



## 三驾马车增速回落反映增长乏力 汇改扩大波幅表明改革再进一步

——2014 年 3 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 李露 孙含越

执笔：杨苒 孙含越

yangxing@icbc.com.cn

hanyue.sun@icbc.com.cn

相关研究：

2014/3/26 《房地产市场走势变化  
及其对我行经营的影响》

2014/3/24 《“两会”勾勒未来中国  
改革发展蓝图》

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。

- 从经济运行来看，2014 年 1-2 月，我国规模以上工业增加值同比实际增速创近年新低，固定资产投资、社会消费品零售总额、出口同比增速均不同程度回落，表明宏观经济增长回升乏力。当前经济增速大幅低于预期已不仅仅是季节因素所能解释，深层次原因还在于中国经济正处于阶段性的减速期，结构调整和经济转型矛盾积累所致。从物价来看，2 月 CPI 同比涨幅回落，折射需求乏力；PPI 在工业品严重产能过剩制约下仍然负增长。
- 从金融运行来看，2 月我国货币供应量增速小幅回升，而表外融资继续向表内转移。值得注意的是，货币投放的基础动能呈显疲弱现象：贷款新增低于预期；人民币汇率持续贬值；外汇占款大幅下降。央行加大了公开市场预调微调力度，同时受节后资金回流影响，2 月初至 3 月中下旬银行间市场资金面初显宽裕，主要利率明显回落。2 月中旬之后，人民币呈现持续贬值走势，而央行以此为契机进一步推进汇改，扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度至 2%，预计未来人民币兑美元汇率将呈双向波动、宽幅震荡走势。
- 受经济增速下滑、4 月将重启 IPO、房地产市场降价预期等因素影响，股票市场持续低位震荡。

## 目 录

一、经济运行动态分析.....	1
(一)工业增加值:增速创近年来同期新低,增长动力较为疲弱.....	1
(二)制造业采购经理指数:官方 PMI 略高于临界点,汇丰 PMI 为近 7 个月最低.....	2
(三)外贸:出口大幅下滑,贸易逆差显现,未来出口增速有望逐步回升.....	3
(四)价格总水平:CPI 同比涨幅回落,折射需求乏力.....	4
(五)房地产市场:量价均出现高位回调,房地产开发投资明显回落.....	5
二、金融运行动态分析.....	5
(一)社会流动性:货币供应量增速小幅回升,表外融资继续向表内转移.....	5
(二)银行间市场流动性:银行间市场利率回落,市场资金较为宽裕.....	8
(三)人民币汇率:人民币持续贬值,未来双向波动宽幅震荡.....	9
(四)股票市场:市场持续低位震荡,未来政策利好支持回暖.....	10
三、关注热点:房地产市场短期内降价换量,长期来看将回归理性.....	11

## 图表目录

图 1 历年 1-2 月工业增加值累计增速折线图.....	1
图 2 消费和投资增速折线图.....	1
图 3 官方与汇丰 PMI 折线图.....	2
图 4 进口及出口当月同比增速折线图.....	3
图 5 CPI 环比及同比增速折线图.....	4
图 6 2013 年至今商品房新开工、竣工及销售面积累计同比增速.....	5
图 7 货币供应量增速.....	6
图 8 金融机构新增人民币贷款.....	7
图 9 银行间市场主要利率走势.....	9
图 10 人民币兑美元 CHY、CHN、NDF 走势.....	10

