

负责人：詹向阳 邹新

经济增长态势趋稳 结构调整思路渐晰

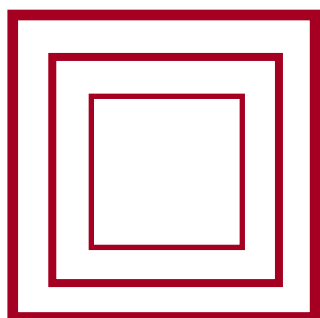
国内宏观经济研究团队：

邹新 赵幼力 李露 王小娥

——关于 2010 年 3 季度中国经济金融走势及展望
的若干重要问题

2010 年 11 月 1 日

中国经济



知音 知道 知胜

Readings Foresights Strategies

相关研究：

2010/10/25《以全球视野加强自我调控——从本次加息看全球经济不均衡复苏背景下中国调控主动性的突破》

2010/9/28《基于经济周期角度判断 2010 年下半年中国宏观经济走势》

2010/8/11《人民币国际化进程有所加快 商业银行跨境人民币业务前景广阔——解析近期人民币国际化新举措及商业银行跨境人民币业务的发展》

要点：

➤ 从近几个月各项指标的情况看，3 季度经济增长较 2 季度呈现出企稳的迹象，未来中国经济仍不乏增长动力。2011 年中国经济增长进一步加快的可能性不大，而有望呈现出经济增速较今年略微下降的软着陆态势。

➤ 未来几个月 CPI 将维持温和上涨的态势，大幅上涨和明显下降的可能性都较低。尽管目前通胀风险较前几个月有所加大，但如果后期通胀预期管理得当，且年内不发生严重影响价格水平的突发事件和异常情况，全年 CPI 仍有可能达到 3% 的调控目标。

➤ 9 月以来，房地产市场出现升温迹象，为巩固房地产市场调控成果，中央再次打出调控组合拳对房地产市场进行“二次调控”。新政将对投机投资需求构成明显制约，短期内房地产市场可能再次形成相对稳定局面，并为房地产市场有效供给的形成留出时间，从而实现抑制房价过快上涨的目标。

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。

要点（续）：

➤ “包容性增长”是中央对下一阶段中国经济发展目标的总体概括，它强调协调、普惠、科学的经济增长方式，亦是“十二五”规划所追求的经济增长方式。“十二五”规划建议并没有制定未来五年具体的 GDP 增长目标，而是将转型放在首位。这份规划建议意味着改革开放以来，中国社会经济发展将进入一个重大的转折期，从强调经济增长速度转向关注经济发展方式，从追求国民生产总值到增加国民收入水平。

➤ 面对日趋复杂的外部环境，人民币兑美元面临的升值压力可能会在相当长的时间内存在。未来，中国将继续以我为主，按照合理节奏，主动完善有管理的浮动汇率制度。预计短期内人民币兑美元汇率仍将会“在小幅波动中上涨”；长期来看，人民币兑美元汇率双向波动的特点将愈发明显，波动区间也将逐步扩大。值得一提的是人民币国际化是解决我国与人民币汇率相关问题的关键一环。

目录

| | |
|--|----|
| 一、如何看待前3季度经济增速逐季下滑的态势？当前以及明年中国经济走势如何？ | 1 |
| 二、当前通胀风险是否有所加大？今年后几个月CPI走势如何？ | 4 |
| 三、面临年内二次调控，房地产市场将何去何从？ | 7 |
| 四、“十二五”期间如何贯彻落实“经济发展方式转变”政策？ | 9 |
| 五、全球汇率争端频发，人民币汇率政策将如何调整？人民币汇率未来将呈现怎样的走势？ | 13 |

