互影响、相互转化，共同推高了资金杠杆和经济运行的脆弱性，不仅制约了经济回升力度，而且也对商业银行经营带来了风险隐患。展望 2014 年，国际经济总体趋稳，内需增长面临下行压力，但随着改革红利的逐步释放，市场活力和社会创造力将被激发，我国宏观经济将保持中高速增长态势，预计 2014 年 GDP 增速约为 7.6%，较 2013 年略有下降。

## 一、2013 年中国经济金融走势分析

### （一）2013 年中国宏观经济金融走势回顾

1. 经济在“合理区间”内先抑后扬。2013 年，我国国内生产总值（GDP）同比增长 7.7%，比上半年高 0.1 个百分点；从单季增速看，一至四季度 GDP 同比增速分别为 7.7%、7.4%、7.8%和 7.7%。从三驾马车的情况看，固定资产投资累计增速总体保持在 20%以上的较高水平；社会消费品零售总额全年同比增长 13.1%，比年初高 0.8 个百分点；受外贸“挤水分”影响，出口在下半年出现回落，但累计增速依然稳定在 8%左右。2013 年，我国居民消费价格指数（CPI）累计上涨 2.6%。总的来看，2013 年我国经济运行处于政府所设定的“合理区间”范围内（其上限是防通胀，CPI 控制在 3.5%左右；下限是稳增长、保就业，GDP 增长 7.5%）。

2013 年我国经济以第三季度为界，呈先抑后扬态势。在第二季度经济增速即将触及 7.5%的增长下限之际，新一届政府出台了一系列小规模、针对性强的“微刺激”政策，及时释放“稳增长、保下限”的政策信号。受此影响，进入三季度以后，经济出现了一些积极的变化。第三、四季度 GDP 分别增长 7.8%和 7.7%，

比第二季度大幅反弹 0.4 和 0.3 个百分点；1-12 月，规模以上工业增加值增长 9.7%，比上半年加快 0.4 个百分点；1-11 月，规模以上工业企业实现利润总额同比增长 13.2%，增速比上半年高 2.1 个百分点。

**2. 经济逐渐适应“新常态”。**2013 年中国经济在一个相对低的增长速度下运行良好。规模与质量、速度与效益的关系正在达到一种新的平衡，增长速度下台阶和增长质量上台阶有望同时实现。首先，东部地区逐步适应了中速增长的宏观环境。近年来东部地区经济增长已下降到 7% 左右，目前呈现企稳态势，企业转型升级步伐明显加快，经济运行的质量和效益改善。一些低效益企业被市场淘汰，亏损企业减少，亏损额下降，大部分企业经营状况逐步趋于正常。高技术和新兴产业发展势头良好，民间投资活力恢复。其次，在经济增速较长时间回调过程中就业总体稳定，没有出现大规模失业问题。全国职业岗位供求维持在需求略大于供给状况，特别是技术工人、熟练工人、基础工程师需求缺口较大，就业对增长放缓的“容忍度”已明显提高。第三，在相对低速增长的状态下企业亏损面下降。自 2012 年 5 月以来，工业增加值增速一直在 10% 附近及以下，但企业亏损状况总体好于历史水平，亏损额占主营业务收入维持在 0.8% 左右，既低于 1997 年来 1.4% 左右的历史均值，也略低于 2003 年以来快速增长时期 0.9% 的平均水平。这说明 7.5% 左右的 GDP 增速和 10% 左右的工业增加值增速可以基本维持企业的正常运营。

