

中国经济金融展望季报

2014 年第 3 季度（总第 19 期）

报告日期：2014 年 7 月 2 日

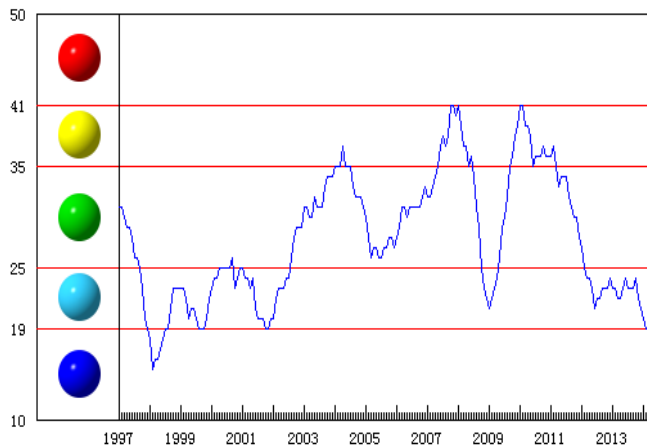
要点

●今年以来，在外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素的影响下，我国经济下行压力增大。随着一系列“稳增长”政策的出台和效应显现，5 月份以来经济形势出现了好转迹象。预计二季度 GDP 增长 7.5% 左右，比一季度小幅回升 0.1 个百分点。

●三季度，随着“稳增长”政策效果的进一步显现、外部需求的改善以及经济发展内生动力的逐渐增强，未来经济将“稳”字当头，出口稳中有快，投资缓中趋稳，消费平稳增长。预计三季度 GDP 增长 7.6% 左右，比二季度回升 0.1 个百分点，CPI 上涨 2.3% 左右。

●宏观政策将“稳中趋松”，财政政策将更加积极，政策着力点在既能拉动短期增长，又能促进结构调整的一些领域；货币政策总体稳中有松，进一步提高灵活性和针对性，为稳增长提供必要的货币条件，但不会过度放松，货币信贷将继续平稳增长。“稳增长”政策之目的在于刺激经济，而在于托住经济，不使其滑出下限，为经济向“新常态”平稳过渡和结构调整赢得时间和提供条件。

中国宏观经济预警指数



资料来源：中国银行国际金融研究所

中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

课题组组长：陈卫东

副组长：曹远征

宗良

钟红

课题组成员：周景彤

马相东

李建军

李佩珈

高玉伟

李艳

联系人：周景彤

电话：010-66592779

邮件：zjt lucky@163.com

政策效应释放，经济“稳”字当头

——中国银行中国经济金融展望季报（2014年第3季度）

今年以来，在外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素的影响下，我国经济下行压力增大。随着一系列“稳增长”政策的出台和效应显现，5月份以来经济形势明显好转。预计二季度GDP增长7.5%左右，比一季度小幅回升0.1个百分点。展望下半年，随着“稳增长”政策效果的进一步显现、外部需求的好转以及经济发展内生动力的逐渐增强，未来经济将“稳”字当头，出口将稳中有快，投资将缓中趋稳，消费将总体平稳。预计三季度GDP增长7.6%左右，比二季度回升0.1个百分点，CPI上涨2.3%左右；全年GDP增长7.5%左右，CPI涨幅在2.5%以内。

基于稳增长的需要，未来宏观政策总体上将“稳中趋松”，财政政策或将更加积极，财政赤字率将有所提高（但不会突破3%的国际警戒线），政策着力点在既能拉动短期增长，又能促进结构调整的一些领域，中西部地区铁路、城市地下基础设施、棚户区改造、水利等领域将继续是政策支持的重点。同时实施结构性减税，降低企业尤其是中小企业税费负担。货币政策总体将稳中有松，但不会过度放松，货币信贷将继续保持平稳增长；进一步提高政策的灵活性和针对性，为“稳增长”提供必要的货币条件，运用多种政策工具保持流动性稳定。可能扩大定向降准的范围和力度，扩大资产证券化规模。需要强调的是，本轮“稳增长”政策的目的在于刺激经济过快增长，而在于托住经济保持在合理区间，不使其滑出下限尤其是底线，为经济平稳过渡到“新常态”和结构调整赢得时间和提供条件。

一、2014 年二季度经济形势回顾与三季度展望

(一) 经济增长“稳中有升”，通胀水平较低

1. “稳增长”政策效应显现，三季度 GDP 增长 7.6%左右

今年上半年，在外需不振、产能过剩和房地产市场调整等因素的影响下，我国经济下行压力明显增大。一季度 GDP 增长 7.4%（图 1），比 2013 年一季度和全年均回落 0.3 个百分点，增速创 7 个季度以来最低，特别是消费、投资和出口“三驾马车”同步减速。为缓解经济下行压力，使经济保持在合理区间，自 4 月份以来，政府出台了包括扩大铁路和保障房投资、减免中小企业税费、定向降准等一系列“稳增长”政策。随着这些政策效应的逐渐显现，近期经济出现了好转迹象，不论是工业生产、消费、出口和发电量等经济指标，还是货币供应量、新增贷款、Shibor 利率等金融指标，以及 PMI、消费者信心指数等经济先行指标，均显示出我国经济活动在扩张、景气度在上升。我们预计二季度 GDP 增长 7.5%左右，比一季度小幅回升 0.1 个百分点。

图 1：中国 GDP 增长走势图

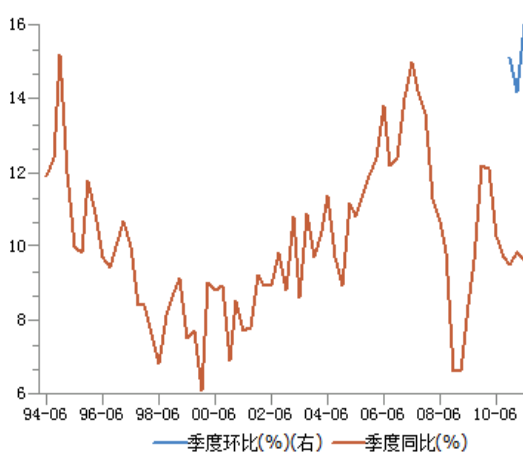
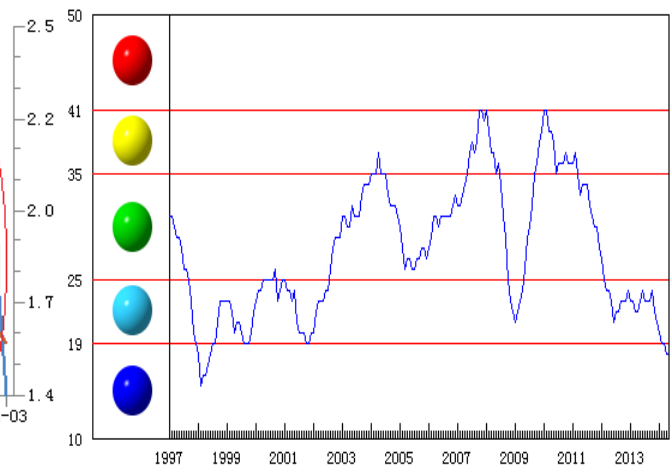


图 2：中国宏观经济预警指数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

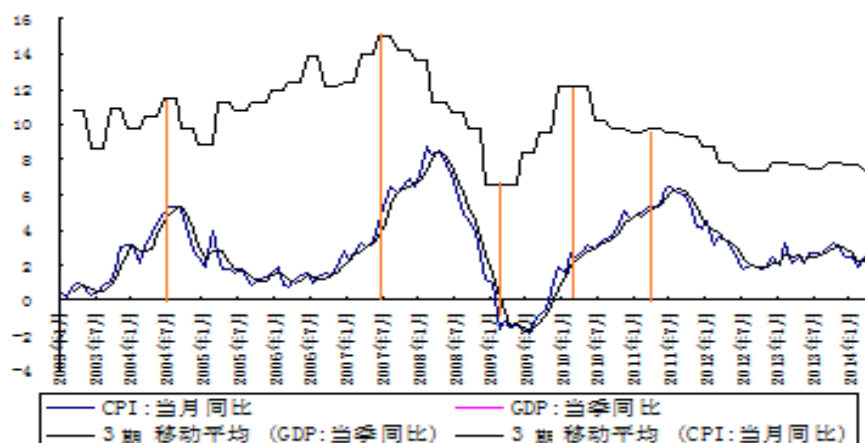
展望三季度，受外部环境有所好转、稳出口政策显效和人民币贬值的影响，出口将保持稳定增长。随着前期出台的一系列“稳增长”政策陆续落地和效果

显现，国内需求特别是投资需求将企稳回升。从政策层面看，面对经济下行压力增大，尤其是一季度突破增长下线，近两个月中央更加强调“稳增长”。同时货币信贷政策环境总体较为宽松，也将为“稳增长”提供较好的货币条件。预计中西部地区特别是黑龙江、山西、河北等一季度增长较慢（如黑龙江仅增长2.9%）的地区，在各方面的努力下，未来两个季度经济或将明显回升。综合国内外多种因素，参考中国银行国际金融研究所“中国宏观经济景气预警系统”运行结果，预计三季度经济将总体平稳，GDP 增长在 7.6%左右，全年增长 7.5%左右，比 2013 年有所放缓。

2. “猪周期”来袭，但物价仍将保持低水平

受经济下行、需求放缓、产能过剩和食品价格回落等因素的影响，上半年物价总体在低水平运行。前 5 个月，CPI 累计上涨 2.3%，低于去年同期，更远低于 1978 年以来年均 5.3%的增速。

图 3: CPI 是经济运行滞后指标



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

第一，八大类商品“七涨一跌”。5 月份，在八大类商品和服务中，食品、居住、衣着和娱乐价格同比涨幅均在 2%以上，家庭设备用品及维修、医疗保健和个人用品、交通通信等价格同比涨幅都在 2%以下，只有烟酒及用品价格