图表目录

| | |
|---------------------------|----|
| 图1 GDP同比增速图 | 2 |
| 图2 工业生产增速图 | 3 |
| 图3 PMI指数走势图 | 3 |
| 图4 CPI增速图 | 5 |
| 图5 外汇占款新增额走势图 | 6 |
| 图6 中国M1、M2 同比增速图 | 6 |
| 图7 房屋销售价格和商品房销售额走势图 | 8 |
| 图8 “十二五”结构调整基本思路图 | 12 |

2010年前3季度，中国经济保持了良好的增长态势。在一系列加大结构调整和加快转变发展方式政策措施的推动下，经济增速有所回落，但此前市场普遍担忧的二次探底风险日渐降低。同时，我们也应该看到，近段时间经济运行及宏观调控均出现了一些值得关注的新动向，诸如：全球汇率争端频发，国内通胀压力有所回升，房地产市场“二次调控”出台，十二五规划建议稿发布等。我们将这些新动向融入到以下五个问题中进行逐一厘清。

一、如何看待前 3 季度经济增速逐季下滑的态势？当前以及明年中国经济走势如何？

2010 年以来，中国经济基本延续了 09 年以来的良好增势，经济总量总体实现了较快增长。前 3 季度，国内生产总值（GDP）同比增长 10.6%，较上年同期加快 2.5 个百分点。分季度看，1-3 季度经济增速由 11.9%逐季下降至 9.6%（见图 1）。对于 2-3 季度经济增速的回落，我们认为，首先，经济增长仍运行在正常的区间内。其次，受基期因素影响。第三，是政府为提升经济增长质量、为下一轮增长打基础而主动调控的结果¹。

¹ 详见我所 2010 年 7 月 22 日发布的研究报告《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》。

图 1 GDP 同比增速图（2007.03-2010.09）



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。

从近几个月各项指标的情况看，3 季度经济增长较 2 季度呈现出企稳的迹象。首先，经济增速和工业生产增速下滑的幅度有所收窄。3 季度 GDP 增速较 2 季度下滑 0.7 个百分点，而 2 季度增速较 1 季度下滑了 1.6 个百分点。同时，3 季度规模以上工业增加值同比增长 13.5%（见图 2），增速较 2 季度回落 2.4 个百分点，而 2 季度规模以上工业增加值较 1 季度回落 3.7 个百分点。其次，相关指标运行趋于稳定。6-9 月份，工业生产增速由上半年的高位回归至 13%-14% 的稳定增长区间，而且增速有向近三年的平均增速收敛的迹象。同时，三大需求指标也呈现高位趋稳的态势。前 3 季度全社会固定资产投资的增幅为 24%，仅比上半年回落了 1 个百分点左右；社会消费品零售总额增幅基本在 18% 左右波动，且前 3 季度每个季度的波动幅度都在 1 个百分点以内；近 3 个月出口额在 1450 亿美元左右波动，基本处于历史最高水平。