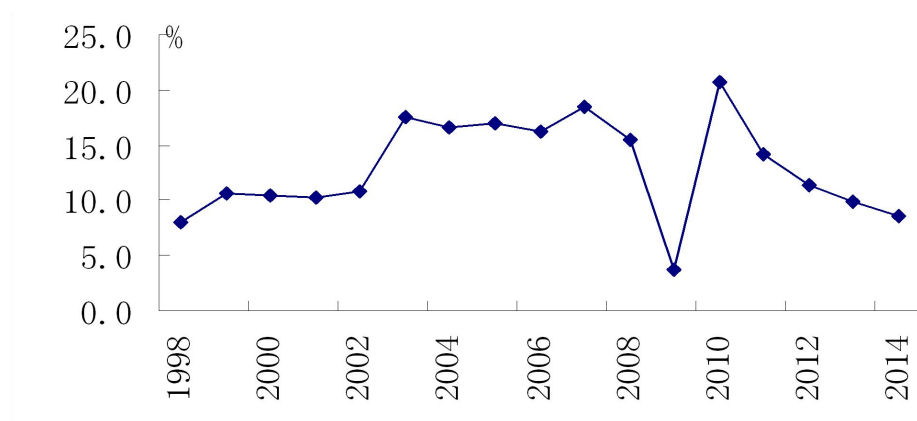


## 一、经济运行动态分析

### （一）工业增加值：增速创近年来同期新低，增长动力较为疲弱

2014年1-2月份，我国规模以上工业增加值同比实际增长8.6%，不仅低于市场预期，而且远低于往年同期，1998年以来仅1998年、2009年两次金融危机期间的同期增速低于今年1-2月增速（见图1）。工信部表示，中国2014年规模以上工业增加值增长预期目标定为9.5%，稍低于去年水平。

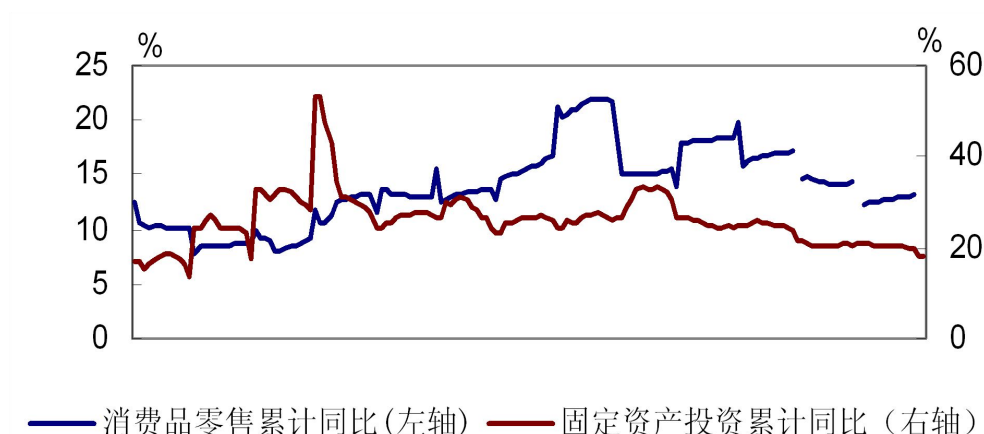
图1 历年1-2月工业增加值累计增速折线图



资料来源：CEIC，中国工商银行城市金融研究所数据库，下同。

从拉动经济增长的主要动力来看，2014年1-2月，全国固定资产投资同比名义增长17.9%，增速较2013年12月下降1.7个百分点，延续2013年8月以来持续回落态势，并创下2002年以来最低增幅。社会消费品零售总额同比名义增长11.8%，增速较2013年12月下降1.8个百分点，创下2005年2月以来最低增幅；扣除价格因素实际增长10.8%（见图2）。

图2 消费和投资增速折线图

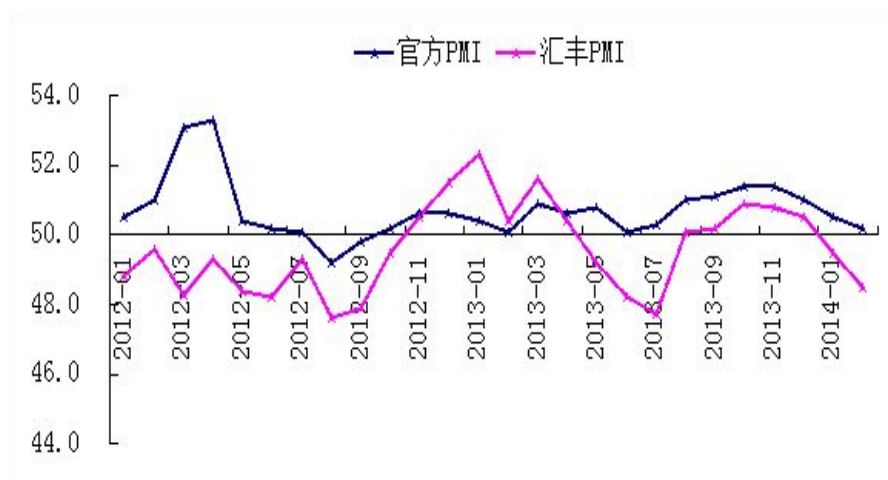


展望未来，投资中的三个主要构成部分，制造业全面过剩制约了其投资增长空间；基础设施投资空间很大，但由于地方债务问题越发突出而缺乏资金；房地产投资部分地区已形成泡沫，加上政府宏观调控，投资积极性也受到影响；这三因素决定了中国过去的高投资率难以为继。消费问题尽管政府过去几年采取了各种政策措施，但居民消费占GDP的比例，从2000年的46.4%，十多年来一路下滑，下滑到2008年的35.3%，2012年的36%。说明扩大消费是一个漫长的过程。

