



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济周报

2013 年 3 月 11 日

宏观经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010001
Wensheng.Peng@cicc.com.cn

林暾

分析员, SAC 执业证书编号: S0080512100003
Tun.Lin@cicc.com.cn

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111080022
Yang.Zhao@cicc.com.cn

第 229 期

“稳增长，调结构”新动向

国内：宏观数据与预期偏差不大

两会传递的信息显示全年政策组合为“宽财政、稳货币”，符合我们此前的预期。预算赤字扩大体现了财政政策宽松力度加大。货币政策从前期的稳中偏松向中性转变，对于影子银行的治理是未来需要关注的风险点。预计政府工作报告中的结构改革思路将体现在下一届政府的施政中，治理过剩产能、房地产调控、户籍改革、农村土地改革以及计划生育政策调整等将列入今年的议事日程。

1-2 月宏观数据显示经济增长保持回升的态势。虽然工业增加值和消费品零售增速回落，但固定资产投资和房地产销售扩张强劲，我们维持 1 季度 GDP 同比增速从去年 4 季度的 7.9% 小幅回升至 8.1% 的预测。我们对 2013 全年增长 8.1% 的估计有一定上行风险，但不足以促使我们现阶段上调预测。

2 月 CPI 通胀超出我们和市场的预期，但主要是食品价格的季节性上涨以及春节错位的影响所致。非食品价格和工业品价格涨幅保持平稳。我们对 2013 年 CPI 通胀预测做一技术调整，从 2.7% 上调至 2.9%，但我们仍然认为未来一段时间通胀压力总体温和，不构成货币政策紧缩的条件。

2 月新增贷款和社会融资总量较 1 月大幅回落，带动 M2 同比增速下滑。我们的分析显示，2 月外汇占款增量可能大幅减少，一定程度支持我们关于 1 月外汇占款激增主要源于短期资本流入的观点。而短期资本流入在 2 月的剧减，势必对基础货币扩张和国内流动性增长造成扰动，构成 2 月社会融资量回落的主要原因。总体来讲，我们判断货币政策从中性偏松向中性转换。

国际：全球货币还将持续宽松

欧美股指创近年新高，市场关心能否获得经济增长的支持，以及货币政策是否继续提供充裕的流动性，并维持较高的风险偏好。过去一周，包括欧央行、英格兰银行、日本央行在内的全球主要央行都召开了议息会议，我们的解读是发达国家主要央行继续维持宽松的货币环境，扶持经济增长。

美联储 3 月的议息会议预计将维持现有政策。劳动力市场的复苏力度仍然不强，未来几个月的改善趋势还会受到政府减支的负面影响，目前尚无证据证明 QE 对金融市场功能产生明显损害，因此维持 QE 显然利大于弊。

欧央行进一步调低今年的增长预测，核心国家与周边国家的金融分化虽有改善但仍然严重，因此现有的宽松政策亦难改变。我们预计下半年欧元区的经济将有所好转。在新行长黑田上任后，日本央行可能购买长期国债、风险更高的资产、提前开放式量化宽松。英格兰银行在未来也可能加大量化宽松。

近期中金宏观研究报告一览

1 月 21 日：中国经济软着陆（第 224 期周报）
 1 月 28 日：促进人口均衡发展迫在眉睫（第 225 期周报）
 2 月 4 日：看不见的城市，看不见和看得见的手
 2 月 18 日：日元贬值对中国经济影响有限（第 226 期周报）
 2 月 25 日：货币宽松的纠结增大（第 227 期周报）
 3 月 1 日：扩张动力呈现季节性下降——2 月 PMI 点评
 3 月 4 日：外汇占款激增的因和果（第 228 期周报）

本周主要经济数据及事件公布预告

海外

3 月 11 日（星期一）：意大利 4 季度 GDP
 3 月 12 日（星期二）：德国 2 月 CPI
 3 月 13 日（星期三）：美国 2 月零售数据和法国 2 月 CPI
 3 月 14 日（星期四）：美国 4 季度经常账户数据和 2 月 PPI，印度 2 月 WPI，菲律宾央行议息会议
 3 月 15 日（星期五）：美国 2 月 CPI 和工业产出数据和 3 月密歇根大学消费者情绪指数，欧元区 2 月 CPI

目录

国内：宏观数据与预期偏差不大.....	3
国际：全球货币还将持续宽松.....	10
宏观数据评论和前瞻.....	16

图表

图表 1：零售同比增速显著放缓，但环比增速有所恢复.....	4
图表 2：分项数据反映节约、反腐对零售的影响.....	4
图表 3：基建和房地产是拉动投资的主力.....	4
图表 4：2 月食品 CPI 上涨低于春节月份平均涨幅.....	4
图表 5：2 月烟酒价格环比下跌.....	5
图表 6：春节后农产品价格大幅下跌.....	5
图表 7：PPI 走势近几个月平稳.....	6
图表 8：2 月份 M2 同比增速回落，季调后环比显著放缓.....	6
图表 9：美国股市指数并未显著背离就业改善情况.....	11
图表 10：标普 500 走势与美联储资产扩张较为一致.....	11
图表 11：其他发达市场股指与央行资产扩张没有明显一致.....	11
图表 12：美国企业盈利状况相对其他发达市场更为突出.....	11
图表 13：欧央行下调 2013 和 2014 年欧元区经济增长预测（单位：%、图中区域为预测范围）.....	12
图表 14：欧央行下调 2013 和 2014 年欧元区通胀预测（单位：%、图中区域为预测范围）.....	12
图表 15：欧央行资产（单位：万亿欧元）.....	13
图表 16：通过融资换贷款项目累计净借入和借出的资金规模（2012 年 3、4 季度），单位：十亿英镑.....	15
图表 17：英国银行 5 年期 CDS 息差.....	15
图表 18：英国银行间 3 个月借款利率.....	15
图表 19：英国银行存贷比和核心一级资产比例（%）.....	15
图表 20：国内主要经济指标.....	18
图表 21：海外主要经济指标.....	19

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111080022
Yang.Zhao@cicc.com.cn

朱维佳

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111120042
Weijia.Zhu@cicc.com.cn

刘蓓

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080512120001
Liu.Liu@cicc.com.cn

刘博

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030006
Bob.Liu@cicc.com.cn

国内：宏观数据与预期偏差不大

周末国家统计局公布了1-2月经济活动数据以及2月的物价数据，人民银行公布了2月货币金融和社会融资数据。海关总署也在上周五公布了2月的进出口数据。其中，1-2月工业增加值同比增速较12月小幅回落，社会消费品零售总额的同比增速显著下降，固定资产投资同比增速则较12月显著回升；2月的出口同比增速大幅上升，进口同比则显著下跌，贸易余额维持顺差，但顺差较1月收窄。2月的CPI同比涨幅较1月大幅上升，PPI同比跌幅与1月持平。2月新增贷款和M2同比增速均较1月回落。

如何解读最新宏观数据所反映的经济走势？1-2月工业增加值和消费品零售总额数据的疲弱是否预示1季度的GDP增长有所放缓？2月CPI涨幅回升是否意味着通胀压力较大？最新的数据对未来宏观政策走势又有什么含义？

我们认为，1-2月的数据显示经济增长继续回升、通胀仍较温和的态势。1-2月工业增长虽略有放缓，但是房地产销售和固定资产投资的强劲上升仍将推动经济增长小幅回升，我们维持1季度GDP同比增长8.1%、全年GDP增长8.1%的预测。鉴于2月的CPI通胀超出我们此前预期，我们将全年CPI通胀预测从此前的2.7%上调至2.9%，但我们对未来通胀季调后环比走势温和上升的看法没有改变，上调CPI预测主要基于1-2月起预期通胀提高了未来各月的CPI基数，属于技术性调节。

结合近期的宏观数据，以及“两会”政府工作报告所反映的信息，我们维持今年宏观政策“宽财政、稳货币”的总体判断。由于当前流动性有显著好转，货币政策将从前期的“稳中偏松”向中性转变，今年降准、降息的可能性小。

经济增长保持总体向上的态势

工业增加值增速总体平稳

工业增加值同比增速小幅回落。1-2月工业增加值同比增长9.9%，略低于我们10%的预测，较去年12月小幅回落。环比来看，1月的季调后环比增速较去年四季度各月有明显放缓，但2月份有所回升。从分项看，重工业和轻工业增速均小幅放缓，但重工业增速快过轻工业这一去年8月份以来的趋势仍然持续。其中，汽车、水泥和电子设备制造等行业增加值的增速显著上升；钢铁和有色金属较前期小幅下降，增速显著放缓的是石油加工和发电等行业。分经济类型看，国有及国有控股增速放缓，外商及港澳台商投资企业增速加快。由于去年3月份工业增加值的环比走势大幅上升，因此基数效应可能导致今年3月工业增加值同比增速进一步下降。虽然工业增加值增速放缓，但总体仍属平稳。

零售明显回落

消费品零售增速回落明显。2013年前两个月社会消费品零售总额名义同比12.3%，较去年12月回落2.9个百分点（图表1），如果看实际增速，回落幅度更大些。从分项看，餐饮、粮油烟酒、服装鞋帽和石油制品的回落幅度居前（图表2）。这主要反映了政府最近厉行节约、加大反腐所导致的公款吃喝、奢侈品送礼和公务旅游等行为的减少。而房地产销售的大增则带动家电、装潢等消费保持高速增长。环比来看，1月份季调后环比增速下滑较大，2月份已明显回升（图表1）。向前看，政府的反腐措施所带来的集团消费和公款消费环比大幅下降的效应可能已经体现，未来消费品零售同比增速继续大幅下挫的可能性小。