第三，PMI 指数由 7 月份 51.2% 的阶段性低点连续两个月回升至 53.8%，显示企业家的预期较前几个月回升向好（见图 3）。

图 2 工业生产增速图（2008.02-2010.09）

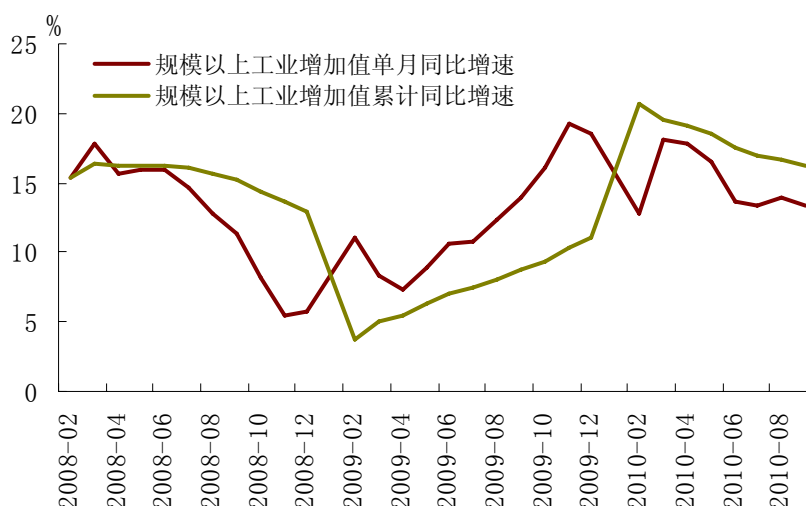
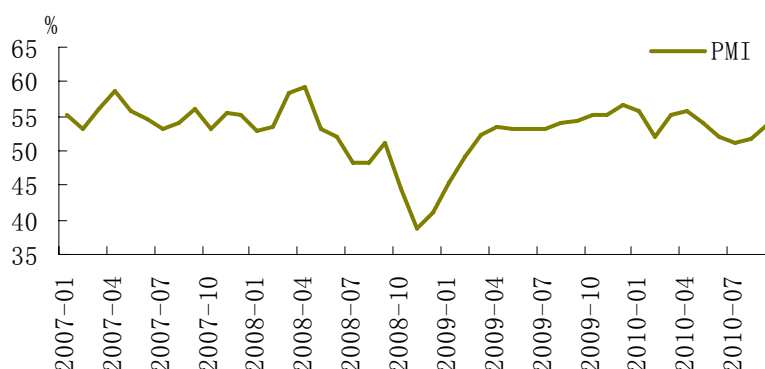


图 3 PMI 指数走势图（2007.01-2010.09）



对于下一阶段中国经济的走势，我们的实证研究表明，从较长的时期来看，中国经济正处于改革开放以来的第三个周期。本轮周期起始于 2003 年，从 2008 年开始进入经济增长的放缓阶段，预计未来两年经济增速都将总体处于收缩期。同时，本轮收缩期将不同于以往，经济增速的降低不仅是经济本身所处周期阶段的作用，更多的是政府为提升经济增长质量，为下一轮增长打基础

而主动调控的结果²。

同时也应看到，未来中国经济仍不乏增长动力。从发展阶段来讲，目前中国正处在工业化和城镇化加速上升的阶段，带动投资需求、消费需求持续旺盛，经济总量增长的空间较大。从政策角度来讲，前期一揽子经济刺激计划中已上马项目的后续投资，以及下一阶段将重点推进的西部大开发战略、区域经济发展规划等，都将有力带动投资的增长。从指标走势看，年初以来出口超预期恢复，贸易顺差较年初亦有所回升，为国内经济放缓提供了缓冲，而新开工和在建项目计划总投资增速仍处于较快增长区间（前 3 季度为 24.5% 和 26.2%），预示投资放缓的步伐可能比较平稳。

综合以上两方面的判断，我们认为，2011 年中国经济增长进一步加快的可能性不大，而有望呈现出经济增速较今年略微下降的软着陆态势。同时，随着结构调整政策的逐步落实和深化，中国经济结构可望进一步优化，经济增长的质量将不断提高。