同比下降 0.6%。

表 1：月度 CPI 翘尾因素和新涨价因素分解

月份	CPI 同比	新涨价因素	翘尾因素	月份	CPI 同比	新涨价因素	翘尾因素
2013 年 1 月	2	1.1	0.9	2014 年 1 月	2.5	1.01	1.49
2 月	3.2	2.2	1	2 月	2	1.61	0.39
3 月	2.1	1.3	0.8	3 月	2.4	1.1	1.3
4 月	2.4	1.5	0.9	4 月	1.8	0.7	1.1
5 月	2.1	0.9	1.2	5 月	2.5	0.79	1.71
6 月	2.7	0.9	1.8	6 月	-	-	1.71
7 月	2.7	1	1.7	7 月	-	-	1.61
8 月	2.6	1.5	1.1	8 月	-	-	1.1
9 月	3.1	2.3	0.8	9 月	-	-	0.3
10 月	3.2	2.3	0.9	10 月	-	-	0.2
11 月	3	2.2	0.8	11 月	-	-	0.3
12 月	2.5	2.5	0	12 月	-	-	0

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第二，翘尾因素扩大更加明显。在 5 月份 2.5% 的 CPI 同比涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素约为 1.6 个百分点，比 4 月份扩大了 0.6 个百分点，新涨价因素为 0.9 个百分点，比 4 月份扩大了 0.2 个百分点（表 1）。可见，尽管 5 月份 CPI 的翘尾因素和新涨价因素均在扩大，但翘尾因素对 CPI 的拉动作用更加明显。

第三，食品价格是 CPI 走高的主因。历史数据分析显示，我国 CPI 涨幅与食品价格涨幅高度相关：食品价格上涨加快，带动 CPI 短期明显上涨；食品价格上涨放慢，CPI 涨幅也随之走低（图 4）。5 月份 CPI 上涨 2.5%，涨幅比 4 月份有明显增大，主要原因就是食品价格上涨了 4.1%，影响 CPI 上涨约 1.35 个百分点；而非食品价格上涨 1.7%，与以往月份基本持平，影响 CPI 上涨约 1.15 个百分点。食品价格解释了 5 月 CPI 上涨中的 54%，这与我国 CPI 篮子中食品占比较高（31.8%），尤其是猪肉比重较高有关。从环比来看，5 月份蛋、猪肉和鲜果价格分别上涨了 9.5%、5.6% 和 2.1%，三项合计影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点。

图 4：食品价格带动 5 月 CPI 回升

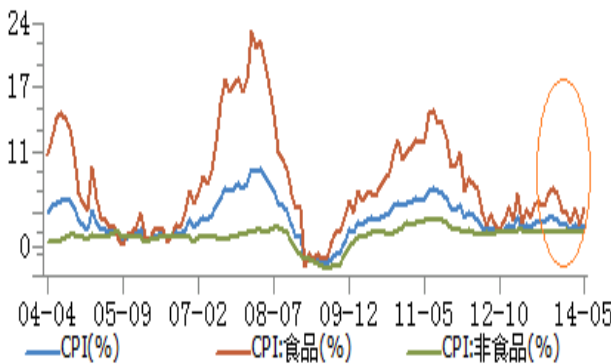
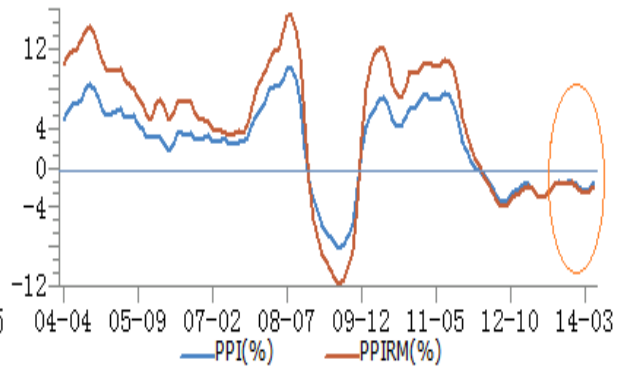


图 5：PPI 连续 27 个月负增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

下半年，影响物价回升的因素不是很多，物价仍将保持低水平，全年 CPI 呈现不规则的“倒 U 型”走势，涨幅预计在 2.5% 以内。主要原因有：

一是经济回升力度有限。价格是市场总供求关系的集中反映，经济升温、市场供不应求，物价趋于走高；反之经济放缓、供过于求，物价趋于下跌。未来几个季度，我国经济将“缓中趋稳”，GDP 增长在 7.5% 左右，回升力度相对有限。因此，经济基本面不支持物价水平的明显上行。

二是“猪周期”相对温和。截至今年 4 月份，国内猪肉价格持续下跌，绝对价格创 5 年来的新低。但进入 5 月份以来，在国家收储政策等因素的影响下，猪肉价格环比明显回升：尽管 5 月当月同比下降 0.6%，但降幅比 4 月份大幅收窄 6.6 个百分点；环比涨幅由负转正，由下降 6.6% 转为增长 5.6%，因此有人惊呼“猪周期”重新来袭，高通胀时代即将来临！但我们认为，由于：（1）生产成本上升，国内外猪肉价差不断缩小甚至倒挂，一旦猪肉价格持续上涨，进口猪肉将大幅增加进而平抑国内价格；（2）政府动用储备肉对市场进行调节；（3）受经济放缓和八项规定等因素的影响，未来猪肉价格大幅上涨的可能性较小，不大会再现“过山车”式的飙升。

三是居住价格涨幅平稳。居住对 CPI 的影响仅次于食品，其占 CPI 篮子的

比重在 17.2%左右。由于当前和未来一段时间房地产市场面临调整，房价面临的下行压力比较大。房价走低，将从两方面影响居住价格进而影响整体 CPI：一是直接影响，如房价走低带动租金价格涨幅放缓甚至下跌（不论自有住房还是租房均如此）；二是间接影响，即房价下跌对餐饮、娱乐和零售等行业价格的影响。

四是产能过剩问题依然突出，PPI“转正”尚需时日。经济下行、需求放缓、产能过剩严重，导致今年以来 PPI 延续负增长态势，截至今年 5 月 PPI 负增长已经持续了长达 27 个月时间（图 5），持续时间均超过了 2001 年和 2008 年上两轮“PPI 负时代”（上两期分别为 20 个月和 12 个月）。由于经济回升有限，加上治理雾霾、淘汰落后产能等政策影响，钢铁、煤炭、水泥和平板玻璃等重化工业生产将继续受到制约，因此 PPI“转正”尚需时间。PPI 负增长或低增长，减轻了上游价格（如 PPI）向下游价格（如 CPI）传导的压力。

（二）“三驾马车”同步减速，下半年有望企稳回升

1. 投资下滑忧中有喜，基础设施投资压舱护航

今年以来，我国投资增长有所放缓。1-5 月份，固定资产投资累计同比增长 17.2%，增速较 1-4 月份回落 0.1 个百分点，这一回落幅度小于 1-3 月份和 1-4 月份，说明 1-5 月份投资增速虽然同样下滑，但已出现了一些积极变化。

图 6：今年以来投资增长放缓

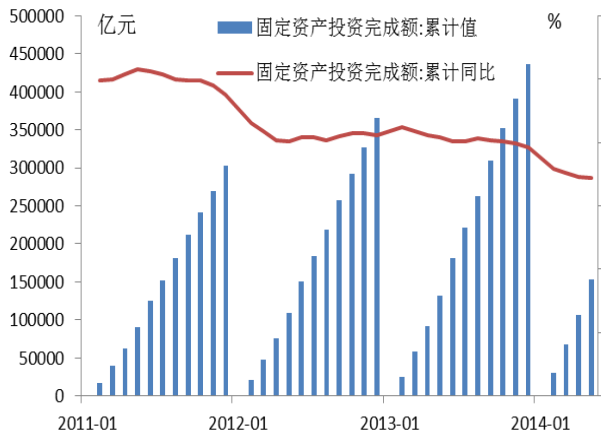
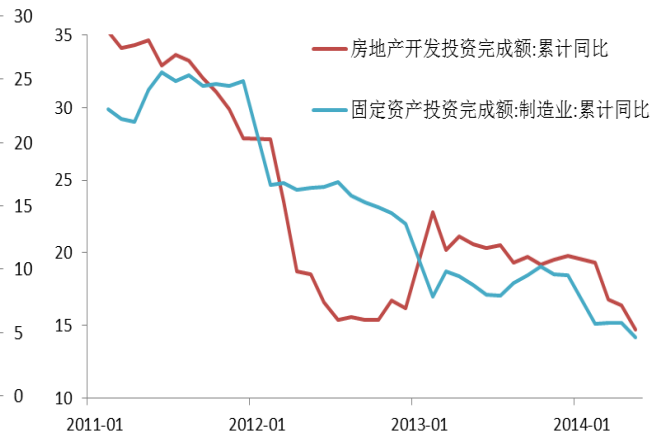


图 7：房地产和制造业投资增长同步减速



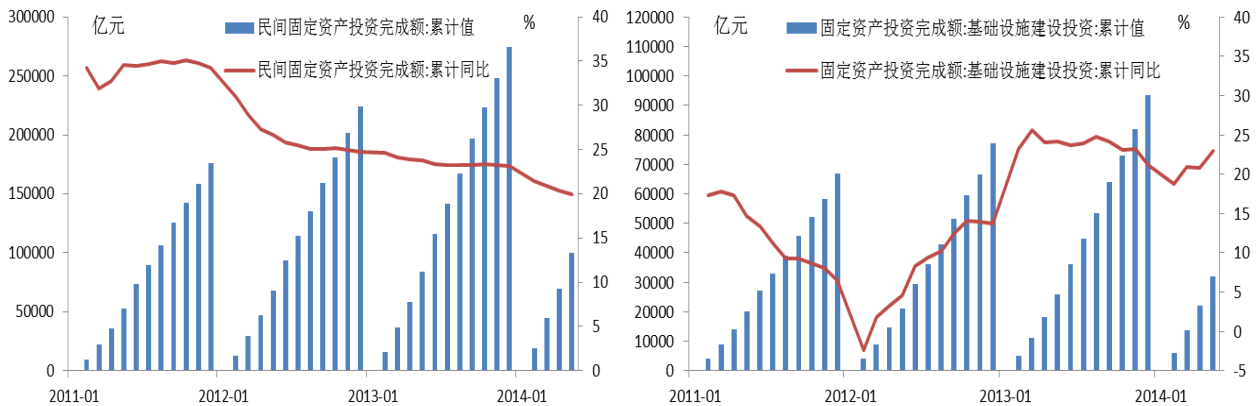
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

