

负责人：詹向阳 邹新

国内宏观经济研究团队：

邹新 赵幼力 李露  
李少君 王小娥

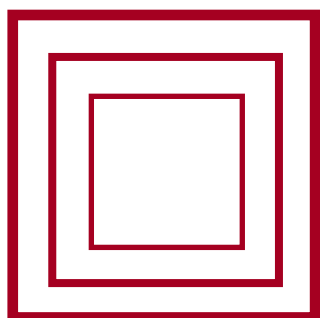
当前经济增长势头总体良好

平衡“两难”不改结构调整决心

——2010年上半年中国经济金融走势、政策分析及下半年展望

2010年7月22日

中国经济



知音 知道 知胜  
Readings Foresights Strategies

## 相关研究：

2010/7/2《农民工问题日渐凸显  
结构调整坚定不移——近期中国  
经济趋势变化及数据前瞻》

2010/6/25《短期风险可控 未来  
重在清源——从希腊债务危机看  
中国地方政府融资平台的风险、  
防范及商业银行策略》

2010/5/28《分层调控房地产市场  
增加供给是关键之举——解析当  
前楼市新政及对宏观经济的影响》

## 要点：

►当前中国经济总体态势良好，2 季度中国经济增速小幅回调既有基数因素，更是主动宏观调控和经济结构调整的必然结果，这与市场此前普遍担忧的“二次探底”有本质区别，更不存在所谓的“滞胀”，而是为中国经济如期展开新一轮的可持续增长周期奠定了良好的基础。

►目前中国经济“已进入只有调整经济结构才能持续发展的关键时刻”，国内外形势的变化对中国的经济结构调整和体制改革形成巨大的压力和倒逼机制，其中最为突出地表现在收入分配体制和投融资体制亟待改善，即着力解决居民收入绝对水平不高、收入差距过大和民间投资门槛过高、机会不足的问题，这是中国经济顺利进入新一轮更可持续发展周期的重要保证。

►下半年再次出台投资数量增长上的大规模刺激政策的可能性较小，而将在继续管理好通胀预期的同时，重在处理好保持经济平稳较快发展和调整经济结构的平衡关系。考虑到基数效应、主动调控和结构调整等因素，预计 GDP 增幅还将总体逐季回落，但即便考虑到全球经济二次探底风险的极端情况，在政策空间的保障下，中国经济表现为增速大幅回落的“二次探底”可能性不大。

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。

## 目录

一、结构调整成效显著，经济增速略有回落.....	1
（一）经济增长总体态势良好，部分指标出现回落.....	2
（二）经济结构持续改善，内生增长动力仍需进一步培育.....	5
（三）全社会层面流动性总体回落，银行体系流动性趋紧.....	7
（四）通胀压力有所缓和，仍需警惕潜在物价上涨因素.....	9
二、旧有增长模式无法持续，市场倒逼结构调整加速.....	10
（一）从国际环境看：后国际金融危机时期国际市场需求受到抑制，以往出口高增长模式难以为继.....	11
（二）从发展阶段看：“刘易斯”拐点渐行渐近使得中国过低的劳动力成本难以维系.....	12
（三）从债务风险看：地方政府融资平台债务负担较重，透支未来的投资模式将无法持续.....	14
（四）从泡沫风险看：中国经济增长的强大引擎房地产业可望理性回归，相关行业的产能过剩已开始经历阵痛.....	15
（五）从资源约束看：作为“十一五”规划节能减排目标的决战之年，资源环境的内外部压力增大..	17
三、对下半年宏观经济政策和宏观经济走势的展望.....	18
（一）对下半年宏观经济政策的预测.....	18
（二）对 2010 年下半年中国宏观经济金融主要指标的预测.....	20

## 图表目录

图 1 GDP 同比增速图.....	2
图 2 PMI 指数图.....	4
图 3 工业增加值增速图.....	4
图 4 城镇固定资产投资累计同比增速图.....	4
图 5 工业企业利润累计同比增速图.....	4
图 6 用电量、发电量同比增速图.....	5
图 7 进口额及同比增速图.....	5
图 8 汽车产销量图.....	5
图 9 沪深股指图.....	5
图 10 消费同比增速图.....	6
图 11 新增外汇占款图.....	8
图 12 新增贷款及贷款余额增速图.....	8
图 13 M1、M2 同比增速图.....	8
图 14 银行间市场利率图.....	8
图 15 CPI、PPI 同比增速图.....	10
图 16 CPI 各月翘尾因素图.....	10
图 17 人民币对美元汇率走势图.....	12
图 18 出口环比(季调后)和 PMI 出口订单增速图.....	12
图 19 人口出生率图.....	13
图 20 男性劳动力在县外工作的比例.....	13
图 21 女性劳动力在县外工作的比例.....	14

图 22 我国初中及以下学历劳动力供求比例.....	14
图 23 全国商品房销售额累计同比增速图.....	16
图 24 房屋销售价格图.....	16
图 25 房地产开发投资、住宅开发投资和商品房新开工面积单月同比增速.....	16
图 26 房地产单月开发投资额与单月钢材产量散点图.....	16
图 27 大中型企业钢材库存量.....	17
图 28 国内钢材价格图.....	17
表 1 新老两代农民工偏好差异.....	14
表 2 2010 年中国经济金融主要指标预测.....	21

2010 年上半年，决策层在“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系”的前提下，出台了一系列加大结构调整和加快转变发展方式的政策措施，一些已酝酿多年的重大改革在上半年开始破题，这充分彰显了中央政府调整经济结构和深化改革的决心，也印证了我们在年初的判断“2010 年将是中国主动加大经济结构调整和体制改革的一年”<sup>1</sup>。

2 季度以来，面对国外欧债危机升级和国内经济增速回落及资本市场动荡的复杂形势，市场预期普遍从 1 季度的“警惕经济过热”迅速转化为“担忧下半年中国经济二次探底”，甚至出现“二次刺激”的呼声。对此我们认为，当前中国经济总体态势良好，经济增速的逐步回落是基数效应和政策主动调控的结果，也是中国经济朝着更可持续发展方向的新起点。基于分析，我们判断，在防止经济增速过快下滑并继续管理好通胀预期的同时，下半年的政策重心依然会放在加大经济结构调整和深化体制改革之上。

## 一、结构调整成效显著，经济增速略有回落

2010 年上半年，政府出台了一系列“结构调整”政策措施，主要包括：加大节能减排力度、严厉调控房地产市场、治理整顿地方政府融资平台、出台鼓励民间投资的“新 36”条、试点资源税、重启人民币汇率体制改革、取消部分商品出口退税以及陆续上调各地最低工资标准等。这些政策措施效果显著，并给宏观经