投资增速显著上升

固定资产投资增速显著上升。1-2月固定资产投资同比增速21.2%，较去年全年加快0.6个百分点，我们估计较去年12月单月同比增速加快1.4个百分点。用PPI消胀后的实际增速23.2%，较12月加快1.1个百分点，显示投资扩张的动力较强。其中，房地产和基础设施投资增速均强劲上行，制造业投资稳中趋稳（图表3）。房地产施工面积同比增速显著上升，新开工面积累计同比增速则从去年12月-7.3%大幅上升至14.7%。固定资产投资资金来源增速也重新回到相对高位，这得益于国内贷款和国家预算内资金对投资的支持，这和1月份非金融类公司新增贷款大幅增长的表现一致。

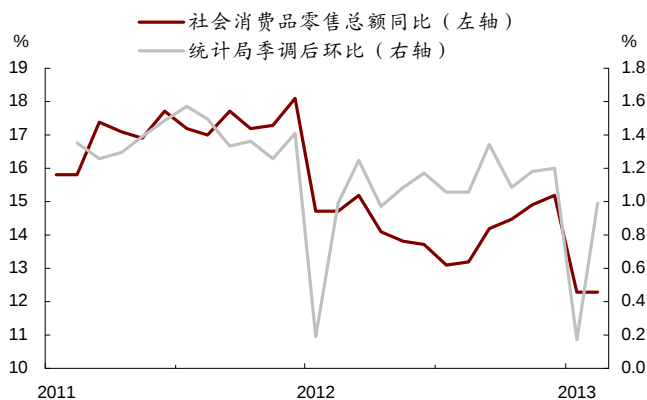
基数效应推升出口增速

进出口改善，基数效应尤其推升出口同比增速。将 1、2 月数据合并计算可以消除春节的扰动，1-2 月进口累计同比增长 5%，跟去年底相比平稳上升，反映内需处于温和回升过程中。1-2 月出口累计同比增长 23.6%，较去年底大幅提升，这一数值受到去年 1-2 月低基数影响，但从环比看出口还是有所改善。海关总署出口经理人指数连续第 3 个月环比回升，反映出口走势趋于乐观。将 1、2 月合在一起看，中国对美国、欧盟、日本出口增速都出现回升，对欧盟出口同比增速由负转正，对日本出口同比增速由负转为零增长。主要出口商品中，劳动密集型产品出口扩张显著，机电产品平稳增长。主要进口商品中，铁矿石进口量跌价升。2 月贸易顺差 152.5 亿美元，比 1 月 291 亿美元顺差大幅减少，将是 2 月外汇占款增长放缓的一个因素。

房地产业将是 1 季度 GDP 主要推动力

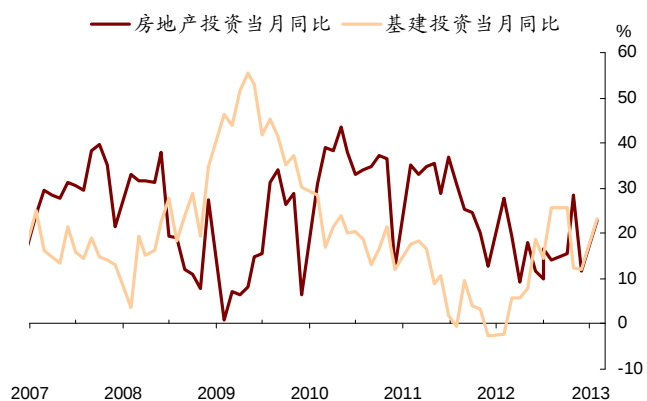
房地产业成为 1 季度 GDP 增速继续上升的主要动力。值得注意的是，1-2 月在房地产投资增速加快的同时，商品房销售面积同比增长近 50%，销售额同比增长高达 77.6%。房地产投资的上升和销售的大增，将从两方面推动 GDP 增速。一方面，房屋销售数据意味着当期的房地产业增加值增速大幅上升，支持 1 季度 GDP。另一方面，房地产投资以及基础设施投资的增速上升，意味着建筑业产值增速也将上升。我们预计房地产业和建筑业的上升将抵消工业及消费零售的回落，我们维持 GDP 同比增速在 1 季度上升至 8.1% 的判断。

图表 1：零售同比增速显著放缓，但环比增速有所恢复



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 3：基建和房地产是拉动投资的主力



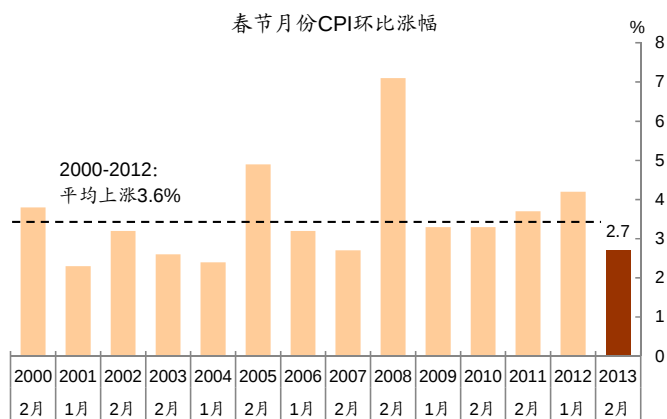
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 2：分项数据反映节约、反腐对零售的影响

指 标	1-2月		较12月增速变动幅度 (百分点)
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	
限额以上企业(单位)商品零售	16,724	11.0	-4.4
粮油食品、饮料烟酒	2,589	12.1	-6.2
服装鞋帽、针纺织品	2,011	9.4	-7.0
化妆品	263	12.5	-4.0
金银珠宝	530	14.3	-5.3
日用品	634	13.0	-8.9
体育、娱乐用品	74	12.1	-10.2
家用电器和音像器材	1,015	16.7	7.0
中西药品	845	16.7	-4.7
文化办公用品	318	15.2	2.5
家具	242	20.9	-11.5
通讯器材	314	10.4	-3.6
石油及制品	2,692	11.2	-7.8
汽车	4,051	6.9	-2.1
建筑及装潢材料	280	17.7	-5.6

资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 4：2 月食品 CPI 上涨低于春节月份平均涨幅



资料来源：CEIC、中金公司研究部

春节错位推升 CPI 同比增速，总体上通胀温和

春节错位拉升 2 月份 CPI

季节因素推动 2 月 CPI 涨幅上升。2 月 CPI 同比涨幅 3.2%，较 1 月上升 1.2 个百分点，超出了我们预期的 2.9% 和市场预期的 3.0%。CPI 同比大幅上升主要是春节错位导致，将 1、2 月放在一起看，CPI 累计同比上升 2.6%，较 12 月 2.5% 的同比涨幅变化不大。2 月 CPI 环比上涨 1.1%，较 1 月上升 0.1 个百分点。其中，食品 CPI 环比上升 2.7%，涨幅低于历史春节月份的平均水平（图表 4）。同时，2 月非食品 CPI 环比上涨 0.2%，基本符合历史平均涨幅。受中央整治公款宴请政策影响，2 月烟酒价格出现 2004 年以来首次下跌（图表 5）。预计未来非食品 CPI 并不会呈现超季节性的走势。

但总体看，通胀压力不大

春节后食品价格大幅回落显示当前通胀压力不大。春节过后，除了水果价格小幅上涨之外，肉类、蔬菜等价格都明显回落。截至 3 月 8 日，农业部农产品价格指数已低于 1 月初水平（图表 6）。预计 3 月食品 CPI 环比显著下跌，跌幅超过 1 个百分点，CPI 同比涨幅将回落至 2.7% 左右。总体上，当前通胀仍属温和态势。

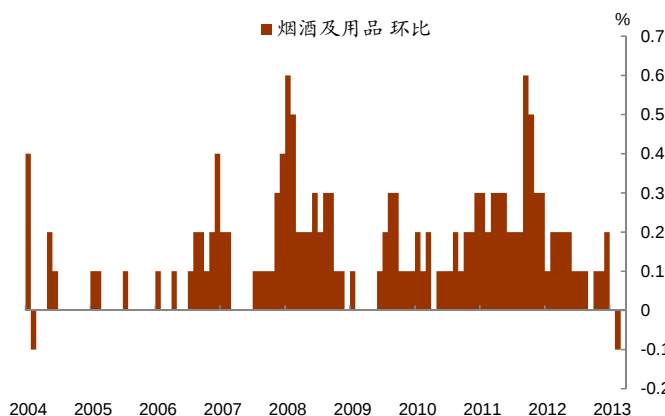
工业品价格环比平稳

工业品价格环比增长平稳。2 月 PPI 同比下跌 1.6%，跌幅与上月持平。2 月 PPI 环比小幅上涨 0.2%，连续两个月小幅上升。2 月生产资料价格环比上涨 0.2%，上游采掘业价格上涨较大；生活资料价格环比持平。2 月购进价格环比上涨 0.2%，其中黑色金属环比涨幅最大，上升 0.8%；建筑材料及非金属类环比下跌 0.3%。过去半年 PPI 环比涨幅总体上变化不大，环比涨幅介于 -0.1% 和 0.2% 之间（图表 7）。由于去年 3 季度环比跌幅较大，基数效应将推动 PPI 同比涨幅在 3 季度左右转正，比我们原先预计的 2 季度转正略微推迟。