前 5 个月投资减速主要受三个因素的影响：

一是房地产开发投资增速明显下降。1-5 月份累计同比增长 14.7%，增速较 1-4 月份回落 1.7 个百分点，比去年同期大降 5.9 个百分点，这与近期房地产市场供求关系变化有关，购房者持观望态度延迟了部分刚需，房地产商从拿地到建房都放缓了节奏，金融机构对房地产融资也更趋谨慎。

二是制造业投资不振。1-5 月，制造业投资累计增长 14.2%，增速较 1-4 月回落 1 个百分点，比去年同期回落 3.6 个百分点，说明产能过剩对制造业仍然造成了沉重拖累，企业家对经济前景不是很乐观，投资积极性受到影响。

三是民间投资继续放缓。1-5 月民间投资累计增长 19.9%，增速较 1-4 月回落 0.5 个百分点，比去年同期回落 3.9 个百分点（图 8），说明虽然中央已经明确放开了部分行业市场准入，允许民间投资进入，并寻求降低中小企业融资成本，但民间投资启动加速并非一日之功，营商环境和盈利前景的根本改善都会影响民间投资的热情和信心。不过就绝对增速而言，民间投资增速仍然快于总体投资 2.7 个百分点，是拉动投资增长的重要因素。

图 8：民间固定资产投资继续趋冷 **图 9：基础设施建设投资明显加快**


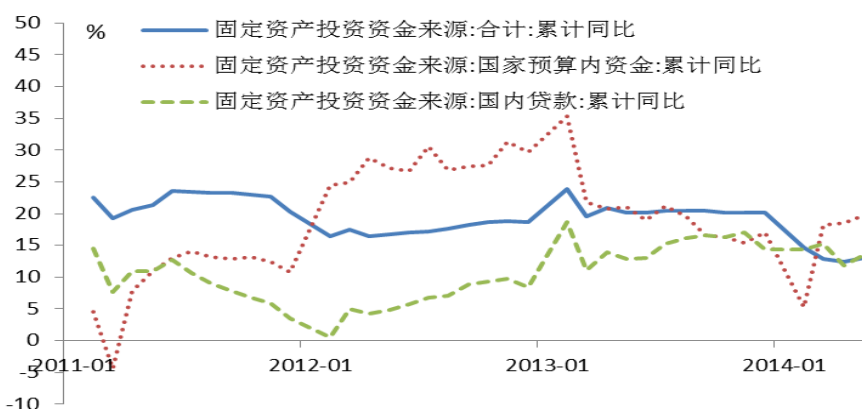
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

在投资增长整体放缓的同时，也出现了一些积极变化：

一是**基础设施建设投资加快**。1-5 月份累计同比增长 23%，增速较 1-4 月份提高 2.2 个百分点（图 9）。这一显著回升得益于近期一系列“稳增长”政策的出台，保障房土地供应和开工套数都明显增加，水利和其他公共设施建设步伐加快。比如，1-5 月水利管理业投资增长 36.4%，增速较 1-4 月提高 0.6 个百分点；公共设施管理业投资增长 26.1%，增速较 1-4 月提高 1.5 个百分点。

二是**资金状况有所改善**。1-5 月固定资产投资资金来源增长 13%，增速较 1-4 月提高 0.5 个百分点（图 10），这主要得益于国家预算内资金和国内贷款的增长加快，两项资金增长分别较 1-4 月提高了 1.2 和 1.6 个百分点。

图 10：投资资金来源增长加快



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

展望下半年，投资仍是决定全年增长的关键变量，其中最大的不确定性是房地产投资。当前房地产市场正处在调整期，不排除房地产投资增速会进一步下滑，进而拖累整体投资增长。但基础设施投资将成为下半年稳定投资的“压舱石”，包括保障房（含棚户区改造）、中西部铁路、水利等项目都会陆续上马。这一部分投资增长将明显加速，在一定程度上将抵消房地产投资的下滑。我们预计，三季度投资增长 17.0%左右，全年增长 17.2%左右。

2. 消费总体稳定，通讯器材和家具等消费热点表现抢眼

今年 1-5 月，社会消费品零售总额累计增长 12.1%，较 1-4 月提高 0.1 个百分点。剔除价格因素，1-5 月社会消费品零售总额实际增长 10.7%，增长总体稳定。其中，商品零售和餐饮消费增速均较 1-4 月有所加快，分别提高 0.1 和 0.2 个百分点，限额以上企业餐饮消费也实现了 2.8% 的正增长。

图 11：消费增长总体稳定

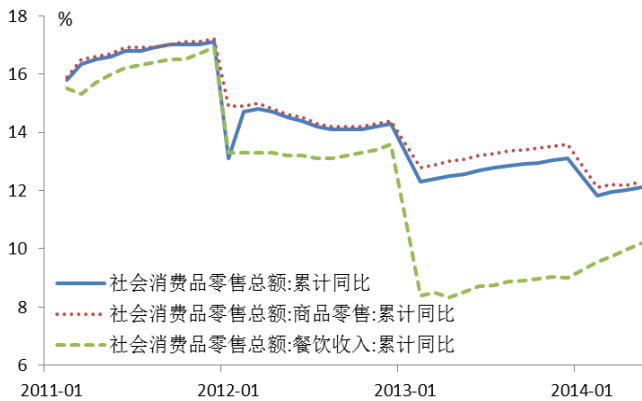
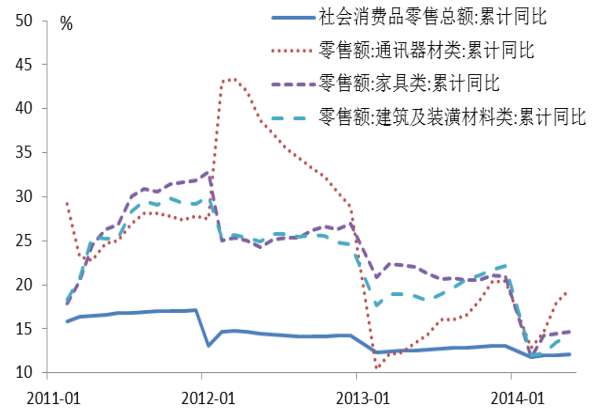


图 12：消费热点增长加快

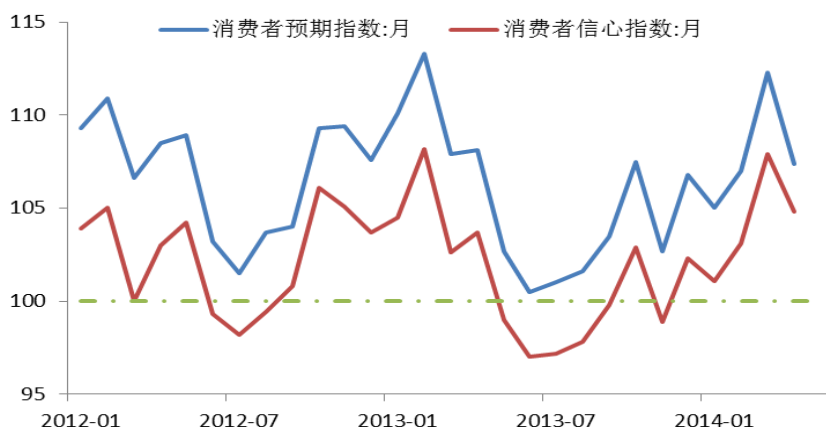


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

分类别看，通讯器材、家具和建筑及装潢材料仍然是消费热点，自年初以来呈加速态势。1-5月，通讯器材、家具和建筑及装潢材料分别增长 19.5%、14.7%和 14.2%，均为连续三个月加快，增速分别比一季度提高 4.8、0.5 和 0.7 个百分点。这三项消费绝对增速也高于整体居民消费，是拉动消费稳定增长的“主力军”。

展望下半年，消费有望保持稳定增长。主要因素包括：一是城乡居民收入增长较快。今年一季度全国居民人均可支配收入实际增长 8.6%，增速较 GDP 增长高 1.3 个百分点，较上年全年提高 0.5 个百分点，这是居民消费稳定增长的基础。二是政策支持作用显效。近期央行出台了定向降准等货币政策，降低了汽车金融公司存款准备金率 0.5 个百分点，有针对性地加大了对汽车等消费热点的支持力度。三是随着消费环境改善和消费结构升级，居民消费意愿和信心逐步增强，消费者信心指数连续 6 个月保持在 100 以上。以通讯器材为主的信息消费仍然方兴未艾，新产品的不断推出吸引着广大消费者增加对这方面的支出。当然，近期房地产市场面临调整，部分居民可能会延迟购买住房，由此对家具、建筑及装潢材料等增长形成一定的制约。我们预计，三季度消费增长 12.4%左右，全年增长 12.3%左右。

图 13: 消费者预期指数和信心指数



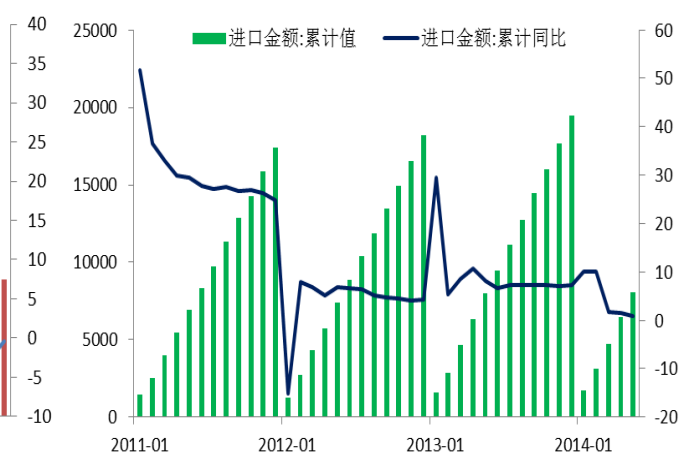
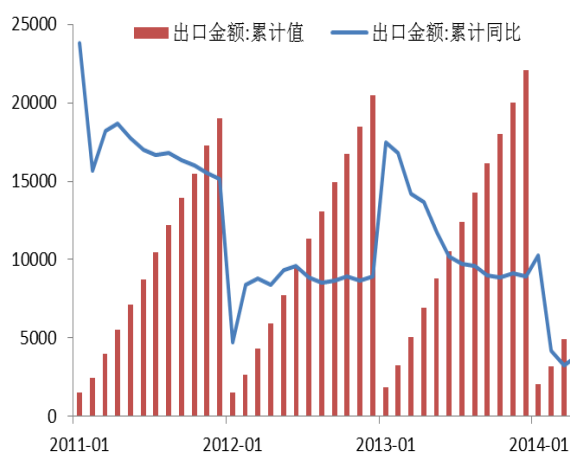
资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

