

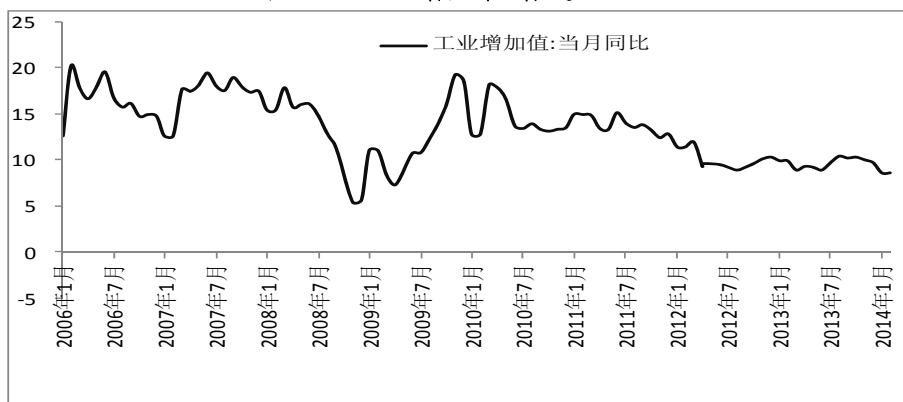
宏观经济运行:经济增长下行压力加大

今年1、2月份,工业增加值实际增长和投资、消费的名义增幅均创近年来的历史新低,经济增长下行压力明显加大。

一、工业生产降幅扩大

从供给看,1-2月份规模以上工业增加值同比增长8.6%,比上年12月份下降1.1个百分点,比上年同期下降1.3个百分点,为2009年4月以来的最低增幅。分行业看,投资导向的重化工业降幅较大,其中,有色、电力、钢铁、化工比上年12月份分别下降3.5、1.9、0.9、0.6个百分点。出口导向型行业中电子行业降幅明显。

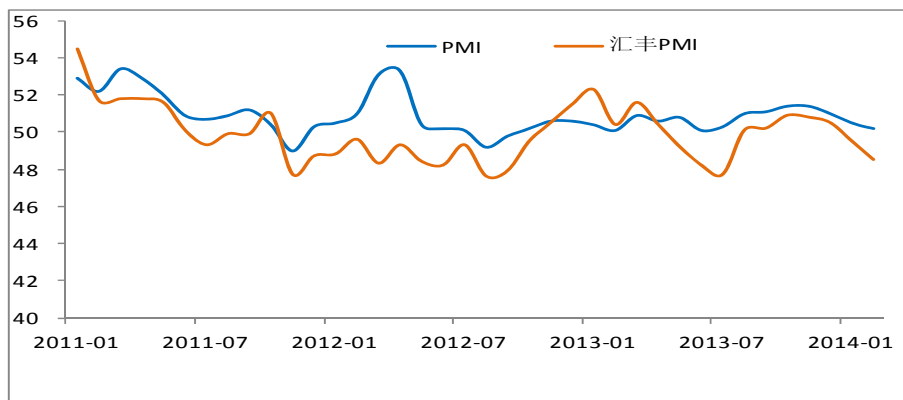
图1: 工业增加值增速(%)



数据来源: 国家统计局

企业生产活跃度下降。2月份国家统计局公布的PMI指数为50.2, 比上月下降0.3, 新出口订单、积压订单、原材料库存等指数降幅较大。主要以中小企业为样本的汇丰PMI指数为48.5, 比上月下降1。

图2: PMI指数

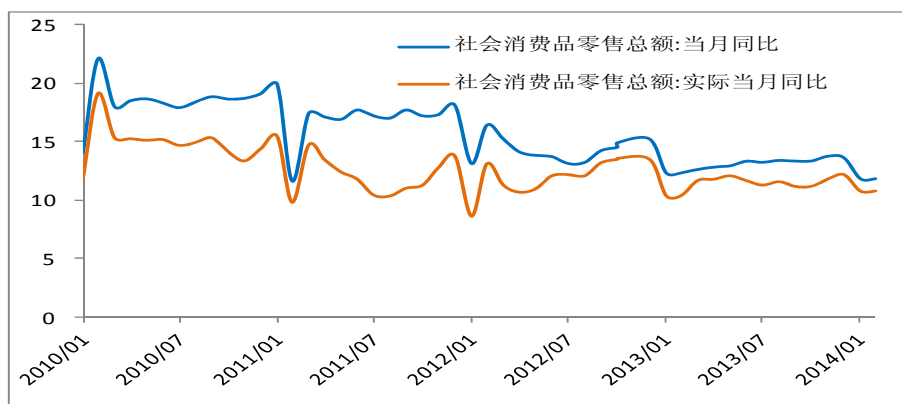


数据来源: 国家统计局、汇丰银行

二、消费基本平稳，投资和出口下滑，企业去库存

从需求看,1-2 月份社会消费品零售总额同比名义、实际增长 11.8%、10.8%,比上年同期变化-0.5、0.4 个百分点。其中,名义增幅为 2006 年 2 月以来的最低值。在限额以上批发和零售企业零售额中,建材、家具、家电、石油制品等降幅较大。

图 3: 社会消费品零售总额增速 (%)



数据来源: 国家统计局

投资增速下降。1-2 月份固定资产投资(不含农户)同比名义增长 17.9%,比上年同期下降 3.3 个百分点。从构成看,近 5 年平均,制造业占 34%,房地产占 25%,基础设施占 21%,三者合计占比达到 80%。今年 1、2 月份,制造业、房地产和基础设施投资增幅均出现较大幅度回落。

制造业投资累计增长 15.1%,比上年全年增幅下降 3.4 个百分点。在内外终端需求低迷、长周期峰值临近等背景下,重化工业过剩产能调整压力较大。

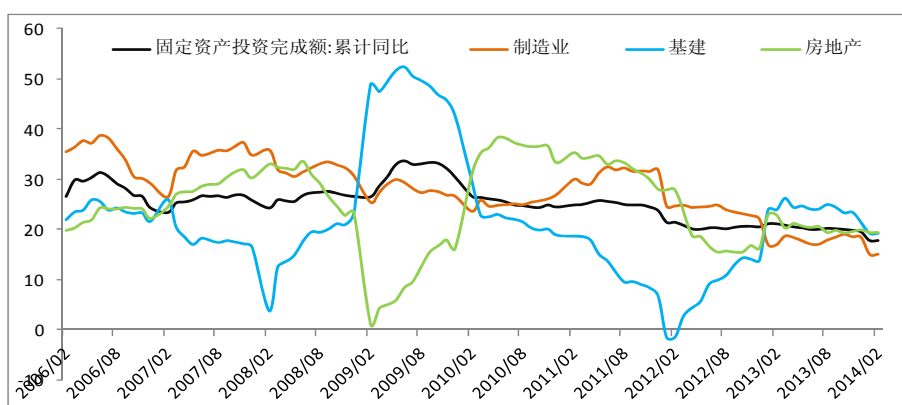
基础设施投资累计增长 19.2%,比上年全年增幅下降 2.2 个百分点。其中,电力、城市公共设施等降幅较大。受地方债务压力加大、土地收入下降、治理影子银行等影响,基建投资增长下行趋势明显。

房地产开发投资累计增长 19.3%,比上年全年增幅下降 0.5 个百分点。受银行收紧房地产贷款、房地产销售萎缩、房屋新开工面积增速大降等影响,今年地产投资下行压力大,三、四线城市房地产企业存在资金链断裂风险。

从资金来源看,1-2 月份固定资产投资资金来源累计同比增长 14.6%,比上年全年增幅下降 5.5 个百分点,其中,国家预算内资金和利用外资降幅较大。3 月中下旬的稳增长政策将带动预算内资金和基建投资回稳。

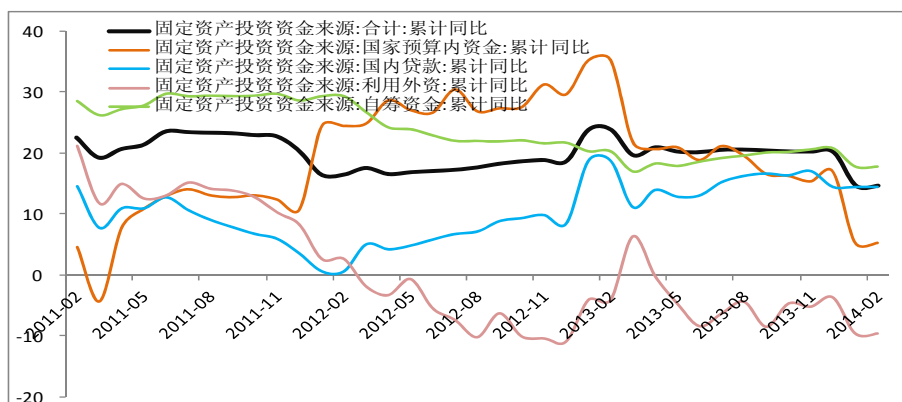
2 月份社会融资总量同比少增，其中，人民币贷款同比多增，表外和非标业务同比少增，表明银行体系内流动性充裕，1 月份 107 号文加强影子银行监管见效。中长期贷款中居民部门降幅较大，银行存款面临余额宝、理财通等货币基金竞争，资金来源成本上升，银行减少了对低收益、低风险资产的配置。今年春节以来，受资金季节性回流、央行干预汇市、热钱 1 月份流入、投资需求下降等影响，金融体系流动性充裕，银行间同业拆借利率降低。同时，在三四线城市房地产市场隐现拐点、超日债爆发、监管层打破刚性兑付预期等因素触发下，市场风险偏好下降，对各类资产风险重新定价，国债和信用债收益率分化，投资者缩短期限。预计今年企业债、信托、三四线城市房地产等领域有爆发局部风险的可能，长期看有利于打破刚性兑付和提高资金配置效率，同时，政策需要有效隔离风险向地方融资平台、大型房企等蔓延。

图 4：固定资产投资累计同比增速（%）



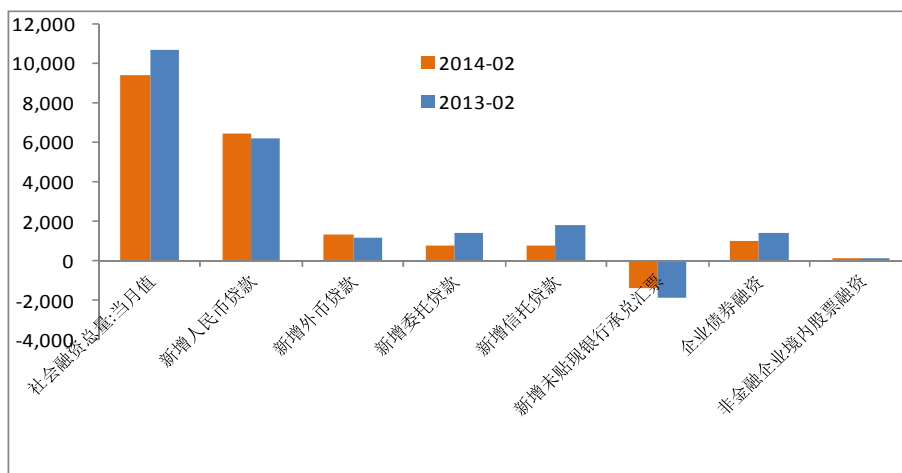
数据来源：国家统计局

图 5：固定资产投资资金来源增速（%）



数据来源：国家统计局

图 6：社会融资总量与新增人民币贷款



数据来源：中国人民银行

1-2 月份出口同比增长-1.6%，分别比上年同期和全年增幅下降 25.2 和 12.2 个百分点，对主要贸易伙伴出口均不同程度下降。除了季节性因素和基数效应外，还与 2 月份央行干预汇市使人民币贬值、热钱大规模流出有关，贸易项下、FDI 项下均能观察到。1-2 月份出口交货值增长 2.7%，基本反映了剔除基数和热钱因素之后的实际出口情况。值得注意的是，近期欧美中日四大经济体 PMI 指数均回调，全球经济复苏进程仍存不确定性。

图 7：出口增速（%）

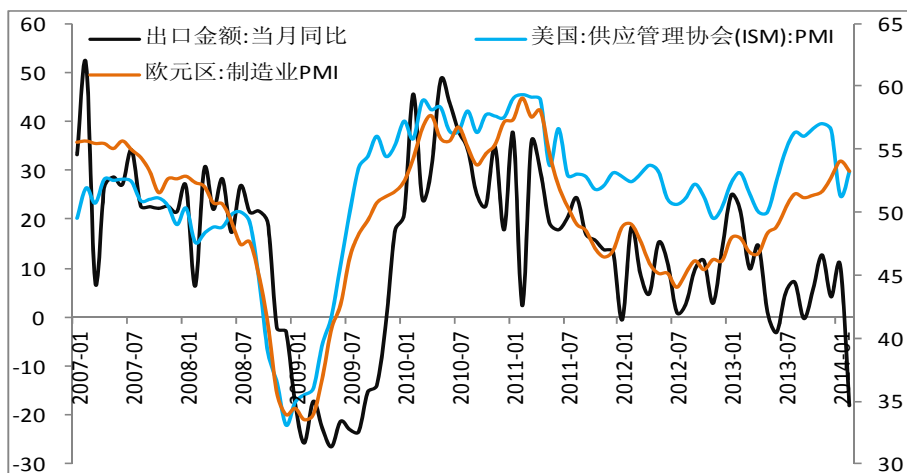
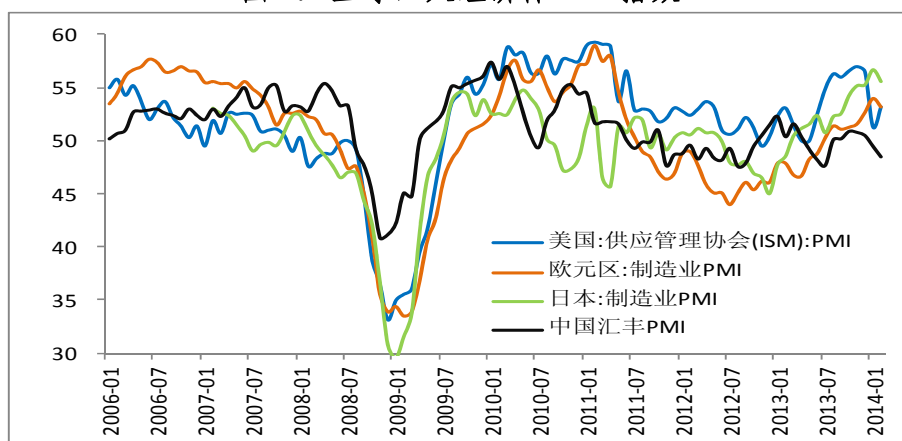