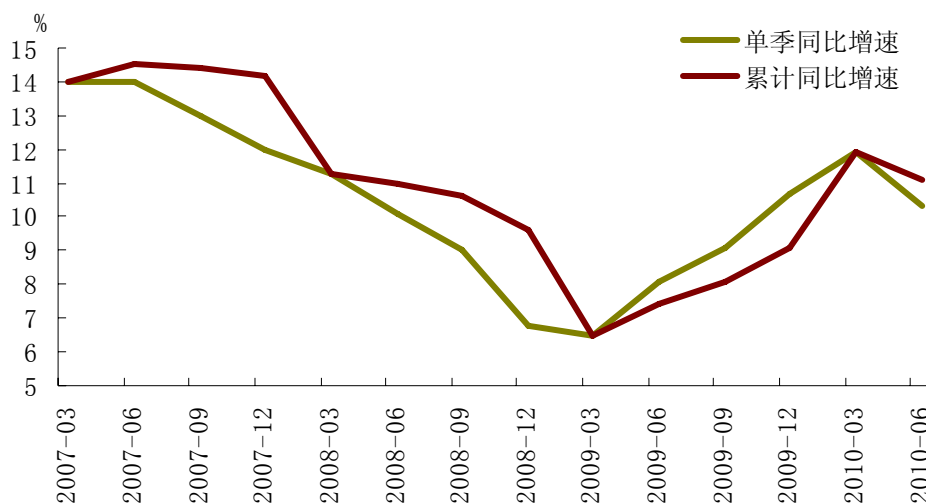
<sup>1</sup>详见我所 2010 年 2 月 8 日发布的研究报告《经济结构主动调整正式启程 新一轮可持续增长周期即将展开——2009 年中国经济金融走势分析及 2010 年展望》。

济带来了一系列的积极变化。

### （一）经济增长总体态势良好，部分指标出现回落

2010 年上半年，国内生产总值（GDP）同比增长 11.1%（见图 1），较上年同期和上年全年分别加快 3.7 和 2 个百分点。其中，第 2 季度 GDP 同比增长 10.3%，较 1 季度下降 1.6 个百分点。

图 1 GDP 同比增速图  
(2007.3-2010.6)



数据来源：国家统计局、中国人民银行、CEIC、Bloomberg、中国工商银行城市金融研究所（ICBC），除特殊说明外，下同。

除 GDP 增速以外，2 季度以来多项经济指标先后回落。具体看，第一，6 月制造业采购经理指数（PMI）由 4 月的 55.7%连续两月下滑至 52.1%（见图 2）；第二，6 月规模以上工业增加值单月增速从 3 月的 18.1%降至 13.7%（见图 3），其中，重工业增速回落更为显著，由 3 月 20%降至 6 月的 14.5%，轻工业增速则由 13.4%小幅降至 12.0%。第三，上半年全社会固定资产投资累计同比增长 25.0%，较上年同期和上年全年分别下降 8.5 和 5.1 个百分点

(见图 4)。其中,钢铁、非金属矿、有色金属投资增速大幅回落,分别较年初下降 18.9、5.8 和 9.5 个百分点。第四,前 5 个月,工业企业利润累计同比增长 81.6%,较前两个月 120% 的增速明显下滑(见图 5)。第五,6 月份用电量结束了前 5 个月连续 20% 以上的同比增长,当月仅增长 14.1%,较上月大幅下降 6.7 个百分点(见图 6)。其中,重工业用电量同比增长 16.1%,较上月下降 8.9 个百分点。第六,进口贸易增长逐渐放缓,2 季度同比增幅较 1 季度缩窄 20.6 个百分点至 44.1%,反映出宏观调控下内需放缓(见图 7)。第七,汽车市场略有降温,随着刺激政策效果减弱,需求透支效应逐步显现,继 3 月汽车产销量达历史最高值 173 万辆之后,4 月起汽车产销均逐月回落(见图 8)。第八,在经济运行不确定性增大、市场流动性趋紧和政府对房地产市场调控的影响下,2 季度以来沪深两市股指大幅下挫。截至 2010 年 7 月 16 日,上证综指、深证成指分别较 4 月初大幅下降 23.3% 和 22.8% (见图 9)。

对于这些经济指标的回落,我们认为:首先,这些指标仍运行在正常的增长区间内。GDP、工业增加值、固定资产投资等只是由历史高位逐渐降至正常增长区间内,PMI 仍处于扩张、收缩线以上,利润增速仍处于近 10 年同期最高值。其次,受基期因素影响。2009 年大部分经济指标前低后高拉低了今年 2 季度的增速。第三,是宏观政策主动调控的结果。治理整顿地方政府融资平台、



调控房地产市场以及加大节能减排力度，无疑对经济增速、工业增加值、固定资产投资、进口等指标产生全面影响。控制高耗能行业新上项目、加大淘汰落后产能、实行差别电价等一系列措施尤其对高耗能的重工业增长起到明显的抑制作用。

图 2 PMI 指数图  
(2007.1-2010.6)

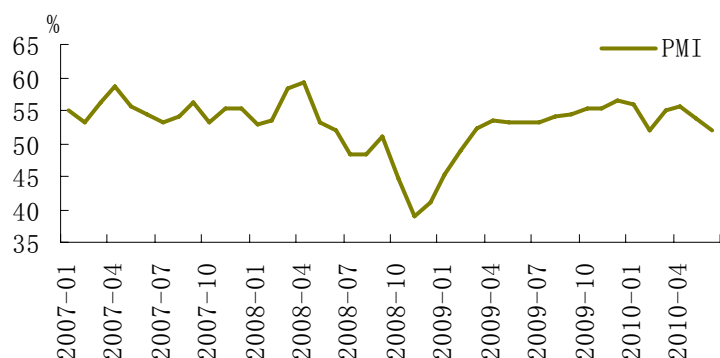


图 3 工业增加值增速图  
(2007.2-2010.6)

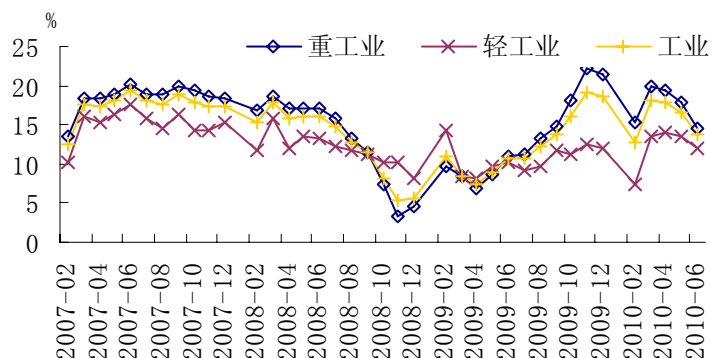


图 4 城镇固定资产投资累计同比增速图  
(2007.1-2010.6)



图 5 工业企业利润累计同比增速图  
(2007.1-2010.6)