3. 出口由负转正, 贸易顺差增长显著放缓

出口方面, 1-5 月累计同比下降 0.4%, 降幅较 1-4 月收窄 1.9 个百分点(图 14), 即出口增长改善。这主要得益于近期国务院出台的支持外贸稳定增长的措施, 对增加出口起了重要的推动作用。同时, 欧美日、东盟、韩国和印度等对我国产品需求增长较快, 成为拉动出口的又一重要因素。

图 14: 出口增长在明显改善

图 15: 进口增长低于预期



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

进口方面, 1-5 月进口仅增长 0.8%, 增速较 1-4 月下降 0.7 个百分点(图

15)，连续三个月出现下滑，即进口增长大幅低于此前市场预期。进口增长持续下滑，与国内需求总体不旺有较大关系，而受人民币贬值影响，基于贸易融资目的的大宗商品进口动能减弱。以成品油为例，1-5月进口金额累计同比减少28.5%，降幅比1-4月扩大6.3个百分点。

前5个月，我国进出口贸易顺差为4366亿元人民币，同比减少14.1%，增速较1-4月回落29.2个百分点（图16）。贸易顺差增速显著回落，主要原因在于：第一，在出口回暖的同时，进口增长却大幅低于预期，甚至在5月出现负增长；第二，进入5月后，上年同期虚假贸易的基数因素影响将逐步减小。

图 16：贸易顺差降幅明显回落



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

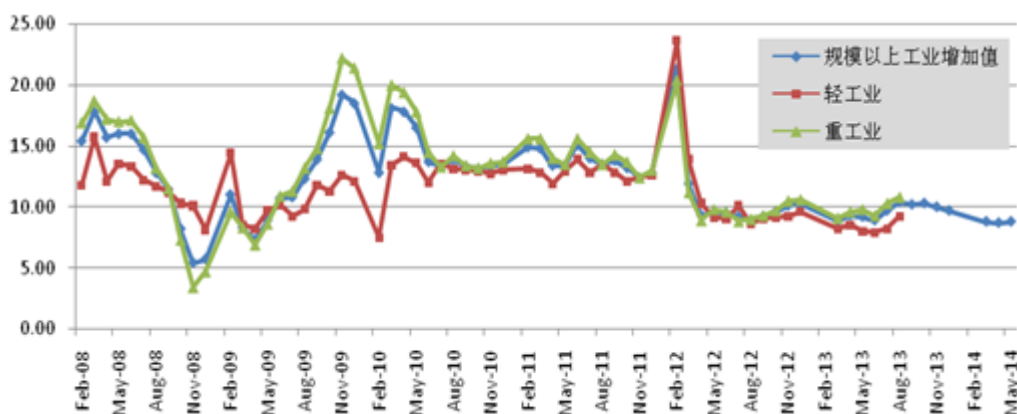
展望下半年，有利出口的因素包括：一是政府支持外贸增长政策的促进作用将继续体现；二是外部需求有望继续改善。进口增速预计将会随着国内经济的回暖而逐步向好。我们预计，三季度出口增长6%左右，进口增长2%左右；全年出口增长3%左右，进口增长2.5%左右。

（三）工业生产回落，但未来将小幅回升

受需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，今年以来工业生产总体

回落，前 5 个月规模以上工业增加值同比增长 8.7%，增速较去年同期回落 0.7 个百分点（图 17），与今年第一季度基本持平，为 2009 年 10 月以来最低水平。

图 17：规模以上工业增加值增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

分行业来看，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 11.0%，增速较去年同期和今年第一季度均回落 0.3 个百分点；纺织业同比增长 7.0%，增速较去年同期回落 3.0 个百分点，但较今年一季度加快 0.4 个百分点；汽车制造业同比增长 13.3%，增速较去年同期加快 1.4 个百分点，但较今年一季度回落 0.7 个百分点。

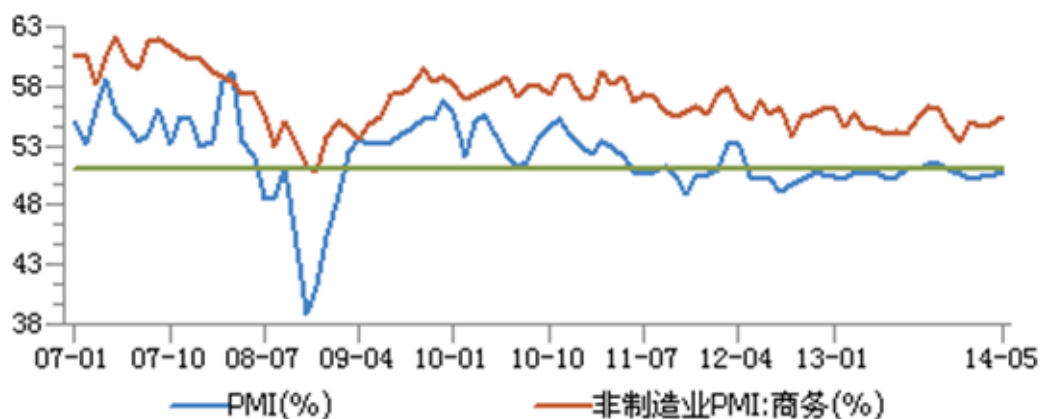
分产品来看，产能过剩行业产品产量增速明显放缓，但回升趋势初现：钢材和水泥产量同比分别增长 6.1% 和 4.1%，增速较去年同期分别回落 4.7 和 4.8 个百分点，但较今年一季度分别加快 0.8 和 0.1 个百分点；发电量同比增长 5.7%，增速较去年同期加快 1.7 个百分点，与今年第一季度相比略有回升。发电量是经济发展先导性指标之一，发电量增长加快，说明经济回升趋势明显。

展望下半年，受政府“稳增长”政策显效、出口总体好转等因素的影响，工业生产将小幅回升。

一是制造业 PMI 小幅回升。5 月份，我国制造业 PMI 为 50.8%，比上月上

升 0.4 个百分点（图 18），已连续 3 个月回升，预示我国制造业继续稳中向好。

图 18: PMI 连续 3 个月回升



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

二是需求生产端双双回暖。5 月新订单指数升至 6 个月以来的高点，为 52.3%，比上月上升 1.1 个百分点，为去年 9 月以来最大升幅；生产指数为 52.8%，比上月上升 0.3 个百分点，为 4 个月来的高点。生产指数与新订单指数的差值为 0.5 个百分点，连续 2 个月缩小，为去年 10 月以来的最小值，供求矛盾有所改善。

三是外贸和消费的恢复性增长。前 5 个月，工业企业出口交货值同比增长 4.9%，增速较一季度加快 0.7 个百分点；消费者信心指数连续 6 个月大于 100，其中，反映消费者对未来 6 个月就业形势和家庭收入情况看法的预期指数连续 6 个月超过 105。

尽管总体平稳向好，但也存在一些不确定性因素。主要是小微企业生产经营仍然比较困难。5 月份小型企业 PMI 为 48.8%，与上月持平，今年以来均位于荣枯线以下，说明在市场需求不旺、产能过剩的环境下，小微企业生产经营困难仍然较大。二是经济缓中趋稳态势有待进一步确立。总体来看，三季度工业生产增速不会加快很多，预计增长 8.9% 左右，较上半年略有回升；全年增长

8.8%左右，比去年有所回落。

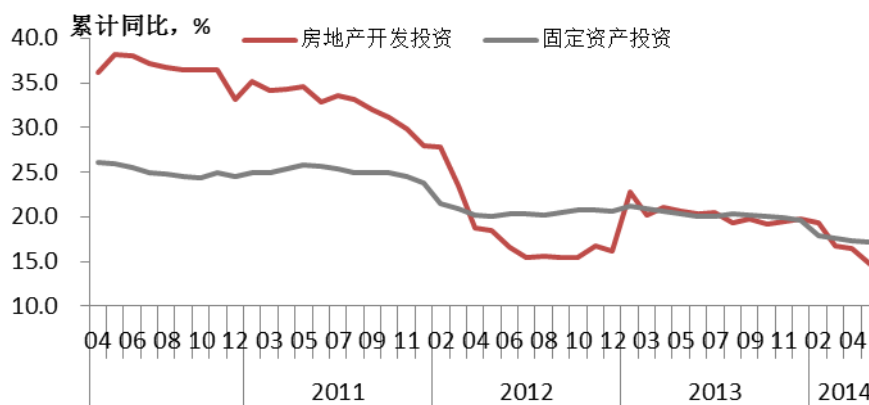
（四）房地产市场将继续调整，但“硬着陆”可能性不大

今年以来，受信贷偏紧、利率上行和观望情绪增加等因素影响，全国房地产市场“量价齐跌”，市场拐点基本形成。突出表现在：投资下行较快，房价环比增长由正转负，资金压力增大，土地市场降温。

1. 房地产投资减速明显，办公楼投资下降较快

在房地产景气下行、融资成本上升等因素的影响下，今年我国房地产投资减速比较明显。1-5月，房地产累计投资 3.07 万亿元，同比增长 14.7%，比一季度回落 2.1 个百分点（图 19），为 2010 年以来的最低增速，下行幅度快于同期固定资产投资。其中，办公楼投资下降较快，比一季度回落 4.6 个百分点；住宅和商业营业用房投资则分别比一季度回落 2.2% 和 1.9%。

图 19：房地产投资下行较快



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 市场销售下滑，政策扶持刚需使销售降中趋稳

1-5月，房地产累计销售面积为 3.6 亿平方米，同比下降 7.8%（图 20），降幅比一季度扩大了 4 个百分点。房地产销售下滑主要与按揭贷款难度增大、利率上行和消费者预期发生变化等因素有关。数据显示，一季度，金融机构个

人住房贷款加权平均利率为 **6.7%**，相比去年同期上升了 **0.43** 个百分点。未来，随着政策加强对个人购买首套住房的支持，购房需求将平稳释放，带动房地产销售降中趋稳。