**3. 下半年以来资金价格明显走高。**一是短期市场利率高位徘徊，利率上升压力向长期端传递。进入下半年以后，各期限 SHIBOR 的月均利率始终维持在 3% 以上。其中隔夜、7 天、1 个月 SHIBOR 在 7-12 月的平均利率分别较 1-5 月平均水平上升 97bps、100bps 和 164bps。而稳定性更高的 3 个月 SHIBOR 在 7 月以来也始终保持在 4.7% 左右的高位，平均水平较 1-5 月高出 91bps (见图 1)。与此同时，金融市场利率上升的压力开始向长期传导，10 年期国债收益率从 8 月开始总体走高。二是存款余额波动加剧，存款利率普遍抬升。2013 年季度交界时期存款余额波动有加剧之势，尤其是储蓄存款在季初大规模流失的状况更为突出。与之相伴的是存款利率竞争的白热化，2012 年央行宣布允许存款利率上限调整至基



准利率的 1.1 倍后，除部分城商行将各档次利率全面上浮外，大型商业银行及股份制银行大多仅调整了一年期以内存款利率，中长期存款利率则“按兵不动”。但 2013 年 6 月以来，股份制商业银行和国有商业银行陆续开始上浮一年期以上的存款利率，固定利率同盟出现分化。三是银行理财产品收益率持续走高。11 月末金牛网银行理财综合指数<sup>1</sup>升至 5.37%，超过 6 月末的 5.33%，创出该指数 2010 年创设以来的新高。2013 年年底，部分股份制商业银行 3 个月期理财产品预期收益率已达 8% 的历史最高水平。

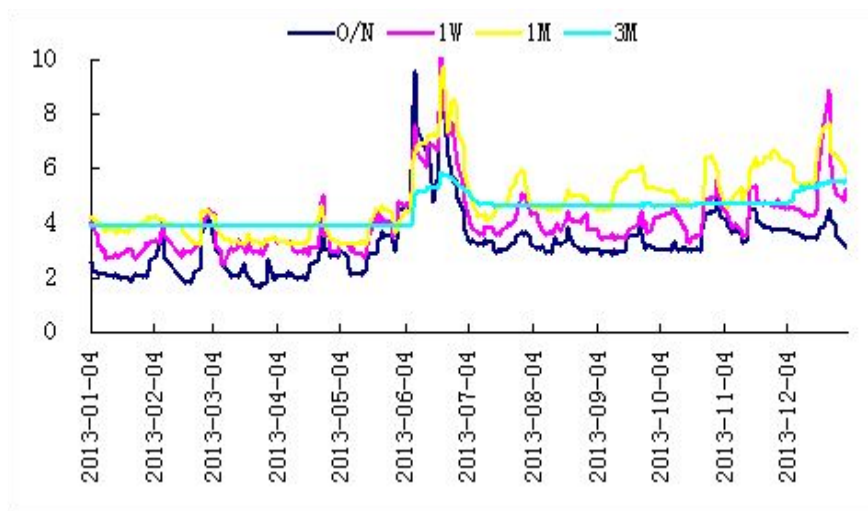


图 1 2013 年以来主要短期 SHIBOR 利率变动趋势 (%)

数据来源：Wind。下同。

**4. 人民币对美元汇率大幅升值。**2013 年，人民币对美元汇率整体表现出明显上升态势，汇率中间价累计升值 3%，且在年内累计 41 次刷新 2005 年汇改以来新高，而 2012 年全年仅升值 0.25%。根据国际清算银行公布的数据，2013 年前 11 个月，人民币实际有效汇率和名义有效汇率分别升值 7% 和 6.4%。然而这一数据在 2012 年分别仅为 2.2% 和 1.7%。人民币快速升值的原因在于：一是中央稳

<sup>1</sup>金牛理财指数由中国证券报主办的金牛理财网发布。该网站从国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行三个组别中，分层选取共 20 家样本银行，又根据理财产品的发行主体、期限、是否保本等特征，构造了 16 个理财指数，统称“金牛银行理财 20 系列指数”。每一个指数由包括计算日在内的近 7 个自然日中，样本银行开始销售的所有符合相应指数条件的理财产品的预期收益率，取简单算术平均计算而得。其中，理财综合指数的计算涵盖了全部样本银行在近 7 个自然日中开始销售的全部理财产品。