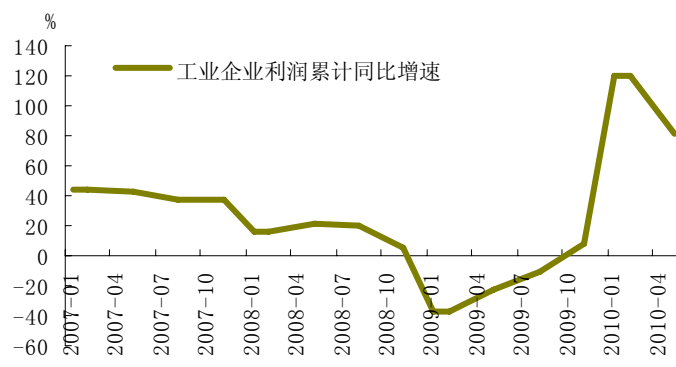
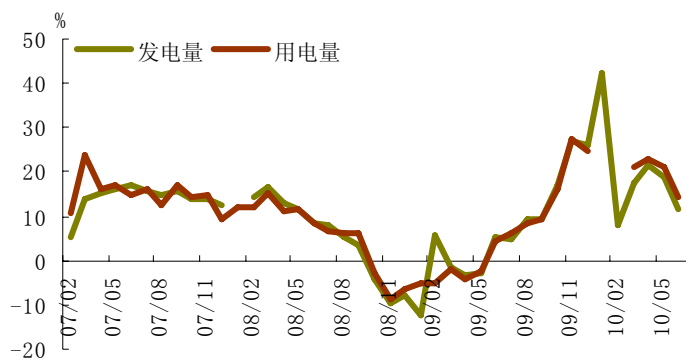
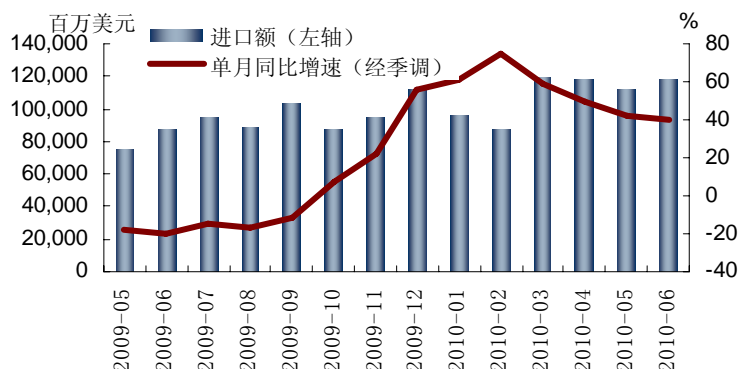


图 6 用电量、发电量同比增速图  
(2007. 2-2010. 6)图 7 进口额及同比增速图  
(2009. 5-2010. 6)图 8 汽车产销量图  
(2009. 1-2010. 6)图 9 沪深股指图  
(2008. 1-2010. 7)

## （二）经济结构持续改善，内生增长动力仍需进一步培育

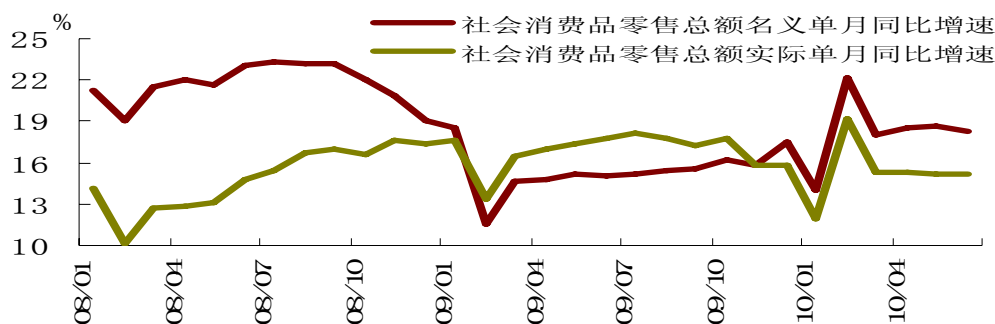
2010 年上半年，经济结构进一步优化。首先，第三产业对经济的贡献提升。上半年 GDP 中第三产业占 GDP 比重由上年同期的 41.3% 增至 42.6%，第二产业增加值占比由 50.1% 降至 49.7%；上半年第三产业投资增速 28.4%，分别高于第一、二产业投资增速 10.6 和 6.1 个百分点。其次，区域经济结构更趋均衡。上半年中、



西部固定资产投资增速平均高于东部地区 6-7 个百分点，中、西部工业增加值增速平均高于东部地区 2-3 个百分点。

但同时要看到的是，全球金融危机以来，政府拉动一直在经济回升过程中起着决定性的作用，经济增长的内生动力仍需进一步培育。首先，居民消费稳定增长的动力有所弱化。上半年，社会消费品零售总额同比增长 18.2%（见图 10），较上年同期和今年 1 季度分别加快 3.2 和 0.3 个百分点，扣除价格因素后，上半年消费实际增长约 15.5%，较上年同期下降约 1 个百分点，与今年 1 季度基本相当，尤其是随着以汽车、家电为代表的现有消费刺激政策作用逐渐消减，收入增速仍相对较慢对消费增长的制约效应将日益显现。其次，民间投资仍未回归更难超越正常增长区间。上半年非国有投资累计增长 28.6%，高于国有投资 7.1 个百分点，但仍低于 2007-08 年非国有投资 33%左右的平均增幅。再次，在进口增速有所放缓的同时，贸易顺差仍同比下降 42.7%，更较金融危机前的水平明显下降。

图 10 消费同比增速图  
(2008.1-2010.6)



### （三）全社会层面流动性总体回落，银行体系流动性趋紧

基础货币增长放缓和货币乘数下降共同导致全社会层面流动性回落。6月末M1、M2分别同比增长24.6%和18.5%，较年初高位大幅下降，较1季度末亦有所下降（见图13）。一方面，基础货币投放力度有所减弱。由于对国内经济下行的担忧加重，股市、房市低迷对投资者的吸引力减弱，人民币升值幅度低于预期以及欧债危机恶化后投资者的避险情绪上升，近两个月境外资金流入有所缓解甚至显露流出迹象，作为央行投放基础货币的主要途径新增外汇占款明显下降。2010年第2季度，外汇占款新增5350.2亿元，较此前三个季度均减少2000多亿元。其中，6月份在汇改重启的背景下新增规模不到1200 亿元，约相当于2006 - 2007 年平均水平的一半（见图11）。另一方面，信贷投放增速放缓抑制货币乘数扩张。上半年新增人民币贷款4.63万亿元，较去年同期少增2.74万亿元，贷款余额增速亦逐步降低（见图12）。上半年监管层窗口指导有效抑制了银行放贷的过快增长，但实体经济对资金的需求下降也客观存在，央行调查数据显示，2季度贷款需求指数66.9%，较1季度回落 2.2 个百分点。

银行层面来看，商业银行的流动性管理难度仍然较大。首先，货币市场利率总体上行，银行体系流动性有所趋紧<sup>2</sup>。受基

---

<sup>2</sup>详见我所 2010 年 7 月 2 日发布的研究信息《农民工问题日渐凸显 结构调整坚定不移——近期中国经济趋势变化及数据前瞻》。

础货币投放力度减弱、企业派生存款减少、负利率制约居民户存款增长、6月末存贷比考核等因素的影响，6月份，银行间市场流动性一度紧张<sup>3</sup>，SHIBOR利率、银行间同业拆借利率和银行间债券质押式回购利率分别由4月份的1.40%、1.34%和1.36%升至6月份的2.27%、2.31%和2.38%（见图14）。二是存款活期化和贷款中长期化趋势不改。年初以来人民币中长期贷款占贷款总额比重由57.7%小幅稳步增至59.8%，创近10年最高值；活期存款余额占存款总额比重由09年末的39.3%上升至41.8%，占比仍据07年以来最高峰位。