图 20： 房地产销售持续下滑

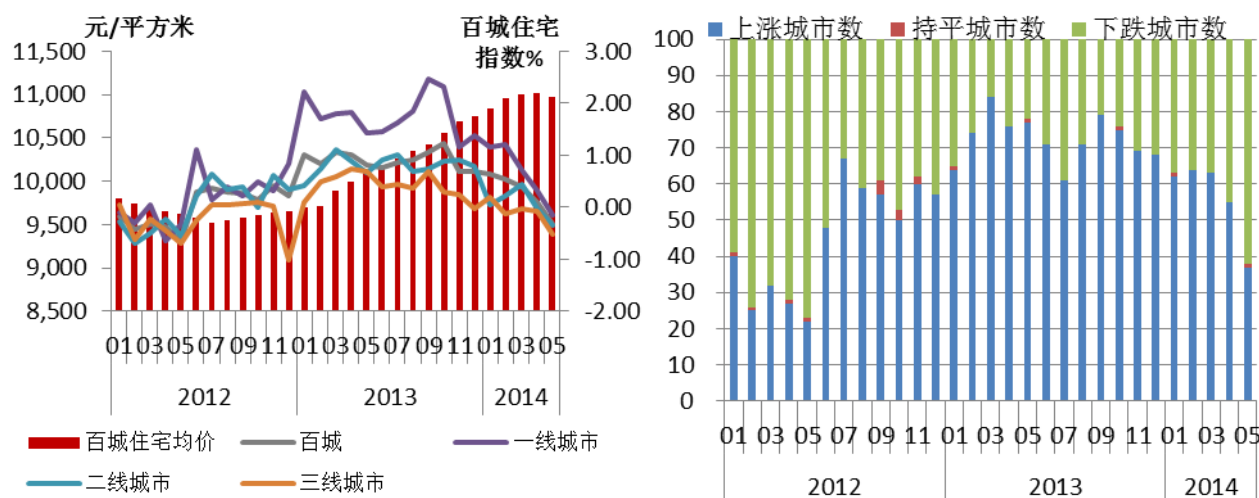


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 房价环比涨幅“由正转负”，环比下跌城市数目增加

今年二季度以来，全国房价出现了三个变化。一是房价环比涨幅“由正转负”。5月百城住宅价格环比指数下跌 **0.32%**，为 **2012** 年 **6** 月以来的首次负增长（图 21）；二是房价下跌城市数目增加。5月环比下跌城市数目为 **62** 个，相比一季度增加了 **25** 个（图 22）；三是三线城市降幅扩大。5月，环比负增长 **0.52%**，降幅比一季度扩大 **0.48** 个百分点。

图 21：百城住宅价格均价及环比涨幅 图 22：房价下跌城市数目

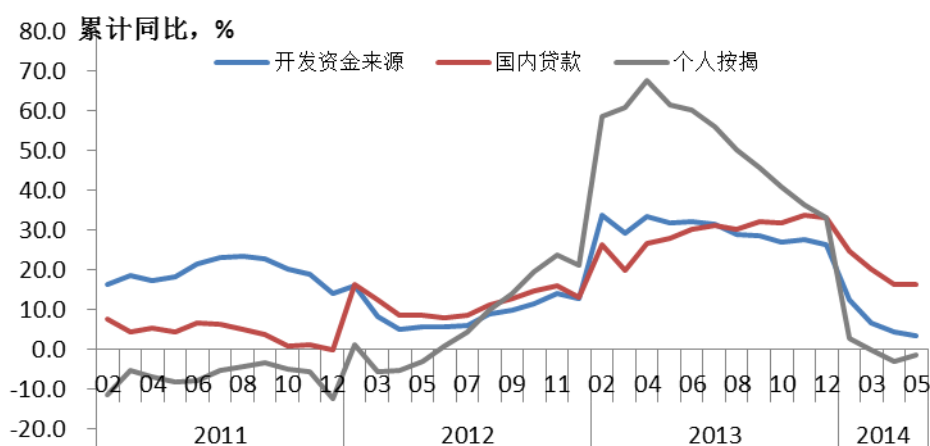


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 房企资金压力增大，个人按揭贷款跌幅收窄

随着销售增长放缓，以及治理“影子银行”的影响，房地产企业到位资金持续回落，且大幅低于同期投资开发增速，开发商融资环境趋紧。1-5月，房地产企业到位资金同比增长**3.6%**，比一季度回落**3**个百分点（图 23）。其中，定金及预收款下滑较快，比一季度回落**4.8**个百分点，这主要是由销售放缓导致。受政府加强对“影子银行”治理的影响，国内贷款也出现了较快下滑，1-5月同比增长**16.5%**，比一季度回落**3.9**个百分点。个人按揭贷款受“加强首套房信贷支持”等政策的影响，降幅有所收窄，5月同比下跌**1.2%**，跌幅比前4个月收窄**1.9**个百分点。

图 23：房企融资形势不容乐观



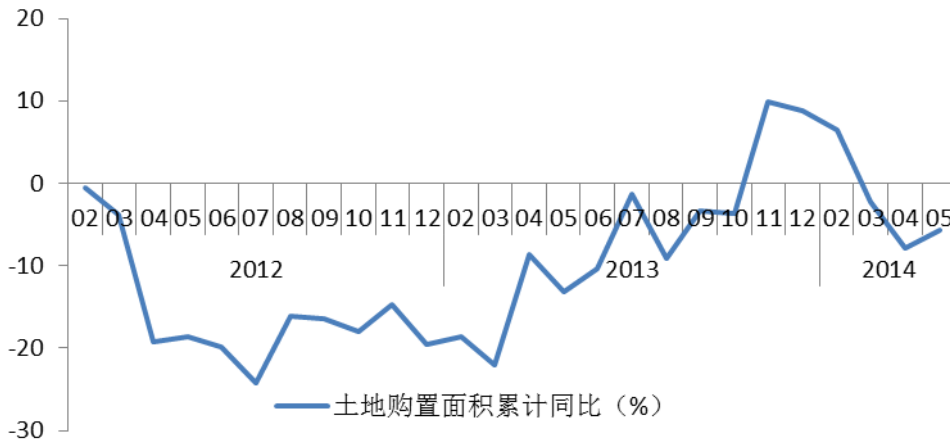
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 土地市场明显降温，但价格相对稳定

随着房地产市场景气下行，房地产企业拿地热情和政府的推地热情都有所降低。1-5 月份，全国房地产开发企业土地购置面积同比下降 5.7%，降幅比一季度扩大 3.4 个百分点（图 24）。其中，三线城市成交土地面积下滑较快，一、二线城市相对平稳。1-5 月，在 40 个大中城市中，三线城市累计成交土地面积下降 89.8%，一线和二线则分别下降 32.0%和 22.7%。值得注意的是，尽管土地交易量有所下行，但价格保持基本稳定。5 月末，40 个大中城市土地成交均价为 2112 元/平方米，与上年基本持平。分城市看，一线城市土地成交均价为 7904 元/平方米，相比上年末上涨 16.2%，二、三线城市则分别下跌了 4.8%和 15.6%。

下半年，受政策调控延续、居民观望情绪增加、三四线城市库存攀升、房地产商资金压力加大等因素影响，预计全国房地产市场调整还将继续。但是，随着个人首次置业者信贷需求得到及时纠偏，不同城市差异化调控政策的出台，以及房地产市场增长的中长期动力未变，房地产市场将呈现降中趋稳的“软着陆”态势，大幅调整的可能性较小。

图 24：土地购置面积累计增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

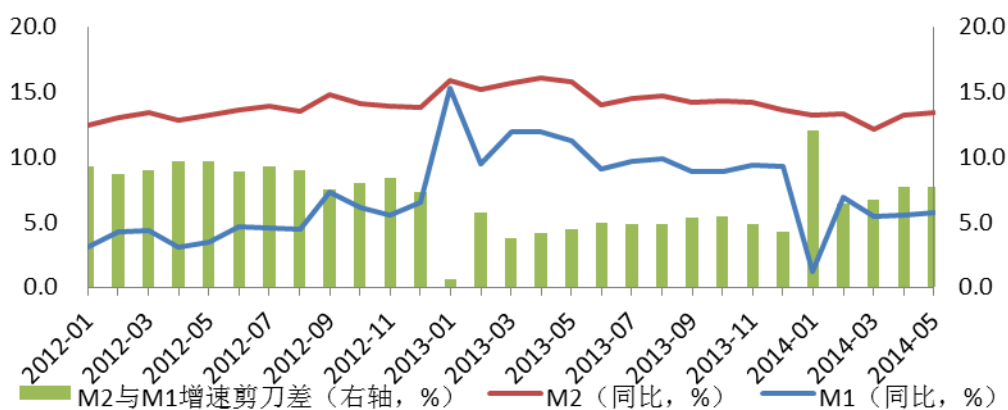
二、2014 年二季度金融形势回顾与三季度展望

(一) 货币与信贷

1. 货币供应量增长总体平稳

今年以来，我国货币信贷总体平稳，增长基本在预期和合理范围之内。截至 5 月末，广义货币 M2 增长 13.4%，比一季度末提高 1.3 个百分点（图 25），表明央行再贷款、定向降准等定向宽松政策已开始显效；狭义货币 M1 增长 5.7%，比一季度末提高 0.3 个百分点。

图 25：货币供应量增速 (%)



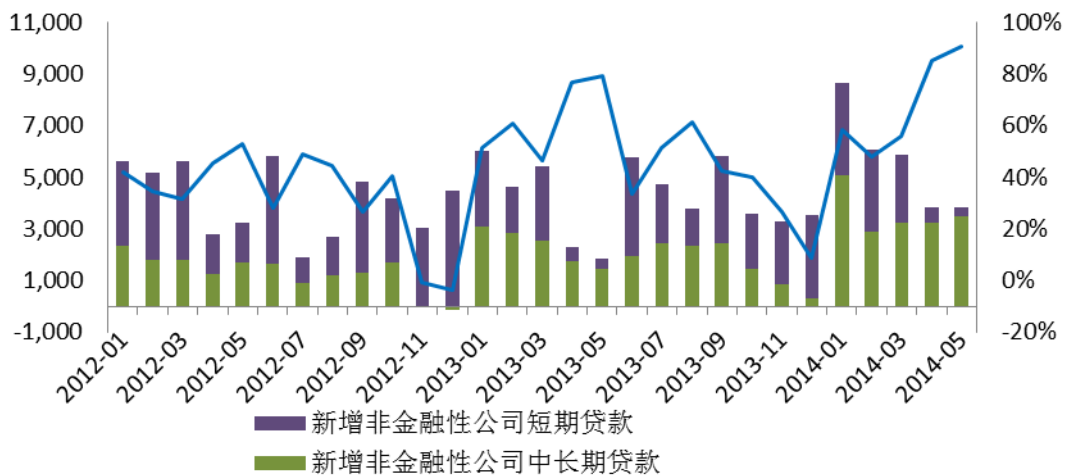
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