## （二）制造业采购经理指数：官方PMI略高于临界点，汇丰PMI为近7个月最低

2014年2月，中国官方制造业PMI为50.2%，比上月回落0.3个百分点，从去年12月开始，已经连续下降了3个月；汇丰制造业PMI为48.5%，为7个月来最低水平（见图3）。从官方PMI细项指标来看，生产指数和新订单指数位于荣枯线以上，生产指数为52.6%，较上月回落0.4个百分点，表明制造业生产继续保持增长态势，但增速有所放缓；新订单指数为50.5%，比上月回落0.4个百分点，市场需求增幅收窄。新出口订单指数连续三个月处在50%以下，显示出口不确定性增加。2月份的PMI分项数据显示，新订单、在手订单、采购量和原材料库存均在下降，表明企业主动生产意愿趋于弱化，这与季节性因素有关，年底和年初往往是工业生产的淡季。但1-2月的经济增速大幅低于预期已不仅仅是季节因素所能解释，深层次原因还在于当前中国正处于经济减速换挡期。

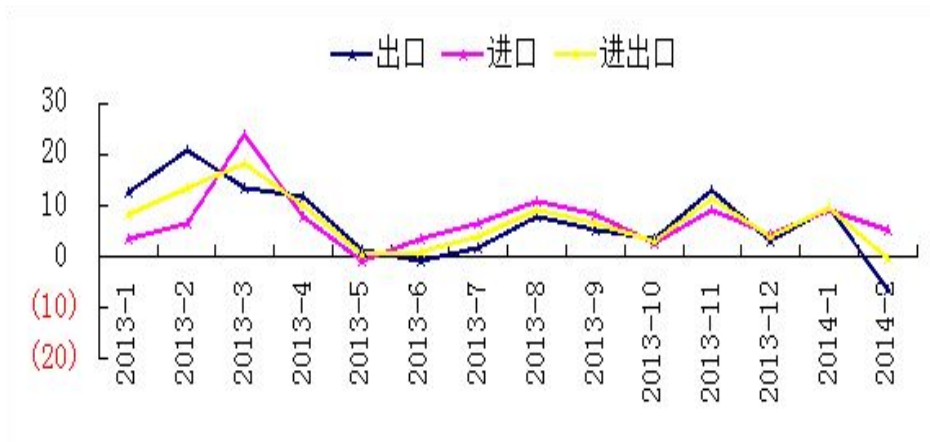
图3 官方与汇丰PMI折线图（2012.1-2014.2）



### (三) 外贸：出口大幅下滑，贸易逆差显现，未来出口增速有望逐步回升

2月我国进出口总值2511.8亿美元，同比下降4.8%。其中，出口同比增速从1月的增长7.6%逆转为下降18.1%，为2009年9月以来最低增速；进口同比增长10.1%，比上月高0.1个百分点（见图4）。贸易逆差229.8亿美元，规模为两年以来最大。分析本月出口回落的主要原因，一是受春节因素影响，外贸企业通常有节前“抢时出口”和节后“进口先行”的经营习惯，将本应在2月出口的商品提前至1月出口，导致1月出口规模上升、同比增速扩大，而2月出口规模相应下降、同比增速出现逆转。二是真实外需波动，年初美国经济出现下滑，对我国出口产生了负面影响。1-2月我国出口增速累计同比下降1.6%，其中对欧盟、日本的出口增速较去年全年增速回升，而对美国出口增速回落。