增长措施产生效果，下半年中国经济弱势复苏带动人民币走强。二是美联储意外推迟 QE 退出以及美国财政风险上升使得美元指数走弱，人民币升值压力增大。与此同时，外汇占款也较上年激增。2013 年 1-11 月，金融机构外汇占款累计增长 2.5 万亿元（见图 2），比上年同期多增 2.15 万亿元。但是，我们认为人民币的强势升值并不具有稳固的基础，2013 年海外一年期美元兑人民币 NDF 报价基本高于国内人民币对美元即期汇率，说明海外市场一直存在人民币贬值预期。

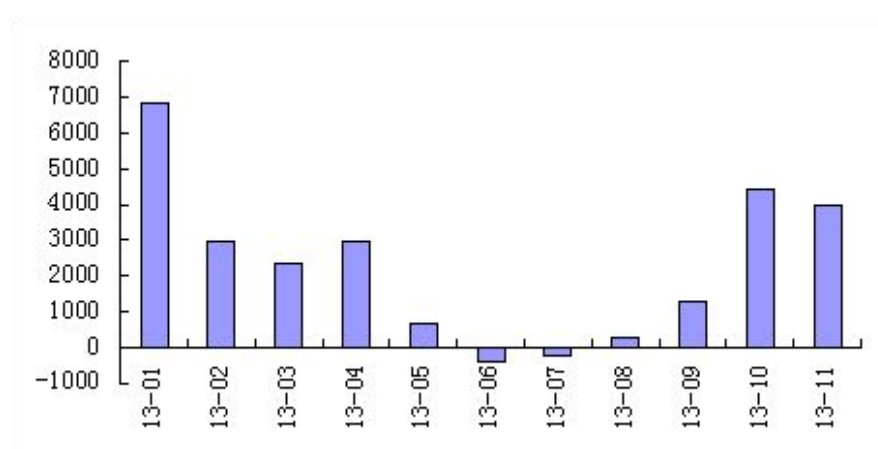


图 2 2013 年月度新增外汇占款（亿元）

5. **经济金融改革层出不穷。**为了更好地发挥市场在资源配置中的决定性作用，新一届政府把简政放权作为改革“当头炮”，全年取消和下放行政审批事项 300 多项，通过减少政府对市场的过度干预，赋予市场在资源配置上更多的决定权；以“营改增”为重头，大力推进财税体制改革；完善成品油价格机制，取消调价幅度限制；全面放开贷款利率，并推出同业存单业务，利率市场化向纵深推进；中国(上海)自贸区的正式挂牌，肩负着促进贸易和投资便利化，转变政府职能，深化金融改革的重要使命。十八届三中全会《决定》更是在诸多领域实现了政策突破，比如放开“单独”二胎政策以缓解人口红利衰减压力；加大国企改革力度提高经济运行效率；推进土地改革提高土地使用效率和农业竞争力，保护农民合法权益，等等，为下一步全面深化改革发出了动员令。



## （二）当前经济运行中存在的突出问题

1. 六大高成本是当前企业在经济转型升级中面临的突出挑战。一是劳动力成本过快上涨。2005-2012年我国城镇单位就业人员平均货币工资年均增长14.4%，2010-2012年农民工收入年均上涨17.4%，企业用工成本提高。二是资金成本过高。由于金融资源配置扭曲，资金充裕与价格高企并存，融资难、融资贵成为许多调整、转型中的实体企业难以逾越的障碍。三是土地成本过高。土地供给不足和价格过快上涨，一些东部地区仅能部分满足大型企业的用地需求，服务业发展也受到地价、房租的制约。四是流通成本偏高。不仅传统商业运行模式受高物流成本约束，而且网络销售、网店等新模式，也同样受到高物流成本的影响。五是知识产权保护成本过高。由于知识产权保护不力、执行成本过高等问题，很多有创新能力和意愿的企业，因创新产品、新技术容易被仿冒和剽窃，担心创新收入与收益严重不对等而被迫放弃。六是准入成本依然很高。据相关部门调查，有38%的企业希望通过进入其他行业实现企业转型，其中，纺织、服装、化纤、有色等行业超过50%的企业有转行的意愿，但普遍反映看好的行业门槛依然很高，看得见和看不见的政府干预依然过多。