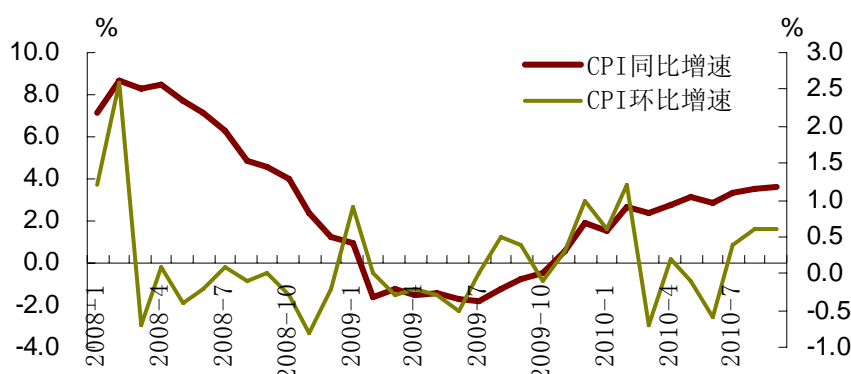
二、当前通胀风险是否有所加大？今年后几个月 CPI 走势如何？

2009 年末居民消费价格（CPI）同比由负转正以来，呈现增幅逐步扩大的态势，2010 年 9 月 CPI 同比上涨 3.6%，连续 3 个月

² 详见我所 2010 年 9 月 28 日发布的研究报告《基于经济周期角度判断 2010 年下半年中国宏观经济走势》。

超过 3% 的全年目标, 环比上涨 0.6%, 连续 3 个月出现环比上涨(见图 4)。9 月份推动 CPI 上涨的因素中, 新涨价因素的作用占到了 64%, 对 CPI 的推动作用超过了翘尾因素。而新涨价因素中, 食品价格和居住价格³的贡献高达 90%。

图 4 CPI 增速图 (2008.01-2010.09)



目前来看, 通胀风险不容忽视甚至较前几个月有所加大: 首先, 在汇改重启以来人民币对美元升值预期有所增强的背景下, 近几个月跨境资金流入的压力有所增大。6 月份汇改重启后, 7-9 月国内新增外汇占款连续 3 个月回升, 9 月份新增外汇占款达到 2895.6 亿元的近 8 个月新高(见图 5), 外汇占款激增直接导致基础货币的投放力度增大。9 月末广义货币量 (M2)、狭义货币量 (M1) 同比增速分别达到 18.96% 和 20.87% (见图 6), 处于较高的增长水平, 目前充裕的流动性将对下一阶段的价格走势带来较大的压力。第二, 9 月份以来美元贬值刺激了国际大宗商品价格大幅上涨, 在此背景下, 对原材料进口需求的旺盛增大了输入型

³作为 CPI 指数的八大分类指数之一, 居住类价格主要包括水、电及燃料价格, 租房价格, 建房及装修材料价格, 以及房屋贷款利率、物业管理费、维护修理费价格。

通胀压力。第三，前期部分地区气候灾害以及农产品市场的炒作现象导致农产品价格上涨风险加大。第四，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型通胀压力。第五，央行城镇储户问卷调查显示通胀预期仍在强化。

图 5 外汇占款新增额走势图（2009.01-2010.09）

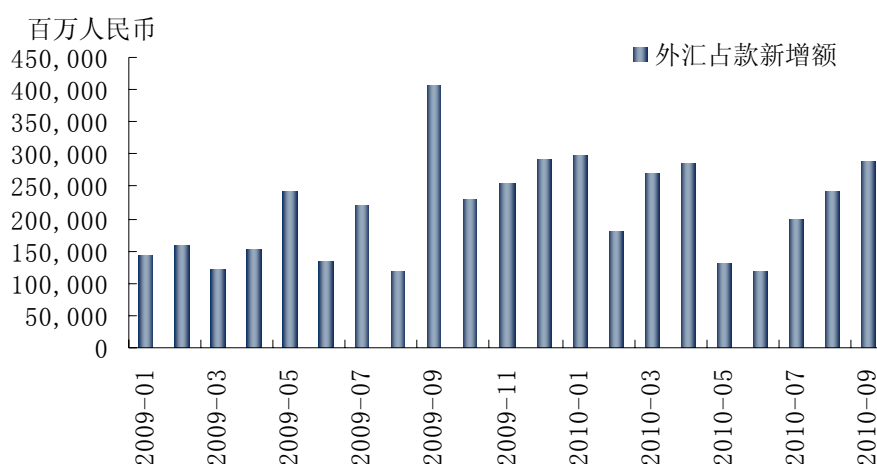
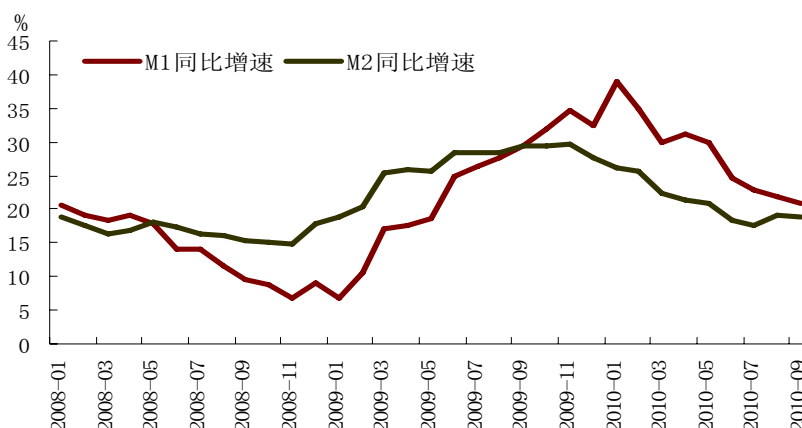