图4 进口及出口当月同比增速折线图（2013.1-2014.2）

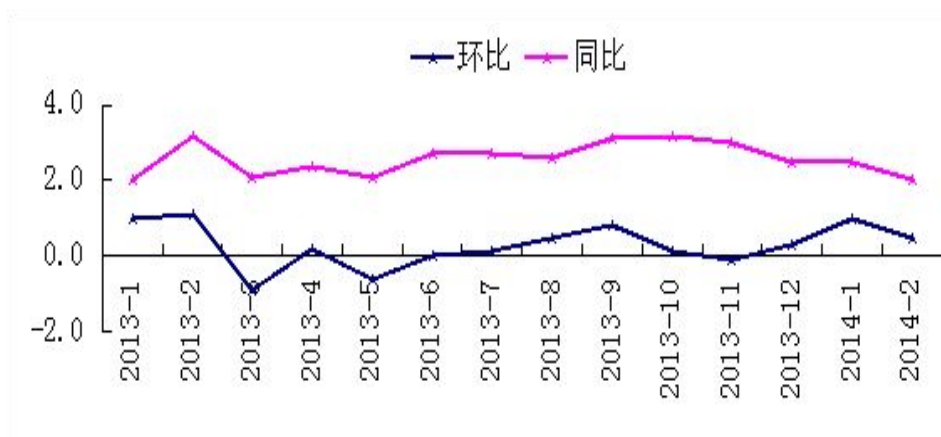


展望未来，首先，春节因素在 3 月份消失，根据季节性规律，3 月出口环比会大幅增长，这将带动 3 月当月出口同比增速回升，其次，年初真实外需的下滑应只是短期波动，美国经济下行受天气等短期因素影响较多，而美国最新公布的 2 月非农就业数据好于预期，显示经济并未脱离复苏的轨道。因此，随着短期因素的逐渐消退，在真实外需改善的主导下，未来出口增速有望逐步回升。

#### （四）价格总水平：CPI 同比涨幅回落，折射需求乏力

2 月，CPI 同比上涨 2%，涨幅较 1 月回落 0.5 个百分点，创近 13 个月新低（见图 5）。2 月份 CPI 涨幅进一步回落，反映出居民消费意愿下降，消费动力不足。2 月，工业品价格指数同比下降 2%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，已连续同比下降 24 个月，其中，生产资料价格和生活资料价格均继续保持下降。PPI 数据的持续走弱显示工业经济继续面临较大的下滑压力，其中生产者购进价格指数进一步下滑是拖累 PPI 跌幅扩大的主要原因。

图 5 CPI 环比及同比增速折线图（2013.1-2014.2）



展望未来，我们认为物价涨幅总体温和。两年多来，PPI 持续为负，表明产能过剩化解并没有结束，在当前投资下降，消费低迷，出口大幅回落的增长乏力阶段，生产制造企业经营困难很难改善。未来一段时期，由于虚拟经济和实体经济的错位，资产价格定价存在倒挂现象，工业企业生产背负过多压力，在国内经济增长乏力和外需不足的冲击下，生产低迷就会延续，企业采购意愿不足，因此我们预计 PPI 将持续为负。但总体来说，随着未来改革措施和相关政策的逐步落实，地方投资和企业开工也将有所恢复，美国就业指数超预期，外围经济将进一步改善。综上，预计 3 月价格数据将温和回调。

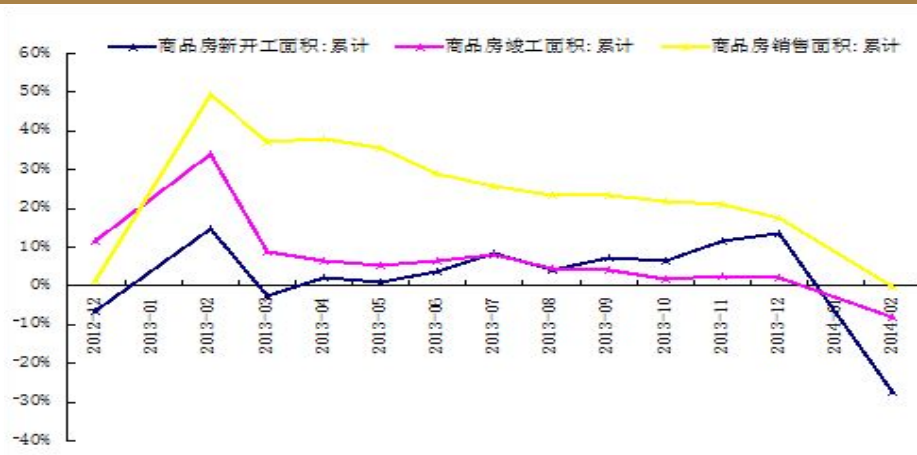




### （五）房地产市场：量价均出现高位回调，房地产开发投资明显回落

从成交量来看，2月商品房销售面积同比下降0.1%，为近一年来首次负增长。从成交价来看，百城住宅价格同比去年2月上涨10.79%，连续第15个月上涨，但涨幅比上月缩小0.31个百分点。2014年1-2月，房地产开发投资增速回落至19.3%，是近一年来的次低水平，其中住宅投资回落至18.4%，是近一年来的最低水平。1-2月全国房屋新开工面积下降了27.4%，而上年同期为正增长14.7%。竣工面积同比下降8.2%，较去年末回落10.2个百分点（图6）。