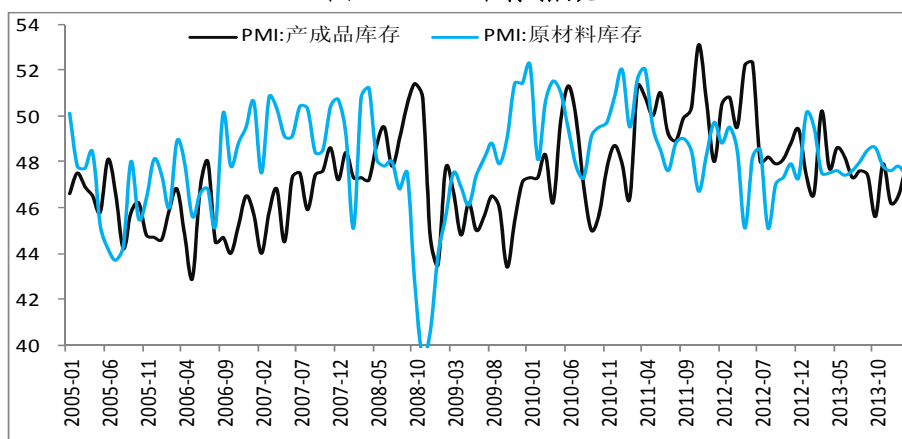
图 8：全球四大经济体 PMI 指数



数据来源：WIND

企业去库存。去年底以来，企业放缓了原材料库存采购，产成品库存被动积累。考虑到需求低迷、PPI 走低、资金成本偏高等因素，企业去库存将继续。2 月份人民币贬值与国内生产对金属需求减弱叠加，铜、铁矿石等大宗商品套利融资受到打压。

图 9：PMI 库存指数



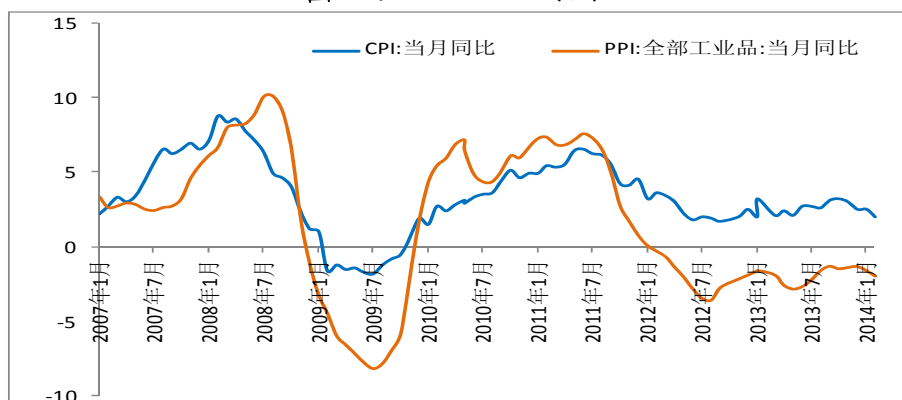
数据来源：WIND

三、CPI 和 PPI 涨幅回落，CRB 承压

从物价看，2 月份 CPI、PPI 同比上涨 2% 和 -2%，比上月下降 0.5、0.4 个百分点。短期通胀压力不大，工业品市场面临通缩。

如果就业和通胀符合预期，美联储将继续缩减 QE，并于今年秋季退出，且可能于明年初加息。美元指数和 10 年期国债收益率将上行，大宗商品 CRB 指数承压，考虑到中国需求减弱，金属类价格面临较大下行压力。

图 10: CPI、PPI (%)



数据来源: 国家统计局

预计一季度 GDP 增速略高于 7%。在稳增长政策带动下, 二季度增速与一季度持平。建议维持中性货币政策和以减税、优化支出结构为主的财政政策, 加快推动具有增长效应领域的改革, 如打破基础产业垄断、要素市场化、服务业开放、地方债、PPP 等, 释放增长潜力。

宏观运行专题组

报告执笔: 任泽平

农村: 国内粮价与进口价格基本持平

一、农村经济发展情况较好, 粮食供求关系有所变化

去年我国农村经济发展保持较好态势, 农业生产稳定发展, 农民收入持续增长, 农产品市场保供基础进一步夯实。根据国家统计局报告, 2013 年农业再获丰收, 粮食、油料、糖料、肉类、蛋类和水产品均增产, 棉花和奶类略有减产, 第一产业增加值 56957 亿元, 增长 4.0%。全国农民人均纯收入 8896 元, 比上年名义增长 12.4%, 扣除价格因素实际增长 9.3%, 增速超过城镇居民可支配收入增长 20.3 个百分点。在贸易方面, 农产品进出口额 1866.9 亿美元, 同比增 6.2%; 贸易逆差 510.4 亿美元, 同比增 3.7%。全年共进口谷物 1458.5 万吨, 同比增 4.3%; 进口食用油籽 6783.5 万吨, 增 8.9%。其中, 进口大豆 6337.5 万吨, 增 8.5%; 进口油菜籽 366.2 万吨, 增 25.0%; 进口食用植物油 922.1 万

吨，减 3.9%；进口玉米酒糟（DDGs）400.2 万吨，增 68.0%；进口棉花 450.0 万吨，减 16.9%；进口食糖 454.6 万吨，增 21.3%。

今年粮食供求关系发生微妙变化。去年全国粮食总产量达到 60194 万吨，比上年增加 1236 万吨，增长 2.1%，实现“十连增”，加上进口增长，总体上粮食市场供应压力有所增大，政策调控的重点将从抑制玉米等价格过快上涨转为如何防控生产价格回落。由于我国粮价已普遍达到或超过国际进口价水平，国家政策调控空间缩小。分品种看，目前玉米供求偏紧矛盾好转，实现平衡有余；小麦市场供求关系从偏紧回归正常；受重金属超标和进口增加影响，水稻市场化购销活跃化程度降低。初步预计，今年我国小麦和水稻的最低收购价政策和玉米的临时收储政策预案均可能启动。

二、国内农产品价格总体稳定，猪肉价格持续回落

2014 年 2 月份，国内农产品消费价格和批发价格有升有降，总体稳定；全国食品消费价格环比和同比均略有上涨；粮食批发价格环比下降，同比上涨；油料批发价格环比和同比均下降；菜篮子产品批发价格环比上涨，同比下降（见表 1）。

自 2013 年 12 月中旬以来，全国生猪产品价格回落，猪粮比价回落到 6.0 的保本点以下，已持续约 3 个月。截至 2014 年 2 月 26 日，全国大中城市生猪出场周平均价格为 12.86 元/公斤，主要批发市场玉米价格为 2.36 元/公斤，猪粮比价为 5.45，农村集贸市场仔猪平均价格为 23.18 元/公斤，猪肉平均价格约为 22.51 元/公斤（见图 1）。

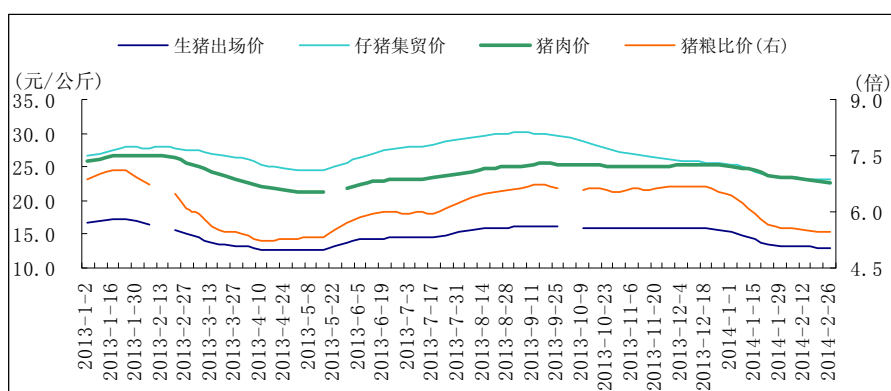
表 1：全国食物及基本农产品价格指数（2014 年 2 月）

项目	2011年 12月 绝对值	2012年 12月 绝对值	2013年 12月 绝对值	2014年 2月 绝对值	与上月 环比 (%)	与上年 同比 (%)	1-2月与 上年同 比 (%)
食品消费价格指数①	109.4	113.78	118.36	123.26	1.70	2.70	3.20
粮 食	106.90	111.37	115.78	116.25	0.20	2.80	2.90
油 脂	106.57	111.57	107.17	106.53	-0.10	-5.10	-5.00
肉禽及其制品	116.47	118.01	122.29	121.07	-1.00	-3.00	-1.40
其中:猪肉	121.35	113.91	115.94	111.11	-3.20	-8.70	-6.60
牛肉	113.43	149.10	170.61	175.76	1.30	8.00	9.90
羊肉	149.10	151.33	168.58	172.31	0.90	7.70	9.10
蛋	100.92	109.74	105.36	103.94	-3.00	-5.80	-4.80
液体乳及乳制品	109.70	116.34	103.73	102.21	0.50	11.50	11.70
水 产 品	103.76	107.24	100.70	108.89	4.40	4.70	5.50

项目	2011年 12月 绝对值	2012年 12月 绝对值	2013年 12月 绝对值	2014年 2月 绝对值	与上月 环比 (%)	与上年 同比 (%)	1-2月与 上年同 比 (%)
鲜 菜	111.64	128.00	94.76	121.29	8.20	3.30	2.70
鲜 果	104.13	98.36	105.83	119.88	8.00	19.70	21.30
粮食批发价格指数②	108.02	114.63	117.59	117.39	-0.12	0.50	0.59
油料批发价格指数②	129.05	133.46	122.27	120.73	-0.08	-9.91	-10.10
“菜篮子”产品批发 价格指数③	108.48	112.93	114.77	122.91	2.20	-0.90	-1.03
农产品批发价格总指数③	107.77	112.11	113.54	120.17	1.80	-1.10	-1.12

注：①绝对值以 2010 年 12 月为 100，数据来源于国家统计局，其中 2011-2012 牛羊肉指数绝对值根据或参考农业部公布的价格数据计算；②绝对值以 2010 年 12 月为 100 计算，数据来源于郑州粮食批发市场和中华粮网；③绝对值以 2010 年 12 月为 100 计算，数据来源于农业部。

图 1：全国生猪产品价格与猪粮比价

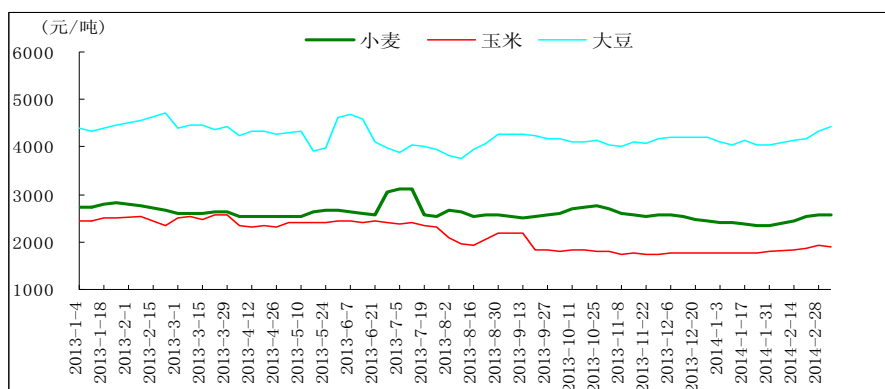


注：猪粮比价按全国大中城市生猪出场价格与主要批发市场玉米价格的周平均价，按前后一周平滑计算。数据来源：生猪出场价和猪粮比价来自国家发改委，其他来自农业部

三、国际农产品价格普遍回升，大豆和豆油价格对比发生变化

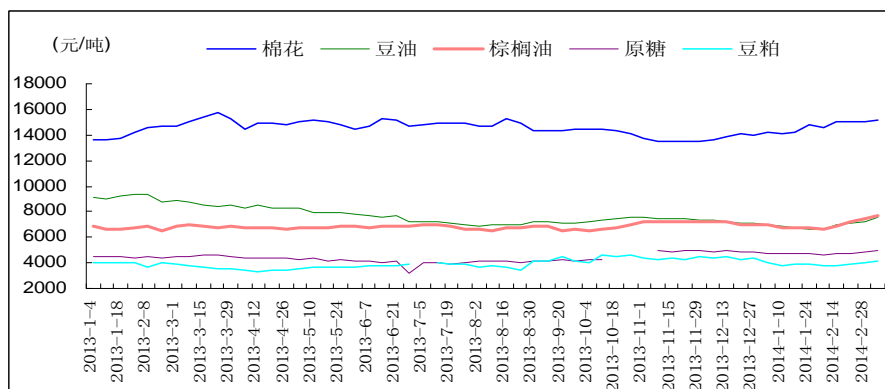
2014 年 2 月份，国际市场农产品价格普遍有所回升。小麦、玉米和棉花进口成本价比国内市场参考价格低，大豆、豆粕、豆油、棕榈油、白糖和天然橡胶等进口成本价比国内市场参考价格高，大豆和豆油国内外价格对比发生变化。根据商务部统计数据，截至 2014 年 3 月 7 日，国际市场小麦、玉米和棉花进口成本价低于国内市场参考价的价差分别为 137.1 元/吨、349.4 元/吨和 4260.1 元/吨，低 5.1%、15.5%和 21.9%；大豆、豆粕、豆油、棕榈油、白糖和天然橡胶现货进口成本价高于国内市场参考价的差价分别为 183.8 元/吨、510.1 元/吨、642.1 元/吨、1576 元/吨、327.9 元/吨和 2952.8 元/吨，高 4.3%、14.2%、9.3%、25.7%、7.0%和 19.1%（见图 2-4）。