上调 2013 年 CPI 至 2.9%

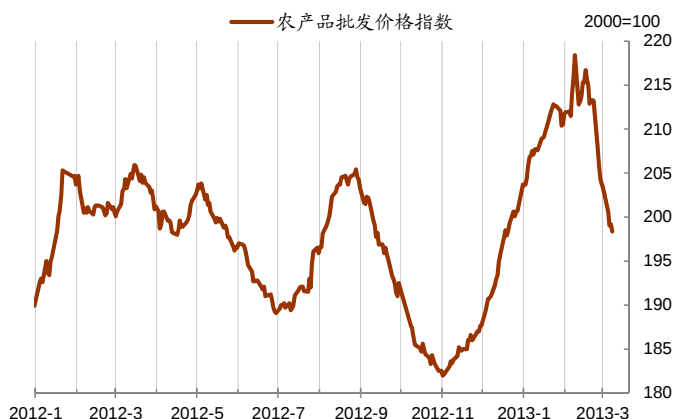
上调 2013 年 CPI 通胀预测至 2.9%。今年春节错位，对我们的 2 月 CPI 环比预测构成了影响。食品价格环比涨幅在去年 12 月（2.4%）和今年 1 月（2.8%）持续走高，均显著高于历史均值，因此，我们在此前判断 2 月食品环比涨幅时，综合春节因素和高频数据所反映的节后价格回落因素，预测食品环比涨幅将低于 1 月和往年春节月份。这导致我们对于 2 月食品 CPI 和总体 CPI 的低估。基于 2 月 CPI 涨幅超出我们此前预期，我们将全年 CPI 预测从此前的 2.7% 上调至 2.9%。这一上调基于属于技术性上调，主要由于当前 CPI 超此前预期所带来的基数上升，而非对未来 CPI 环比走势预期的修改。我们对“当前通胀走势仍属温和”这一观点并未改变

图表 5: 2 月烟酒价格环比下跌



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 6: 春节后农产品价格大幅下跌



资料来源：CEIC、中金公司研究部

短期资本流动对国内流动性构成扰动

2月份信贷和社会融资总量大幅回落

2月信贷和社会融资总量大幅回落，但流动性的紧缩仍然较温和。2月新增贷款6200亿元，低于市场普遍预期的7000-7500亿元，较1月大幅下降。社会融资总量1.07万亿元，也较1月大幅下降。受新增贷款和社会融资量收缩的影响，2月M2增速也较1月下降0.7个百分点，回落至15.2%，季调后环比增速显著放缓（图表8）。但是，如果按照央行行长周小川所建议的将1、2月合并来看，1、2月合计新增贷款1.69万亿元，比去年同期多增2433亿元，社会融资总量同比多增1.59万亿元，则当前的流动性仍然相对宽松。2月新增贷款对社会融资总量的占比回升至58%，说明表外融资相对收缩。从贷款结构看，中长期贷款占比大幅提升至68%，主要由企业中长期贷款增加带动，显示投资需求仍保持良性回升态势。

短期资本流入减弱可能是主因

我们分析，2月信贷扩张和社会融资的回落，主要由于供给方面的原因。而货币供给的紧缩，一个重要的可能原因在于短期资本流入剧减导致的基础货币扩张减弱。2月M2增加6500亿元，新增贷款6200亿元，据此判断，2月的外汇占款增量应该较1月份的6837亿元大幅回落。从同比增速看，M2同比增速回落了0.7个百分点，而贷款同比增速仅回落0.4个百分点，这意味着外汇占款同比增速回落幅度较大。如果这一判断得到数据验证，则支持我们所强调的1月外汇占款激增主要来自于难以持续的短期资本流入（参见中金宏观周报2013年3月4日《外汇占款激增的因和果》）。2月M1增速9.5%，较1月显著回落，也可能反映短期资本流入急剧减少的结果。同时，2月财政存款增加245亿元，央行公开市场净回笼2530亿元，如果外汇占款增量如我们所预期地大幅回落，则2月基础货币的扩张幅度将显著低于1月。

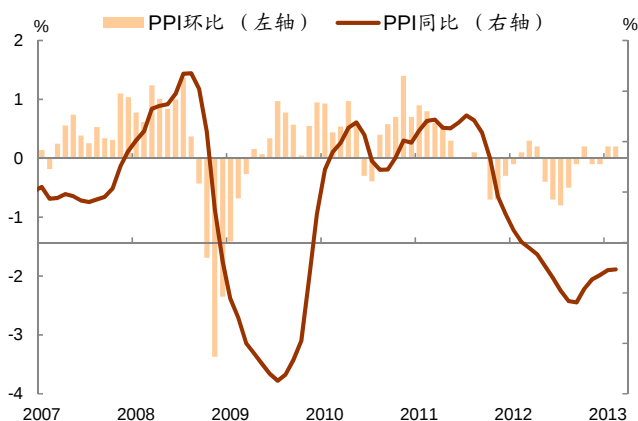
也有监管机构窗口指导的影响

除了短期资本流入减少带来的扰动，监管机构在1月社会融资大幅扩张的情形下对一些融资渠道也有所收紧。例如，央行在2月下旬通过窗口指导的方式对信贷投放节奏加以影响，以致2月下旬新增贷款增速显著下降。另外，1月末贴现银行承兑汇票增量很大，监管部门可能对此有所限制。同时，1月大量新增的银行承兑汇票中可能有不少是期限较短的，这部分汇票在2月的大量到期，将导致汇票融资量在2月自然减少。这显示表外的短期融资渠道扩大后，流动性的波动幅度也将因之而加大。

2月份银行间流动性略有收紧

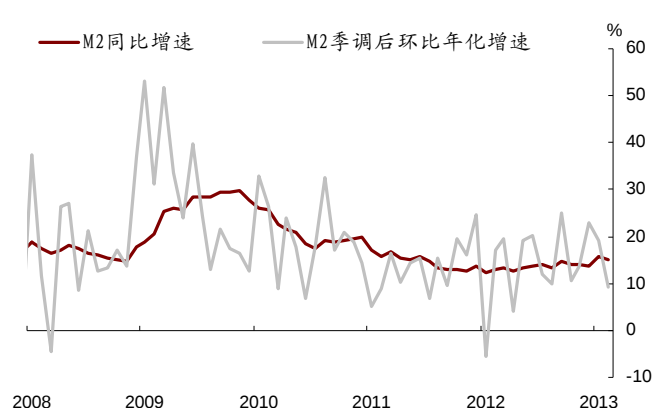
信贷和社会融资供给的回落，导致整体流动性略有收紧。2月份同业拆借月加权平均利率和质押式债券回购月加权平均利率分别比上月提高0.5和0.64个百分点，说明市场流动性有所收紧。但是，正如我们的分析所显示的，2月货币供给的收缩主要由于短期资本流入减少带来的扰动。考虑到目前实际利率相对经济增长仍处于高位，短期内货币政策明显收紧的可能性不大。

图表7: PPI走势近几个月平稳



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表8: 2月份M2同比增速回落，季调后环比显著放缓



资料来源: Wind、中金公司研究部

“两会”传递继续“稳增长、调结构”信号

2013 年全国两会上周在北京开幕，温家宝代表国务院做了本届政府最后一次政府工作报告。报告公开了去年中央经济工作会议敲定的经济增长目标，传递了积极的政策信号。结合上个月底二中全会关于“进一步保持经济发展良好势头”的部署，可预见 2013 年政府经济政策“稳增长”的总方向不会改变。前不久收入分配体制改革方案的出台，以及“国五条”对房地产调控继续加码，说明政府换届之际政策衔接平稳，本次政府工作报告关于体制改革的方向设计将在新一届政府工作中贯彻落实。

2013 年 GDP 目标维持 7.5%

GDP 增速目标显示政府接受潜在增长率放缓的判断。本次两会将 2013 年的经济增长目标将维持在 7.5%，符合我们之前的判断。值得注意的是，今年的政府报告中首次出现了“使经济增长与潜在增长率相协调”的表述，意味着 7.5% 的增速目标符合潜在增长率；而 2011 年以来政府将增长目标从过去的 8% 下调至 7.5%，则表明政府确认了当前我国潜在增长率下降的趋势。报告再次强调了去年中央经济工作会议“提高经济增长的质量和效益”的主题，并表示 7.5% 的目标也要通过艰苦努力才能够达成。这一方面表明当前经济自主动能回升的基础并不牢固、宏观政策总体宽松以继续稳增长的取向不会变化；另一方面预示着今年的稳增长政策将更多带有结构调整的含义：对于制造业过剩产能可能加大治理力度，政策扶持进一步向民生方向转移。

通胀目标下调不等于收紧货币政策

通胀目标下调并不意味着货币政策要收紧。2013 年的 CPI 目标 3.5% 低于 2012 年的 4%，并不意味着政府对通胀容忍度的下降或者货币政策紧缩态势，而主要反映货币政策对于通胀管理的渐进性。由于货币政策对价格的传导需要相当长的时间，过于局限于短期通胀管理就会加大经济增长的波动，因此 2011 年面临较高的通胀时，政府在设定 2012 年的通胀目标时相对较高，而不是不计代价地在短期内降低通胀。

同时，相对于去年 2.6% 的 CPI 涨幅，今年 3.5% 的 CPI 通胀目标并不会给货币政策带来较大的紧缩压力。从历史数据关系看，中国经济增长和通货膨胀之间的线性关系明显，过去 15 年 GDP 平均领先 CPI 三个季度左右。当前经济中总需求回升的态势已经逐步得到了数据验证，预计短期内经济增长和通胀组合将沿着菲利普斯曲线向右上方移动，但通胀的回升将滞后于经济增长。目前仍处于增长回升、通胀温和的短周期阶段。虽然我们上调今年 CPI 预测至 3% 左右的水平，但仍明显低于 3.5% 的控制目标，温和的通胀回升不会对政策放松构成主要的掣肘。相反，政府可能利用价格总水平相对温和的时机，加大资源性产品价格改革力度，存在政策性价格上涨的可能。