图6 2013年至今商品房新开工、竣工及销售面积累计同比增速

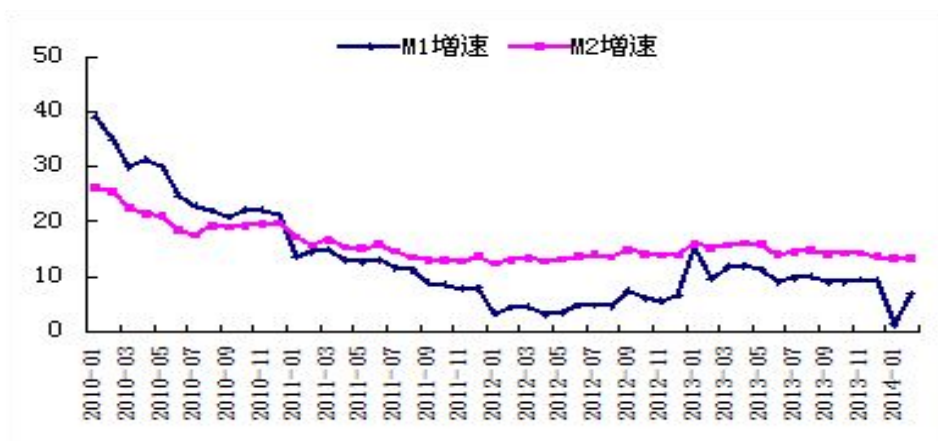


## 二、金融运行动态分析

### （一）社会流动性：货币供应量增速小幅回升，表外融资继续向表内转移

2月末，我国广义货币（M2）余额113.18万亿元，同比增长13.3%，比去年同期低1.9个百分点，比上月末高0.1个百分点；狭义货币（M1）余额31.66万亿元，同比增长6.9%，比去年同期低2.6个百分点，比上月末高5.7个百分点（见图7）。相较于1月货币供应量的“失速”，2月M1、M2稳步回升，双双较上月出现了小幅反弹。这主要得益于春节前，央行较为积极地采取了逆回购等方式向市场注入流动性，节后虽然重启正回购，但只是正常的春节后回笼资金。2014年《政府工作报告》将M2目标增速继续维持在13%，表明货币政策延续了稳健基调，年内将更多地采取预调微调方式保持经济的稳定增长。

图7 货币供应量增速速（2010.1-2014.2）



2月，社会融资规模为9387亿元，同比少增1318亿元，环比少增16458亿元，为近4个月以来最低水平。从融资结构看，本月表内业务同比小幅增长（人民币贷款和外币贷款合计增加7747亿元，同比多增398亿元），各项表外业务及企业债券融资同比均有明显减少。其中，新增委托贷款799亿元，同比少增627亿元，为2012年7月以来新低；新增信托贷款784亿元，同比少增1041亿元，为近4个月新低；未贴现的银行承兑汇票减少1411亿元，也为2013年8月以来7个月新低。我们认为，这主要有两方面原因：一是去年以来对影子银行的监管政策趋严，迫使银行主动压缩“非标”类资产。二是近期陆续出现的信托兑付<sup>1</sup>危机，及超日债违约<sup>2</sup>等事件表明风险正在逐步暴露，市场资金对信托、债券产品的认购持谨慎态度，部分资金由表外流回表内。

2月人民币贷款新增6445亿元，同比多增245亿元（见图8），信贷占社会融资总量占比上升至68.7%。从结构来看，2月新增居民贷款492亿元，同比少增721亿元，环比少增4427亿元。其中，中长贷款新增1238亿元，短期贷款减少746亿元。居民信贷大幅减少，一方面反映地产销量回落，另一方面表明消费不旺。同时，2月新增非金融企业贷款5946亿元，同比多增952亿元，环比少增2361亿元。其中，新增中长期贷款3163亿元，与去年同期持平；新增短期贷款2905亿元，较去年同期增加800亿元。非金融企业中长期贷款维持一定增速，主要原因在于商业银行去年底以来项目储备集中