随着央行一系列定向降准等政策效果的逐步显现，三季度 M2 增速有望继续稳定增长，预计 9 月末 M2 增长在 13.5% 左右，全年增速或超过 13% 的政府调控目标。

2. 信贷投放总体符合预期，中长期贷款占比提高

2014 年 1-5 月，新增人民币贷款 4.66 万亿元，同比增长 10.7%。从贷款结构上看，前 5 个月新增中长期贷款 2.81 万亿元，占新增人民币贷款的 60.3%（图 26），高于去年同期 8 个百分点。上半年贷款增加较多，一方面是由于“稳增长”政策推出，贷款需求上升；另一方面与治理影子银行，表外融资回归表内有关。

图 26：新增人民币贷款规模与结构



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

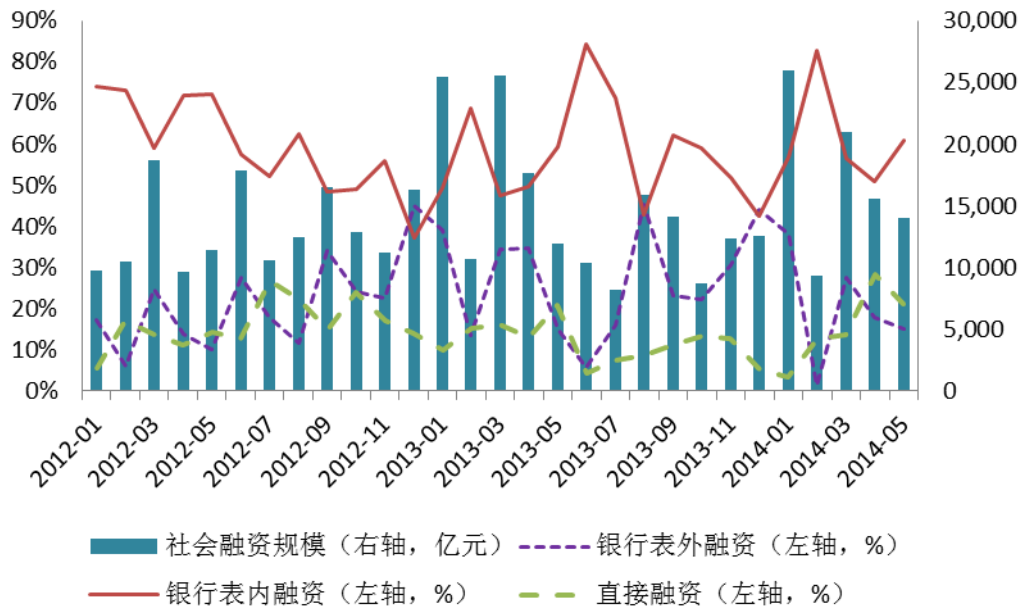
三季度，预计新增贷款规模将总体稳定，受“定向降准”等政策的影响，信贷结构将出现更加积极的变化，促使更多资金投向“三农”、小微企业等领域。

3. 社会融资规模平稳运行，表外融资继续缩减

前 5 个月，社会融资规模 8.58 万亿元，比去年同期少增 5350 亿。其中，新增信托贷款累计为 3391 亿元，占社会融资规模的比例为 3.95%，相

比一季度下降 1.16 个百分点；新增股票和债券为 1866 亿元和 10307 亿元，占社会融资规模的比重分别为 2.17%和 12.03%，较一季度都有回升（图 27）。社会融资规模结构出现变化，表内融资占比上升，表外融资占比下降，主要是受治理“影子银行”、金融机构主动“去杠杆”等政策的影响，符合政策调控的方向。社会融资规模结构的变化主要受表外业务监管趋严、金融机构“去杠杆”等因素的影响。预计三季度社会融资规模将总体保持稳定，银行表内融资和直接融资占比将继续提高。

图 27：社会融资总量结构变化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）金融市场：流动性继续改善，人民币汇率双向波动

1. 流动性继续改善，同业拆借利率保持稳定

今年以来，央行通过正逆回购、SLO 和央票等多种货币政策工具加强了流动性管理，市场流动性总体保持稳定，未发生大的波动。5 月，银行间市场同业拆借月加权平均利率为 2.56%，分别比上月和去年同期低 0.16

和 0.36 个百分点（图 28）。尽管受季节性因素影响，6 月底 Shibor 利率可能出现小幅回升，但发生去年“6.20”那样所谓“钱荒”事件的可能性很小。

三季度，货币政策将稳中趋松，同业业务有序发展，金融体系流动性发生大幅波动的可能性不大，银行间同业拆借利率有望保持总体稳定。

图 28：银行间同业拆借加权利率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 资本市场弱势反弹

二季度以来，资本市场在前期弱势调整的基础上有所企稳并出现反弹。上证综指创 3 月 20 日 1993 点阶段性低点后，出现了近一个月的止跌行情，4 月 9 日形成 2100 的小高点，随后一直在 2000 点左右震荡。6 月以来，随着央行年内第二次定向降准，以及证监会对 10 家拟上市企业的核准发文，沪深股指出现了企稳回升迹象（图 29）。

展望未来，尽管政府陆续出台了有针对性的微刺激政策，针对资本市场发展的一些新的政策也陆续出台或在加紧制定之中，但我们仍然对资本市场的前景持谨慎态度。主要原因在于，国内经济增长压力依然存在，市场流动性仍然

延续偏紧的态势，国际资本流动也受到美国量化宽松政策退出的扰动，具有一定的不确定性。因此，下半年资本市场仍可能维持震荡格局，资本市场的上扬还需要政策的进一步支持和流动性的改善相互配合才能实现。

图 29：沪深股指走势

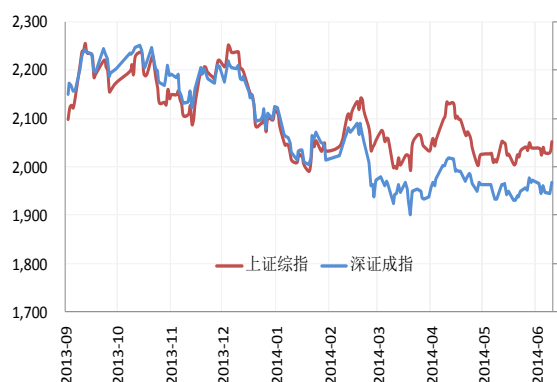


图 30：人民币兑美元汇率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3.人民币双向波动

经历了 5 个月持续贬值之后，6 月以来人民币对美元汇率中间价的双向波动幅度明显加大，涨跌相互交替。并在 6 月 9 日迎来了年内罕见的大幅升值，人民币兑美元汇率中间价报 6.1485，较前一交易日上涨 138 个基点，单日升值幅度创近 18 个月新高（图 30）。此后人民币连续创下自 3 月 27 日以来新高，收复了近两个月的失地，改变了市场对于今年来人民币汇率的贬值预期。二季度离岸市场的人民币预期大幅高于即期利率，出现明显偏离，同时双向波动幅度也更大。

近期公布 PMI（包括官方和汇丰）、消费、工业和出口等宏观数据大幅改观，以及欧央行量化宽松政策的刺激是人民币汇率突然转强的主要原因。我们预计，未来人民币汇率将继续保持双向波动态势，大幅单边贬值或者升值的可能性都比较小。

表 2：2014 年季度及全年中国经济金融主要指标预测（%）

指 标	2011 (R)	2012 (R)	2013 (R)	2014			
				Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	全年 (F)
GDP	9.3	7.7	7.7	7.4	7.5	7.6	7.5
规模以上工业增 加值	13.9	10	9.7	8.7	8.8	8.9	8.8
固定资产投资	23.8	20.6	19.6	17.6	16.8	17.0	17.2
消费品零售总额	17.1	14.3	13.1	12.0	12.3	12.4	12.3
出口	20.3	7.9	7.9	-3.4	5.0	6.0	3.0
进口	24.9	4.3	7.3	1.7	0.2	2.0	2.5
居民消费价格指 数 (CPI)	5.4	2.6	2.6	2.3	2.3	1.9	2.2
工业品出厂价格 指数 (PPI)	6.0	-1.7	-1.9	-2.0	-1.4	-1.0	-1.5
广义货币 (M2, 期 末)	13.6	13.8	13.6	12.1	13.5	13.5	13.5

注：R 表示实际；E 表示估计；F 表示预测。

资料来源：中国银行国际金融研究所

三、宏观政策取向

尽管近期经济有所好转，但下行压力依然存在，尤其是房地产市场调整、地方债务和产能过剩对宏观经济金融稳定构成了一定的风险。未来，在“低增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，财政政策将更趋积极，政策着力点在既能拉动短期增长，又能促进结构调整的一些领域；货币政策总体稳中有松，但不会过度放松，货币信贷将保持平稳增长；同时会提高政策的灵活性和针对性，为“稳增长”提供必要的货币条件。也可能扩大定向降准范围和力度，增大资产证券化规模。需要强调的是，本轮“稳增长”政策的目的在于

于刺激经济过快增长，而在于托住经济保持在合理区间，不使其滑出下限尤其是底线，为经济平稳过渡到“新常态”和结构调整赢得时间和提供条件。

（一）财政政策：重在加快落实已确立的投资项目

财政政策将在“稳增长”中发挥更重要的作用：加大财政支出力度，可考虑适当提高赤字率。加快财政支出进度，尤其是增大在中西部铁路建设、棚户区改造、科技创新、节能环保和城市基础设施等领域的支持。推进结构性减税政策，进一步扩大“营改增”范围。扩大地方政府债券自发自还试点范围，试点城市数目可能增加。在产业升级和过剩产业转移方面，财政政策可在税收优惠和财政贴息以及风险缓释方面有所作为。

（二）货币政策：重在集中解决“贷款难贷款贵”问题

基于近期经济正在恢复、货币信贷增长平稳等方面的判断，下半年我国货币政策保持基本稳定，继续实施稳健的货币政策，利率和存款准备金率暂不做大的调整。下半年，为应对全球货币政策进一步宽松可能产生的影响，需要密切关注资本流动、人民币汇率和外汇占款等指标的变化，并做好相关政策预案。