图 2：国际市场粮食进口成本价



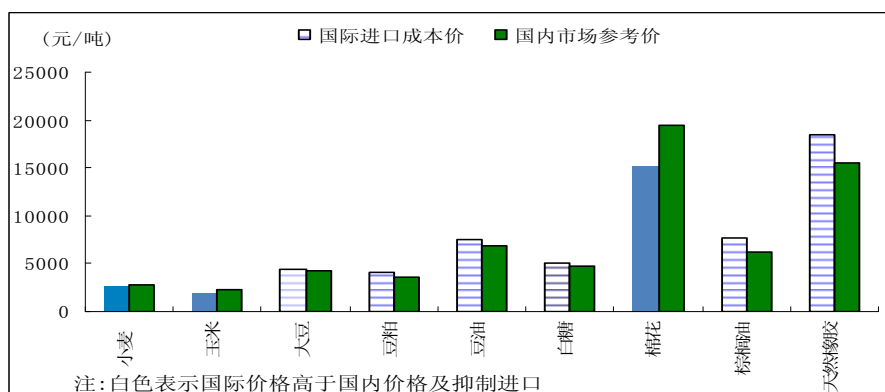
数据来源：商务部外贸司

图 3：国际市场棉花、油、糖和豆粕进口成本价



数据来源：商务部外贸司

图 4：国内外农产品市场价格比较



注：白色表示国际价格高于国内价格及抑制进口

注：根据 2014 年 3 月 7 日现货价格计算 数据来源：商务部外贸司

三农问题专题组

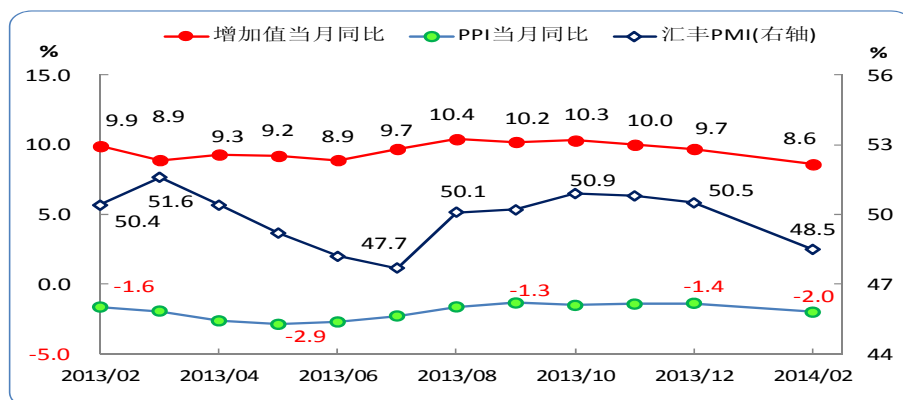
报告执笔：秦中春

工业与投资：多数行业生产放缓，投资增速下降幅度较大

一、多数工业行业生产放缓

1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 8.6%，增速比上年同期下降 1.3 个百分点，这一增长速度仅高于 2009 年同期的 3.8%，是 1999 年以来的次低值。2 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.0%，显示工业产品的销售仍然较为困难。汇丰采购经理指数 (PMI) 为 48.5%，比上月下降 2 个百分点，降至荣枯线以下。

图 1：规模以上工业企业增加值、PPI 和 PMI



在 41 个行业大类中，有 28 个行业的增加值增速低于上年同期，有 12 个行业快于上年同期，有 1 个行业增速相同。从投资、消费和出口所拉动的行业增长形势看，三大需求都有增速放缓的迹象。

在 12 个消费拉动型的行业中，有 10 个行业的增速降低，平均降低 2.2 个百分点。其中酒水饮料业增速比上年同期下降 3.9 个百分点，烟草制品业减缓 3.4 个百分点，下降幅度较大，部分原因是受到八项规定和公共场所禁止吸烟规定的影响。其它的农副食品加工业、食品制造业、造纸、印刷和医药行业增速都比去年同期下降 0.7-2.0 个百分点。

在 6 个出口拉动型的行业中，有 4 个行业增速减缓。其中规模最大、出口多的“计算机、通信和其他电子设备制造业”增长速度为 8.9%，比上年同期下降 4.9 个百分点。但是文教体育用品制造业和电器机械制造两个行业增速比去年同期分别提高 4.3 和 0.3 个百分点。

在 9 个投资拉动型行业中，有 4 个行业增长速度比去年同期降低，5 个行业增速提高。增速下降的分别是木材加工、建材、钢铁、金属制品业，而增速加快的分别是有色金属、通用设备、专用设备、汽车制造、铁路船舶航空等其他运输设备制造。增速下降的 4 个行业大多与同期投资形势密切相关，而增速加快的 5 个行业大多属于滞后于投资的设备生产行业，在整体投资增速回落的形势下，预计增速加快的这 5 个行业增速会有下降压力。

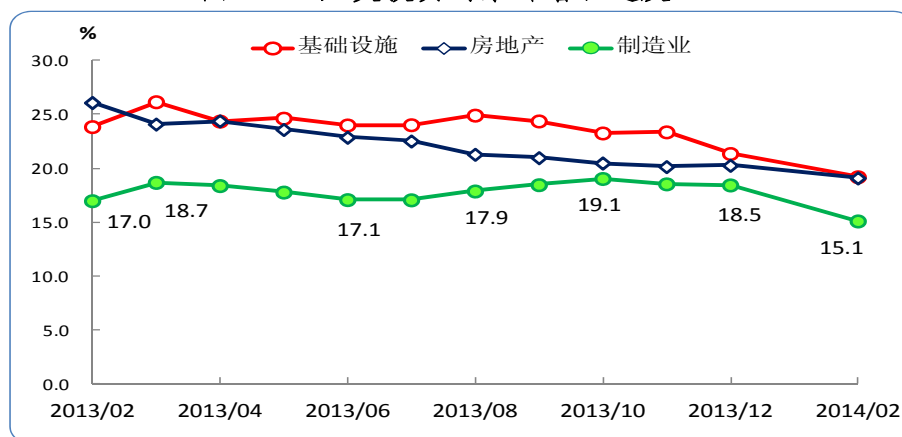
除上述受 3 大需求直接影响大的行业外，其余 12 个主要用于中间投入的行业 1 中有 10 个行业增速比去年同期减缓。其中煤炭开采增速降低 7.1 个百分点，黑色金属矿开采增速降低 11.1 个百分点，而石油和天然气开采保持不变，其他采矿业增速有所加快。主要用于中间投入行业增速下降，反映了当期工业生产减缓。

二、固定资产投资增速延续了下行趋势

1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）30283 亿元，同比名义增长 17.9%，增长速度比上年同期下降 3.3 个百分点。其中民间投资 19112 亿元，同比增长 21.5%，增速下降 3.1 个百分点。国有及国有控股单位投资增速下降 3.2 个百分点，私营经济、外资和港澳台企业的下降幅度分别为 4.8、9.8 和 4.9 个百分点，大于总体下降幅度。

三大类主要投资需求都呈现增速下降的趋势。其中基础设施投资的增长速度从上年同期的 23.9% 下降到 19.2%，下降了 4.7 个百分点；房地产投资增速为 19.3%，比上年同期大幅度下降近 7.0 个百分点；制造业投资增速从 17.0% 降至 15.1%，降低了 1.9 个百分点。

图 2：三大类投资的累计增长速度



¹ 略去了其他制造业和“金属制品、机械和设备修理业”这两个不便分类的行业

三、预计投资和工业部门生产仍有进一步下行的压力

目前我国投资既有降低增速的内在要求，也有放缓速度的现实压力。从长期趋势看，2001年起投资增速平均每年超过GDP名义增速10.1个百分点，与此相应，投资占GDP比重也从2000年底的26.4%逐年提高到2013年底的76.7%。如果投资增速还保持在显著快于GDP增长的水平，则意味着投资占GDP比重还将进一步升高，这将带来更大的经济不平衡压力。从国际经验看，美国长期投资与GDP增速基本相同，韩国仅在1982-1988年的7年间投资增速超过GDP增长9.6个百分点，但随后在1989-2002的13年间投资增速持续低于经济增长，而且即使在1988年投资比重最高时，韩国投资占GDP的比重仅为40.2%，远低于中国目前的水平。

基础设施、房地产和制造业投资也有进一步放缓的现实压力。其中基础设施投资中电力燃气水的增速受经济减缓的制约，难以恢复过去两年的增长速度。房地产业面临部分城市交易量缩减、市场预期转差的困难，而不少制造业面临进一步去产能的压力。如果投资进一步减缓，在消费和出口形势基本稳定的情况，工业部门的生产还有一定的下行压力。主要体现在目前增长仍然较快的投资拉动型行业，会受到滞后的影响。

目前投资和工业生产都有减缓趋势，而且可能相互强化影响的情况下，有必要采取一定的调控措施，促进宏观需求增长，减缓经济下行压力。建议加快改革进程，引导民营资本进入垄断性行业，释放投资潜力。同时把房地产投资和房地产消费区别对待，在促进房价合理回落的同时，通过利息补助等措施，促进自住型住房需求增长，带动相关消费需求释放。

工业与投资专题组

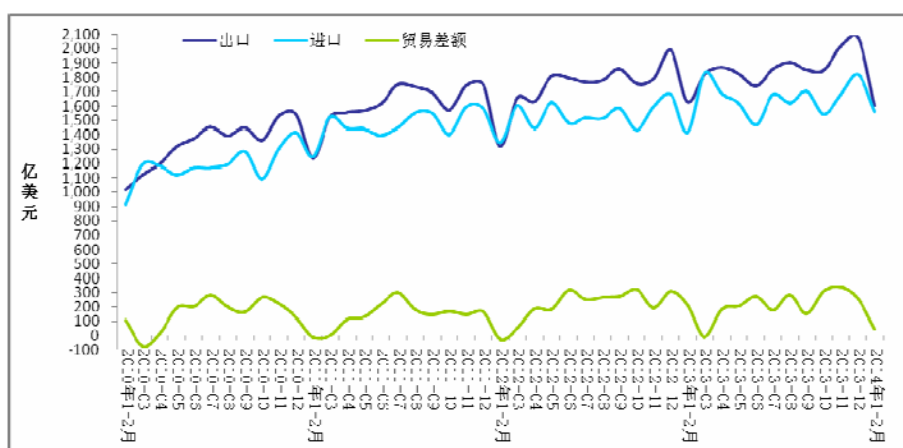
报告执笔：许召元

对外经济：基数效应压低出口增速，外部市场复苏趋势不变

一、前两个月实际出口表现好于名义增速

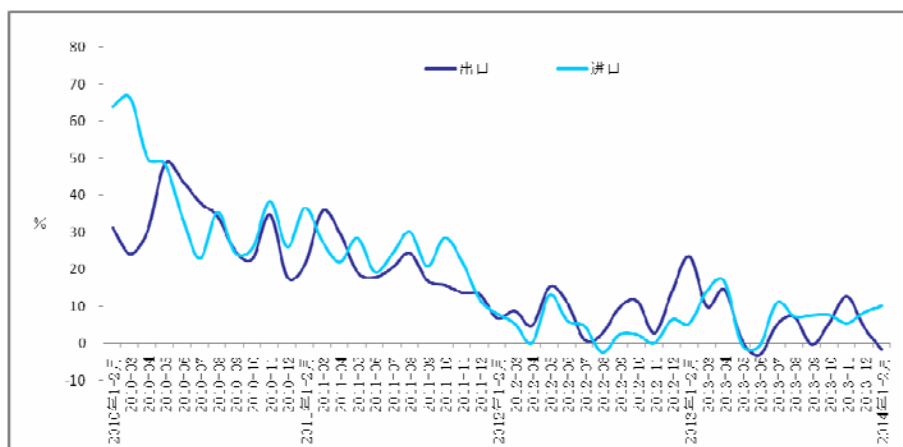
今年 1-2 月，我国累计出口额为 3212 亿美元，同比收缩 1.6%。这主要是由于去年同期热钱流入因素导致出口基数过高，明显压低了今年前两个月的出口增速。

图 1：月度进口、出口和贸易差额（截至 2 月）



注：为剔除春节因素影响，用 1-2 月月度平均额代替 1、2 月单月金额。

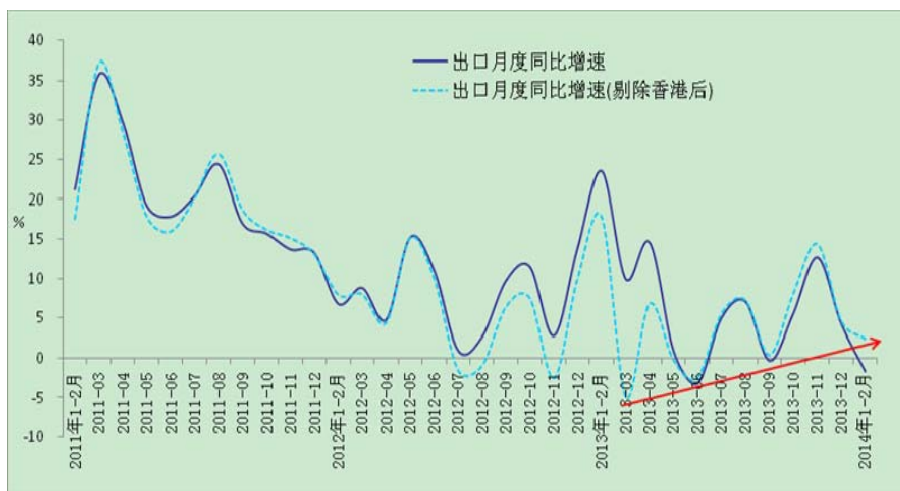
图 2：出口、进口月度同比增速（将 1-2 月合并计算）



注：为剔除春节因素影响，用 1-2 月累计同比替代 1、2 月单月同比。

如果剔除虚假贸易导致的异常基数效应，1-2 月的出口同比增速应该为 2.5%，基本保持了自去年 3 月以来波动回升的趋势。

图 3：出口月度同比增速（剔除对香港出口并将 1-2 月合并计算）



数据来源：WIND 资讯。

注：为剔除春节因素影响，用 1-2 月累计同比替代 1、2 月单月同比

分国别看，对发达国家的出口基本都保持了回升态势，其中对欧盟出口的回升趋势最为显著。对新兴市场出口的回升趋势要弱一些，但增速也基本稳定，其中对巴西出口的回升趋势更为明显。