<sup>1</sup> 2014年以来，中诚信托、吉林信托、华润信托等信托产品纷纷出现兑付危机。

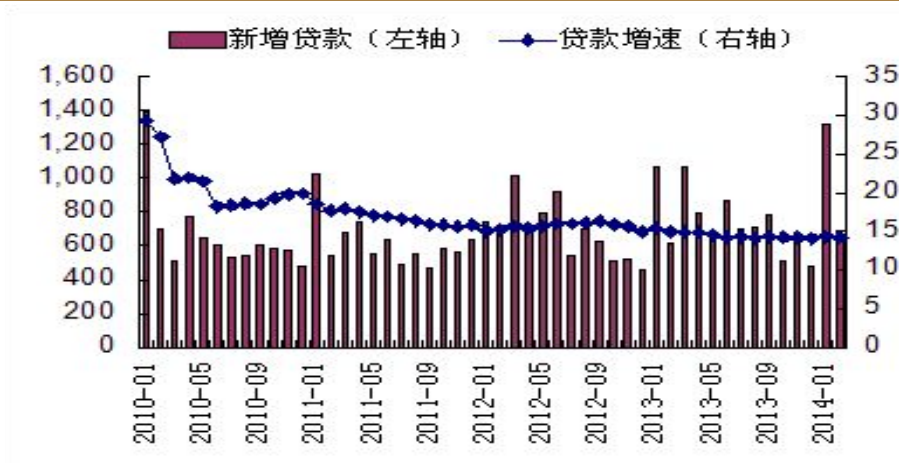
<sup>2</sup> 3月5日，\*ST超日宣布，“11超日债”本期利息将无法于原定付息日2014年3月7日按期全额支付，仅能够按期支付人民币400万元，而全部应付利息为8980万元。这是上世纪90年代中后期以来，中国债券市场出现的第一起实质性违约事件。这也宣告“中国式刚性兑付”最为核心的领域——公募债务的“零违约”被正式打破。





在年初投放。非金融企业短期贷款增加较多，表明企业补充流动性需求明显增加，这与2月PMI生产经营预期指数明显上升表现一致。

图8 金融机构新增人民币贷款（2010.1-2014.2）



值得注意的是，虽然2月货币供应量出现回升，但从货币投放的基础动能来看，目前仍显疲弱现象。一是受今年以来新增存款明显减弱影响（1-2月存款合计增长1.05万亿，低于去年同期8339亿元），商业银行贷存比达到近年同期最高的70.05%，银行贷存比的较强约束迫使商业银行信贷扩张动力减弱，2月人民币贷款新增环比下降6745亿元，低于市场预期。二是进入2月以来，在经济走弱以及美联储连续削减QE的影响下，人民币兑美元汇率出现持续贬值走势，从而减弱了热钱流入中国市场的动力，2月外汇占款新增创出新低（2月，金融机构外汇占款新增1282.46亿元，是去年10月份以来最低的一个月，较1月新增外汇占款4373.7亿大幅减少）。三是银行利用同业资产扩张表外贷款的动力减弱，这也使得同业渠道创造的新增货币减少。如1-2月，委托贷款、信托贷款、未承兑银行汇票三项规模为10106亿元，比去年同期减少1288亿元。这主要是因为政策层面监管强化，如中央去年底出台了规范影子银行发展的107号文，监管部门近期也开始落实影子银行监管政策，具体措施包括：银监会为了规范同业和理财业务，要求理财、同业等业务将由法人总部建立专营部门单独经营，其他部门和分支机构不再经营，6月末要见成效；银监会要求各金融机构于年内收缩地方融资平台的非标贷款等。

在未来货币动能趋弱的情况下，央行年初以来的货币政策微调还将持续。3月后，

随着一季度经济增速偏弱的数据得到进一步确认以及通胀水平的进一步回落，央行出于稳增长的需要，货币政策微调的空间也将加大，向公开市场释放更多的流动性，以进一步强化市场对于货币政策宽松的预期。但考虑到去年3月以及二季度较高的基数及货币增长动能偏弱，M2增速还可能下行至13%以下水平。

2月，人民币存款余额105.44万亿元，同比增长12.5%，比上月末高1.2个百分点，比去年同期低2.1个百分点。当月人民币存款增加1.99万亿元，同比多增1.22万亿元。其中，居民存款增加891亿元，非金融企业存款增加9736亿元，财政性存款增加4222亿元。2月存款新增回升的主要原因在于，1月末与春节假期重合，企业集中向员工发放奖金，而居民个人又将资金转化为理财配置，形成1月末时点存款大幅下降。随着部分资金在节后重新恢复为存款状态，形成了存款的正常回升。但从1、2月份累计来看，前两月新增存款仍较去年同期大幅降低，表明金融脱媒和金融创新对存款的分流作用十分明显，未来存款新增压力仍然较大。