为解决“贷款贵贷款难”问题，要进一步发挥商业银行对实体经济的支持作用。扩大资产证券化规模，如果能将银行资产的一定比例进行证券化，可以促使银行资产结构调整，缓解资本金压力，腾出规模加大对实体经济的服务能力。对实体经济特别是战略性新兴产业领域，可考虑运用差别化的贷存比、存款准备金率政策加大支持力度。通过直接的银行贷款支持，减少表外运作，有利于降低企业融资附加成本。

（三）房地产调控：重在做好“分类指导”

抑制房地产价格持续上升，避免房地产泡沫，目前正处在关键阶段，房地产调控有必要保持调控政策基调不变。根据市场变化，当前要有保有压。建议：加大对首套房的信贷支持，增强中小套型普通商品房和共有产权住房的供给，对供需矛盾突出的一线及部分二线城市，继续遏制投机性需求，坚持“限购限贷”政策；维持二、三线城市房地产调控政策基本不变，更好地发挥市场的调节作用。

（四）投资政策：拓宽资金筹措渠道，抓好重点领域项目建设

在用好财政杠杆、加大中央财政支持力度的同时，将充分发挥企业、金融机构以及其他各参与主体的积极性，创新资金筹措渠道。继续抓好新开工和在在建项目的建设进度，加快完善基础设施建设。加强对已出台的稳投资政策措施落实情况的督促检查。同时，稳投资要把中西部地区的投资作为重点。

（五）融资政策：推动企业杠杆和融资成本下降，完善融资结构

降低企业杠杆率和融资成本，要发挥股票市场正常的融资功能，改变过去在“放闸”和“收闸”之间频繁转换，人为造成股票市场投机炒作氛围过浓等做法，真正发挥股票市场配置资金的功能。

发展企业债券市场不仅有利于改善企业融资结构，而且有助于降低企业融资成本。建议适度放宽对企业发行债券的限制，完善债券发行的中介配套服务，创新债券品种。为缓解中小企业“融资难融资贵”问题，建议对资质不够但现金流稳定的企业，推广资产支持型债券。推广集优债券模式，允许中小企业直接发债。

（六）尽快推动地方政府债券发行的规范化

当前，地方债务已经成为社会的焦点问题。地方债务体系的完善和正常偿付机制的建立对控制我国债务风险、确保经济协调发展至关重要。要规范地方政府举债机制，防范和化解地方债务风险。

强化自发自还的约束机制。我国政府融资需要尽快由融资平台过渡到以地方政府债券为主的地方政府举债融资机制。就目前已实施的地方债务自发自还试点工作：一是要规范地方政府债券的信息披露工作。各地政府要对本地区的债务余额、偿债资金来源等信息，经济运行以及信用评级情况等进行真实、准确和及时的披露。因此，有必要编制和公开地方政府资产负债表。二是规范地方政府债券的信用评级工作，加快建立和完善地方政府的信用评级体系。

严格控制地方债务规模。要对地方政府债务实行限额控制，分类纳入预算管理。保证偿债资金来源的可靠性和稳定性，使各地债务规模与偿债能力相匹配。确保地方政府债务增长的可持续性和债务规模的可控性，守住安全线，不能轻易突破。

（七）从全球化视角化解产能过剩

充分利用当前全球市场回暖的机会，加强对出口的指导和拉动，从全球化视角化解产能过剩压力。当前，拉美、非洲等发展中国家的基础设施领域投资需求旺盛，但存在资金和技术等瓶颈。我国在通讯、高铁、造船等技术领域已达到世界领先水平，在基础设施建设、劳务承包、项目管理等领域也具有丰富经验。我国应发挥这些优势，在帮助这些发展中国家进行基础设施建设的同时，实现过剩产能的转移和重新配置。

四、当前经济金融热点分析

（一）房地产投资下行是否会导致经济“硬着陆”？——基于定量角度的分析和测算

当前，房地产市场调整是否会导致经济“硬着陆”问题引起了市场的高度关注。主要是因为：一是作为国民经济的重要组成部分，房地产业的投资占固定资产投资的比重较大。自 1998 年住房制度改革以来，房地产投资占固定资产投资的比重年均为 20% 左右。二是房地产业的关联性较强，无论对产业链上游的钢铁、水泥、有色、机械还是产业链下游的家具、装饰装潢等行业都有重要影响。三是土地出让金是地方财政收入的主要来源，房地产业与地方政府财政收入、债务问题紧密相连。

当前，房地产投资的较快下行引发了诸多猜想和担心，比如房地产市场调整是否会导致经济“硬着陆”？其是否会触发泡沫崩溃？为回答上述问题，需要进行定量和实证分析。

1. 房地产投资下行对宏观经济冲击的定量分析

估算房地产业对 GDP 的贡献，主要有三种方法：一是生产法，即采用房地产业增加值以及部分建筑业增加值来估算；二是支出法，即利用房地产投资数据估算其对资本形成的贡献，进而推算对 GDP 增长的影响；三是运用投入产出表法，运用投入产出表分析房地产业对其他行业的带动作用。我们主要采用支出法和投入产出表两种方法分析房地产对 GDP 增长贡献。

从历史上看，房地产对宏观经济确实有重要影响。自 1998 年住房制度改革以来，过去 15 年间（1999-2013 年），房地产业对 GDP 增长贡献年均约为 9.9%，平均每年拉动 GDP 增长 0.96 个百分点（表 3）。但从趋势上看，近年来房地产业对宏观经济的影响有所减弱。在 2009 年之前，房地产投资对 GDP 的贡献和拉动持续上升，由 1999 年的 4.2% 和 0.32 个百分点提高至 2009 年的

16.4%和 1.51 个百分点。金融危机以来，随着政府加强对房地产领域的调控，房地产对宏观经济的贡献和拉动有所降低。2013 年，房地产投资对 GDP 增长的贡献已降至 10.7%，对 GDP 增长的拉动降至 0.83 个百分点。

表 3： 房地产投资对 GDP 增长的贡献和拉动（支出法）

年份	房地产投资 (亿元)	固定资产投资 (亿元)	房地产占固定资产投资 比重	资本形成对 GDP 增长 贡献 (%)	资本形成对 GDP 增长拉 动 (百分点)	房地产对 GDP 增长贡 献 (%)	房地产对 GDP 增长拉 动 (百分点)
	(1)	(2)	(3) = (1) / (2)	(4)	(5)	(6) = (3) * (4)	(7) = (3) * (5)
1999	4010	23732	0.169	24.7	1.9	4.2	0.32
2000	4902	26222	0.187	22.4	1.9	4.2	0.36
2001	6245	30001	0.208	49.9	4.1	10.4	0.85
2002	7736	35489	0.218	48.5	4.4	10.6	0.96
2003	10106	45812	0.221	63.2	6.3	13.9	1.39
2004	13158	59028	0.223	54.5	5.5	12.1	1.23
2005	15909	75095	0.212	38.5	4.3	8.2	0.91
2006	19423	93369	0.208	43.9	5.5	9.1	1.14
2007	25289	117464	0.215	42.5	6.0	9.1	1.29
2008	31203	148738	0.210	47.0	4.5	9.9	0.94
2009	36242	193920	0.187	87.6	8.1	16.4	1.51
2010	48259	241431	0.200	52.9	5.5	10.6	1.10
2011	61797	302396	0.204	47.7	4.4	9.7	0.90
2012	71804	364835	0.197	47.0	3.6	9.3	0.71
2013	86013	436528	0.197	54.4	4.2	10.7	0.83
1999-2013 年平均				48.3	4.7	9.9	0.96

资料来源：中国银行国际金融研究所

通过投入产出表估算房地产业对其它行业的带动作用。2010 年，所有行业的完全消耗系数为 1.20（表 4），这意味其对 GDP 增长贡献会产生乘数效应。所谓行业消耗系数指的是每增加一个单位，需要间接或直接消耗的各项产品和服务价值量。也就是说当完全消耗系数为 1.20 时，房地产业对 GDP 增长的贡献和拉动会比生产法计算的结果要大 1.2 倍。

表 4：房地产行业对各行业的完全消耗系数

行业	完全消耗系数	行业	完全消耗系数
机械设备制造业	0.19	农林牧渔	0.04
化学工业	0.12	纺织、服装及皮革产品制造	0.04
采矿业	0.08	其他服务	0.04
运输仓储邮政、信息传输、计算机服务和软件业	0.08	食品饮料制造及烟草制品	0.03
批发零售贸易、住宿和餐饮	0.08	其它制造	0.10
房地产、租赁和商务服务	0.08	非金属矿物制品	0.01
金融业	0.07	金属产品制造	0.10
电力、热力及水生产和供应	0.06	建筑业	0.01
炼焦、燃气及石油加工业	0.06		
合计		1.2	

资料来源：国家统计局（2010），中国银行国际金融研究所

假设 2014 年房地产投资在 10%-18% 区间波动。通过测算可知（表 5）：中性情景下，即使考虑乘数效应后，房地产投资对 GDP 增长贡献为 7.5%，对 GDP 增长拉动为负的 0.33 个百分点。也就是说，即使不考虑政策调整因素，如果房地产投资增速由 2013 年的 19.8% 下降至 15% 时，也只将使 GDP 下降 0.33 个百分点，对 GDP 增速的影响没有想象中那么大。

表 5：2014 年房地产投资放缓对经济增长的影响

	极端情景 1	悲观情景 2	中性情景 3	乐观情景 4
房地产投资增速 (%)	10	12	15	18
房地产行业对 GDP 贡献 (%)	5.00	6.00	7.50	9.00
考虑乘数效应对 GDP 贡献 (%)	6.00	7.20	9.00	10.80
对 GDP 增长的拉动 (百分点)	-0.52	-0.42	-0.27	-0.13
考虑乘数效应后对 GDP 的拉动 (百分点)	-0.62	-0.50	-0.33	-0.15

资料来源：中国银行国际金融研究所

上述四种情景，哪种情景最为可靠呢？进一步对房地产开发投资的结构进行估算。目前，房地产开发投资主要由建筑工程、土地购置和设备安装三个类

别构成，其分别占房地产开发投资的 65%左右、15%-20%和 15%。也就是说建筑施工面积增速对房地产开发投资增长的影响最大。

从过去 16 年的发展经验看，房地产开发投资增速与施工面积增速基本一致，二者的相关性达到 91%，因此可以通过施工面积增速初步预测房地产投资增速。2014 年 1-5 月，房地产施工面积为 58.6 亿平方米，同比增长 12%。因此，可以初步判断，今年房地产投资增速保持 15%-18%是有可能的。