图 4：我国对美国、欧盟和日本的月度出口同比增速（将 1-2 月合并计算）

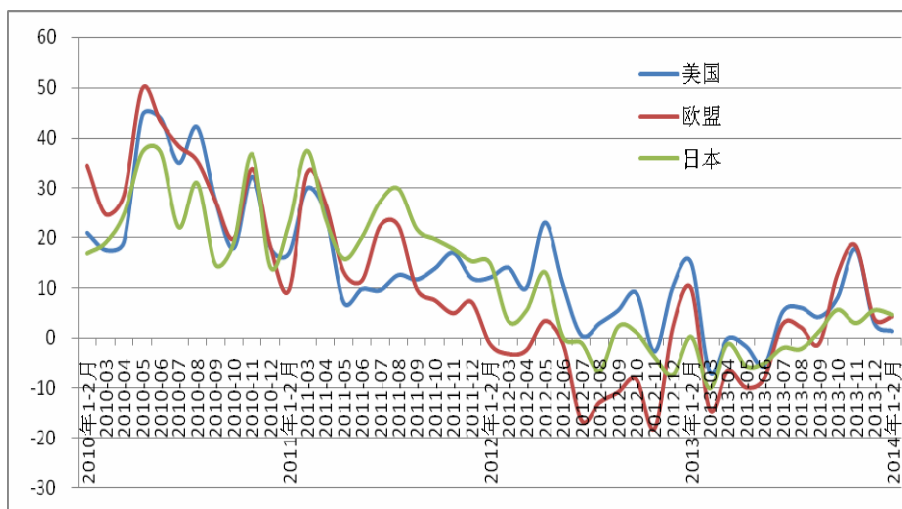
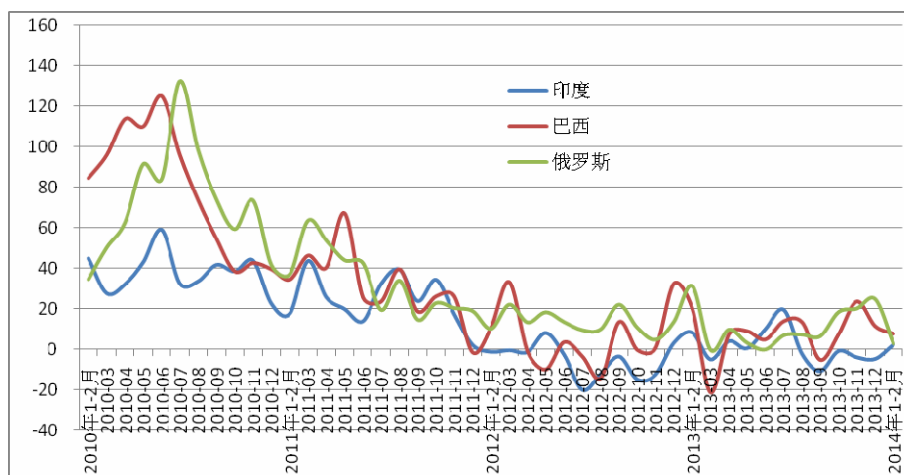


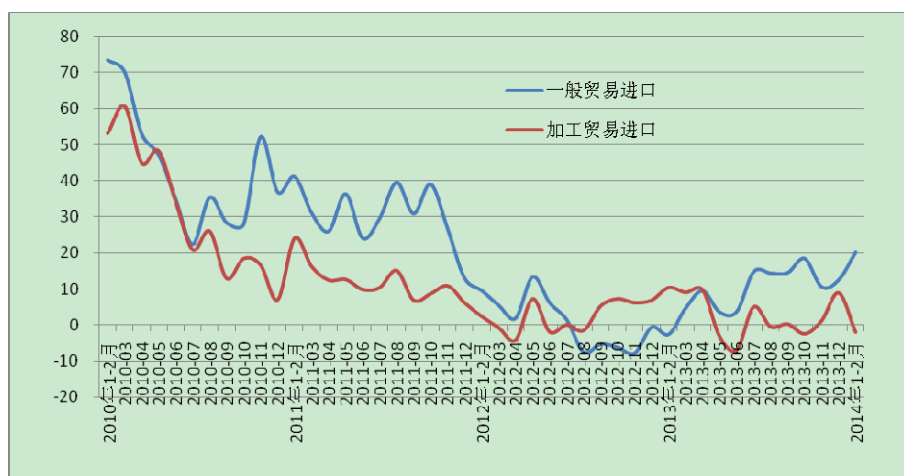
图 5：我国对印度、巴西和俄罗斯的月度出口同比增速（将 1-2 月合并计算）



数据来源：WIND 资讯。

1-2 月进口累计同比增长 10.1%，显著高于去年同期的 5.3%。其中，一般贸易进口同比增长 20%，为 2011 年 12 月以来的最高增速，显示内需企稳回升。

图 6：加工贸易和一般贸易月度进口同比增速（将 1-2 月合并计算）



数据来源：WIND 资讯。

二、美国经济有所减速，欧盟继续复苏

1. 美国经济出现走弱迹象

据最新数据，美国的消费者信心、投资者信心、制造业和服务业 PMI、房地产市场都有走弱迹象，失业率比 1 月上升 0.1 个百分点。不过，这些都只反映经济复苏态势趋弱，不意味美国经济复苏态势逆转。

图 7：美国供应管理协会的采购经理人指数（截至 2 月）

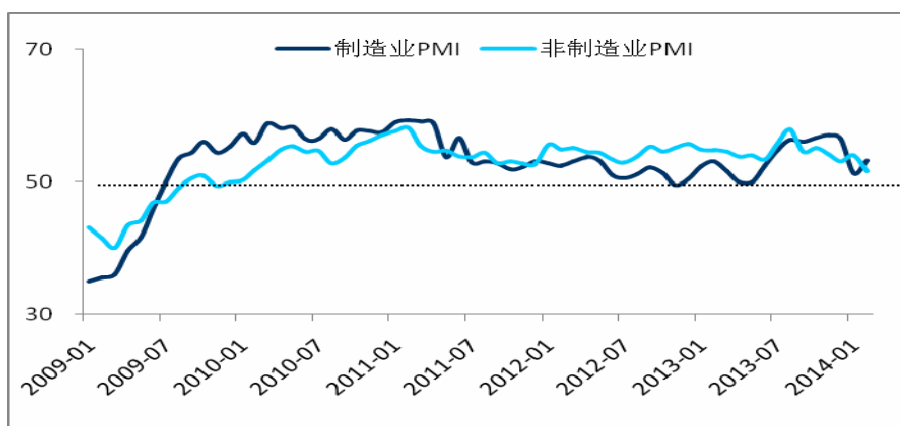


图 8：美国制造业新订单与库存指数之差（截至 2 月）

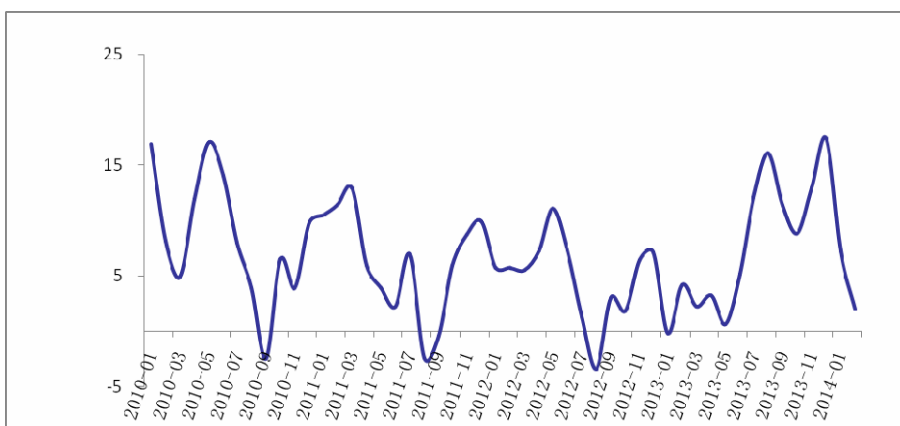


图 9：美国新房销量和价格（截至 1 月）

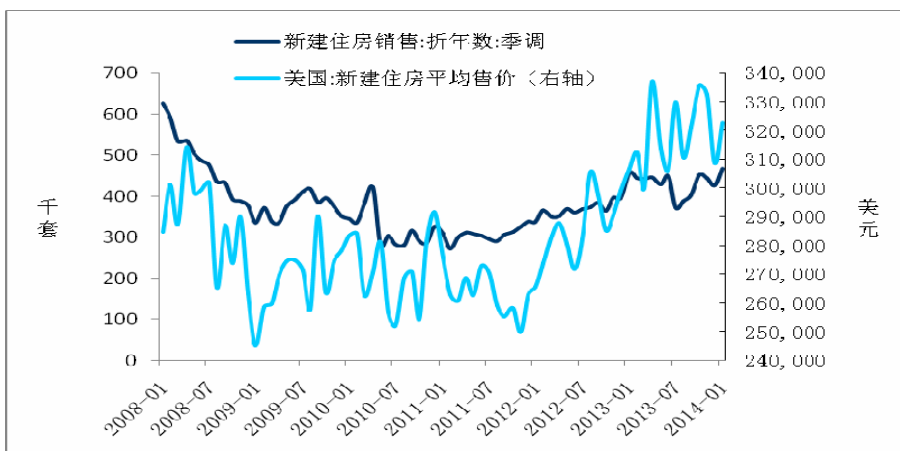


图 10: 美国二手房销量和新房开工量（截至 1 月）

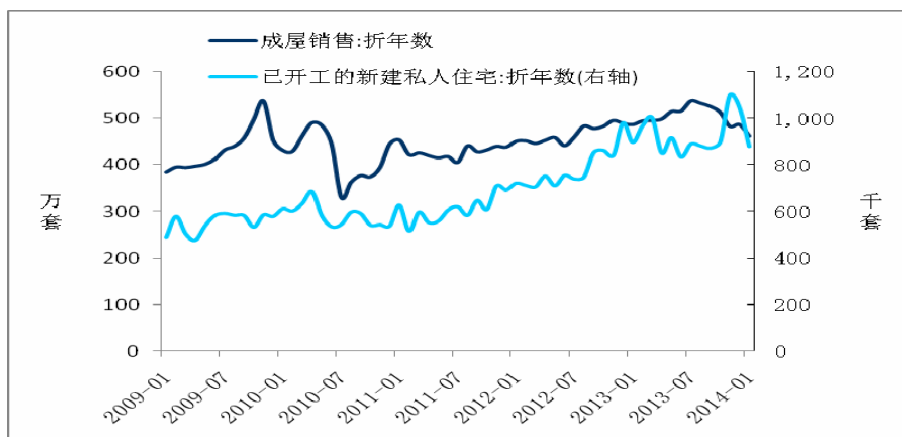


图 11: 美国就业情况（截至 2 月）

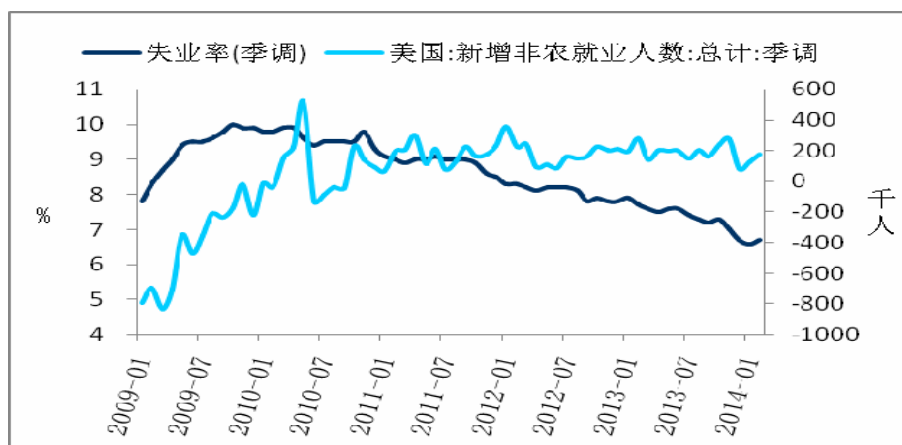
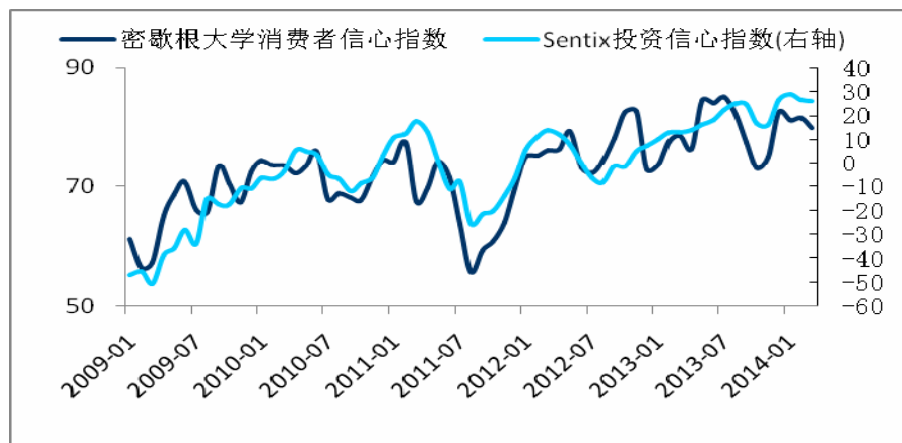