图 11 新增外汇占款图  
(2009.1-2010.6)

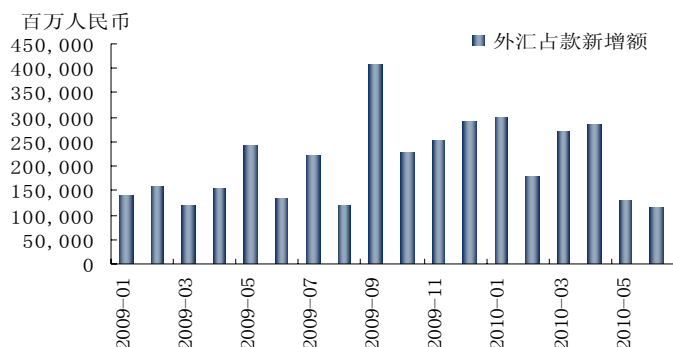


图 13 M1、M2 同比增速图  
(2008.1-2010.6)

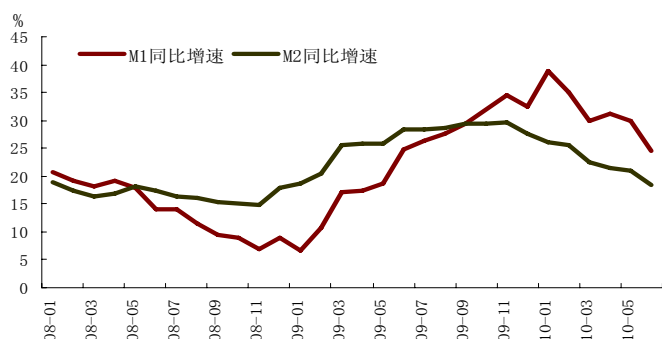


图 12 新增贷款及贷款余额增速图  
(2008.1-2010.6)

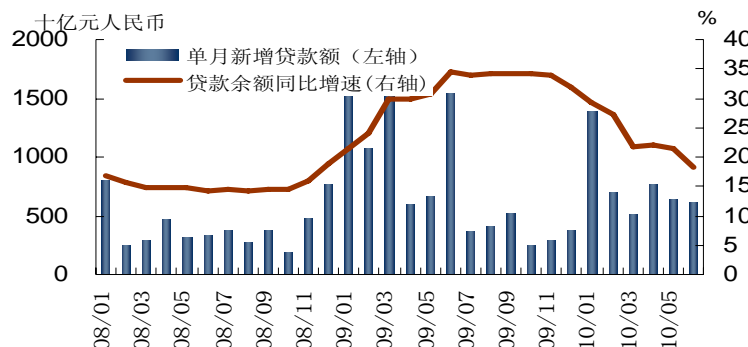
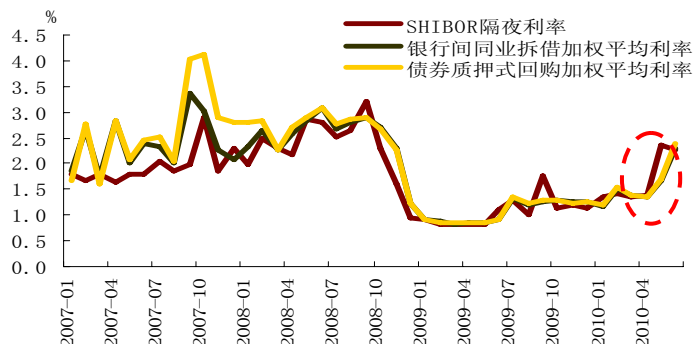


图 14 银行间市场利率图  
(2007.1-2010.6)



<sup>3</sup>鉴于流动性趋紧的状况，央行近两个月向市场持续净投放资金，总额近万亿元，7月份以来市场资金紧张的局面逐渐改善，货币市场利率亦明显回落。

#### （四）通胀压力有所缓和，仍需警惕潜在物价上涨因素

上半年，居民消费价格（CPI）同比上涨 2.6%，6 月份蔬菜、水果等食品价格大幅下降带动消费价格整体走低<sup>4</sup>，当月CPI同比涨幅较上月缩窄 0.2 个百分点至 2.9%（见图 15），环比下降 0.6%；上半年工业品出厂价格（PPI）同比上涨 6.0%，在国际大宗商品和国内钢材价格下跌的带动下，6 月份PPI见顶回落，当月同比上涨 6.4%，涨幅较上月回落 0.7 个百分点，当月环比下跌 0.3%。

预计下半年通胀压力将继续缓解，主要原因有：第一，下半年原油等国际大宗商品维持震荡格局，输入性通胀压力总体减缓；第二，经济增速回落趋势仍将延续，需求拉动性通胀压力减缓；第三，监管层对流动性的有效治理使得通货膨胀的货币因素大为削弱；第四，7 月份以后翘尾因素逐渐减弱（见图 16）将在一定程度上缓解 CPI 上涨压力。相比于 CPI，由于受国际大宗商品走势和重工业主导的经济增速放缓影响更为直接，PPI 价格上涨压力更小。值得强调的是，我们仍需警惕一些潜在的导致物价上涨的因素：第一，全国大部分地区暴雨、高温等灾害天气交替进行导致农产品价格上涨风险加大，如近期粮食、猪肉等价格上涨趋势明显；第二，货币的滞后效应尤其是对农产品价格的推动效应可能继续显现；第三，央行城镇储户问卷调查显示通胀预期仍在强化，2 季度城镇储户未来物价预期指数较上季上升 4.7 个百分点至 70.3%，处于近几年高位；第四，租房价格的总体升势可能

<sup>4</sup>6 月份鲜菜价格、鲜果价格环比分别下跌 14.6%和 5.1%，两项共带动CPI环比指数下降 0.5 个百分点。

推高 CPI 涨幅；第五，上调最低工资标准和资源税改革的推进可能在客观上加大成本推动性通胀压力。

图 15 CPI、PPI 同比增速图  
(2008.1-2010.6)

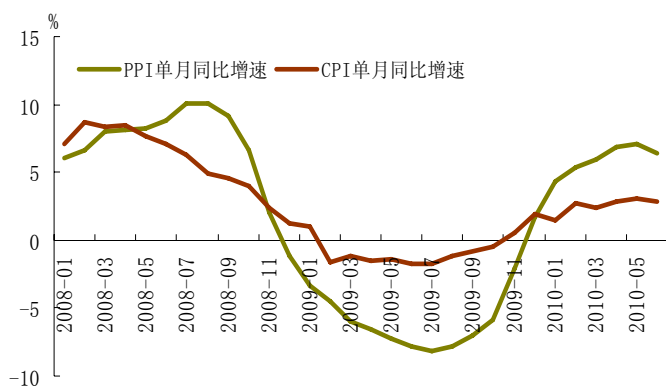
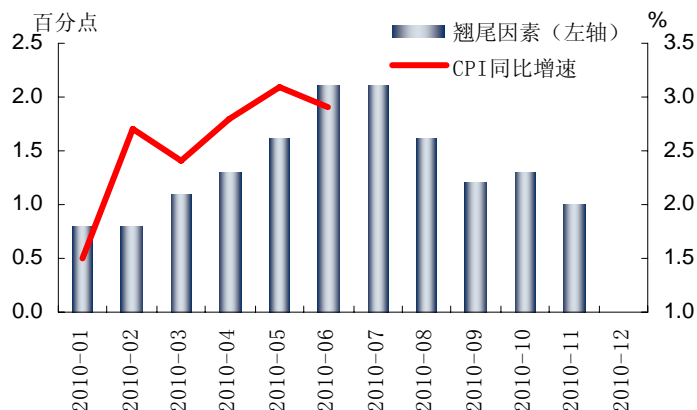