尽管房地产投资下行会加大经济下行压力，但政府完全有能力通过加快中央项目投资和保障性住房来对冲投资过快下行风险。目前，政府对固定资产投资增速有较强的调控能力。一是中央项目投资增速空间较大。2014 年 1-5 月，中央项目累计投资同比增长 8.7%，远远低于同期固定资产投资。二是保障性住房正在加快。2014 年计划开工 700 万套，前 4 个月已开工 286 万套。这意味着将需新增投资约 1.26 万亿元，约占 2013 年房地产投资总额的 14.6%，其有可能使房地产投资稳定在 15%左右。

2. 房地产投资下行是否会触发有人担心的“泡沫崩溃”？

房地产市场景气的逆转，尤其是房地产价格的过快和大幅下行，往往容易触发恐慌情绪，加剧经济金融市场动荡，甚至触发危机。对比日本、美国和东南亚各国房地产泡沫崩溃的经验教训，即使我国房地产市场出现了较快下行，房地产泡沫也仍然不具备崩溃的条件。

首先，我国房地产市场存在局部地区过高问题，但说不上有明显的、全局性泡沫。从居民的实际承受能力来看，尤其是大量中等收入人群难以形成有效需求，我国房价确实是偏高了。初步估算，2013 年我国城镇居民的房价收入比为 8.13，相比 1999 年增加了 2.01。尤其是部分地区和地市房价上涨较快，供过于求，结构性矛盾突出，房地产泡沫不断积聚。通过测算，我们发现，2012 年，温州等三线城市的房价收入比甚至超过北京、上海等一线城市。随着经济

增速的下行，这些地区面临调整的压力较大。

其次，我国依然处于城市化加速发展期。2013年，我国城市化率为53.3%，根据城市地理学家雷·诺桑姆关于城市化增长“S曲线”理论，未来我国城市化依然处于加速发展期。按照目前年均1.1%的增长速度，人均住房建设面积32.9平方米，每年带来潜在新增住房需求近5.4亿平方米，占年均销售面积的一半多。如果考虑居民收入增长带来的改善性需求，产业结构转型升级带来的物业形态更替，则房地产业需求可能会更大。

第三，居民负债率水平较低为市场的调整留下回旋余地。与美国2008年发生金融危机的情况相比，我国无论是居民负债水平，还是房地产市场和资本市场联系，都不可同日而语，这为房地产市场的调整留下较大的回旋余地。

最后，我国资本账户还处于相对管制状态，这减少了汇率变化、“热钱”冲击对房地产市场的影响。从全球金融危机史看，由于房地产投资属性较强，其往往容易受到全球资本流动、热钱变化及汇率波动的影响。这一点在东南亚房地产金融危机中表现得尤为突出。而从我国的情况看，近年来，我国资本项目开放进程不断提速，但仍有部分项目不可兑换，外商投资房地产项目依然受到一定的限制，这降低了汇率变化、资本流动对房地产市场的影响。

（二）人民币汇率会否持续贬值？

自2010年6月央行重启汇率制度改革至今年1月，人民币兑美元汇率上升了近12%，达到近20年来的最高水平。自此以后，人民币进入了贬值通道。年初至今，人民币兑美元贬值超过3%，历时超过4个月，曾触及1美元兑换6.26元人民币，为2012年末以来的最低水平。但进入6月以来，人民币汇率开始回调，再次引发市场高度关注。可以说，人民币汇率这种较大幅度的波动可能会在未来成为一种常态，标志着人民币汇率进入了新的阶段。

人民币出现贬值和双边波动，原因主要有：

一是从外部环境来看，美国经济持续复苏，美联储退出量化宽松给了美元汇率更多的支撑，美元走强、部分资金重新回流美国等诸多因素短时间内都给了人民币更多下行的压力。

二是人民币正在接近均衡汇率。从判断一国均衡汇率的一般标准看，如果一国的贸易顺差和 GDP 的占比达到 3%，即可认为该国货币的汇率实现了均衡。目前，中国的经常账户盈余与 GDP 的比例从 2007 年的 10% 峰值降至 2013 年的 2.1%。因此，按照这一标准人民币汇率已基本达到了均衡水平。

三是央行推进汇改的双重作用。今年 3 月 17 日以来，人民银行将人民币兑美元汇率每日波幅从 1% 扩大到 2%，增加了一倍，市场作为定价者的能力得到加强。

我们认为，这一轮人民币汇率的波动还有几个需要关注的地方：

一是市场主体成为人民币汇率波动的主要力量。数据显示，今年以来银行结售汇顺差逐月下降的趋势明显，4 月商业银行代客结售汇顺差环比 3 月大幅缩水 75%。私人部门持汇意愿增强，也造成了外汇占款的下降，表明市场力量在央行逐步退出常态化干预汇市的背景下，正在成为汇率决定的主要因素。而相比于政府干预具有较为清晰的方向和目标，市场的博弈行为具有更强的不确定性，由此将会造成汇率波动更加频繁、波幅也将更大。

二是国际资本成为人民币汇率波动的关键扰动因子。由于长期的贸易顺差形成的稳定升值预期，人民币市场已经成为国际资本特别是短期资本的无风险套利市场。尽管存在资本的管制，但是“热钱”仍能通过各种渠道投机国内的货币市场。例如去年 3 月份，投机者利用内地和香港之间的虚假贸易，虚开发票将美元带入国内，然后再兑换为人民币，从较高的利率和汇率升值中获益，将扭曲的人民币套利市场推向了极致。短期资本追逐人民币进行套利也越来越通过自我强化效应，发展成为了主导人民币汇率的关键力量，加剧了人民币单

边升值的恶性循环。这一次的汇率贬值正如实证检验，证明如果汇率有所变动，形成一个风险市场，那么套利的成本就会上升，规模就会下降。但这一次人民币汇率贬值的时间较长，也说明短期资本流出同样具有自我强化的效果，给人民币汇率贬值带来超调，扰动市场。

人民币汇率形成机制的市场化，是我国金融市场化改革的一个重要政策目标，通过此次人民币浮动区间扩大，我们可以观察到政策当局在这一领域的稳步推进。因此，在未来汇率改革中，决策层仍然会将增强人民币汇率弹性作为主要政策目标，随着当前人民币汇率波动幅度的放宽，人民币汇率双向波动将成为常态。

（三）我国地方政府债券自发自还试点起航

日前，财政部明确将上海等十省市列为**2014**年地方政府债券自发自还试点。地方债券自发自还试点是我国地方政府自主发债的一次重大探索。

1. “前世今生”

实际上，**2009**年起国务院同意地方政府在批准额度内发行债券，但由财政部代发代还。**2011**年和**2012**年，经国务院批准，上海、浙江、广东、深圳成为自发代还试点。**2013**年，自发代还试点新增江苏和山东两个省份。**2014**年**5**月，国务院批准上海等十省市试点在发债限额内自发自还，额度为**1092**亿元，占全部地方政府债券规模的**27.3%**，其余仍由财政部代发代还。

财政部下达地方政府债券自发自还试点的通知后，各试点地区积极推进相关工作。**6**月**4**日起，宁夏、广东、江苏和江西等省份先后发出组建地方债承销团通知，广东和山东还先后完成了评级机构的招标工作。同时，财政部也于近日发布了指导意见，对地方政府债券自发自还试点开展信用评级和信息披露做出规定。地方政府的积极推进和财政部相关工作指导意见的出台，表明地方

政府债券自发自还工作即将进入实际操作阶段。

2. 试点意义

2009年以来，地方政府债券的发行工作，为推进地方债发行改革、建立规范的地方政府举债融资机制积累了宝贵经验。但以往都属于“小步”调整，此次自发自还试点向前迈了“一大步”，有助于优化地方政府的债务结构，推动地方投融资机制阳光化、规范化，控制和化解地方债风险等。

一是逐步优化地方政府的债务结构。在资本市场发达的美国，各类期限结构的市政债券是地方政府债务的主要形式，银行借款等其他形式所占比重极小。经过100多年的发展，美国的市政债券市场不仅是美国的州政府和地方政府筹集公共事业资金的最主要来源，而且成为美国资本市场的重要组成部分。我国地方政府债券体系的建立和完善，将提高直接融资的比例，优化地方政府的债务结构。

二是推动地方投融资机制阳光化、规范化。国务院批转的发改委《关于2014年深化经济体制改革重点任务意见的通知》中明确，“开明渠、堵暗道，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，剥离融资平台公司政府融资职能。”此次试点地方债自发自还属“开明渠”之举，将开启地方政府债务分类纳入预算管理的开端，推动地方投融资机制的阳光化和规范化。

三是有助于控制和化解地方债风险。地方债代发代还和自发自还，本质上是凭借国家信用发行。此次自发自还，强调“自还”，由国家信用转向地方政府信用，有利于消除偿债主体不清晰问题，进一步强化市场约束，促使地方政府加强风险控制意识，建立规范合理的债务管理和风险预警机制，控制和化解地方债务风险。此外，此次试点地区债券期限拉长，有利于缓解地方政府短期偿债压力。

3. 未来方向

当前，地方债务已经成为社会的焦点问题。地方债务体系的完善和正常偿付机制的建立对控制我国债务风险、确保经济协调发展至关重要。要规范地方政府举债机制，防范和化解地方债务风险。

强化自发自还的约束机制。我国政府融资需要尽快由融资平台过渡到以地方政府债券为主的地方政府举债融资机制。就目前已实施的地方债务自发自还试点工作：一是要规范地方政府债券的信息披露工作。各地政府要对本地区的债务余额、偿债资金来源等信息，经济运行以及信用评级情况等进行真实、准确和及时的披露。因此，有必要编制和公开地方政府资产负债表。二是规范地方政府债券的信用评级工作，加快建立和完善地方政府的信用评级体系。

严格控制地方债务规模。要对地方政府债务实行限额控制，分类纳入预算管理。保证偿债资金来源的可靠性和稳定性，使各地债务规模与偿债能力相匹配。确保地方政府债务增长的可持续性和债务规模的可控性，守住安全线，不能轻易突破。