“宽财政”符合预期

财政政策进一步宽松。根据两会期间财政部向人大提交审议的财政报告，2012 年公共财政赤字 8000 亿元，高于 2011 年的 5300 亿元，实现了 2009 年以来首次扩张性财政。2013 年公布的财政预算赤字为 1.2 万亿元，赤字率也从 1.5% GDP 提高到 2%，基本符合我们之前的预期。即便考虑到地方政府支出预算中支付债务利息的部分，以及政府收入中调入预算平衡调节基金的部分，2013 年对于当期生产的产品购买真实有效的财政赤字也将显著扩大至 1 万亿元以上，因此今年财政政策进一步宽松的态势确定无疑。在货币政策维持稳健的条件下，公共部门支出扩大有可能加大对私人部门的挤压，导致社会融资成本上升。因此预计今年将继续通过营改增扩围等结构性减税方式激发民间投资和消费，实现增长方式的优化。

从支出结构来看，今年的财政预算中用于投资的部分将较去年继续增加。其中，中央预算内投资拟安排 4376 亿元，高于去年预算的 4026 亿元。地方政府债也将新增 3500 亿元，比 2012 年的 2500 亿元大幅提高。政府工作报告特别提出，“目前投资在促进经济增长中的作用不可低估。中国既有投资能力，又有投资需求，关键在于选准方向、优化结构、提高投资的质量和效益。”据此可理解为政府今年仍将主要通过投资以及对于投资的结构调节实现稳增长和调结构的目标。在增加基础设施投资的同时，预计财政支出用于公共福利和民生的部分也将有所增加。

由于政府投入会带动银行信贷等其他渠道资金流入，基础设施投资加快将拉动工业的增速，带动企业逐步进入加库存的周期，对于稳增长的效率比较高，可谓中国版的“财政主导”效应。因此今年宽财政对稳增长的效应将相当明显。

货币政策以稳为主

货币政策向中性转换。13%的 M2 增长目标低于去年的 14%，体现了“稳货币”的趋向。1 月份 M2 增速和社会融资总量均大幅跃升，体现了资金供需两方面均快速增长、以及短期资本流入带来的外汇占款激增等因素。当前通胀温和、实际融资成本仍然较高，政府报告仍提出“保持货币信贷合理增长，适当扩大社会融资规模”，预示货币政策不会明显收紧。在增长维持回升态势、通胀温和上升，以及外汇占款快速反弹的情况下，今年降准降息的可能性大大降低。总体上货币政策正从“稳中偏松”向“中性”过渡。央行行长周小川在两会期间也表示，要综合看待近期的货币数据，今年货币政策虽然相对于应对全球金融危机时的状态有所收紧，但可以支持经济增长目标。我们预计随着短期资本流入趋缓和监管部门对于信贷节奏的控制，M2 增速将逐步回落，逐渐向 13% 的设定目标靠拢。

治理影子银行是风险点之一

对影子银行的治理是需要关注的风险点。政府工作报告中首次提出“加强对金融机构表外业务风险的监管”。由于债务风险的累计，今年对地方政府融资平台和与之相关的“影子银行”可能加大治理力度。但是，2013 年总的增长目标和投资增速已经确定，如果因为“影子银行”等表外融资的收缩导致货币条件过紧，那就需要银行贷款等传统融资工具的相应放松。但由于信贷额度以及贷存比的限制，难以完全弥补影子银行的紧缩，因此融资条件在短期内可能有所趋紧。政府报告提出“守住不发生系统性和区域性金融风险底线”，隐含着政府部门会及时处理风险苗头甚至对现有存量进行“兜底”的含义。对影子银行的治理，本质上仍是为了规范资金使用，将之纳入监管机构的可控范围，不会对经济增长构成大的威胁。

货币条件可能因此趋紧

对影子银行的治理可能导致总体货币条件趋紧。温总理的报告中首次提出“加强对金融机构表外业务风险的监管”。由于债务风险的累积，今年对地方政府融资平台和与之相关的“影子银行”可能加大治理力度。但是，2013 年总的增长目标和投资增速已经确定，如果因为“影子银行”等表外融资的收缩导致货币条件过紧，并挤压私人融资，那就需要银行贷款相应放松。但由于信贷额度以及贷存比的限制，难以完全弥补影子银行的紧缩，因此总体货币条件可能有所趋紧。政府报告提出“守住不发生系统性和区域性金融风险底线”，隐含着政府部门会及时处理风险苗头甚至对现有存量进行“兜底”的含义。对影子银行的治理，本质上仍是为了规范资金使用，将之纳入监管机构的可控范围，不会对经济增长构成大的威胁。

化解产能过剩更加紧迫

治理过剩产能有望落到实处。政府工作报告和发改委新闻发布会都指出，化解产能过剩是当前和今后一段时间调整经济结构和转变发展方式的一个重点。我们预测两会后，在钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、焦炭、光伏、风电设备等产业，政府会出手展开一轮治理整顿，通过兼并重组、压缩项目的方式消化过剩产能，可能会导致相关行业投资增速减缓。按照温家宝关于“进一步放宽民间投资市场准入，激发民间投资活力”的号召，今年“民间投资促进法”有望出台，以法律形式明确民间投资能够进入的领域、方式和比例等；同时加快国有企业从一般性竞争领域退出。民间投资的增长可望对冲治理产能过剩导致的投资减缓。

新一轮房地产调控力度加大

房地产调控力度加大。政府工作报告关于房地产政策的最新提法是：坚决抑制投机、投资性需求，抓紧完善稳定房价工作责任制和房地产市场调控政策体系，健全房地产市场稳定健康发展长效机制。两会前夕力度超出市场预期的“国五条”，以及住建部关于各地房地产调控细则 3 月出台的表态，基本可以打消市场对于新政府放松房地产调控的期待。由于房地产投资增速在去年已经大幅下滑，并且近期呈现回升局面，我们维持今年房地产投资企稳的判断，房地产对今年的 GDP 增长并不构成一个负面因素。政府报告中“健全房地产发展长效机制”的字眼，则意味着今年在推进住房信息联网化和推广房产税试点方面可能有较大举措。新一届政府在其未来 5 年的任期内，有望全面推行以房产税和房屋交易个税为主体的市场化调控房价机制，限购等非市场行为的调控措施可能逐渐淡出。

新型城镇化推动两大改革

新型城镇化将集中于户籍制度和农村土地制度改革。两会讨论中一再传递出新型城镇化不同于传统的城市扩张和房地产推动、而是偏向于资源和生产要素聚集的新型城镇化的政策指向，符合我们此前的判断（参见 2012 年 12 月 10 日中金宏观经济专题报告《“新”城镇化有新意》）。政府报告则首次提出，要为人们自由迁徙、安居乐业创造公平的制度环境。中国城镇化发展规划可望在上半年出台，除了描绘未来中国特色城镇化的图景外，

该规划重点估计将集中在相应的体制机制变革保障，特别是土地制度和户籍制度改革。预计今年将加快推进农民工就地市民化，扩大中小城市和部分省会城市农民工就地入籍试点范围。土地制度改革则集中于土地所有制确权 and 流转试点，以保证农民分享土地转让和增值的收益。预计土地和户籍制度改革将成为三中全会深化体制改革的主要切入点。

计划生育政策面临调整

计划生育政策面临微调。在人口问题上，本次政府工作报告确认了十八大报告中“适应人口总量和结构变动趋势，逐步完善人口政策，促进人口长期均衡发展”的思路，而删除了过去一直强调的“稳定低生育水平”的提法。同时，“大部制”改革方案将计生委与卫生部合并，并将拟订人口发展战略、规划和人口政策职责从计生委划入发改委，预示着中国计划生育政策的调整近在眼前。我们预计，在“十二五”期间，“夫妻一方是独生子女即可生二孩”（单独二孩）政策的推行是大概率事件。在此基础上，“十三五”期间，计划生育将进一步过渡到每对夫妇可生育两个孩子（全面二孩）政策。放松计划生育的指标，有利于提高我国的出生率，从中短期看有助于促进消费，从长期看有利于人口结构的平衡发展。

林曦

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080512100003

Tun.Lin@cicc.com.cn

赵雪

联系人，SAC 执业证书编号：

S00801111100047

Xue.Zhao@cicc.com.cn

杜彬

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080512110003

Bin.Du@cicc.com.cn

国际：全球货币还将持续宽松

在欧美股指创近年新高之际，市场关心背后的经济走势能否支持，以及货币政策是否继续提供充裕的流动性，并维持较高的风险偏好。过去一周，包括欧央行、英格兰银行、日本央行在内的全球主要央行都召开了议息会议，我们的解读是发达国家主要央行继续维持宽松的货币环境，扶持经济增长。具体而言：

- ▶ 美联储 3 月的议息会议预计将维持现有政策。劳动力市场的复苏力度仍然有限，未来几个月的改善趋势还会受到政府减支的负面影响，目前尚无证据证明 QE 对金融市场功能产生明显损害，因此维持 QE 显然利大于弊。
- ▶ 欧央行进一步调低今年的增长预测，核心国家与周边国家的金融分化虽有改善但仍然严重，因此现有的宽松政策亦难以改变。我们预计下半年欧元区的经济将有所好转。
- ▶ 在新行长黑田上任后，日本央行可能购买长期国债、风险更高的资产、提前开放式量化宽松。而英格兰银行在未来也可能加大量化宽松。