图 6 中国 M1、M2 同比增速图（2008.01-2010.09）



但也应看到，影响居民消费价格下行的因素也较多：第一，经济由年初的高位增长逐步企稳可望在一定程度上减缓需求拉动型通胀压力。第二，10 月 20 日央行 3 年来首次上调存贷款利率，通过利率手段综合作用于流动性、市场预期等影响物价水平的各

个因素，多渠道抑制价格上涨势头，可望有效缓解通胀风险。第三，今年秋粮再获丰收的可能性较大，粮食的增产为保证下一阶段粮价的稳定打下了坚实的基础。第四，随着房地产市场调控政策的延续，居住价格有望回落。第五，后几个月翘尾因素逐渐走低在一定程度上有助于缓解 CPI 上涨压力。

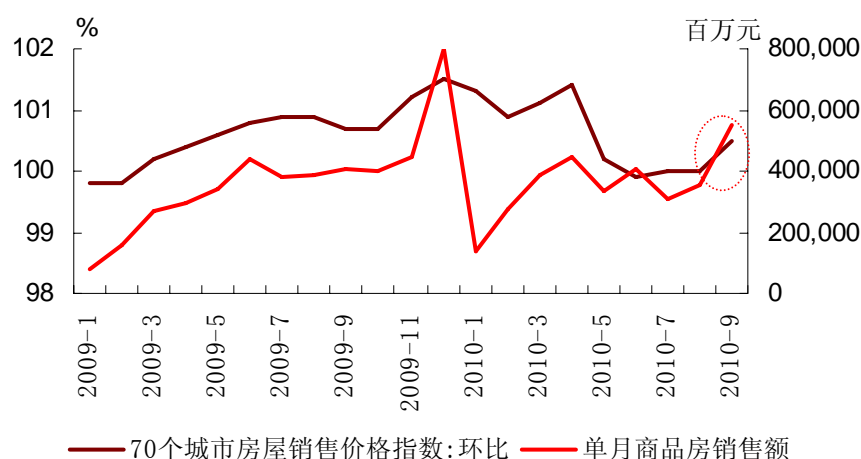
综上，今年后几个月的价格走势仍面临较大的不确定性。综合权衡以上因素，我们的总体判断是，未来几个月 CPI 将维持温和上涨的态势，大幅上涨和明显下降的可能性都较低。尽管存在价格上行的压力，如果后期通胀预期管理得当，且年内不发生严重影响价格水平的突发事件和异常情况，全年 CPI 仍有可能达到 3% 的调控目标。

三、面临年内二次调控，房地产市场将何去何从？

房地产问题关系国计民生，监管层非常重视保持房地产市场平稳健康发展。今年以来，国家在房地产调控方面出台了一系列政策措施，不仅包括价格方面的管理，也包括投资性需求的控制，更包括加大房地产供给力度等措施。从目前的房地产市场运行情况来看，这些政策措施应该说是取得了初步成效。2010 年 5-8 月，我国房屋销售价格环比指数停止逐月攀升出现小幅回落，商品房成交量也曾出现下降，出现下降的主要是投机性需求。但这种局面仅仅持续了 4 个月，2010 年 9 月以来，房地产市场出现升温迹