2. 地方政府融资平台风险不容忽视。2013年底，审计署公布全国政府性债务审计结果。审计结果显示，尽管我国政府债务总体风险可控，但目前融资平台仍面临着以下问题。首先，地方政府债务规模增长过快。截至2013年6月底，省市县三级政府负有偿还责任的债务余额105789.05亿元，比2010年底增加38679.54亿元，年均增长19.97%，远超同期的GDP年均增速。其次，债务结构出现劣变。表现在两个方面，一是地方政府层级越低，债务扩张的速度更快，考虑到层级越低的政府债务偿还能力更差，这无疑意味着地方政府债务风险增加。截至2013年6月，省级、市级、县级年均分别增长14.41%、17.36%和26.59%。二是地方政府借短投长、期限错配现象增大了债务偿还压力及偿还过程中的流动性风险。地方政府面临的现金流偿债压力将在2014年达到高峰，规模将达到3.57万亿。第三，部分债务呈现恶化态势。截至2012年底，有3个省级、99个市级、195个县级、3465个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于100%，远多于2010年底的78个市级和

99个县级政府；有2个省级、31个市级、29个县级、148个乡镇2012年政府负有偿还责任债务的借新还旧率超过20%，也远多于2010年底的22个市级政府和20个县级政府。**第四，部分偿债来源不稳定不持续。**截至2012 年底，11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务占省市县三级政府负有偿还责任债务余额的37.23%。而目前越来越多的三四线城市存在供应过剩，房地产热度的降温将会影响土地收入的增长。未来随着更多公路取消收费，高速公路投资回报率还将下降，也会进一步增大地方政府的偿债压力。

**3. 产能过剩矛盾累积制约经济增长与转型升级。**一方面，我国产能过剩行业已从钢铁、有色金属、建材、化工、造船等传统行业扩展到风电、光伏、碳纤维等新兴产业。钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、船舶等传统行业产能利用率大都低于75%，明显低于国际通常水平。与此同时，风电、光伏、碳纤维等新兴战略性新兴产业也出现产能过剩。我国太阳能光伏电池、风电设备产能利用率均不足60%。另一方面，尽管产能呈现大面积过剩，但过剩行业的投资仍在增长，这些产能严重过剩行业仍有一批在建、拟建项目，而且大部分为现有水平的重复投资，新的中低端产能继续积累，必将导致过剩程度进一步加剧。究其根源，主要是由于政府干预、国有企业改革滞后、以及现有干部考核等体制性问题。如不及时加以调控和引导，可能导致产能全面过剩和市场的恶性竞争，带来经济效益低下、企业停产倒闭、人员失业下岗和不良金融资产大量增加等问题，甚至引发系统性风险。

**4. 房地产市场价格高企、区域分化等问题日益突显。**2013 年，全国房价整体呈现上涨态势，但区域分化格局日益明显。一线城市中，除广州同比上涨 8.7% 外，其他一线城市涨幅均超过 10%，其中上海同比上涨 20.1%；二线城市房价则基本平稳，总体变化不大，仅重庆有超过 20% 的涨幅；三四线城市整体涨幅低于一二线城市，温州等部分城市房价甚至出现连续下跌态势。

以往一二线城市和三四线城市，房地产市场变化趋于一致，而且一线城市往往具有先导、带动作用。但经过近年来的迅猛发展以后，房地产市场区域格局发生了趋势性变化。三四线城市呈现住房和土地供给“双松”状态。由于住房供给持续增加，人口集聚速度趋缓，三四线城市开始出现供大于求局面。但在现行财