图 12: 美国消费者信心指数和投资者信心指数（截至 3 月）



数据来源：WIND 资讯。

2. 欧洲经济继续好转

2 月份欧元区制造业和服务业均维持扩张趋势，投资者信心指数和消费者信心指数均继续走强，2008 年以来不断上升的失业率基本确认下降拐点。

图 13: 欧元区的采购经理人指数（截至 2 月）

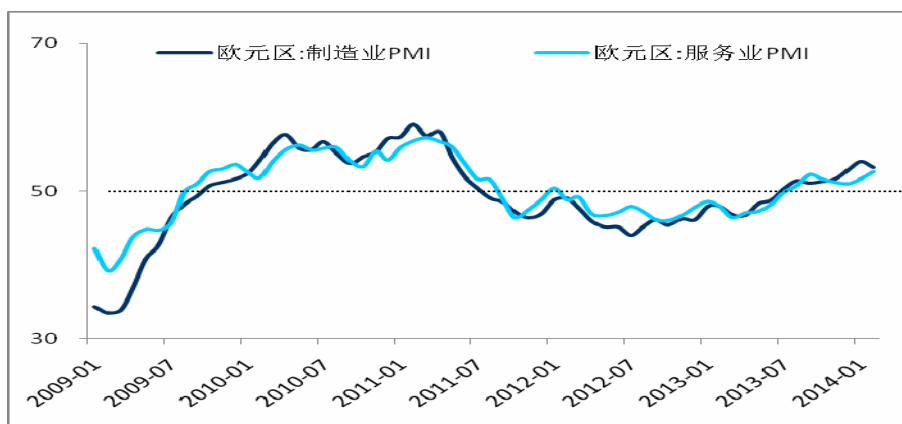


图 14: 欧元区消费者信心指数（截至 3 月）和投资者信心指数（截至 2 月）

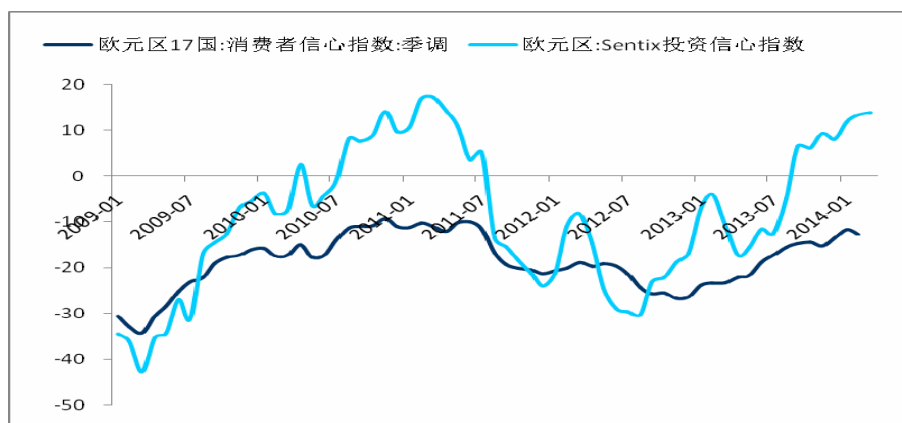
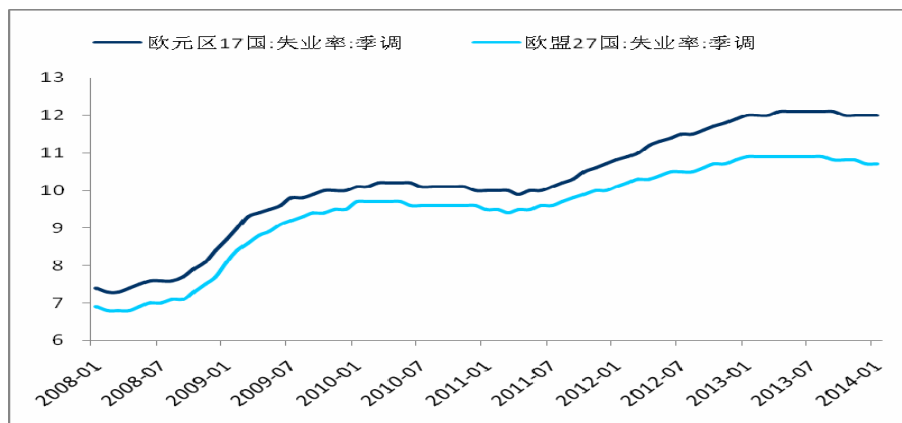


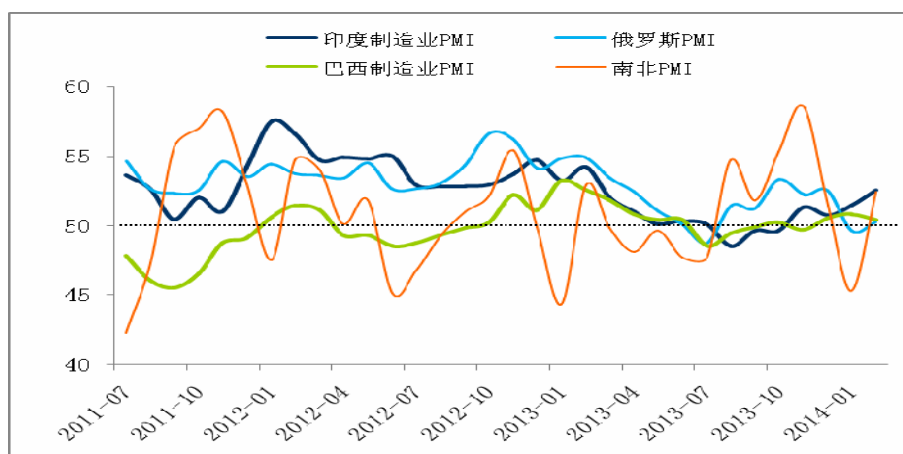
图 15: 欧洲就业情况（截至 1 月）



3. 新兴市场经济触底回升

去年下半年以来，印度经济景气的回升势头最为强劲，巴西也呈弱复苏态势。

图 16：金砖国家的 PMI（截至 2 月）



三、QE 退出总体有助于中国出口

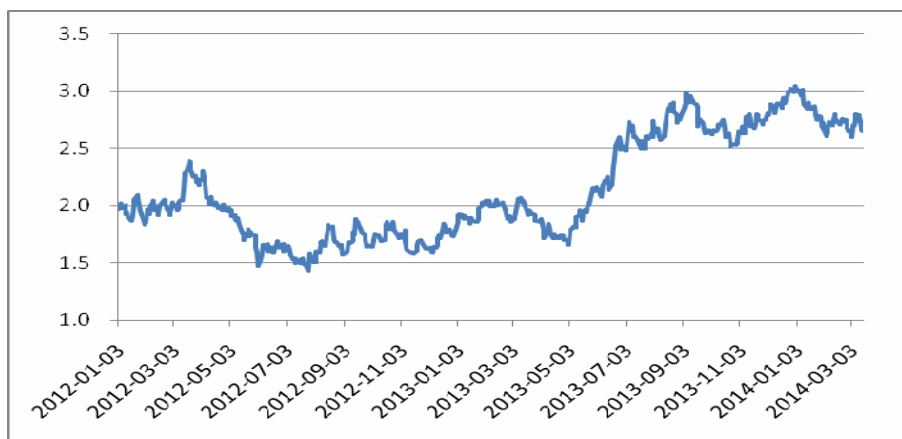
QE 退出对中国出口的影响可能是多重的。第一，如果美国经济增长因此减速过快，将影响美国的进口需求，进而抑制中国的出口。从目前看，这一情况并未出现。在 2013 年 5 月 23 日美联储首次暗示将退出 QE 之后的两个月时间内，美国 10 期国债收益率上升了 0.72 个百分点，而从 2013 年 12 月 19 日美联储宣布缩减国债购买规模以来，国债收益率不升反降。这可能有两个原因，一是 QE 退出对市场的冲击已有相当程度的提前释放，二是市场对 QE 分步退出的步调已逐渐形成稳定预期。

第二，如果新兴市场的短期资本外流过于严重，引起经济增长滑坡，甚至发生经济危机，将不利于中国对新兴市场的出口，同时新兴市场本币贬值也将抵消人民币贬值对中国出口的促进作用。这一情况也并未出现，一是由于美国的利率并未上升，二是由于不少新兴经济体也已主动上调利率以抑制资本外流。

第三，如果 QE 退出导致美元走强，成功打破人民币单边升值预期，显然有助于减缓中国出口竞争力的下滑，稳定中国的国际市场份额。年初以来人民币已出现了多年未见的贬值现象，说明这一情况可能正在出现。

综合来看，在不引发重大金融和经济动荡的情况下，QE 退出对中国出口的总体影响将是正面的。

图 17：美国 10 年期国债收益率（截至 2014 年 3 月 14 日）



对外经济与国际形势专题组

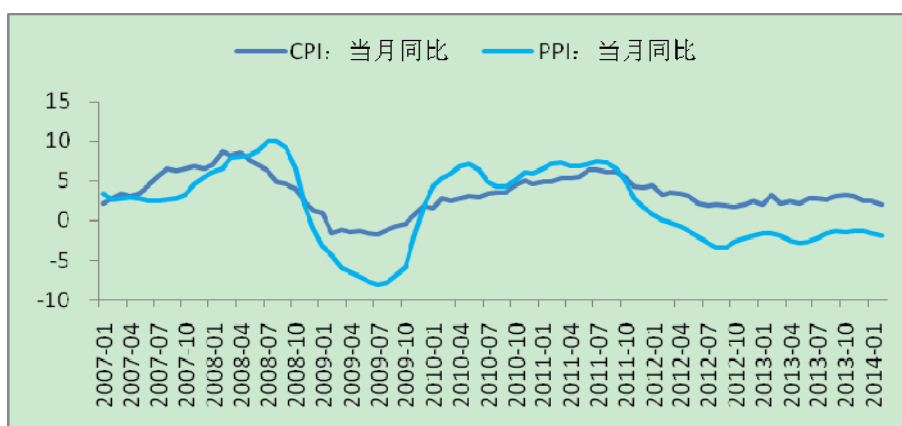
报告执笔：吕 刚

市场与物价：CPI 同比涨幅回落，房地产新开工面积降幅较大

一、2 月份 CPI 同比涨幅回落

受春节后居民消费意愿下降和去年基数较高等因素影响，2 月份全国居民消费价格总水平涨幅回落。2 月份，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅较 1 月份回落 0.5 个百分点。在 CPI 各分项中，2 月份食品价格上涨 2.7%，涨幅较 1 月份回落 1.0 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.9 个百分点；非食品价格上涨 1.6%，涨幅较 1 月份回落 0.3 个百分点。在食品项中，涨幅较大的有鲜果、水产品、液体乳及乳制品，其中鲜果价格上涨 19.7%，影响居民消费价格总水平上涨约 0.42 个百分点；肉禽及其制品、蛋和油脂的价格均有下降，其中猪肉价格下降 8.7%，影响居民消费价格总水平下降约 0.29 个百分点。需注意的是，自 2012 年 10 月至今，各月生猪存栏量保持同比下降，根据生猪生产周期判断，后续猪肉价格上涨动力仍在积蓄。

图 1: CPI、PPI 走势 (%)

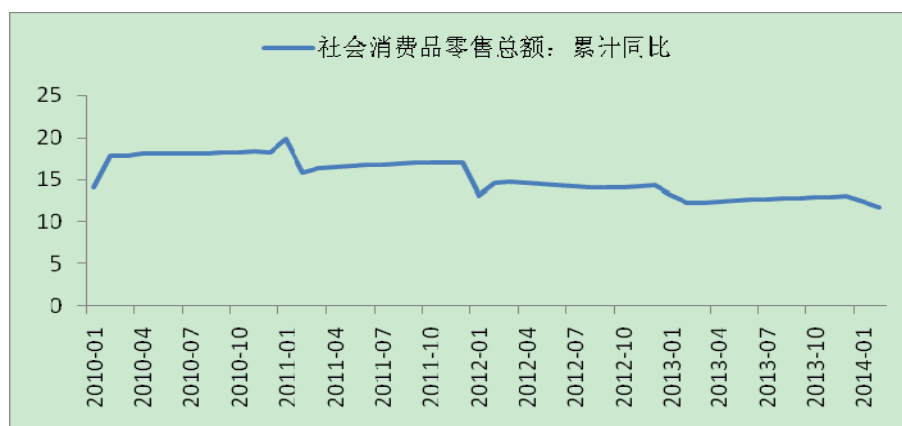


数据来源：国家统计局。

二、社会消费品零售总额实际增速略高于上年同期

1-2 月份，社会消费品零售总额 42280.7 亿元，同比名义增长 11.8%，增速较上年同期下降 0.5 个百分点；扣除价格因素实际增长 10.8%，实际增速较上年同期提高 0.4 个百分点。按消费形态分，1-2 月份，餐饮收入 4414 亿元，同比增长 9.6%，增速较上年同期提高 1.2 个百分点，这表明餐饮市场经过低位调整，已初现企稳回升苗头。1-2 月份，商品零售额 7866 亿元，同比增长 12.1%，增速较上年同期下降 0.68 个百分点。在商品零售中，限额以上单位商品零售 18861 亿元，同比增长 10.2%。其中，汽车类零售额同比增长 11.5%，增速较上年同期提高 4.6 个百分点。

图 2: 社会消费品零售总额实际增速 (%)



数据来源：国家统计局。

三、房屋新开工面积大幅下降

1-2 月份，房地产市场主要运行指标总体呈回落态势。其中，房屋新开工面积 1.67 亿平方米，同比下降 27.4%，降幅最为显著；商品房销售面积 1.05 亿平方米，同比下降 0.1%；商品房销售额 7090 亿元，同比下降 3.7%；房地产开发资金来源 2.13 万亿元，同比增长 12.4%，增速较上年同期回落 21.3 个百分点；全国房地产开发投资 7956 亿元，同比名义增长 19.3%，增速较上年同期回落 3.5 个百分点。

房屋新开工面积降幅较大表明房地产开发企业对 2014 年市场形势并不乐观，加之前两个月销售量也在下降，这将会使房地产开发企业投资更为谨慎。从房屋生产建设周期估算，2014 年房屋竣工面积将会明显增加。受两方面因素共同影响，预计 2014 年房地产开发投资增速回落幅度会比较大。需要指出的是，目前房地产投资增速的回落是房地产发展到一定阶段的正常现象，宜引导地方政府容忍房地产投资增速的正常回落。从房地产市场运行情况看，当前要注重防范三方面的风险：一是对供给量过大、去库存周期过长的部分城市，要适当减少土地供给，防范和化解产能过剩型的风险；二是对一些房价过高的热点城市，宜完善相关政策，增加市场上可售房源量，防范和化解泡沫累积的风险；三是尽可能实行中性的房地产金融政策，防止房地产流动性风险的发生。

表 1：全国房地产市场主要指标同比变化（%）情况

	2011 年	2012 年		2013 年		2014 年
	1-12 月	1-2 月	1-12 月	1-2 月	1-12 月	1-2 月
房地产开发投资	27.9	27.8	16.2	22.8	19.8	19.3
房屋新开工面积	16.2	5.1	-7.3	14.7	13.5	-27.4
房屋施工面积	25.3	35.5	13.2	15.3	16.1	16.3
商品房销售面积	4.9	-14.0	1.8	49.5	17.3	-0.1
商品房销售额	12.1	-20.9	10.0	77.6	26.3	-3.7
房地产开发企业资金来源	14.1	16.2	12.7	33.7	26.5	12.4
个人按揭贷款	-12.2	1.2	21.3	58.8	33.3	2.9
土地购置面积	2.6	-0.48	-19.5	-18.6	8.8	6.5