象，在商品房销售额回升的同时，房屋销售价格也恢复上涨。继 6 月份全国房价出现 16 个月以来首次环比下降，7、8 两月环比持平之后，9 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格环比上涨 0.5%。（见图 7）。

图 7 房屋销售价格和商品房销售额走势图
(2009.01-2010.09)



值此市场对政府房地产政策的坚定性持怀疑态度之际，为巩固房地产市场调控成果，中央部委在 9 月底再次打出调控组合拳对房地产市场进行“二次调控”，充分彰显了政府抑制房价的决心，也消除了市场的观望与怀疑。总体看，9 月底后出台的调控政策更多的是对“新国十条”的深化落实，主要政策包括：一是限购令在全国蔓延。继北京在 4 月份出台限购令后，10 月上海、深圳等十几个城市纷纷效仿北京出台限购令，如深圳规定本市居民拥有 2 套以上住房的禁止购买新房等。二是要求在全国范围内全面暂停发放第三套住房及以上贷款。三是房产税试点呼之欲出。

房产税的开征将增加住房持有成本，有利于抑制投机投资性需求，在“二次调控”中，有关部委要求加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。另外，10月20日央行也在时隔近3年后首度加息，加息的政策目标之一就包括通过提高信贷成本抑制房地产市场的不合理需求。

值得一提的是，2010年以来的这一轮房地产调控高度重视房地产的供给，一是加大对房地产囤地行为的惩罚力度，从而促使一些开发商加速进行房地产开发投资。二是为了解决低收入群体的住房问题，政府加大了保障性住房的建设力度，并投入了大笔资金。指标显示这些政策对于加快房地产供给的效果显著：一是房屋新开工面积前三季度同比增长63.1%。二是房地产投资保持较高增速，前三季度增长36.4%。所以，展望下一阶段，“二次调控”新政将对投机投资需求构成明显制约，短期内房地产市场可能再次形成相对稳定局面，并为房地产市场有效供给的形成留出时间，从而实现抑制房价过快上涨的目标。

四、“十二五”期间如何贯彻落实“经济发展方式转变”政策？

国家主席胡锦涛在2009年底的亚太经合组织（APEC）峰会上首次正式提出，要实现包容性增长，切实解决经济发展中出现的社会问题。“包容性增长”的概念非常丰富：首先，“包容性增长”是一种社会性增长，既包括经济增长，也包括政治、文化、

社会、生态等各个方面的增长，是互相协调的增长；其次，“包容性增长”更加关注民生，强调公平合理地分享经济增长；再次，“包容性增长”是对传统产业结构的扬弃升级。总而言之，“包容性增长”强调的是一种协调、普惠、科学的经济增长方式。我们认为，十二五规划所追求的经济 development 方式就是“包容性增长”。