政框架下，为了推动市政建设和维持财政平衡，政府仍继续供应土地，导致住房供求关系更加宽松，一些城市泡沫开始破裂。与此相反，一二线城市则呈现住房与土地供给“双紧”状态。由于就业吸纳能力提高和公共服务较为完善，城市规模仍处于持续扩张状态，刚性需求旺盛，但这些城市住房用地占比偏低，土地和住房供给相对不足，价格上涨压力较大，导致泡沫进一步膨胀。

**5. 货币金融投放的产出效率下降。**目前我国经济领域出现了“金融热、实体冷”的背离现象，货币供给在存量较大的基础上继续较快增长，但宏观经济数据却相对疲弱。具体表现在以下几方面：首先，单位货币所带动的产出逐渐下降。2005-2008年，1元社会融资量能带动4元GDP；2012年，1元社会融资量能带动3.3元GDP；2013年1-6月，1元社会融资量只能带动2.44元GDP。第二，工业增加值与货币供应出现背离。过去几年M2和社会融资总量累计同比增速与工业增加值累计同比增速同方向变动，但2012年以来，M2和社会融资总量累计增速持续上升，工业增加值累计增速却持续下降。导致货币投放产出效率下降的主要原因有两个：首先，长期以来我国经济过度依赖投资增长模式，“投资回报递减”的规律开始显现，投资效率的逐渐下降也意味着等量的投资将带来越来越少的GDP产出。第二，政府干预和政府隐性担保使得资金大量投入到运行效率低下的部门。新兴战略产业，如光伏等新能源产业，甚至是钢铁、有色金属行业，这些严重产能过剩的行业，或多或少都有产业政策和地方政府主导的影子。地方政府的干预也影响了部分银行对这些行业贷款的及时退出。由地方融资平台支持的基础设施建设，并不都具有充足的经济合理性，但通过土地收入、土地抵押以及政府的隐性担保，支撑着资金源源不断流入这些领域。

**6. 宏观政策去杠杆和微观主体加杠杆之间矛盾。**2013年以来，在新一届政府宏观调控“底线思维”和“合理区间”理论指导下，央行货币调控的态度发生重大转折，对于季节性和临时性的流动性紧张不再无条件释放流动性来维护银行体系支付稳定，而是借助市场力量促使金融机构做好流动性管理。而且，监管层交替使用各项去杠杆的政策和手段，先后开展了同业业务和票据业务检查、对债市清理整顿以及出台了以银监会8号文为核心的理财业务相关管理规定，可以看

出政府宏观层面去杠杆倾向明显。与此同时，随着三季度后国内经济弱势复苏，企业经营活力回升，企业对资金的需求明显增加，在负债率居高不下的同时仍有强烈的资金需求。2013 年 10 月，工业企业资产负债率 58.4%；2013 年 1-11 月，工业企业负债月均同比增幅达 11.2%，仍保持较快的增长速度，如前所述，地方政府融资平台负债率也在快速增长。总体来看，当前宏观政策去杠杆与微观主体加杠杆并存，这一矛盾不仅会导致相关宏观政策效应的减弱，同时也会引发资金价格的较大波动，对经济金融系统的稳定性产生负面影响。

上述矛盾相互影响、相互转化，共同推高了资金杠杆和经济运行的脆弱性。地方融资平台依托政府的显性和隐形担保，在 GDP 增长和基础设施建设需求的推动下，往往不计成本融资。由于房价过高，存在暴利，且受到融资限制，房企总是存在资金饥渴症。这二者一起推高了整体资金边际价格，制造业严重产能过剩和融资平台资金效率偏低，使得利润水平远低于融资成本的现象相当普遍。而金融机构在追求利润和规避监管的驱动下，开始寻求通过表外业务和同业业务扩张资产，在推高杠杆的同时也使融资链条不断拉长，资金在金融系统内的自我扩张过快，并与实体经济相脱节。