#### （二）银行间市场流动性：银行间市场利率回落，市场资金较为宽裕

2月，受节后资金回流及1月份新增高额外汇占款影响，银行间市场资金面较为宽裕，主要利率出现较为明显回落。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为3.0%和2.99%，分别较上月下降85bps和99bps，且均为2013年6月以来的最低点（见图9）。市场基准利率方面，1个月及以下Shibor利率均出现较大幅度下降，2月末隔夜、7天、14天和1个月Shibor分别收于1.85%、3.53%、3.75%和4.32%，较上月末下降258.9、145.4、198和112.5个bps。分析其主要原因：一是春节过后流动性回流银行体系大幅缓解了节前资金紧张局面。二是1月份4374亿元的外汇占款增长助力市场资金面持续宽松。为缓解银行体系流动性过快增长，2月18日，央行时隔8个月重启正回购操作，并在此后两周内通过4次14天正回购回收市场流动性。与此同时，为打消市场关于央行可能重启央票发行的疑虑，央行表示，春节后开展正回购操作是惯例，不代表货币政策取向发生变化。

图9 银行间市场主要利率走势（2009.1-2014.2）



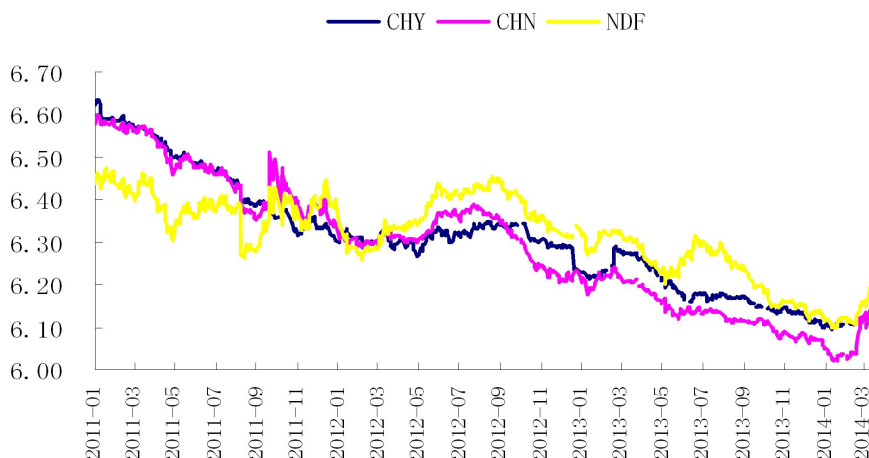
### (三) 人民币汇率：人民币持续贬值，未来双向波动宽幅震荡

2月18日以来，人民币汇率出现持续贬值走势。从人民币兑美元中间价来看，在2月的16个交易日里，人民币兑美元中间价有10个交易日下跌，6个交易日上涨，最大跌幅为43个基点，最大涨幅为30个基点。全月来看，自2月18日开始的持续两周的贬值，令人民币兑美元中间价较年初贬值0.37%。进入3月份以后，人民币兑美元汇率中间价贬值加速，3月21日，人民币兑美元汇率中间价报6.1475，再度创出年内新低。从人民币兑美元即期汇率来看，2月初至2月18日，即期汇率波动不大，18日之后，在中间价连续走低及大行购汇的影响下，至2月末，即期汇率连续9个交易日走低，累计贬值幅度达1.44%，跌至2013年8月初的水平。进入3月份以后，即期汇率再创新低，3月21日报收6.2045，较年初累计贬值近3%。而在岸人民币汇率贬值的同时，离岸人民币则出现了更大幅度的贬值，截至3月21日，香港市场美元兑人民币即期汇率定盘价较年初累计贬值1.28%（见图10）。

对于本轮境内外市场人民币汇率出现的持续走低，要从以下方面来看，一是近期人民币汇率走势是市场主体调整前期人民币交易策略的结果。二是随着人民币汇率形成机制改革的深化和市场决定性作用的发挥，人民币汇率双向波动将成为常态。三是人民币汇率在均衡合理水平上的双向波动有利于国际收支平衡，改善涉外经济环境，防范金融风险。经过本轮持续贬值之后，目前人民币兑美元即期汇价与中间价价差明显收窄，市场上曾经十分稳固的人民币升值预期也出现松动。随着市场预期扭转，人民币短期内或放缓跌势，步入弱势调整阶段；全年来看，汇率有望呈现双向波动、宽幅震荡走势，