数据来源：国家统计局。

市场与物价专题组

报告执笔：邓郁松 刘卫民

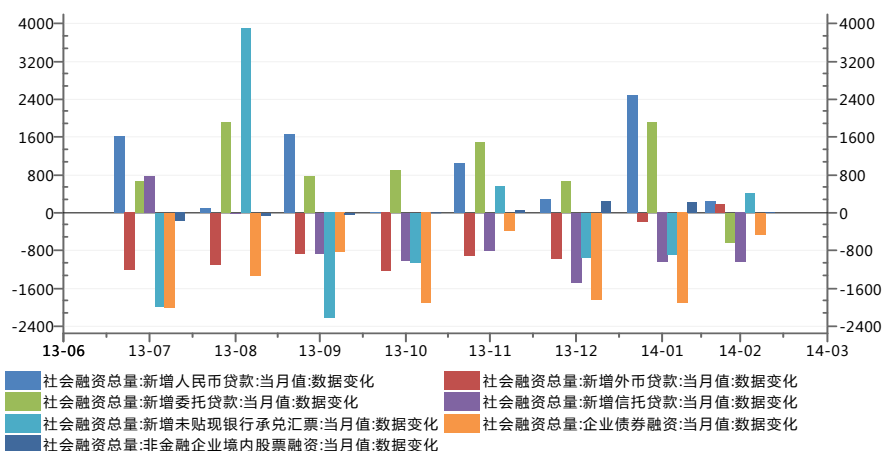
金融：信贷和社会融资增速下滑，人民币持续贬值

一、货币、人民币信贷和社会融资总量增速均出现下滑

1-2 月份社会融资规模 3.54 万亿元，累计同比增速下降 2.08%。2 月份社会融资规模为 9487 亿元，比上年同期减少 1318 万亿元，累计同比增速下降 12.31%。

其中，2 月份人民币贷款同比多增 2714 亿元，外币贷款同比多增 153 亿元；委托贷款同比少增 627 亿元（近年第一次出现少增）；信托贷款同比少增 1041 亿元（连续 5 个月大幅少增）；未贴现银行承兑汇票同比多增 412 亿元；企业债券净融资同比少增 459 亿元（连续 9 个月少增）；股票融资同比多增 4 亿元。

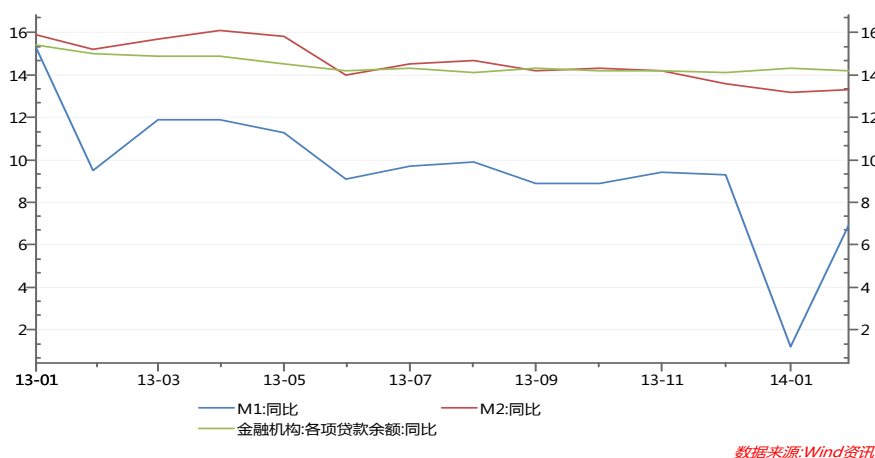
图 1：社会融资组成部分的同比变化情况



数据来源:Wind资讯

M2 增速略有下降，M1 在 1 月份大幅下降后略有反弹。2 月份 M2 同比增长 13.3%，比上月末和上年同期分别增加 0.1 个和减少 1.9 个百分点；M1 同比增速 6.9%，比上个月和上年同期分别增加 5.7 个和减少 2.6 个百分点。

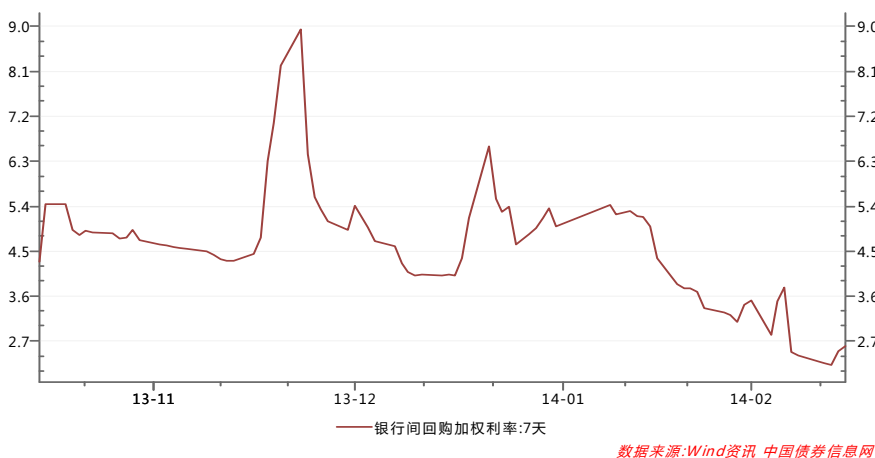
图 2：货币供应量和贷款同比增速



二、各类资金价格有所下降，但信用利差有所扩大

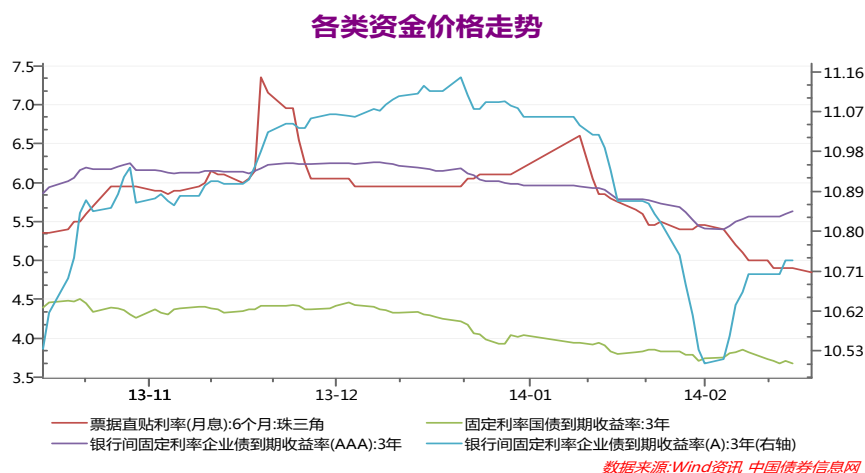
2 月份, 银行间市场同业拆借月加权平均利率为 3.01%, 分别比上月和去年同期高 0.85 个和 0.24 个百分点; 质押式债券回购月加权平均利率为 2.99%, 分别比上月和去年同期低 0.99 个和高 0.10 个百分点。

图 3：银行间回购利率变动情况



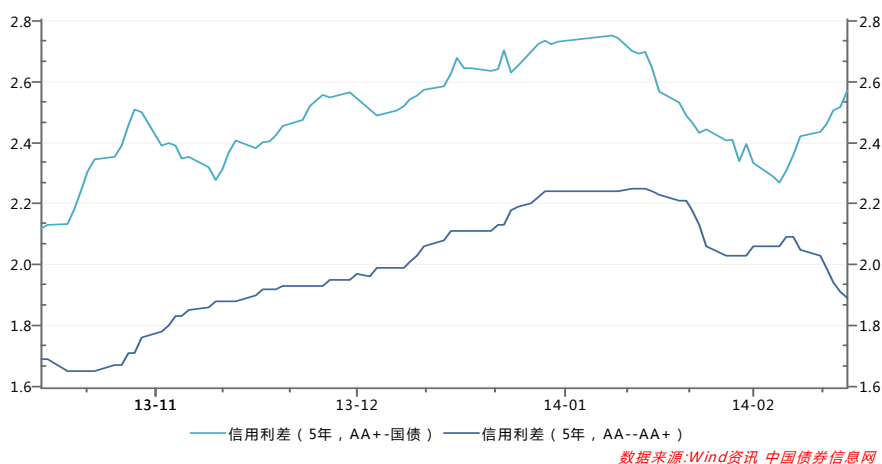
企业面对的各类资金价格整体上处于下降趋势。一是票据贴现利率有所下降，二是不同期限和信用等级的国债、企业债券利率 2 月份快速走低，3 月份又有所走高。

图 4：国债和票据贴现利率走势图



企业债的信用利差继续扩大。3 年期的信用债总利差（AA+-国债）从 2.3 左右上升到 2.6 左右。但中间信用等级的企业债信用利差有所缩小。3 年期的 AA-与 AA+信用债之间的利差持续下降。

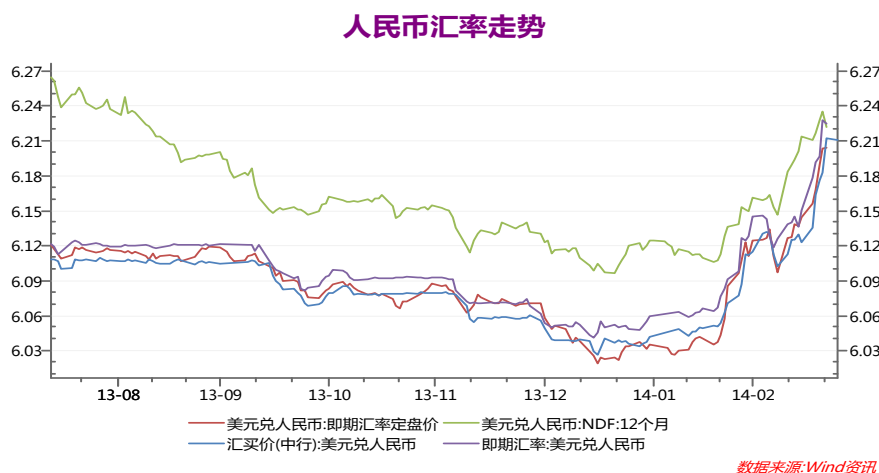
图 5：信用利差变化



三、人民币汇率出现持续贬值

2 月份以来，人民币兑美元的各类汇率均出现大幅贬值。香港人民币即期汇率定盘价从 6.03 左右贬值到 6.18，国内的美元兑人民币汇买价、即期汇率也几乎同步贬值。香港 12 个月的 NDF 也出现类似的贬值趋势，贬值幅度已接近 3%。

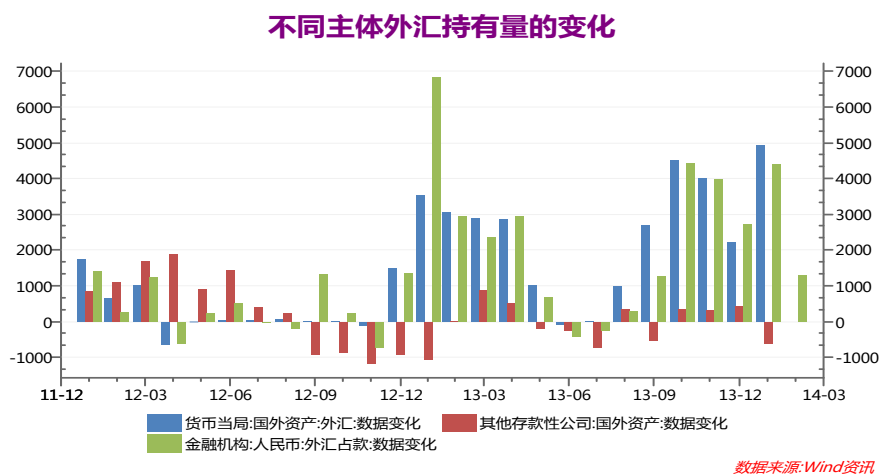
图 6：人民币汇率走势图



四、2 月份外汇资金仍呈现流入态势

虽然 2 月份的人民币兑美元汇率出现贬值，但 2 月份所有金融机构的外汇占款增加 1283 亿元，外汇资金仍呈现流入态势。

图 7：各类主体外汇资产的变化情况



金融专题组

报告执笔：陈道富

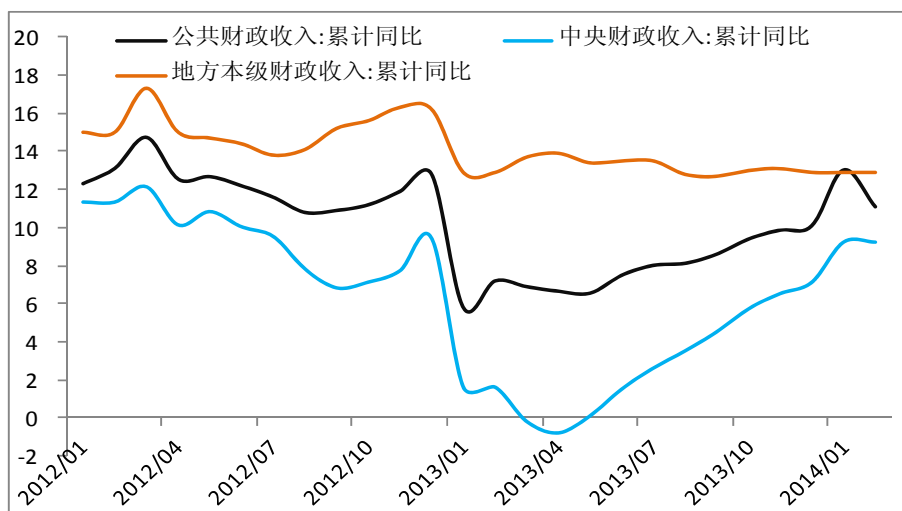
财政收支与企业效益：财政收入增长加快，企业效益下降

1-2 月份财政收入增长加快，但地产销售低迷、生产放缓、PPI 走低等因素将产生滞后影响。在稳增长政策带动下，预算执行进度有望加快。工业企业和国有企业效益持续下降，重化工行业经营状况日趋恶化。在简政放权、登记注册制改革等激发下，民间创新创业活力增强。

一、财政收入下行压力大

1-2 月份全国公共财政收入同比增长 11.1%，比上年和上年同期分别加快 1 个、3.9 个百分点。其中：中央财政收入同比增长 9.2%，扣除特殊因素，增长约 6%；地方财政收入（本级）同比增长 12.9%，扣除与房地产交易直接相关的房地产营业税和企业所得税、契税、土地增值税的增收后，地方财政收入增长约 9%。分税种看，增值税、营业税、企业所得税等增长下滑，契税、土地增值税等增长较快。在工业生产放缓、房地产销售低迷等影响下，预计未来财政收入增速将下降。