图 16 CPI 各月翘尾因素图  
(2010.1-2010.12)



综上所述，正如我们一再强调的，2 季度中国经济增速小幅回调既有基数因素，更是主动宏观调控和经济结构调整的必然结果，这与市场此前普遍担忧的“二次探底”有本质区别，更不存在所谓的“滞胀”，而是为中国经济如期展开新一轮的可持续增长周期奠定了良好的基础。只要在继续实施积极财政政策和适度宽松货币政策的大方向下，加大结构调整和深化改革的力度，切实加强对经济增长内生动力尤其是居民消费和民间投资动力的培育力度，中国经济可望顺利走过目前经济增长动力转换的过渡期，从而实现主要由政府拉动向市场驱动的成功对接。

## 二、旧有增长模式无法持续，市场倒逼结构调整加速

改革开放以来，我国经济发展取得了举世瞩目的成就，30 年



经济增长模式的大体特征为：通过低廉的劳动力成本保障劳动密集型出口产业强大的国际竞争力；地方政府考核体系推动投资的快速增长；依赖能源资源的大量消耗推动低附加值制造业的快速发展；房改以来房地产行业的繁荣日益成为中国经济发展的加速器。客观而言，原有经济增长模式的形成有其特定的历史原因，并在推动中国经济高速发展的过程中发挥了很大的作用。但随着国际经济环境的变化和经济发展阶段的变迁，2010 年的经济态势更充分表明了原有增长模式无法持续：

**（一）从国际环境看：后国际金融危机时期国际市场需求受到抑制，以往出口高增长模式难以为继**

上半年出口超预期增长主要源于发达国家再库存化以及国内出口商为了规避出口退税下调<sup>5</sup>而提前出口。下半年及更远的未来出口增长的压力较大。首先，全球金融危机尤其是欧债危机的影响将继续显现，特别是危机后时代世界经济发展格局面临深度调整，贸易保护主义泛滥可能成为常态；其次，预计汇改重启后相当时间内人民币对美元汇率将在双向波动中总体呈小幅升值的趋势<sup>6</sup>，例如，不到一个月的时间人民币对美元汇率已累计升值 0.7%（见图 17）；再次，出口退税政策优惠已开始全面调整；最后，

<sup>5</sup>财政部宣布，自 2010 年 7 月 15 日起，取消部分商品的出口退税。除部分钢材外，有色金属加工材、农药、医药、化工产品，塑料及制品、橡胶及制品、玻璃及制品的出口退税也将同时被取消。

<sup>6</sup>人民币汇改重启后，央行对汇率走向的干预将逐步减少，人民币汇率的走势将主要取决于市场供求双方微观力量的博弈，一方面在人民币升值预期下我国境内出口企业增加结汇量，另一方面，国际热钱流入我国的速度正在减缓，在双方力量的博弈下，人民币升值预期占据上风。预计下一阶段，人民币升值预期仍将成为决定人民币汇率走势的决定因素。



先行指数预示未来出口减速的可能性较大。PMI中的出口订单指数往往较出口环比增速（季调后）提前出现拐点（见图 18），而目前PMI出口订单指数在 3、4 月份达到峰值之后，5、6 月份开始快速回落。

图17 人民币对美元汇率走势图  
(2009. 11. 1-2010. 7. 12)

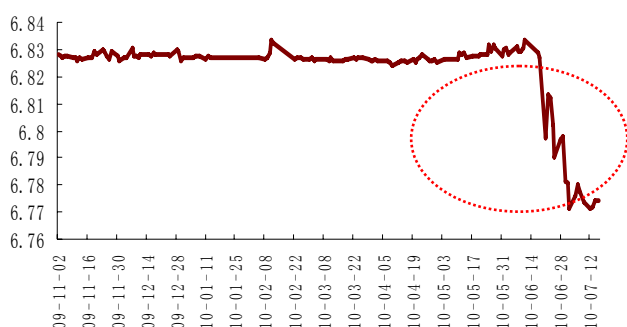
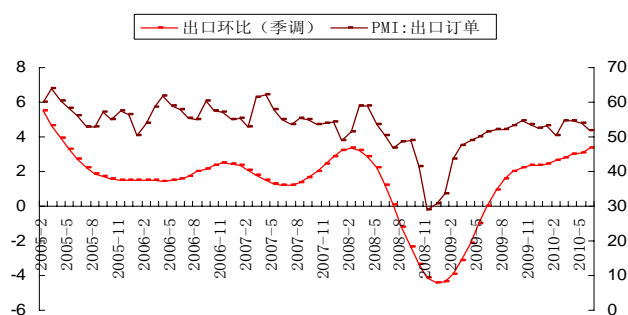


图 18 出口环比（季调后）和  
PMI 出口订单增速图  
(2005. 02-2010. 06)



## （二）从发展阶段看：“刘易斯”拐点<sup>7</sup>渐行渐近使得中国过低的劳动力成本难以维系

年初珠三角、长三角地区出现“民工荒”，随后又相继发生了本田员工“罢工”和富士康员工“12 连跳”事件。类似事件的频繁发生，反映出长久以来“劳动力无限供给”的状况正在出现转变的迹象，提高薪酬待遇已经成为农民工（或低水平劳动力）新的诉求<sup>8</sup>。造成这一现象的原因有以下几点：一是可转移的农村剩余劳动力总量逐渐降低。随着城镇化进程的推进，我国大量农村

<sup>7</sup>即劳动力过剩向短缺的转折点，是指在工业化过程中，随着农村富余劳动力向非农产业的逐步转移，农村富余劳动力逐渐减少，最终枯竭。由诺贝尔经济学奖得主刘易斯在人口流动模型中提出。

<sup>8</sup>详见我所 2010 年 7 月 2 日发布的研究信息《农民工问题日渐凸显 结构调整坚定不移——近期中国经济趋势变化及数据前瞻》。

劳动力已逐步转化为城镇劳动力，而人口增长率的较快下降（见图 19）亦减缓了农村劳动力的供给<sup>9</sup>，农村剩余劳动力总量逐渐收缩。二是农民工结构变化导致其就业理念转变，新生代农民工劳动诉求提高。现阶段的农民工大多生于八九十年代（见图 20 和图 21）。新老两代农民工的务工动机、观念意识、追求目标、承受能力和信息掌握程度等方面均存在较大差异（见表 1）。就业理念的转变导致在同等条件下，农民工劳动供给意愿降低，或者在同等劳动力供给水平下，农民工对工资水平等物质条件的要求有所提高。三是惠农政策的力度不断增强和城市生活成本的上升降低了农村劳动力进城务工的意愿。基于上述原因，长久以来我国劳资之间的博弈格局悄然改变，并带来两个结果：一是普通劳动力市场供不应求，表现为“民工荒”（见图 22）；二是劳动力市场实际工资水平上升，各级政府也陆续主动上调了最低工资标准<sup>10</sup>。