## 二、下一阶段中国宏观政策调整预测和走势展望

### （一）政策调整与改革方向预测

2014 年，我国将继续坚持宏观政策稳定、微观政策放活、社会政策托底的总体思路，在维持总需求基本稳定的前提下着力深化体制改革，促进经济运行向“新常态”平稳过渡。

**继续实施积极的财政政策。**出于对政府债务风险的担忧，积极财政政策的发力点将有所调整，预计会体现在：大幅度扩大赤字规模和赤字率的可能性不大，在以“营改增”为主的结构型减税方面加大做“减法”的力度，在民生投入上加大做“加法”。具体而言，其一，推进税制改革，一是继续推进“营改增”，在全国范围内将邮电电信业和铁路运输业等行业纳入营改增试点，促进增值税从生产型向消费型转变；二是继续推进消费税改革，调整征税范围、环节和税率，发



挥消费税对高耗能、高污染产品及部分高档消费品的调节力度；三是逐步提高直接税比重，推进资源税从价计征改革，促进资源节约和环境保护，同时加快完善个税征管配套措施，建立健全综合与分类相结合的个人所得税制；四是加快房产税立法和改革，减少房产建设和交易环节税费，增加保有环节税收。五是清理规范区域优惠政策，转向实施产业导向税收优惠。其二，稳定财政赤字率、小幅扩大财政赤字规模。预计全国财政赤字规模增加到1.3万亿元，赤字率约2.2%。其三，加快深化政府预算体制改革，预算编制和审查重点由收支平衡状态更多向支出预算和政策转变。

**坚持实施稳健的货币政策。**2014年央行仍将继续实行“中性稳健”的货币政策，在保持政策延续性的同时，增强一定的灵活性，适时适度进行预调微调，稳定市场主体预期。具体包括：首先，政策基调仍将延续2013年下半年以来的转变，体现“中性稳健”的特色，继续贯彻“保持定力”、“精准发力”的政策思路，不随便出手干预资金配置；同时注重预调微调，发挥流动性“总闸门”的作用，引导商业银行加强流动性和资产负债管理，引导货币信贷与社会融资平稳适度增长。其次，引导信贷资金“用好增量”、“盘活存量”。通过信贷政策引导商业银行调整信贷资金结构，用好增量，实现有扶有保和有控有压。提高信贷资金周转速度和资金使用效率，防止信贷资金被无效占用。预计全年M2增长控制在13%左右，社会融资总量增长规模在18万亿元左右，其中人民币信贷增长规模在9万亿元左右。流动性将呈稳中偏紧态势，资金价格中枢将有所抬升，银行间市场利率可能长时间维持在较高水平。

## （二）2014 年经济形势展望

中国经济正处于改革和发展的重要战略机遇期，2014 年仍具备保持稳定增长的基本条件。首先，虽然内需存在一定下行压力，但国内需求和供给潜力仍然巨大。第二，改革红利逐步释放，虽然资本和劳动力要素对经济增长的贡献率会有所下降，但新一轮改革将大幅提高全要素生产率。第三，宏观调控水平不断提高，宏观政策仍具备运用空间。当前我国总体资产负债安全，财政赤字和政府债务余额均处于安全线内。银行基准利率和存款准备金率较高，调节流动性的手段