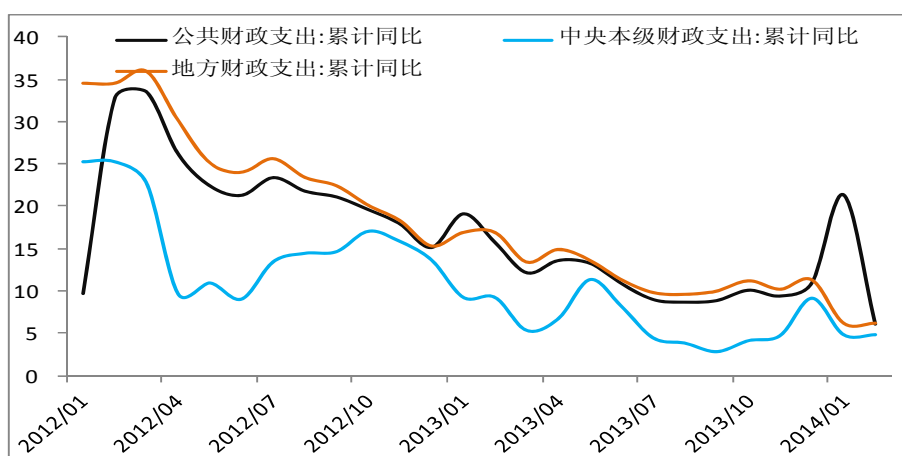
图 1：财政收入增速（%）



数据来源：财政部

1-2 月份全国公共财政支出同比增长 6%，比上年和上年同期分别下降 4.9、9.7 个百分点。其中，中央、地方财政支出同比增长 4.8%、6.2%。治理三公消费效果明显，年底突击花钱现象得到遏制。值得注意的是，交通运输、保障房、节能环保等建设类支出同比下降 1.4%、6.9%、12.3%。在稳增长政策带动下，预计预算执行进度将加快。

图 2：财政支出增速（%）



数据来源：财政部

二、工业企业和国有企业效益持续下降，重化工行业经营状况继续恶化

去年工业企业利润增速稳定，累计成本利润率趋稳。但 2014 年 1-2 月份下行态势严峻，出现了规上工业增加值增速持续放缓和国有企业效益呈现下降趋势、地方国有企业利润负增长、重化工行业经营状况持续恶化。规模以上工业企业 2013 年全年共实现利润额 6.28 万亿元，同比增长 12.2%。工业企业累计成本利润率为 6.6%，与 2012 年持平。但 2014 年 1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 8.6%。延续了自 2013 年 10 月份以来工业增加值增速持续降低的下行态势。国有企业主要经济效益指标增速持续呈现下降趋势、地方国有企业利润负增长。2014 年 1-2 月份国有企业²累计实现营业总收入 69794.4 亿元，同比增长 6.7%。累计实现利润总额 3265.4 亿元，同比仅增长 2.8%。其中，地方国企实现利润总额 622.7 亿元，同比下降 2%。重化工行业

² 包括除金融行业以外的国民经济各行业国有企业

的经营状况持续恶化，煤炭、石化行业利润同比降幅较大，钢铁、有色和化工行业出现全行业亏损。去年全年实现了利润同比增幅较大的交通行业，2014 年 1-2 月出现全行业亏损。

工业企业亏损面比上年同期微降，2014 年 1-2 月部分省份企业停产停工面有所扩大。2013 年全年出现亏损的规上工业企业数为 4.2 万家，企业亏损面为 11.9%，比上年同期下降 0.1 个百分点。亏损企业累计亏损额 5732 亿元，比上年同期的 5922 亿元减少 190 亿元。2014 年 1-2 月份工业企业的情况尽管目前尚没有数据公布，但通过中心 3 月 22 日下午召开的 12 个省发展研究中心主任经济形势座谈会，多数省份对 1-2 月份工业企业效益情况担忧，部分省份反映了目前工业企业停产停工面不断扩大，有的省份停产企业占规上企业数的 11%，而有的省份停产、半停产比例高达 29.3%。

注册资本登记制度改革开始实施，激发市场主体活力、激发社会创业投资热情的同时，企业和公众出资行业趋于理性。2014 年 3 月 1 日，注册资本登记制度改革开始实施，至 3 月 14 日，全国累计新登记市场主体 46.84 万户，同比增长 7.48%。其中，新登记企业、新登记农民专业合作社分别同比增长 36.1% 和 25.31%。市场主体、注册资本（金）量的增长反映出改革利好对创业投资产生积极影响。但北京、天津、河北等部分省市企业注册资本（金）已经开始出现负增长。这表明注册资本认缴登记制在激发市场主体活力、激发社会创业投资热情的同时，企业和公众对出资行为也正在趋于理性。

财政收支与企业效益专题组

报告执笔：任泽平、范保群

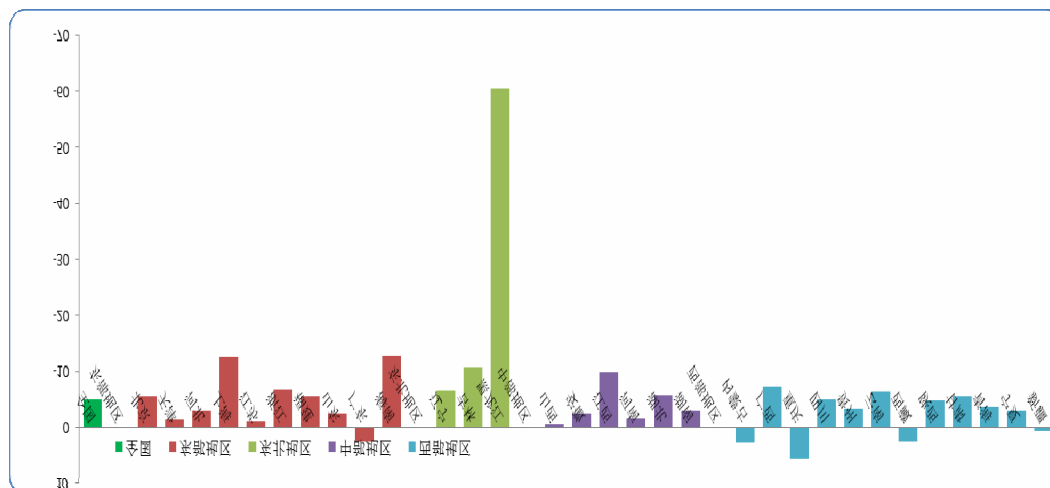
区域经济：各地固定资产投资增速和居民消费品价格指数普遍下降

一、各地固定资产投资增速普遍下降，中部地区增长速度略微领先

与去年同期相比，全国大部分省份的固定资产投资增速出现了下降，分板块来看，东部地区下降了 3.9 个百分点，中部地区下降了 3.8 个百分点，西部地区下降了 3.3 个百分点，东北地区则意外地下降了 14.6 个百分点。东北地区增速的大幅下降源于黑龙江省 2 月份的固定资产累计增速为-35.4%，这的确是非常异常的数据。其它省份除内蒙古、重庆、西藏的固定投资增速有上升之外，均表现为增速下降，下降比较快的有海南、上海、浙江、江西、湖北、吉林、北京，降幅在 5 个百分点以上。

当然，从固定资产投资的增长速度来看，仍然不低，其中中部地区的增速最快为 21.4%，西部为 20%，东部为 16.1%，东北较低为 5.4%。分省来看，贵州、甘肃、宁夏、新疆、福建、云南、陕西等省份的增速较快，在 23% 以上。增速较慢的为黑龙江、上海、北京、吉林和浙江等省份，增速不足 16%。

图 1：2 月份各地区固定资产投资累计同比增速与上年同期相比的变化

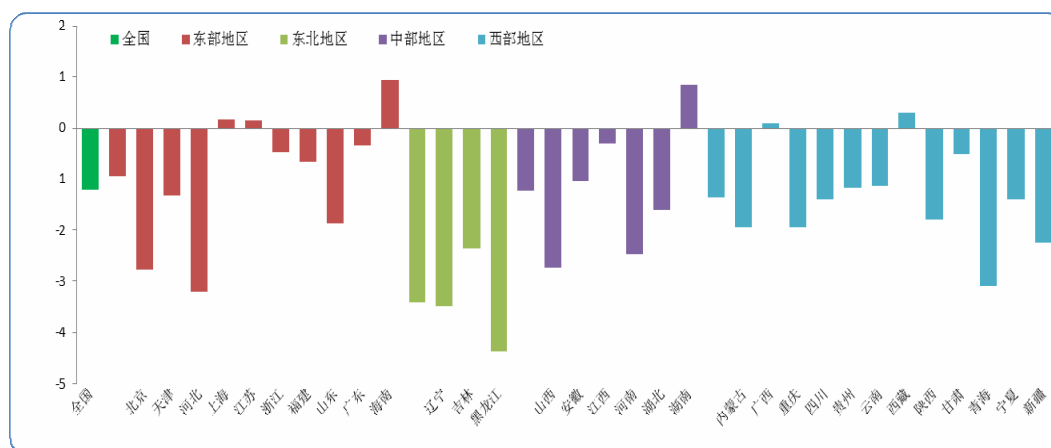


数据来源：WIND 数据库

二、各地居民消费品价格指数下降，物价上涨压力不大

从 2 月份各省的 CPI 涨幅来看，海南、西藏、湖南、上海、广东、江西、宁夏等省份靠前，CPI 涨幅在 2.5 个百分点以上，黑龙江、辽宁、山东、河北、河南和山西靠后，CPI 涨幅在 1.5 个百分点以下。全国有 16 个省份的 CPI 指数超过了全国平均 2% 的水平。和去年同期相比，除海南、湖南、西藏等省份出现了上涨，上海、江苏、广西基本持平外，其它省份都出现了一定程度的下降。从发展趋势看，各地物价上涨的压力不大，部分省份甚至可能出现物价负增长。

图 2：2 月份各地区 CPI 的涨幅与上年同期相比的变化



数据来源：WIND 数据库

区域经济专题组

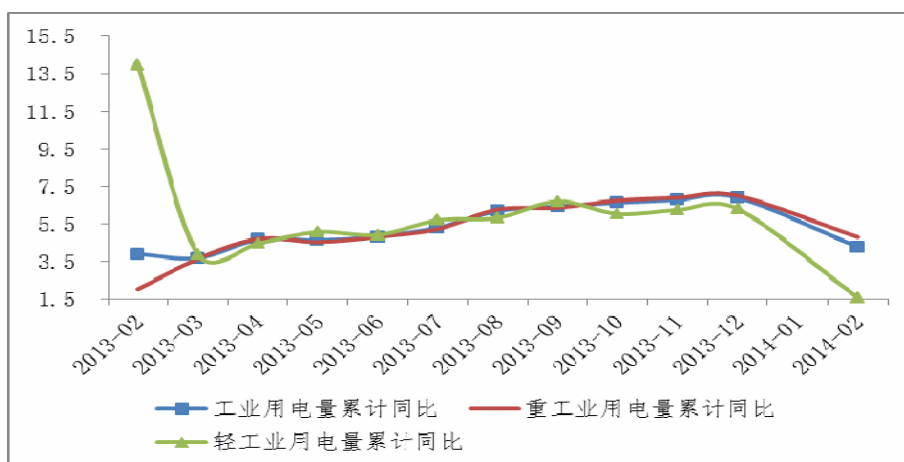
报告执笔：刘云中 何建武

资源与环境：全社会用电量增速趋缓

全社会用电量增速跌至近四年同期低谷。1-2 月全社会用电量累计达 8243 亿千瓦时，累计同比增长 4.5%，是近四年同期的最低值。第一产业、第二产业、第三产业和城乡居民生活累计用电量分别为 113 亿千瓦时、5820 亿千瓦时、1094 亿千瓦时和 1217 亿千瓦时，分别累计同比增长-7.8%、4.3%、5.0%和 6.3%，其中第一产业和第三产业同比增速大幅回落。

工业用电量增速同比小幅扩大，环比显著回落。1-2 月工业用电量累计达 5707 亿千瓦时，同比增长 4.3%，增幅较去年同期提高 0.4 个百分点。其中，重工业和轻工业用电量分别为 4809 亿千瓦时和 898 亿千瓦时，分别累计同比增长 4.8%和 1.6%。图 1 显示，自去年 2 月以来，工业用电量、重工业用电量以及轻工业用电量累计增速经过一年的缓慢扩大之后，今年开始出现了回落迹象，其中轻工业用电量累计增速大幅回落，较去年年底降低近 5 个百分点，较去年同期缩小了 12 个百分点；重工业用电量累计增速环比回落了 2.2 个百分点，但较去年同期累计增速高出 1 倍多。

图 1：工业、重工业和轻工业用电量各月累计同比



WIND 资讯

西部地区全社会用电量增速高于东部地区，北京全社会用电量出现负增长。1-2 月全社会用电量增速居前 4 位的新疆、青海、宁夏和内蒙古用电量分别累

计同比增长 22.2%、13.3%、12.4%和 10.2%；全社会用电量增速居全国末 4 位的北京、吉林、山东和黑龙江的用电量分别累计同比增长-2.7%、-0.2%、0.1%和 0.3%。东部沿海地区的江苏和广东用电增长较快，分别累计同比增长 6.1%和 5.8%，高于全国平均水平；西部地区的四川和甘肃用电增长缓慢，分别累计同比增长 1.9%和 1.7%，低于全国平均水平。

电力生产增速同比小幅扩大而环比回落，风电增速跌至近年低谷。1-2 月全国发电量和火电生产分别累计同比增长 5.5%和 4.4%，增幅较去年同期分别扩大 2.1 和 3.4 个百分点，但环比均有所回落。水电和风电产量分别累计同比增长 9.2%和 16.7%，较去年同期分别回落了 15 和 27 个百分点，但水电生产环比明显好转，风电增速跌至近几年最低点。

资源与环境专题组

报告执笔：李佐军 王海芹

加强财政、货币政策协调配合的政策建议

魏加宁¹

传统宏观经济理论认为，财政政策影响产品市场，追求的是经济增长；货币政策影响货币市场，追求的是物价稳定。两项政策之间存在着一系列重要接口，需要不断地加以协调，否则不仅会各行其是、互不协调，甚至还有可能发生冲突、相互抵消，政策效果大打折扣。