图19 人口出生率图  
(2000-2009)

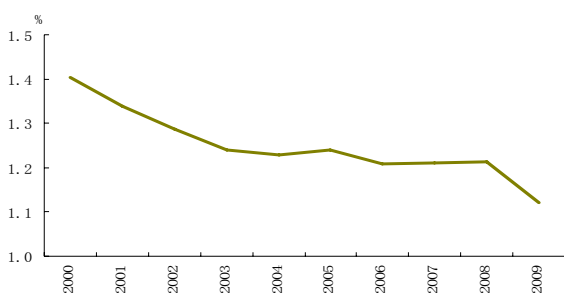
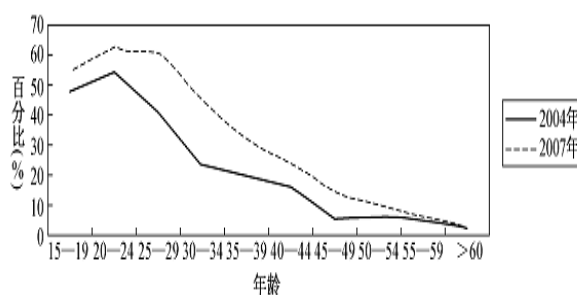


图20 男性劳动力在县外工作的比例



<sup>9</sup>国务院发展研究中心 2010 年 6 月 29 日发布的调查研究报告《‘十二五’及中长期我国农村劳动力转移趋势研究》提出，农村向城市转移的农民工主力是 15-34 岁人群，但这群人的数量已从 1995 年高峰期的 4.5 亿人，下降至目前的 4.1 亿人。

<sup>10</sup>2010 年以来，深圳、上海、广东、北京、山东、吉林、陕西、宁夏、湖北、福建等地相继将最低工资标准上调 15-30%。

图 21 女性劳动力在县外工作的比例

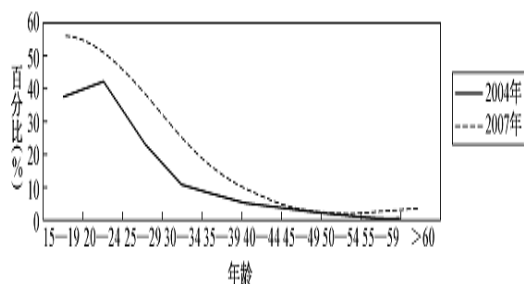


图 22 我国初中及以下学历劳动力供求比例

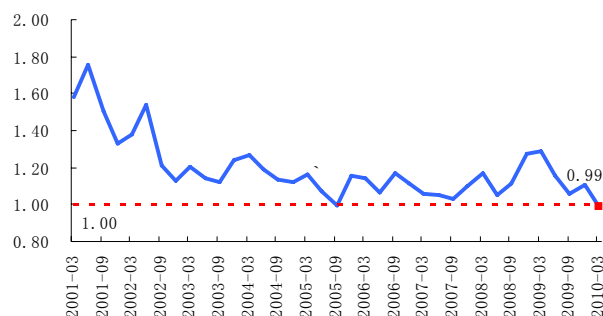


图 20、图 21 资料来源：张晓波等，中国经济到了刘易斯转折点了吗？——来自贫困地区的证据 浙江大学学报（人文社会科学版），2010 年 1 月。

表 1 新老两代农民工偏好差异

特征	老一辈农民工	新生代农民工
动机	养活全家+子女教育	改善自己+寻找机会
信息掌握	半文盲、无知、道听途说	中学毕业、互联网利用、传媒
观念意识	不平等、容忍差别、听话	讲公平、讲道理、讲法治
追求目标	收入+低廉生活	收入+基本健康+时尚+前途
承受能力	贫穷、艰苦、劳累、肮脏、枯燥	不太苦、不太累、不太脏、不枯燥

### （三）从债务风险看：地方政府融资平台债务负担较重，透支未来的投资模式将无法持续<sup>11</sup>

截至 2009 年末，全国共有超过 8000 家政府融资平台，贷款余额 7.38 万亿元，同比增长 70.4%，从平台公司贷款债务与地方政府财力对比看，总债务率<sup>12</sup>约为 97.8%。在地方政府融资平台项目中，只有大约 30%-40%<sup>13</sup>的贷款项目能够依靠自身现金流偿还债

<sup>11</sup>详见我所 2010 年 6 月 25 日发布的研究报告《短期风险可控 未来重在清源——从希腊债务危机看中国地方政府融资平台的风险、防范及商业银行策略》。

<sup>12</sup>债务率=平台公司贷款债务余额/政府当年可支配财力。

<sup>13</sup>据银监会估算，在地方政府贷款规模中约 30%-40%的贷款项目能够依靠自身现金流偿还贷款本息。

务本息，大部分债务还依赖于土地出让金以及地方政府财政安排。虽然根据我们的测算，短期内地方政府融资平台偿债风险可控，但长期来看，中国经济发展方式的转变、“人口红利”效应衰退<sup>14</sup>和城镇化进程的逐步放缓<sup>15</sup>将对中国经济现有外延式发展模式带来挑战。地方政府财政收入增速亦可能呈总体放缓势头，近年来土地出让收入高速增长的趋势难以维系，所以透支未来的投资模式和过重的债务负担将无法持续，这也是上半年中央政府开始系统对地方政府融资平台加以清理和规范的原因所在。

#### **（四）从泡沫风险看：中国经济增长的强大引擎房地产业可望理性回归，相关行业的产能过剩已开始经历阵痛**

2010 年 4 月份，决策层如期多管齐下地出台了针对部分城市房价过快上涨的调控政策，之后持续了一段时间的“量缩价滞”局面目前看开始松动：一方面，上半年全国商品房累计成交额同比增长 25.4%（见图 23），较 09 年全年和今年 1 季度分别下降 57.3 和 32.2 个百分点；但另一方面，5 月起房价同比增速回落，6 月环比负增长。5 月份 70 个大中城市房屋销售价格同比增速较 4 月下降 0.4 个百分点至 12.4%，6 月进一步降至 11.4%（见图 24）。6 月房屋销售价格环比下降 0.1%，为 09 年 2 月以来首次环比负增长。与此同时，2010 年 6 月，房地产开发投资、住宅开发投资、

<sup>14</sup>据社科院、北师大等机构预测，预计 2012-2013 年，我国劳动力人口总量将由峰值逐渐下降，衡量“人口红利”的重要指标——人口抚养比则将逐渐上升。虽然各方有不同的分析结论，但毋庸置疑的是，2015 年左右最迟到 2020 年，“人口红利”这种特殊的增长源泉对中国经济增长的贡献度将逐渐减弱。