和工具储备充足。本届政府提出了要确保经济运行在合理区间的政策要求，2014 年一旦出现经济下行压力时，政府仍会通过适度的政策刺激来确保经济增长不跌出下限。但同时，我国社会发展中的深层次矛盾和问题正在逐步显现，经济运行中存在产能严重过剩、地方政府债务风险增加、财政收入减缓等问题。从三驾马车的状况看：首先，受终端需求不振、产能过剩及利润偏低等因素影响，制造业企业投资意愿将有所降低；开工面积连续两年增速较慢和部分地区的销量迟滞会影响房地产投资；受投融资平台负债率较高、税收收入下降、土地收入增幅下滑影响，地方政府投融资能力不足，基础设施投资增长将有所下降；营业税改增值税试点范围和领域扩大有利于服务业投资，但相对于基建、房地产和传统制造业，其支撑作用尚不足。预计 2014 年固定资产投资增长会略低于 2013 年，全年增长 19% 左右。其次，居民实际可支配收入增长有所放缓，将直接影响到居民的实际消费能力；信息消费、社区消费等新型消费模式会显示较大潜力；严格公务消费对抑制餐饮等消费的滞后影响逐渐减弱。预计 2014 年社会消费品零售额增长保持基本稳定，增速在 13% 左右。第三，世界经济仍处于危机后的恢复期。IMF 在 10 月发布的《世界经济展望》中，预计 2014 年全球经济增长将在 3.6% 左右，高于今年的 2.9%，成为出口稳定增长的重要背景，预计 2014 年出口增长在 9% 左右。

从最近两年经济增速持续放缓但国内就业并未出现很大压力也可以看出，目前 7.5% 左右可能就是当前中国经济的潜在增长率水平。因此，除非出现大的外部冲击，否则在当前水平上，GDP 增速再出现大幅下滑的空间和可能性都很小。在综合考虑以上正反两方面因素的影响。预计全年经济增速能保持在 7.5%—8% 的区间内，全年 GDP 实际增速约为 7.6% 左右，较 2013 年略有下降。

### 三、宏观经济金融新形势下商业银行关注点

——加快转型，积极应对经济增速放缓和结构调整对商业银行带来的影响。经济增速的放缓将带来对银行信贷需求和其他金融服务需求增长的逐步下降，从而使国内银行这些年主要依靠规模扩张的增长方式难以为继，高速增长黄金时



期将终结。商业银行在顺境中掩盖的资产质量、管理等问题也将逐步显露。2013年以来,商业银行新发生不良贷款额和不良贷款率均呈现上升势头,逾期贷款余额和占比也呈现出一定的上升趋势。

与此同时,我国经济结构调整的压力与日俱增。产业结构方面,产能过剩行业面临漫长的去产能化过程,使得相关行业企业风险突出。钢铁、有色金属、多晶硅等产能过剩行业企业面临产品价格持续下跌、库存高企、应收账款恶化、环评及安全生产不达标所引发的信用风险。造船企业受航运市场持续低迷影响,新增订单量不足。批发零售业中钢贸、铜贸等涉及大宗商品贸易的企业风险较为集中,不良主要集中于经营困难的中小贸易型企业,资金挪用、联保联贷、存货质押、担保公司代偿等风险较为突出。工程机械行业资金耗用量较大,杠杆率较高,部分企业资金链紧张。而先进制造业、节能环保产业、现代服务业等新兴行业正迅速崛起。区域结构方面,我国经济增长动力正由东部向中西部地区转移。表现在贷款上,则是东部沿海区域性风险蔓延。与2012年相比,2013年区域性风险已从浙江、江苏等个别沿海省份蔓延至东部沿海大部分区域,一些商业银行福建、广东、上海等地区分行不良贷款余额和不良贷款率均较2012年末有所上升。同时,城镇化的加速推进正在改变我国的城乡经济结构。经济结构调整伴随着金融资源重新布局,不仅可能引发局部信用风险的集中暴露,也要求银行及时对渠道布局、客户结构、知识技能等进行调整升级。

**——提前部署,高度警惕融资平台财政风险向金融领域转移。**化解地方政府性债务风险是2014年六项重点经济工作之一。由于地方政府没有独立发债权加之资本市场尚不发达,因此在地方政府性债务中,银行贷款的比例较高。如果这一问题不解决,可能会造成财政风险向金融领域的转移。但地方政府债务问题是我国经济社会发展过程中长期形成的特殊问题,因此解决起来不可能“一蹴而就”,需着眼长远,从制度、体制和机制角度作出长久性的安排,而不应仅限于“非常时期”的“非常举措”。银行应在严格控制新增信贷的同时,对存量贷款制定有序退出的计划,对还款计划明确、执行到位的,可通过展期、再融资和重组等方式适当延长贷款期限,用3到5年时间逐步释放风险。要为地方政府债务