一、政策目标区间化，宏观调控最小化

由于财政政策追求的是经济增长，而货币政策追求的是物价稳定，故而财政、货币政策协调配合的目标应当是“宏观调控目标区间”。只要宏观经济（经济增长和通货膨胀）能够在这一区间内正常运行，一般来说，财政政策和货币政策就不必出手干预，总量上就不必收紧或放松。只有当宏观经济走势有可能脱离这一区间时，才需要要么动用财政政策——如果是经济增长出了问题；要么动用货币政策——如果是物价稳定出了问题。

实行宏观调控目标区间化的最大好处是，可以尽量减少财政、货币政策干预的频率和力度，从而让市场更好地发挥决定性作用。

二、影响政策组合三大因素：周期、趋势和外部冲击

在选择政策组合时，通常要考虑三大因素，即：经济周期，发展趋势以及外部冲击。

首先，在考虑经济周期因素时，可以有四种理想组合：

第一，在复苏阶段（高增长、低通胀），应实行“紧财政、松货币”的政策组合，以实现经济稳健增长；

¹ 作者系国务院发展研究中心宏观经济研究部巡视员、副部长。

第二，在过热阶段（高增长、高通胀），应实行“双紧政策”，以抑制经济过热和高通货膨胀；

第三，在滞胀阶段（低增长、高通胀），应实行“紧货币、松财政”的政策组合，以便在抑制高通胀过程中防止经济过快下滑；

第四，在衰退阶段（低增长、低通胀），应实行“双松政策”，以刺激经济早日复苏。

其次，在考虑发展趋势因素时，需要跳出周期因素的局限，注意到增长阶段转换带来的趋势性作用。比如说，当潜在增长率下降，经济增长阶段从高速、超高速转变为中速或中高速时，宏观调控就不可仍然沿用惯性思维——为了力推经济增长而过多地进行财政注资或注入过多货币，否则，不仅不会使实际增长率达到所期望的水平，相反，还会使通货膨胀比经济增长速度上来得更快，结果导致严重的通货膨胀。

再次，在考虑外部冲击因素时，尤其是在遇到像此次国际金融危机这样“百年一遇”的突发事件时，临时采取一些非常规的刺激手段不仅是理解的，也是必须的。但需要注意的是，刺激政策要及时退出，千万不要把“心肺复苏机”变成了“心脏起搏器”，把非常规的应急措施变成了常态化的制度安排。

三、财政、货币政策应从“裁量型”向“规则型”转变

尽管我国有时声称实行的是“宽松的”财政政策或货币政策，有时声称实行的是“从紧的”财政政策和货币政策，但是在实践中我们却发现，其实很难有量化指标可以用来判断政策的松紧力度。因此，构建“松紧指数”以作为判断政策松紧和力度大小的客观依据，就显得十分重要。

进而，迄今为止，财政、货币政策大都是以相机抉择为主，属于“裁量型”，而缺乏应有的规则约束；其结果往往会导致债务规模不断膨胀，货币供给不断超发。因此，从中长期来看，无论是财政政策还是货币政策，都应当从目前的“裁量型”逐渐转变为“规则型”，也就是说，确立基本规则比随机应变更加重要。

关于财政政策的规则，最为重要的就是必须遵守“黄金规则”。所谓“黄金规则（Golden Fiscal Rule, GFR）”是指，允许政府发行公债为公共物质资本投资进行融资，但必须保持经常性预算的平衡。这个规则主要是强调要将政府经常性支出与资本性支出严格区分开来，避免财政通过隐形担保来为公共物质资本投融资，从而避免给金融体系造成危险，同时保证财政资金的安全。

关于货币政策的规则，最为重要的有两类，一类是不可调节的工具规则，即按照固定不变的方式进行操作，如“弗里德曼规则（Friedman）”；另一类是可以调节的工具规则，包括以货币为基础的“麦克勒姆规则（McMallum）”，和以利率为基础的“泰勒规则（Taylor）”。^①

四、协调三大政策接口，加强二者协调配合

财政、货币政策之间主要有三大接口：一是财政盈余，二是外汇储备，三是公开市场操作中的国债。

首先，财政盈余看起来是财政问题，但放在哪里却与货币政策息息相关。如果放在中央银行就等于收紧流动性；如果放在商业银行就等于投放流动性，因此，财政、货币当局之间要加强协调。

2013 年底出现的第二次“钱荒”，一个重要原因就是由于中央银行无法准确把握财政系统年底突击花钱的传统现象在遇到新的八项规定影响之后会产生什么样的不确定性，因此无法及时提供足够的流动性，从而凸显出财政、货币政策加强协调的紧迫性。

其次，外汇储备看起来是货币问题，其实与财政密切相关。当年，动用外汇储备给国有银行注资，一方面是由于缺乏部门资产负债表的概念，错用资产做资本；另一方面也是由于中央银行在负责国有银行改革的过程中协调不了财政部门就只好“自掏腰包”，但结果却等于二次发钞，导致货币超发。

^①“麦克勒姆规则”又称“名义收入规则”。其核心思想在于将货币增速表达为 GDP 和货币流通速度的函数，因此，货币增速取决于名义 GDP 的长期合意增长路径、货币流通速度和产出缺口。“泰勒规则”又称“利率规则”。其核心思想认为，货币当局的最终目标在于实现以目标通胀率和潜在产出为路径的稳定增长，利率的调整就是对物价和产出偏离目标水平做出的反应。按照这一规则，短期名义利率应该等于均衡的实际利率、通货膨胀率和通胀及产出缺口之加权平均的三者之和。

在我国，外汇管理职责是放在中央银行，但在英国、日本、加拿大等国，外汇管理职责却是放在财政部。而美国、韩国等国是由财政部和央行共管。

外汇管理职责放在哪里，不仅意味着维护汇率稳定的职责在哪里，而且意味着维护汇率稳定的成本由谁来支付。如果由财政部门负责汇率稳定，财政部门就会根据自己的财政实力量力而行，而不会一味地干预外汇市场，因而不仅有了成本观念，而且有了约束机制。但是，如果由中央银行来负责汇率稳定，那么央行就只能依靠投放外汇占款来大量购汇，不仅容易给人造成稳定汇率无需成本的假象，而且全部压力也都集中在了央行身上，因而缺乏约束机制。由此可见，将外汇储备管理及汇率稳定职能从人民银行转移至财政部门可能更加合理。

最后，关于公开市场操作。在国外，公开市场操作通常以国债为主，但是除日本以外，主要发达国家都禁止中央银行从财政部门直接购买国债。在我国，用于公开市场操作的，除了国债以外，还有一大块是央票。有了央票，虽然可以使央行在政策工具上多出一些自主选择，但却减少了与财政政策之间的协调配合。因此，建议增加国债品种和数量，逐步替代现在的央票，以促进国债收益率曲线的形成。

国际机构对全球与中国经济观点辑要

世界银行：2014 年世界经济将逐步走强，高收入经济体增长加速

2014 年全球 GDP 增速预计将从 2013 年的 2.4% 提高到 3.2%，此后逐渐趋稳，初始增长加速主要反映出高收入经济体的增长加速。发展中国家 GDP 增速预计将从 2013 年的 4.8% 上升至 5.3%，支撑发展中国家经济增长走强的因素是高收入国家的增速加快和中国的持续强劲增长。但全球增长前景仍容易遭遇来自全球利率上升和资本流动潜在波动的影响，特别实在美联储开始退出大规模的货币刺激政策时。发展中国家的私人资本流入对于全球金融形势仍很敏感。随着高收入国家的货币政策因经济增长走强而回归常态化，预计全球利率会缓慢上升。金融形势的有序收紧预计对发展中国家的投资与增长的影响将是温和的，发展中国家的资本流入预计将从 2013 年发展中国家 GDP 占比的 4.6% 逐渐缩减至 2016 年的 4.1%。然而，若出现诸如 2013 年春夏之际对量化宽松何时退出的种种猜测所引发的无序调整，利率上调速度就有可能大幅加快。取决于市场反应的严重程度，发展中国家的资本流入有可能在数月内锐减 50% 以上。这种情况下，经常账户存在巨额赤字的国家、外债占比较大的国家及近年信贷大量扩张的国家最容易受其影响。

来源：《全球经济展望》，1 月 27 日

国际货币基金组织：上调 2014 年全球增长预估，发达经济体重拾经济增长接力棒

将 2014 年全球经济增长预期上调 0.1 个百分点至 3.7%，预计 2014 年发达经济体增速为 2.2%，其中美国 GDP 增长预期为 2.8%，预计财政对支持内需的拖累会有所缩小；日本 GDP 增长预期为 1.7%，预计财政刺激措施会部分抵消年内上调消费税的影响。但也要看到，发达经济体通胀下行风险非常低，若经济活动面临负面冲击，则存在通缩风险，一些国家仍面临巨大产出缺口，应在维持宽松货币政策同时收紧财政政策。欧洲央行应帮助修复欧洲银行业资产负债表，提供有目标的信贷来支持需求，并降低金融破碎性。继续维持新兴经济体 2014 年 GDP 增长预期在 5.1% 不变，出口增长强劲是新兴市场经济体增长的主要推动力，但内需较预期仍显疲弱；金融市场和资本流动不稳仍是新兴市场的忧虑，特别是在美联储开始缩减购债之后。

来源：《世界经济展望》，1 月 22 日



渣打银行：中国 1-2 月经济增长放缓幅度超过市场预期，如 3 月数据明确经济减速势头，宏观经济政策可能会提前转向稳增长

中国 1-2 月宏观经济数据令市场感到失望，但数据问题放大了经济放缓的程度。经济增长减速反映出信贷增长放缓、出口需求不振和制造业进入去库存周期等因素的变化。维持 2014 年中国 GDP 增长 7.4% 的预测不变，并预计 3 季度随着政策宽松发挥效力，经济增长将会企稳。当前经济减速可能意味着中央将不得不放松政策以支撑增长。国务院提出 7.5% 的年度经济增长目标，宏观政策须做出适度调整以实现这一目标。预计 4 月央行将下调存款准备金率，中央政府也将加速推进“十二五”规划中相关投资项目上马，特别是清洁能源、污染防治和灌溉等领域的投资项目。从 2014 年政府工作报告来看，中央不会走通过放松货币政策应对经济下行的老路。悲观者或许将降低存款准备金率视为回到通过放松货币刺激经济的老路，但降低存款准备金率不应被视为释放出再度依赖货币政策刺激经济增长的信号，放松货币政策的目的在于增进市场信心，并且给予银行更大放贷空间。若要增强市场信心，决策层现在需要提出更多改革方案的细节，同时需加大力度推进各项改革举措，进一步推进简政放权相对容易取得成效，接下来还需推进国企改革、农村土地租赁流转、向民营资本开放医疗、教育行业投资等领域的改革。

来源：渣打银行研究报告，3 月 20 日



摩根大通：前两月经济活动显著减速，下调中国 2014 年增长预期

中国 1、2 月份的综合经济活动指标全面显著弱于预期，这些数据的表现疲弱意味着，随着中国政府领导人启动结构性改革计划，实体经济近期内面临的阵痛将比此前预想得更加严重。基于此，将全年 GDP 增长预期下调至 7.2%（此前预期为 7.4%）。预计中国政府较快的应对措施很可能出现在财政领域中，当局很可能将采取“前轻后重”的财政支出方式，把原本计划在全年中投入的支出提前到第二季度，尤其是中西部地区的基础设施建设项目和经适房。就改革进展而言，有些改革措施可能会给经济增长带来近期的正面影响，如行政改革和面向民营企业开放以往由国有企业占据主导地位的行业领域的投资项目等，而这些措施很可能将被加快实施。但货币政策方面，中国人民银行在近期内下调存款准备金率的可能性仍旧很低。

来源：摩根大通研究报告，3 月 15 日

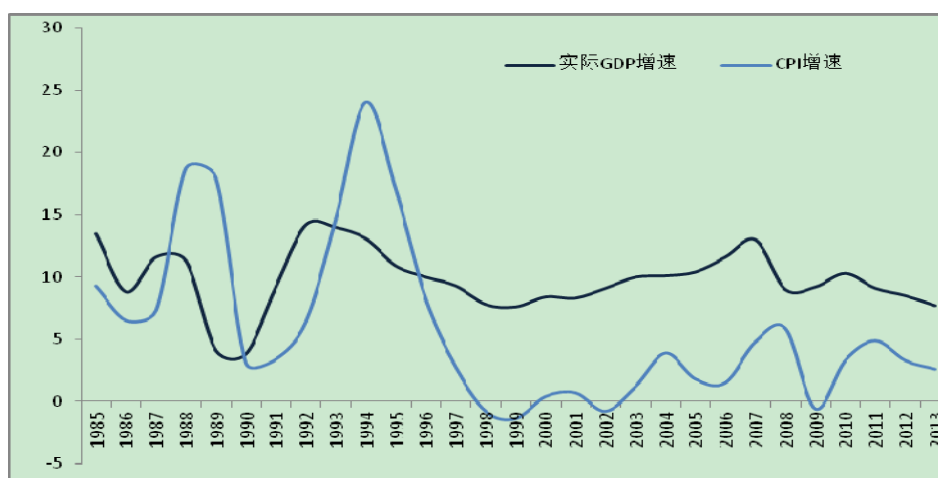
王莹莹 整理

表 1：国际机构对中国 2014 年主要经济指标预测汇总表

预测机构		2014 年预测指标 (%)	
		GDP 增速	CPI 增速
经 济 组 织	世界银行	7.7	NA
	国际货币基金组织	7.5	3.0
	经济合作与发展组织	8.2	2.4
	亚洲开发银行	7.5	2.7
	联合国	7.5	NA
金 融 机 构	德意志银行	8.6	NA
	瑞士银行	7.5	2.7
	美银美林	7.2	NA
	汇丰银行	7.4	NA
	恒生银行	7.6	3.0
	花旗集团	7.3	NA
	摩根士丹利	7.2	NA
	摩根大通	7.2	NA
	高盛集团	7.3	2.6
	渣打银行	7.4	3.3
	野村证券	7.0	NA
平均值		7.5	2.8

数据来源：各机构发布的最新预测数据。

图 1：实际 GDP 增长与 CPI 变化趋势图 (%)



数据来源：《中国统计年鉴》。