美联储：短期内将保持宽松政策

实体经济方面，缓慢复苏需要政策扶持

尽管近期房市、投资、消费者信心、制造业的数据都比较正面，周五公布的二月非农就业数字也强于市场预期¹（参见数据评论），美国劳动力市场的复苏仍然长途漫漫，而且未来几个月的改善趋势还会受到政府减支的负面影响。今年前两个月，平均每月新增非农就业 17.8 万人，按照这个改善的速度，到年底美国的失业率还会停留在 7.0% 左右的高位²。况且，失业达六个月以上的长期失业者，占总失业人群的比例下降缓慢，长期失业者劳动技能的损失将伤害美国的长期增长潜力³。所以无论是从支持短期总需求复苏的角度，还是支持长期潜在增长率的角度来看，目前都需要货币政策继续保持宽松。而眼下略低于 2% 的通胀，以及较稳定的长期通胀预期，也给宽松货币政策提供了空间。

政策权衡的角度，美联储内部共识还是 QE 利大于弊

正因为如此，本届公开市场委员会（FOMC）中多数委员支持现有的宽松政策。在二月底的半年度国会听证会上，美联储主席伯南克强调 QE3 的潜在成本（如通胀风险和增加金融市场投机行为）没有超过收益（推动经济更快复苏和就业更快增长）。副主席耶伦在上周全美商业经济协会政策会议上也重复了类似的观点。而在拥有 FOMC 投票权的地方联储行长中，公开呼吁提前结束 QE 的也只是极少数。

尚无显著的证据证明 QE 对金融市场功能产生了明显的损害

近期美国股市持续上行，道琼斯工业平均指数创历史新高⁴，标普 500 离历史高位也相差不多。有观点认为美国金融市场已经与实体经济脱节，正是 QE 造成金融市场过度投机的体现。对此我们并不完全认同。首先，美国股市指数与美国就业改善的趋势尚属一致，背离并不显著（图表 9）。伯南克也认为目前的利率和盈利数据显示股市的价格较为合理。从全球来看，在央行资产负债表规模扩张的主要国家（包括英国、欧元区、日本和部分新兴市场国家）中，股市同步上升仅出现在美国（图表 10 和 11）。这在很大程度上体现了美国企业的盈利状况相对其他发达市场更好（图表 12）⁵，而以此推论 QE 导致流动性充裕、股市脱离实体经济并不令人信服。

¹ 2 月份非农就业新增 23.6 万，超过市场预期的 16 万人，但同时 1 月份的就业数字也由 15.7 万下调至 11.9 万。2 月的失业率下降到过去四年的低点 7.7%，有相当部分原因是因为劳动参与率下降造成的，假如劳动参与率不变，失业率还停留在 7.9%。

² 2 月份美国现有统计的失业人数为 1200 万人左右，对应失业率 7.7%。如果把近 90 万已经放弃找工作的人和接近 800 万找不到全职工作被迫兼职的工作者加入考虑，现在失业率则高达 14.3%。估算过程中我们假设劳动参与率还将维持在 63.5% 的低位，人口增长率维持在每月 0.078%。

³ 该比例在 2 月份为 40.2%，比起 2010 年中最高的 45.0% 仅仅下降了不到 5 个百分点。

⁴ 如果经过 CPI 价格调整，道指仍低于 1999 年末和 2007 年 10 月初的高点。

⁵ 美国企业盈利相对较好的原因包括：金融危机对美国企业的资产负债表损伤有限、低资金成本、低工资增长、低能源价格、低房租增长，以及全球化的市场等。

预计美联储3月的议息会议
将维持现有政策

我们认为在3月19-20日召开的FOMC会议上，美联储不会改变其货币政策的方向与基调。这个判断主要是基于两点认识：首先，实体经济（尤其是劳动力市场）的复苏还比较缓慢而脆弱，需要政策扶持。其次，美联储内部对宽松货币政策的普遍认识，还是利大于弊，在与公众充分沟通之前不会发生方向性变化。

图表9：美国股市指数并未显著背离就业改善情况



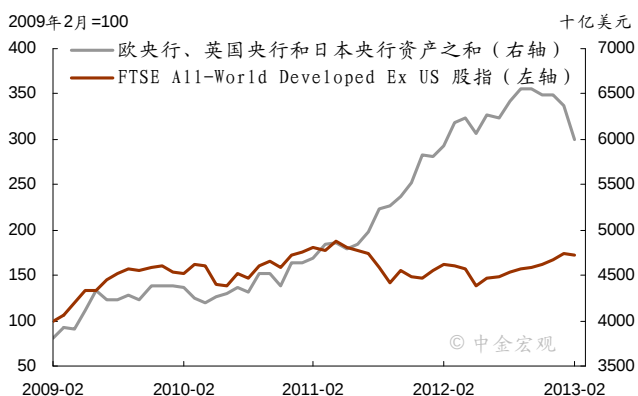
资料来源：bloomberg、Haver Analytics、中金公司研究部

图表10：标普500走势与美联储资产扩张较为一致



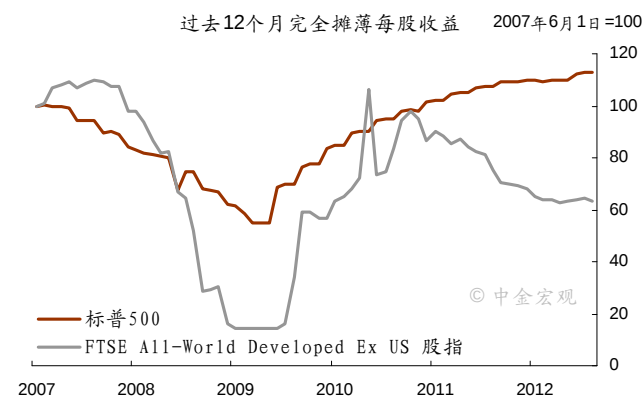
资料来源：bloomberg、Haver Analytics、中金公司研究部

图表11：其他发达市场股指与央行资产扩张没有明显一致



资料来源：bloomberg、Haver Analytics、中金公司研究部

图表12：美国企业盈利状况相对其他发达市场更为突出



资料来源：bloomberg、中金公司研究部

欧央行：政策利率不变，政策仍将保持宽松

欧央行决定保持利率不变

欧央行行长德拉吉承认，欧央行管理委员会在上周的会议上讨论了下调利率的政策选项，但与会者的“普遍共识（prevailing consensus）”是保持利率不变。将存款利率设定为负值的选项在会中也得到讨论。与英格兰银行官员的意见相左，德拉吉似乎对此没有那么热心，并强调使用这一选项将把欧央行带入“未知海域（uncharted waters）”。

欧元区货币政策还将继续保持宽松

与3个月前的上次报告相比，最新的欧央行预测调低了2013和2014年欧元区经济增长和通胀的预测值（图表13和14）。德拉吉解释了向下修正主要反映了2012年4季度经济疲弱的持续影响，而复苏的态势没有改变。换言之，欧央行预计目前欧元区经济的疲弱局面将延续至今年上半年，而下半年经济将有所恢复。增长的动力来自于全球需求改善，货币环境宽松和财政紧缩效果递减。欧央行将继续进行全额分配（full allotment）的公开市场操作，即只要银行持有合格的抵押品，就可以按照低利率从欧央行获得无限量的流动性。

提前还贷反映市场信心改善，同时银行仍可以获得期限较短、但是无限量的流动性

这也许解释了为什么欧元区银行归还了许多从3年长期再融资工具（LTROs）借入的款项。最新数据揭示了两轮 LTRO 净注入的约 5000 亿欧元流动性中，约 2000 亿欧元已经得到归还。银行提前归还贷款一方面反映了金融市场信心的改善，另一方面也是因为银行了解短期内仍可以从欧央行获得期限较短、但是无限量的流动性。随着银行归还其 LTRO 贷款，欧央行的资产负债表规模也从 2012 年末超过 3 万亿欧元的峰值回落至近期的 2.7 万亿欧元（图表 15）。

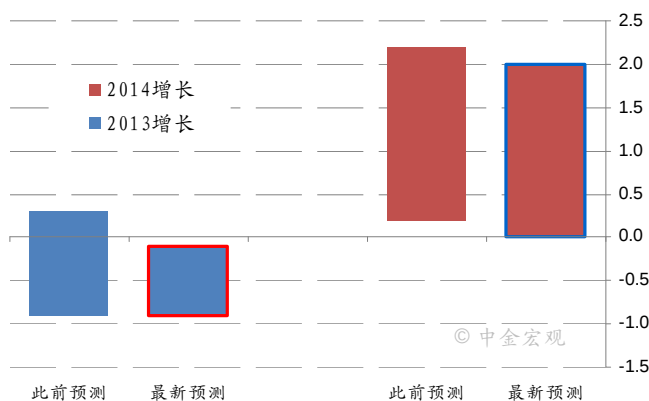
金融市场的分化有所改善，但仍较为严重

若干指标（包括存款、TARGET 2 规模和银行融资贷款利率）都显示金融市场的分化继续得到改善。然而，与融资利率相比，贷款利率的分化改善较少，体现了欧元区周边国家的借款者（尤其是小企业）仍处于信用紧缺状态。这也部分反映了欧元区跨境银行活动仍存在问题。在正常时期，当本国银行承压被迫放缓信用扩张时，外国银行经常会填补空缺。目前这些跨境银行借贷活动尚未恢复。但德拉吉表示欧央行并没有计划推出新措施来刺激银行借贷。

德拉吉澄清 OMT 将不会对目前接受援助国家开放

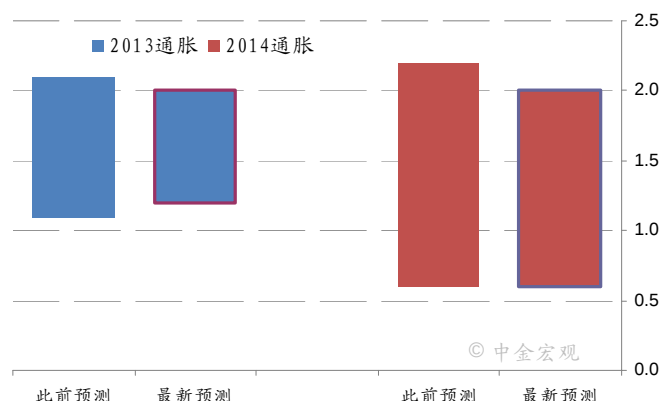
此前有市场传言，爱尔兰和葡萄牙或将申请 OMT 项目来弥补政府资金不足。但德拉吉排除了这种可能性。他强调 OMT 是为能够完全参与债券市场（如有完整的收益率曲线）的国家所设计的项目。按照他的说法，希腊、爱尔兰和葡萄牙并不满足 OMT 的准入门槛。