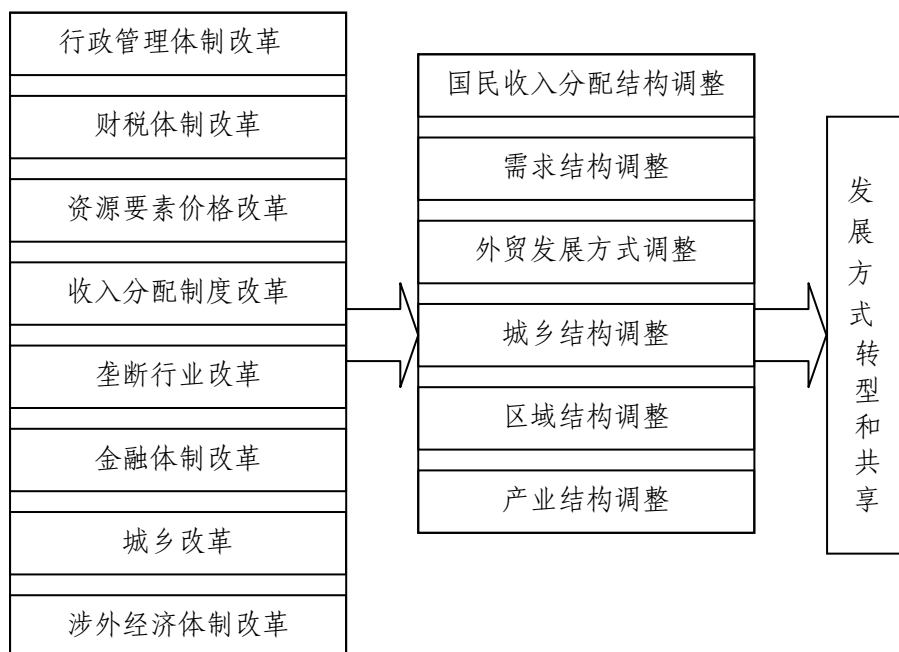
“十二五”规划建议并没有制定未来五年具体的 GDP 增长目标，而是将转型放在首位。其主要目标是：经济平稳较快发展，经济结构战略性调整取得重大进展，城乡居民收入普遍较快增加，社会建设明显加强，改革开放不断深化，使我国转变经济发展方式取得实质性进展，综合国力、国际竞争力、抵御风险能力显著提高。这份规划建议意味着改革开放以来，中国社会发展将进入一个重大的转折期，从强调经济增长速度转向关注经济发展方式，从追求国民生产总值到增加国民收入水平。

具体而言，“十二五”规划可能通过八大改革实现中国六大结构调整（见图8），实现发展方式转型。第一，收入分配结构调整。改革收入分配体制，目标是使收入分配向居民倾斜。改革内容主要包括以下方面：一是在初次分配中，建立工资正常增长机制，提高劳动报酬在初次分配中的比重。劳动和社会保障部起草的《工资条例》有望明年出台，工资增长挂钩企业增长、工资协商制度、同工同酬等切实保障劳动者利益的条款等将有望实现。二是提高社会保障和公共服务在二次分配中的比重。未来收入分配改革的

重点集中在财税改革、转移支付、垄断行业收入分配制度改革、社会保障等二次分配领域。**第二，需求结构调整。**需求结构调整主要是改变消费率偏低和经济增长主要依靠投资出口带动的状况。未来很长一段时间，提升消费都将是政策的重点。但同时也要看到，中国当前正处于工业化、城镇化阶段，加速城镇化、区域经济振兴、扶持新产业等均需要通过增量投资来进行，这决定了在一定阶段内投资尤其是符合国家产业政策方向的投资增长速度仍然会较快。**第三，贸易发展战略转变。**中国已成为世界第二大出口国，伴随着国际形势的变化，中国贸易战略也将发生三个方面的转变：首先，我国将从出口导向转向进出口均衡发展；其次，从主要面向发达市场转向更加注重新兴市场；再次，优化出口结构，促进深加工、高附加值产品出口。**第四，城乡结构调整。**2009年末我国城镇人口占比仅为46.6%，而目前世界上发达国家的城镇化水平都在80%左右。国务院副总理李克强今年多次指出，我国“最大的内需是城镇化，促进发展最大的潜力也在城镇化”，“十二五”将把加速城镇化作为扩大内需的一个重要突破口。**第五，区域结构调整。**“十二五”期间区域结构调整的目标将是充分协调各区域的比较优势，通过政策引导实现新的区域分工，最终实现区域经济协调发展。对于东部地区，其比较优势体现在资金、技术以及市场优势，这些使得战略性新兴产业和服务业更可能在东部地区发展；中西部具有相对较低的劳动力、土地、资源