总体升、贬值幅度或都有限。

图 10 人民币兑美元 CHY、CHN、NDF 走势 (2011.1-2014.2)



人民币汇改更进一步。3月15日，央行宣布自3月17日起，扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度至2%。这是央行继2007年和2012年之后第三次扩大人民币汇率波动区间，表明人民币汇率市场化进一步向前迈进。央行此番扩大波幅的时机把握十分精到，凸显了将人民币汇率改革不断向前推进的决心，央行表态基本退出常态式外汇干预也给货币政策留出了更加灵活的空间。但是，对本次政策举措不宜过度解读，相比于汇率波动幅度，培育形成更加完善的人民币汇率中间价形成机制对于人民币汇率制度改革更为重要。扩大汇率波动幅度会使套利资金面对较大的汇率风险敞口，套利难度上升，有利于减缓套利资金的流入。

#### （四）股票市场：市场持续低位震荡，未来政策利好支持回暖

截至2月28日，在节后资金回流带动下，上证指数报2056.3点，单月微幅上涨1.14%，在连续两个月下挫之后略有回升；深成指数报7365.93点，单月下跌2.73%，连续第三个月持续下跌。进入3月以后，上证综指和深证成指仍在低位震荡，截止3月21日上证综指收于2147.62点，较上月末下跌8.68点；深证成指收于7241.57点，较上月末下跌124.36点。分析股市低位震荡的原因，一是市场仍处于相对敏感期，近期央行持续开展逆回购操作，季末资金压力仍然存在；二是IPO将于4月重启，同时新股发行进一步产生资金分流效应；三是统计数据显示，1-2月房地产市场投资明显下降，成



交相对疲软，个别城市楼价“腰斩”，地产股严重下挫。

在此背景下，3月25日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署进一步促进资本市场健康发展的六大举措，包括要求积极稳妥推进股票发行注册制改革，加快多层次股权市场建设，鼓励市场化并购重组，完善退市制度，促进上市公司提高效益，增强持续回报投资者能力。由国务院会议层面提出的部署与肯定，将对股票市场回暖产生利好。展望未来，在一、二月份宏观经济数据不佳、三月份季末流动性趋紧的情况下，短期市场仍将震荡调整，但在“两会”之后政策陆续出台的利好时期，大盘仍有可能出现回暖。

### 三、关注热点：房地产市场短期内降价换量，长期来看将回归理性

进入2014年之后，一路高歌猛进的全国楼市突然出现“分水岭”。江苏、山东、安徽等地的多个三四线城市楼市交易疲软，个别地方成交量甚至“腰斩”。1月，百城住宅均价同比上涨11.10%，涨幅较上月缩小0.41个百分点。京沪广深4个一线城市二手住宅价格同比涨幅比去年12月份均有所回落，杭州新建住宅价格环比下降0.1%。2月，多数城市供应量和成交量仍处于低位，百城住宅价格涨幅比上月缩小0.31个百分点，在延续一二线城市与三四线城市之间的区域分化态势之外，一、二线城市内部也出现分化趋势。

分析房地产市场出现明显调整原因，我们认为：一年多来，新一届政府不再统一部署全国楼市一刀切的调控政策，而是向各个地方政府为主导的自主调控逐步过渡；逐步扩大供给，加大保障房建设和分配，将房价交由市场供求关系决定。在“政府保障和市场配置结合，城市分类指导”的总基调下，随着房地产市场供应量的加大，供需矛盾有望缓解，行业发展日趋理性。但不同城市分化或将进一步加剧，少数热点城市供不应求矛盾依然明显，房价上涨压力继续存在；多数二三线城市供需基本均衡，房价总体平稳；少数三四线城市供应持续高于需求，若货币政策进一步趋紧，需求不足和房价下跌风险可能显现。随着城镇化的发展，资源和人口大量由边缘向中心城市集中，需求和购买力也都从三四线向一二线汇集，由于三四线城市建设过程中“摊大饼”的弊端显现，楼市将越来越呈现明显的分化。在此过程中，个别城市出现楼价下跌或者开发商集体降价属于正常显现。我们估计，近期房地产市场还是以降价换量为主，全面下挫的可能性较低，只是市场的正常调整。