图表 13：欧央行下调 2013 和 2014 年欧元区经济增长预测（单位：% ，图中区域为预测范围）



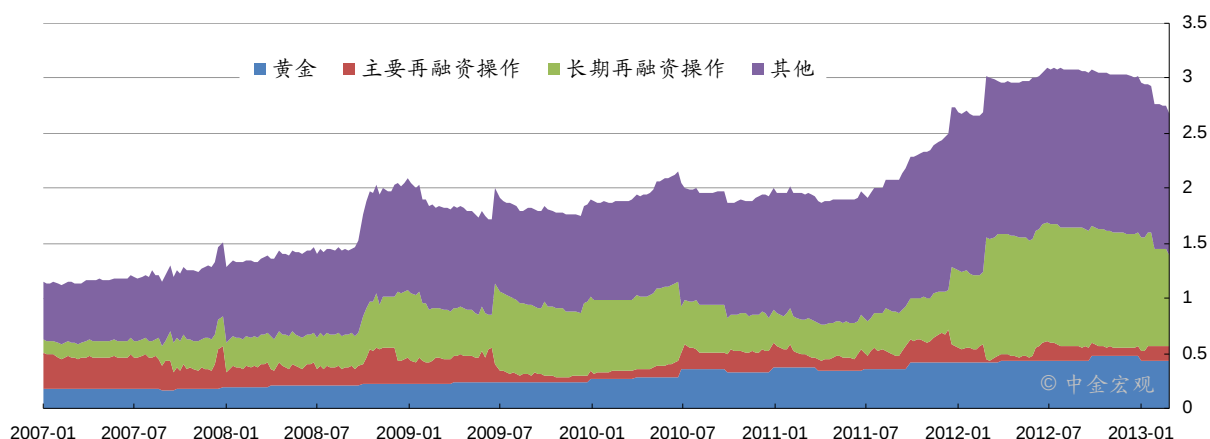
资料来源：欧央行、中金公司研究部

图表 14：欧央行下调 2013 和 2014 年欧元区通胀预测（单位：% ，图中区域为预测范围）



资料来源：欧央行、中金公司研究部

图表 15：欧央行资产（单位：万亿欧元）



资料来源：欧央行、中金公司研究部

日本央行：白川时代谢幕，黑田时代更加宽松

日本央行决定维持现有低利率和资产购买规模

白川时代的最后一次会议上，日本央行决定维持现有低利率和资产购买规模。在 7 日的货币政策会议委员会上，9 名委员一致同意维持 0-0.1% 的基准利率不变，现有的资产购买规模也不变。这是现任日本央行行长白川方明任期内的最后一次会议。自 2008 年 4 月上任以来，白川一直支持采取宽松的货币政策来推动日本经济复苏，但作风相对稳健谨慎。而现任首相安倍的政策主张更为激进，与之相配合的是，市场对新行长的货币政策更为期待。

黑田强调不惜一起代价达到通胀目标

原亚洲开发银行行长黑田东彦被提名为新的行长，本月 15 日之前日本上下议院将对提名进行表决。他此前公开赞成安倍设定 2% 的通胀目标和扩大量化宽松的做法，近期又强调不惜一切代价地使日本通胀尽快达到该目标。即将同时上任的两位副行长也都偏向更加宽松的货币政策。4 月 3-4 日新任行长将举行第一次议息会议，其决议备受关注。

日本央行可能购买长期国债、风险更高的资产，提前开放式量化宽松

黑田可能采取的宽松政策包括购买长期的国债，这是考虑到目前日本量化宽松购买的更多的是短债⁶，同时明年的资产购买一部分是到期的再投资，力度并不大⁷。购买更多的长债将有利于货币政策执行的效果。此外黑田还可能购买风险级别更高的资产，特别是企业债券、交易所交易基金 ETF 等。这类资产仅是原有的资产购买计划的一小部分（不到 7%），黑田可能扩大其购买比重，提高市场的风险偏好。同时市场预期日本央行提前实施开放式量化宽松的可能性正在增加。

宽松的刺激政策推升股指，压低汇率

日本 Nikkei 225 指数年初至今已经上涨 15%，反映市场对“安倍经济学”和更为宽松的货币政策的乐观态度。日元兑美元汇率年初至今下跌 9%。如果黑田上任后推行更为激进的货币政策，将有助于保持日元的弱势汇率。

英格兰银行：融资换贷款项目效果有限，可能推出更宽松的政策

英格兰银行维持利率和资产购买规模不变

上周的议息会议上，英格兰银行维持利率在 0.50% 的低位不变，同时维持资产购买规模在 3750 亿英镑。在英国经济形势疲弱的情况下，市场预期其资产购买规模会扩大，但决议维持资产购买规模不变使市场预期落空。

但未来可能进一步宽松

但英格兰银行进一步加大宽松力度的可能性较大。4 季度英国 GDP 季度环比收缩 0.3%，最近的增长势头也不容乐观，2 月份英国制造业 PMI 跌破 50 的分界线至 47.9，建筑业 PMI 连续 4 个月低于 50，进一步下跌到 46.8。面对疲弱的增长态势，英格兰银行未来可能进一步加大刺激力度，如增加资产购买的数量，同时近期两位副行长透露英格兰银行

⁶ 今年 1 月份货币政策会议上，日本央行决定从 2014 年 1 月起每月将购买 13 万亿日元金融资产，其中长期国债仅为 2 万亿。

⁷ 参考 1 月 28 日第 225 期中金宏观经济周报《促进人口均衡发展迫在眉睫》。

可能考虑将利率降低至负值，但预计不会在近期立即推出。

目前融资换贷款项目尚未达到预期效果

英格兰银行/英国财政部关于融资换贷款项目的最新数据显示项目目前并没有达到预期效果。融资换贷款项目在 2012 年 7 月发起，旨在通过向银行提供低于市场利率的融资，来鼓励银行向居民和非金融公司放贷。截至 2012 年底，11 家参与项目的银行已经通过项目净借入了 138 亿英镑。然而，参与项目的银行在同一时间段的累计净对外借出额却减少了 15 亿英镑。但英国央行对项目保持乐观，认为从申请贷款到银行发放贷款有时间差，再加上季节性因素，预期净贷款在 2013 年 1 季度将提升。不过如果银行惜贷是出于修复资产负债表的需要，那么融资换贷款项目刺激银行加大放贷力度的有效性将大打折扣（参见专栏：融资换贷款项目并未使英国银行信贷增加）。

专栏：融资换贷款项目并未使英国银行信贷增加

英格兰银行/英国财政部关于融资换贷款项目的最新数据显示该项目目前并没有达到预期效果。融资换贷款项目在 2012 年 7 月发起，旨在通过向银行提供低于市场利率的融资，来鼓励银行向居民和非金融公司放贷（关于融资换贷款项目的详细介绍参见 2012 年 7 月 16 日宏观周报《稳增长的路径》）。目前有 39 家银行参与该项目，覆盖了 80% 对实体经济的贷款额度（汇丰和渣打没有参加该计划）。截至 2012 年底，11 家参与项目的银行已经通过项目净借入了 138 亿英镑。然而，参与项目的银行在同一时间段的累计净对外借出额却减少了 15 亿英镑。仅在 2012 年第 4 季度，参与项目的银行净对外借出额就减少了 27 亿英镑。

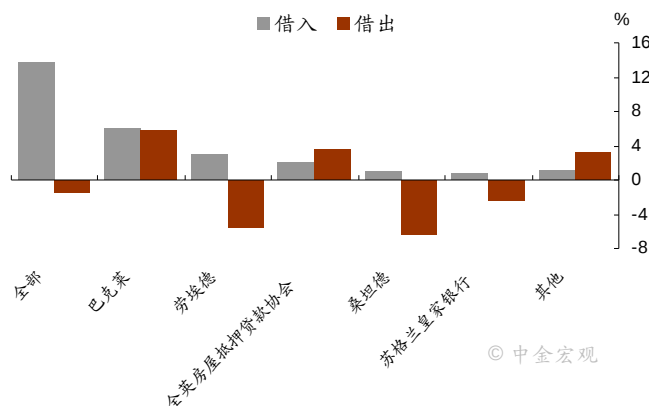
通过融资换贷款项目融资最多的 5 家银行对外贷款的规模很不一致（图表 16）。从去年夏天项目出台以来，巴克莱已经通过融资换贷款项目净借入 60 亿英镑，是目前通过该项目融资最多的银行。相应地，巴克莱在这段时间里净对外借出额也增加了 57 亿英镑。与此同时，全英房屋抵押贷款协会（Nationwide，英国最大的建房互助协会）通过该项目借入 20 亿英镑，但净对外借出额增加更多，达到 24 亿英镑。相比之下，劳埃德银行、桑坦德银行（Santander）和苏格兰皇家银行（RBS）的净对外借出额在同期都出现负增长（桑坦德和苏格兰皇家银行在 2012 年第 4 季度并没有通过该项目融资）。