成本等比较优势，其将更多的承接东部劳动密集型、资源密集型产业的转移。**第六，产业结构调整。**主要体现在三方面：一是发展战略性新兴产业，这将是“十二五”规划中的重中之重。发展战略性新兴产业关键是要掌握技术，提高自主创新能力，为经济的发展寻找新的增长动力；二是发展服务业。虽然近几年东部沿海地区开始出现民工荒，但不可否认的是我国就业压力仍然很大，发展服务业是解决失业的较好途径，同时也可以促进居民消费，扩大内需。三是加强对产能过剩行业的管理。加强产能过剩行业市场准入管理，引导鼓励地方推进兼并重组和淘汰落后产能工作。

图 8 “十二五”结构调整基本思路图



五、全球汇率争端频发，人民币汇率政策将如何调整？人民币汇率未来将呈现怎样的走势？

在后危机时期，全球汇率战争硝烟弥漫，而人民币正处在战场中央。从年初开始至今，已经有美国、欧盟、日本等发达国家（地区）和部分发展中国家表态敦促人民币升值，9月29日美国众议院投票通过《公平贸易货币改革法案》，旨在对所谓低估本币汇率的国家征收特别关税，尽管此法案短期内在参议院通过并获美国总统签署的可能性较低，但也意味着美国政府对华施压进入了行动的实际阶段，人民币兑美元面临的升值压力可能会在相当长的时间内存在。

面对日趋复杂的外部环境，我国一方面对全球利益博弈的趋势走向保持高度关注，另一方面将继续以稳健姿态应对外部压力，并积极参与多边交流与协商，以期缓解全球利益博弈导致的短期争端与摩擦。未来，中国将继续以我为主，按照合理节奏，主动完善有管理的浮动汇率制度：引导市场对人民币兑美元汇率形成正常预期，积极稳妥地逐步增加人民币汇率弹性，完善一篮子货币的汇率形成机制，引导市场从对人民币兑美元汇率转向对人民币有效汇率的关注。在上述汇率政策的影响下，预计短期内人民币兑美元汇率升值趋势不变，将会“在小幅波动中上涨”；长期来看，人民币兑美元汇率双向波动的特点将愈发明显，而且波动

区间将逐步变大。

值得一提的是，人民币国际化是解决我国与人民币汇率相关问题的关键一环。第一，通过人民币国际化能够实现我国出口商品和国际投资的本币定价，有利于缓解人民币升值的国际压力；第二，通过人民币国际化客观上减少对美元外汇储备的需求，有利于降低外汇储备价值波动的风险；第三，中国经济的快速增长，对外经济往来的迅速增加以及实体经济国际化程度的不断提高，客观上都需要一个更为国际化的货币。2010 年以来，我国人民币国际化步伐已经加快，取得了多项阶段性成果⁴：1. 产生了第一个在中国银行间外汇市场摆脱美元进行交易的新兴市场货币（马来西亚林吉特），卢布也将于近期在国内外汇市场正式挂牌。2. 不仅继续扩大跨境贸易人民币结算试点范围，而且继续签署双边本币互换协议，进一步拓展了人民币的“流出”渠道。3. 迈出人民币资金回流机制建设的关键一步。允许相关境外机构⁵进入银行间债券市场投资试点，以其开展央行货币合作、跨境贸易和投资人民币业务获得的人民币资金投资银行间债券市场。4. 人民银行与中银香港签订了修订后的《关于人民币业务的清算协议》，人民币在香港的功能由跨境贸易结算扩大至投资和储蓄功能，从而促进了香港作为人民币离岸中心的发展。

⁴ 详见我所 2010 年 8 月 11 日发布的研究报告《人民币国际化进程有所加快 商业银行跨境人民币业务前景广阔——解析近期人民币国际化新举措及商业银行跨境人民币业务的发展》。

⁵ 香港、澳门地区人民币业务清算行，跨境贸易人民币结算境外参加银行和境外中央银行或货币当局。