问题的解决预留出时间和空间来,如操之过急,可能会诱发新一轮的“逃废债风”,导致财政风险转嫁给银行,不仅破坏社会正常的信用秩序,而且会引发挤兑及支付链破裂等严重问题。同时,应做好地方政府发债、融资方式转变的准备,积极介入地方债的发行承销工作,维护与地方政府的长期良好合作关系。

——**未雨绸缪,研究应对利率市场化步伐加快对银行经营的冲击。**2013 年我国银行业的平均 NIM 同比已下降超过 10 个 BP。利差环境的变化将增大银行盈利增长的难度。经测算,未来利率市场化实现后,在现有客户结构、业务模式不发生变化的情形下,2020 年我国银行业 NIM 可能较 2012 年下降 60-70bps,降至 2%左右,2025 年 NIM 可能进一步降至 1.4%左右。利率市场化将深刻改变银行业的竞争格局。部分定价能力、风控能力、创新能力强的银行将在竞争中逐步胜出,综合服务能力较强的大型银行也具有一定优势。在利率市场化逐步实现的过程中,建立银行同业定价协调机制将有利于经济金融的稳健发展,保证各成员银行的话语权和自主权和有效避免恶性竞争,但其完善、成熟需要一个过程,期间可能会有银行根据自己资金状况、破坏价格协调机制的情况发生,尤其是在流动性紧张的特殊时期。

——**加快创新,主动迎接互联网金融等“新金融”对银行盈利的冲击。**近年来,以网络金融、移动金融为代表的新金融发展势头迅猛,包括第三方支付、电子商务平台和电信运营商在内的各类机构,不断推出个性化金融产品,满足银行标准化服务难以覆盖的客户需求,已经逐渐发展成为现代金融体系中迅速崛起、颇具潜力、不容忽视的一股新势力。互联网企业利用所掌握的海量用户数据,开始逐步将服务由支付渗透到转账汇款、小额信贷、现金管理、资产管理、供应链金融、基金和保险代销等领域。这些都是银行的核心业务领域或转型重点领域,对商业银行提出了严峻的挑战。新金融的迅猛发展,将给商业银行带来竞争手段更灵活、市场反应更灵敏、创新能力更强的新对手。更值得关注的是,新金融将使客户的金融消费模式,进而使金融机构的服务模式发生巨大变革。客户对金融服务的时效性、便利化与个性化要求愈来愈高,若想在竞争中始终占据优势,竞争主体就必须能够及时应用新技术手段满足客户不断变化的消费习惯。能否准确



把握新金融的发展趋势、提前布局，决定着商业银行未来的竞争地位，甚至生死存亡。

——**提高警惕，高度重视银行理财产品可能带来的声誉风险。**理财产品是商业银行顺应融资多元化和客户资产管理需求而进行的一种创新行为，其在满足实体经济融资需求、带动直接融资发展、促进资本市场壮大、优化居民资产配置和助推商业银行经营转型等方面发挥着重要作用。但在当前宏观经济增速明显放缓、严重产能过剩、地方政府融资平台债务风险凸显、货币金融投放产出效率下降的背景下，部分企业生产经营困难，资金链持续紧张甚至有断裂的迹象，项目投资面临的信用风险积聚，项目投后管理难度进一步加大。我们认为，虽然银行对大部分理财产品在法律意义上不承担偿付责任，但其风险的发生却会影响到商业银行的声誉。因此，要密切监控理财资金的投向和投量，对其进行类信贷风险予以严格控制，对相关风险要做到准确判断和防范化解。