<sup>15</sup>中国社科院 2010 年 4 月 14 日发布的《宏观经济蓝皮书》预测，中国高速城市化进程将在 2013 年左右结束，此后城市化进程逐步放缓。

商品房新开工项目增速单月增速分别较 5 月回落 5.6、8.8、47.1 个百分点（见图 25）。

图 23 全国商品房销售额累计同比增速图  
(2007. 1-2010. 6)

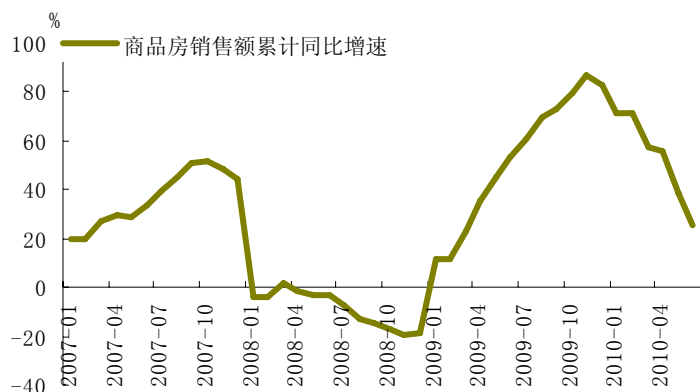


图 24 房屋销售价格图  
(2008. 1-2010. 6)

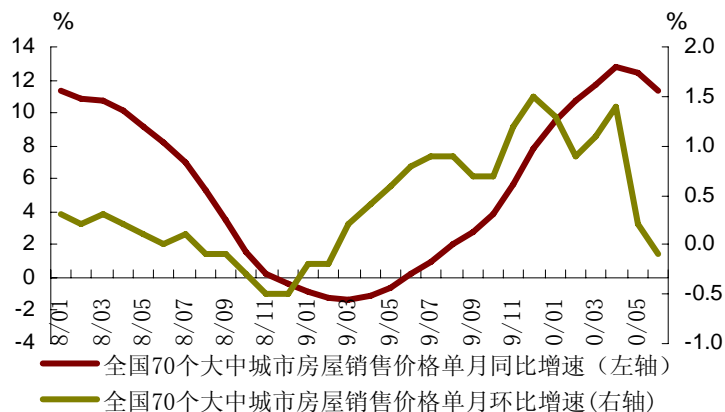


图 25 房地产开发投资、住宅开发投资和商品房新开工面积单月同比增速  
(2009. 1-2010. 6)

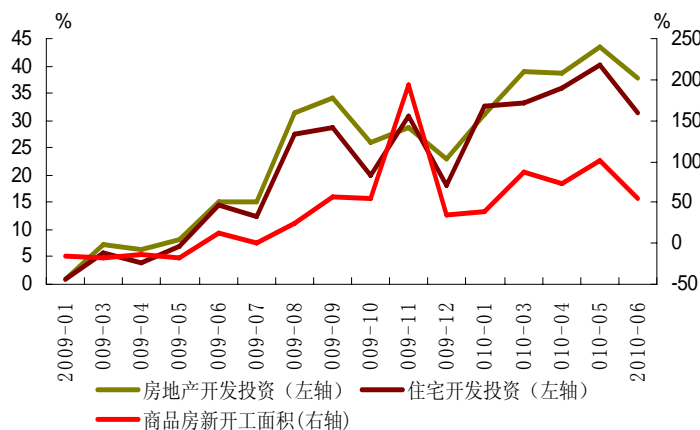
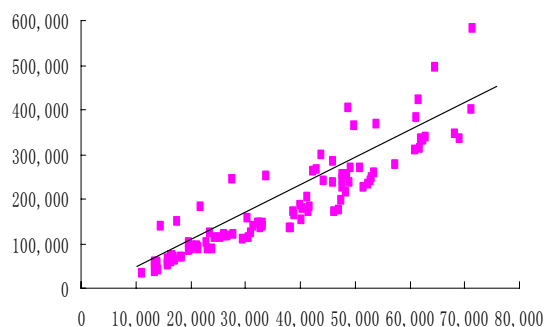


图 26 房地产单月开发投资额与单月钢材产量散点图  
(2001. 1-2010. 6)



历史数据表明房地产开发投资与钢材产量相关性很强（见图 26），房地产投资的降温，加之国际和国内需求等诸多因素的影响，

以钢铁业为代表的相关行业产能过剩<sup>16</sup>已进入阵痛期：钢材库存量迅速攀升（见图 27）；钢材价格呈现逐周下跌态势（见图 28），6 月末 CSPI（China steel price index）钢材综合价格指数 115.89 点，已是连续第九周环比下降，比 4 月峰值下跌 10.1 点；高成本和低钢价的双重挤压下，目前已有部分钢企开始限产停产<sup>17</sup>。为最大限度地减小阵痛，加大保障房和廉租房的投资力度以及加快相关企业的“走出去”步伐有望成为下半年重要的政策导向之一。

图 27 大中型企业钢材库存量  
(2002.1-2010.5)

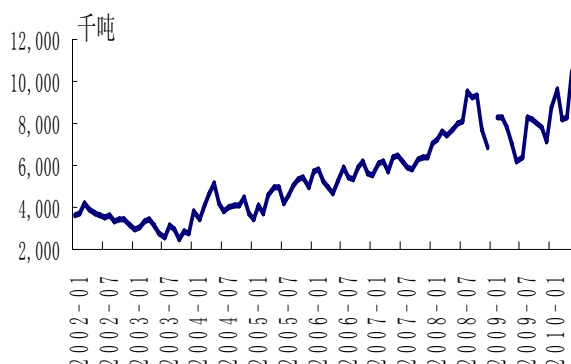
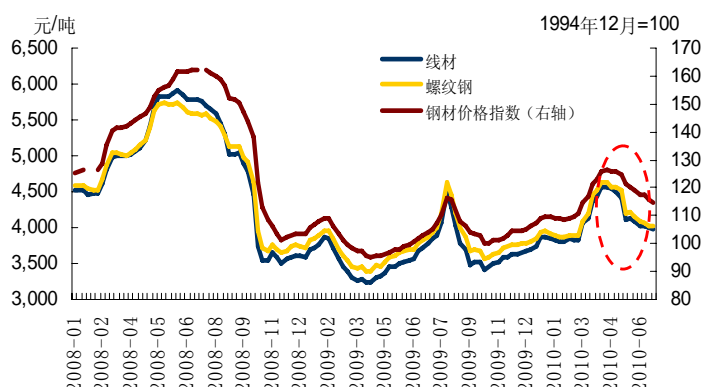


图28 国内钢材价格图  
(2008.1-2010.6)



**（五）从资源约束看：作为“十一五”规划节能减排目标的决战之年，资源环境的内外部压力增大**

从国际上看，中国在节能减排问题上面临的国际社会压力日

<sup>16</sup>详见我所 2010 年 4 月 22 日发布的研究报告《产能过剩与通胀压力并存的悖论——从产能过剩角度思考中国经济的深层次问题及对策》。