英格兰银行对此项目仍保持乐观。英格兰银行认为第四季度的银行信贷通常会比较弱，同时，英格兰银行官员指出虽然贷款利率在最近几个月逐步下降，但是从贷款的申请到发放还是有一定的时滞。因此，预计今年 1 季度的贷款将有所改善。

事实上，如果融资成本是个关键因素的话，英国银行将会在 2013 年 1 季度增加融资换贷款项目的借款。这些银行不愿意把钱贷出去的一个可能的原因是融资成本较高。融资成本越高，银行依赖该项目的意愿越大。自从今年以来，通过融资换贷款项目融资最多的 5 家银行（除全英房屋抵押贷款协会）的 CDS 息差已经温和上升（图表 17）。银行间贷款也小幅上升（图表 18）。如果其他条件不变，今年 1 季度从融资换贷款项目得到的资本借给居民和非金融企业将比其他季度的收益更高。

但是如果融资成本不是主要问题，那么融资换贷款项目的效果将会递减。每个银行都有自己的战略选择，因此准确判断影响每个银行借贷意愿的因素变得尤为重要。例如汇丰银行的存贷比率达到 130%，而苏格兰皇家银行和巴克莱分别为 100.7% 和 90.6%。“过剩”的存款或许可以解释为什么汇丰银行对英格兰银行的低成本融资不感兴趣。同时，相比起另外两家银行，汇丰银行还拥有更高的一级核心资本充足率（图表 19）。在银行尚在修复其资产负债表的情况下，它们对扩展其信贷更为慎重，而不是考虑融资成本的高低。

图表 16: 通过融资换贷款项目累计净借入和借出的资金规模 (2012 年 3、4 季度), 单位: 十亿英镑



资料来源: 英国央行、中金公司研究部。

图表 18: 英国银行间 3 个月借款利率



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部。

图表 17: 英国银行 5 年期 CDS 息差



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 19: 英国银行存贷比和核心一级资本比例 (%)

	存贷比*		核心一级资本比例	
	2012	2011	2012	2011
巴克莱	90.6	84.7	10.3	11
汇丰	134.3	133.3	12.3	10.1
苏格兰皇家银行	100.7	97.5	10.9	9.7

© 中金宏观

资料来源: 公司报表、中金公司研究部 *新增贷款和预付款与客户存款之比

宏观数据评论和前瞻

美国：上周数据回顾

美国就业市场持续改善。2 月份 7.7% 的失业率为 2008 年 12 月以来最低。失业率下降的原因来自于两方面。一方面劳动参与率下降 0.1 个百分点至 63.5%，为最近 6 个月的最低点。另一方面，企业调查中非农就业增加人数在 2 月份上升至 23.6 万，为去年 11 月以来最高。最近 3 个月该数据平均为 19.1 万，高于 2012 年全年平均的 18.3 万和 2011 年的 17.5 万。长期失业人数和因经济原因被迫兼职人数变化不多。综合来看，过去 3 年年初就业快速改善的态势再次出现。就业增长出现在几乎所有的主要经济部门。服务业仍是私人部门就业增长的主要来源。职业商业服务、健康社会服务等都维持了快速的就业增长。此外，建筑业就业人数增加 4.8 万，为 2007 年 3 月以来最高。制造业和采矿业也分别维持连续 4 个月和 5 个月就业扩张。私人部门中就业出现下降的只有交通和仓库服务。在财政平衡的压力下，政府就业人数继续下降。私人部门工资则继续上升。2 月份私人部门平均小时工资金额环比上升 0.2%，自 2011 年 9 月以来仅有一个月环比下降。而每周平均工作时间也小幅增加，使得平均每周工资收入环比增加 0.5%，逆转了 1 月份的跌势。工资收入增加将有助于部分抵消税率上升的负面作用。此外，首次申请失业救济金人数在 3 月 2 日结束当周下降至 34.0 万，低于此前的 34.7 万，也低于市场预期的 35.0 万。这也是除今年 1 月中的两周外近 5 年以来的最低值。波动更小的 4 周平均数也下降至 2008 年 3 月初以来的最低点。持续申请失业救济金人数变化不大，仍在 4 年半最低值附近。

服务业维持扩张态势。2 月份 ISM 非制造业指数从 1 月份的 55.2 上升至 56.0，为过去 12 个月的最高值，并已经连续 38 个月维持在扩张区间。新订单、商业活动指数继续上升，两者均已连续 43 个月维持在 50 以上。就业指数略有下降，但仍连续 7 个月指向扩张。进出口指数也连续 2 个月保持改善。18 个服务业部门中的 13 个报告商业活动有所增加，房地产租赁、批发、建筑、健康和社会援助、金融保险等部门均出现正面信息。

1 月份美国贸易逆差意外扩大，源于出口下降、进口上升。1 月份美国贸易逆差扩大至 444 亿美元，高于去年 12 月的 381 亿，也高于市场预期的 426 亿。出口环比下降 1.2%，部分抵消了去年 12 月 2.1% 的增长。商品出口下降较多的为工业供给材料等，而服务出口下降的主要有其他交通产品（包括运输和港口服务）和旅游。进口则环比增加 1.8%，逆转了此前一个月 2.6% 的环比下降。商品进口增加较多的有工业供给材料和资本品，服务进口增加较多的为旅游、其他交通和旅客费用等。从主要贸易伙伴来看，美国对中国的商品贸易赤字增加至 278 亿美元，高于去年 12 月的 245 亿。主要原因是进口增加（鞋类、服装）比出口（民用飞机、引擎和轿车）更快。而进口减少比出口更快，使得美国对欧盟的贸易赤字有所缩小。

美国：本周数据前瞻

本周美国将要公布的重要经济数据包括零售额、PPI、CPI、工业生产和密西根大学消费者情绪指数。

3 月 13 日（周三）美国人口普查局将公布 2 月份零售额数据。市场预期整体零售额将环比增加 0.5%，高于 1 月份的 0.1%。除去汽车外的核心零售额将环比上涨 0.5%，也高于前月的 0.2%。

3 月 14 日（周四）BLS 将公布 2 月份美国 PPI 数据。市场预期中值为整体 PPI 同比上涨 1.7%，高于 1 月份的 1.4%；环比上升 0.6%，高于前月的 0.2%。除去食品和能源外的核心 PPI 预计将同比增长 1.7%，略低于 1 月份的 1.8%；环比增长 0.1%，也低于前月的 0.2%。

3 月 15 日（周五）2 月份美国 CPI 数据将发布。市场预期整体 CPI 将同比上涨 1.8%，高于 1 月份的 1.6%；环比增加 0.5%，高于此前的 0.0%。核心 CPI 预计将同比增加 2.0%，高于 1 月份的 1.9%；环比涨幅预计为 0.2%，低于此前的 0.3%。

3 月 15 日（周五）美联储将公布 2 月份工业生产数据。预计工业生产将环比上升 0.3%，高于 1 月份的-0.1%。产能利用率预计将从前月的 79.1%上升至 2 月份的 79.3%。