<sup>17</sup>济钢已经计划从 7 月 20 号起对螺纹钢生产线进行检修，为期一周，影响产量将达 3 万吨；日钢 2150 毫米的热轧钢生产线，将在 7 月 25 号到 8 月 10 号期间停产检修，影响产量达 15 万吨左右；宣钢计划从 7 月中旬起，对 2500 立方米高炉进行停产检修，为期 1 个月，影响产量约 20 万吨，而沙钢也从 7 月 10 号开始，对一条线材生产线进行检修，为期半个月，影响产量约 2 万吨。



益增大。中国政府向世界庄严承诺 2020 年单位GDP碳排放将比 2005 年大幅降低，随后，国务院常务会议提出 2020 年中国单位GDP二氧化碳排放比 2005 年下降 40% 至 45%，该减排承诺量相当于同期全球减排量的约四分之一，推进难度非常大。从国内来看，“十一五”规划提出GDP能耗累计下降 20%的目标，在前四年单位GDP能耗累计下降 14.38%的基础上，要完成“十一五”目标，年内仍需完成下降 6.5%的任务。2010 年一季度全国单位国内生产总值能耗不降反升，下半年节能任务尤其艰巨，“已经没有回旋余地了”<sup>18</sup>。

综上所述，目前中国经济“已进入只有调整经济结构才能持续发展的关键时刻”<sup>19</sup>，国内外形势的变化对中国的经济结构调整和体制改革形成巨大的压力和倒逼机制，其中最为突出的表现在收入分配体制<sup>20</sup>和投融资体制<sup>21</sup>亟待改善，即着力解决居民收入绝对水平不高、收入差距过大和民间投资门槛过高、机会不足的问题，这是中国经济顺利进入新一轮更可持续发展周期的重要保证。

### 三、对下半年宏观经济政策和宏观经济走势的展望

#### （一）对下半年宏观经济政策的预测

基于上文的分析，我们判断，下半年再次出台投资数量增长

<sup>18</sup>温家宝总理 2010 年 5 月 5 日在国务院节能减排工作电视电话会议上讲话。

<sup>19</sup>李克强在 2010 年 6 月 1 日出版的《求是》杂志发表的文章《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》。

<sup>20</sup>详见我所 2010 年 2 月 8 日发布的研究报告《经济结构主动调整正式启程 新一轮可持续增长周期即将展开——2009 年中国经济金融走势分析及 2010 年展望》。

<sup>21</sup>详见我所 2010 年 4 月 22 日发布的研究报告《产能过剩与通胀压力并存的悖论——从产能过剩角度思考中国经济的深层次问题及对策》。

上的大规模刺激政策的可能性较小，而将在继续管理好通胀预期的同时，重在处理好保持经济平稳较快发展和调整经济结构的平衡关系。一方面，视国外欧债危机等和国内需求等形势的变化，加强政策的灵活性和针对性，实现“稳增长”；另一方面，稳步加快推进“调结构”，并通过调结构来促进经济实现更好的增长。

首先，密切观察前期多重政策的效果以及国内外形势变化，防止政策叠加的负面影响，增强政策的针对性和灵活性，稳住经济发展的良好势头。下半年：加息的可能性很小；再次上调存款准备金率的可能性也有所降低；公开市场操作将更加灵活以保证银行体系适度充足的流动性；3 季度在对贷款投放节奏的控制上可能有所缓和，但全年的调控目标不变；人民币汇率弹性将进一步增强，人民币对美元将呈现小幅、缓慢升值的态势，但双向波动的特点会愈发明显。

其次，排除噪音干扰和各种阻力，坚持“调整经济结构和转变发展方式”的长期目标，着力通过结构调整激发新的经济增长动力。第一，继续深化收入分配体制改革，提高居民消费能力。2010 年下半年将研究实施个人所得税制度改革，降低工薪阶层的税收负担；预计《工资条例》将在年内出台，工资集体协商和支付保障制度、工资总额管理制度等将逐步推行；加快建立覆盖城乡居民的社会保障体系，新型农村社会养老保险试点范围将扩大到 23% 的县。同时，新的消费刺激政策可能出台。第二，进一步

切实降低民间投门槛，全方位鼓励民间投资和中小企业发展。预计年内各地对“新 36 条”的配套实施细则将出台；健全小企业信用担保体系，开展支持小企业融资的金融产品创新试点，研究制订促进小企业发展的政府采购政策；修订出台《贷款通则》，积极引导民间融资健康发展。第三，进一步打破行政分割，大力推动、落实区域发展战略，尤其是细化、落实以西部大开发、中部以点带面发展的重要战略。第四，推进从深层次解决地方政府融资平台债务问题。加快形成覆盖政府所有收支、完整统一、有机衔接的公共预算体系；推进预算公开透明，健全监督机制；研究建立地方政府财政风险防控机制。第五，房地产调控政策总体不会松动，下半年可望着力加大保障性住房供给，这是积极的财政政策内部加大结构调整的重要内涵之一。第六，深化资源性产品价格改革。资源税改革试点扩大至整个西部地区；推行居民用电阶梯价格制度，在有条件的地方实行居民用水阶梯价格制度。第七，推动外贸结构升级，鼓励企业对外投资设厂等“走出去”战略的实施。限制“两高一资”行业产品出口，加快加工贸易转型升级，重点扩大具有自主知识产权的机电、高新技术产品出口，大力发展服务贸易。

## （二）对2010年下半年中国宏观经济金融主要指标的预测

考虑到基数效应、主动调控和结构调整等因素，预计GDP增幅还将总体逐季回落，但即便考虑到全球经济二次探底风险的极

端情况，在政策空间的保障下，中国经济表现为增速大幅回落的“二次探底”可能性不大；短期内房地产投资增速的放缓、地方政府融资平台大规模投资的继续逐步退出以及外需放缓和国内节能减排压力将对投资增速带来下拉效应，但政府保障性住房建设和“新 36 条”的落实将对投资增速回落形成缓冲，预计投资增速仍将继续放缓，但大幅下跌的可能性较低；政府主动加大收入分配改革和相关的新消费政策将对消费的平稳较快增长形成支撑；下半年随着淘汰落后产能政策的延续、固定资产投资增速的放缓和出口的逐步回落，工业增加值将稳中有降；跨境资本流入压力可能进一步减缓和适度的信贷投放使得货币供应量增速将较去年有所降低。

表 2 2010 年中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2009 年 上半年	2009 年	2010 年 上半年	2010 年全年 (预测)
GDP 增速 (%)	7.1	8.7	11.1	9.5
城镇固定资产投资增速 (%)	33.6	30.5	25.5	24
社会消费品零售总额增速 (%)	15	15.5	18.2	18.5
出口增速 (%)	-21.8	-16	35.2	22
规模以上工业增加值增速 (%)	7	11	17.6	15
CPI 增速 (%)	-1.1	-0.7	2.6	3
PPI 增速 (%)	-5.9	-5.4	6.0	5.3
M2 增速 (%)	28.5	27.7	18.5	17
新增贷款 (万亿元人民币)	7.4	9.6	4.6	7.5

注：GDP、工业增加值为可比价格的实际增长率，其他为名义增长率。