3 月 15 日（周五）3 月份密西根大学消费者情绪指数将发布。市场预期该指标将从前期的 77.6 上升至 77.7。

图表 20: 国内主要经济指标

				月度						年度				
				2012-7	2012-8	2012-9	2012-10	2012-11	2012-12	2013-1	2013-2	2011	2012	2013E
经济增长														
GDP	当期	亿元	-	-	125,689	-	-	165,599	-	-		472,882	519,322	
GDP	同比	%	-	-	7.4	-	-	7.9	-	-		9.3	7.8	8.1
GDP	季调环比	%	-	-	2.1	-	-	2.0	-	-		-	-	
对GDP的拉动														
最终消费支出	累计	百分点	-	-	4.2	-	-	4.1	-	-		5.2	4.1	4.5
资本形成总额	累计	百分点	-	-	3.9	-	-	3.9	-	-		4.5	3.9	3.9
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-	-0.4	-	-	-0.2	-	-		-0.4	-0.2	-0.3
通货膨胀														
CPI	同比	%	1.8	2.0	1.9	1.7	2.0	2.5	2.0	3.2	[新]	5.4	2.6	2.9
食品CPI	同比	%	2.4	3.4	2.5	1.8	3.0	4.2	2.9	6.0	[新]	11.8	4.8	
非食品CPI	同比	%	1.5	1.4	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6	1.9	[新]	2.6	1.6	
PPI	同比	%	-2.9	-3.5	-3.6	-2.8	-2.2	-1.9	-1.6	-1.6	[新]	6.0	-1.7	0.7
PMI														
PMI	指数	%	50.1	49.2	49.8	50.2	50.6	50.6	50.4	50.1		-	-	
汇丰PMI	指数	%	49.3	47.6	47.9	49.5	50.5	51.5	52.3	50.4		-	-	
工业														
工业增加值	同比	%	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1	10.3	-	9.9	[新]	13.9	10.0	10.8
工业增加值	季调环比	%	0.70	0.74	0.81	0.80	0.81	0.83	0.60	0.79	[新]	-	-	
工业企业利润														
利润总额	累计同比	%	-2.7	-3.1	-1.8	0.5	3.0	5.3	-			25.4	5.3	
零售														
社会消费品零售	同比	%	13.1	13.2	14.2	14.5	14.9	15.2	-	12.3	[新]	17.1	14.3	15.2
社会消费品零售	季调环比	%	1.06	1.06	1.34	1.09	1.18	1.20	0.17	0.99	[新]	-	-	
投资														
固定资产投资	累计同比	%	20.4	20.2	20.5	20.7	20.7	20.6	-	21.2	[新]	23.8	20.6	20.3
固定资产投资	季调环比	%	1.37	1.23	1.88	1.92	0.93	1.31	1.63	0.65	[新]	-	-	
房地产														
房地产开发投资	累计同比	%	15.4	15.6	15.4	15.4	16.7	16.2	-	22.8	[新]	27.9	16.2	
商品房销售额	累计同比	%	-0.5	2.2	2.7	5.6	9.1	10.0	-	77.6	[新]	12.1	10.0	
新开工面积	累计同比	%	-9.8	-6.8	-8.6	-8.5	-7.2	-7.3	-	14.7	[新]	16.2	-7.3	
施工面积	累计同比	%	15.3	15.6	14.0	13.3	13.3	13.2	-	15.3	[新]	25.3	13.2	
对外贸易和投资														
出口	同比	%	1.0	2.7	9.8	11.6	2.9	14.1	25.0	21.8	[新]	20.3	7.9	8.1
进口	同比	%	4.5	-2.5	2.4	2.3	0.0	6.0	28.8	-15.2	[新]	24.9	4.3	9.3
贸易盈余	当期	亿美元	253	264	274	321	196	316	291	153	[新]	1,551	2,311	2,280
FDI	当期	亿美元	76	83	83	83	83	117	93			1,160	1,116	
国际收支														
经常账户	当期	亿美元	-	-	708	-	-	658	-	-		2,011		
外汇储备余额	余额	亿美元	32,400	32,729	32,851	32,874	32,977	33,116				31,811	33,116	
财政														
财政收入	同比	%	8.2	4.2	11.9	13.7	21.9	29.2	5.8	9.6	[新]	24.8	12.8	
财政支出	同比	%	37.1	11.7	16.6	6.7	6.7	4.2	19.1	12.2	[新]	21.2	15.1	
财政收支差额	当期	亿元	1,144	-1,157	-3,421	1,827	-4,289	-12,510	5,289	1,032	[新]	-5,190	-8,502	-13,000
货币														
M2	同比	%	13.9	13.5	14.8	14.1	13.9	13.8	15.9	15.2	[新]	13.6	13.8	13-14
M1	同比	%	4.6	4.5	7.3	6.1	5.5	6.5	15.3	9.5	[新]	7.9	6.5	
M0	同比	%	10.0	9.7	13.3	10.5	10.7	7.7	4.4	17.2	[新]	13.8	7.7	
人民币存款贷款														
新增存款	增量	亿元	-5,006	5,044	16,500	-2,799	4,739	15,800	11,100	7,737	[新]	96,300	108,100	
新增贷款	增量	亿元	5,401	7,039	6,226	5,054	5,220	4,543	10,700	6,200	[新]	74,700	82,000	90,000
新增财政存款	增量	亿元	4,274	406	-3,698	4,806	-1,149	-11,927	3,353	245	[新]	-300	-1,974	
外汇占款变动	增量	亿元	-38	-174	1,307	216	-736	1,346	6,837		[新]	27,792	4,946	10,000
利率和准备金率														
1年期存款利率	期末	%	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00		3.50	3.00	3.00
1年期贷款利率	期末	%	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00		6.56	6.00	6.00
法定存款准备金率	期末	%	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0		21.0	20.0	20.0
汇率														
人民币美元汇率	期末	元/美元	6.332	6.345	6.341	6.300	6.289	6.286	6.280	6.278		6.301	6.286	6.27
名义有效汇率	当期	2010=100	106.3	105.8	105.0	105.7	106.9	106.6	107.5			-	-	
实际有效汇率	当期	2010=100	108.7	108.3	107.4	107.9	109.6	110.2	111.8			-	-	

资料来源：国家统计局、海关总署、中国人民银行、外汇管理局、财政部、商务部、中国物流与采购联合会、Markit、CEIC、Wind、中金公司研究部

图表 21：海外主要经济指标

	2012-06	2012-07	2012-08	2012-09	2012-10	2012-11	2012-12	2013-01	2013-02	2011	2012E	2013E
美国												
经济增长												
GDP (年化环比, %)	1.3	-	-	3.1	-	-	0.1	-		1.8	2.2	1.6
通货膨胀												
CPI (同比, %)	1.7	1.4	1.7	2.0	2.2	1.8	1.7	1.6		3.2	2.2	2.1
核心CPI (同比, %)	2.2	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9		1.7	2.1	
就业市场												
非农就业人数月度变化 (千人)	87	153	165	138	160	247	219	119	236	2103	2193	
失业率 (%)	8.2	8.2	8.1	7.8	7.9	7.8	7.8	7.9	7.7	8.9	7.8	7.5
消费												
私人收入 (环比, %)	0.3	0.2	0.1	0.4	0.0	1.0	2.6	-3.6		5.1	3.5	
私人支出 (环比, %)	0.0	0.4	0.3	0.8	0.0	0.4	0.1	0.2		5.0	3.7	
零售额 (环比, %)	-0.7	0.7	1.0	1.2	-0.2	0.5	0.5	0.1		8.0	5.0	
投资												
耐用品订单 (环比, %)	1.6	3.3	-13.1	9.1	1.1	0.6	3.6	-4.9		9.8	3.7	
住房建设投资 (环比, %)	0.8	0.2	1.1	0.7	1.6	1.9	1.1	-2.1		-3.1	9.4	
对外贸易												
出口 (同比, %)	7.5	2.4	1.5	3.3	0.9	3.3	5.0	3.3		14.2	4.3	
进口 (同比, %)	1.6	0.3	0.2	0.8	-0.9	2.3	-2.1	-0.9		13.9	2.7	
余额 (十亿美元)	-40.9	-41.9	-42.6	-40.3	-42.0	-48.2	-38.1	-44.4		-560.0	-540.0	
领先指标												
PMI制造业指数	50.2	50.5	50.7	51.6	51.7	49.9	50.2	53.1	54.2			
PMI服务业指数	52.7	52.9	54.3	55.2	54.8	54.8	55.7	55.2	56.0			
金融市场												
联邦基金基准利率 (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
M2 (同比, %)	9.2	8	6.2	6.7	7.3	7.2	7.9	7.5				
欧元区												
GDP (环比, %)	-0.2	-	-	-0.1	-	-	-	-		1.5	-0.4	0.0
CPI (同比, %)	2.4	2.4	2.6	2.6	2.5	2.2	2.2	2.0		2.7	2.5	2.0
核心CPI (同比, %)	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.3		1.4	1.5	
失业率 (%)	11.4	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	11.8	11.9		10.2	11.4	
贸易余额 (十亿欧元)	12.7	13.6	4.2	8.3	9	13	11.7			-15.7	81.8	
工业产出 (同比, %)	-1.9	-2.7	-1.3	-2.8	-3.4	-4	-2.3			3.3	-2.5	
PMI制造业指数	45.1	44.0	45.1	46.1	45.5	46.2	46.1	47.9	47.9			
PMI服务业指数	47.1	47.9	47.2	46.2	46.0	46.7	47.8	48.6	47.9			
欧央行主要再融资利率 (%)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75
M3 (同比, %)	2.9	3.2	2.5	2.4	3.3	3.2	2.8	2.9		2.1	2.8	
德国												
GDP (环比, %)	0.3	-	-	0.2	-	-	-0.6	-		3.0	0.7	0.5
CPI (同比, %)	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1	1.9	2.0	1.9		2.5	2.1	2.3
英国												
GDP (环比, %)	-0.4	-	-	1.0	-	-	-0.3	-		0.9	0.2	1.0
CPI (同比, %)	2.4	2.6	2.5	2.2	2.6	2.6	2.7	2.7		4.5	2.7	2.2
日本												
GDP (年化环比, %)	-0.9	-	-	-3.7	-	-	0.2	-		-0.6	2.1	1.5
CPI (同比, %)	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-0.3		-0.3	0.0	-0.1
巴西												
GDP (同比, %)	0.0	-	-	1.0	-	-	1.0	-		2.8	1.0	3.9
CPI (同比, %)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.6	5.3	5.4
印度												
GDP (同比, %)	5.5	-	-	5.3	-	-	4.5	-		7.3	5.1	6.0
WPI (同比, %)	7.6	7.5	8.0	8.1	7.3	7.2	7.2	6.6		9.5	7.5	7.0
俄罗斯												
GDP (同比, %)	4.0	-	-	3.0	-	-	-	-		4.3	3.4	3.9
CPI (同比, %)	4.3	5.6	5.9	6.6	6.5	6.5	6.6	7.1	7.3	8.5	5.1	6.6
马来西亚												
GDP (同比, %)	6.0	-	-	5.0	-	-	6.0	-		5.1	5.6	5.0
CPI (同比, %)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		3.2	1.7	2.2
印尼												
GDP (同比, %)	6.0	-	-	6.0	-	-	6.0	-		6.5	5.1	6.1
CPI (同比, %)	5.0	5.0	5.0	4.0	5.0	4.0	4.0	5.0	5.0	5.4	4.3	4.9
泰国												
GDP (同比, %)	4.0	-	-	3.0	-	-	19.0	-		0.1	6.4	4.3
CPI (同比, %)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.0	3.0	3.0	3.8	3.0	3.1
菲律宾												
GDP (同比, %)	6.0	-	-	7.0	-	-	7.0	-		3.9	6.6	5.3
CPI (同比, %)	3.0	3.0	4.0	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.7	3.1	3.9
韩国												
GDP (同比, %)	2.3	-	-	1.5	-	-	1.5	-		3.6	2.1	3.2
CPI (同比, %)	2.2	1.5	1.2	2.0	2.1	1.6	1.4	1.5	1.4	4.0	2.2	2.7
台湾												
GDP (同比, %)	-0.1	-	-	0.7	-	-	3.7	-		4.1	1.3	3.6
CPI (同比, %)	1.8	2.5	3.4	3.0	2.3	1.6	1.6	1.1	3.0	1.4	1.9	2.0

资料来源：Haver Analytics、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED