



## 上行下行力量正交织博弈 预调微调政策促趋稳回升 ——2012 年上半年宏观经济金融走势、政策分析及下半年展望

金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱 妮

李 露 杨 苒

联系人：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究：

2012/7/11 《对 2012 年第二次调息  
及我行经营所受影响的分析》

2012/6/26 《通胀指数为两年新低  
单月汇率创最大贬幅——2012 年6  
月国内金融动态月报》

2012/6/20 《从降息看下一阶段货  
币政策走势》

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：

- 2012 年上半年，国内经济形势非常严峻，特别是 4 月份以来主要宏观经济指标全面走弱，工业生产萎靡不振，物价上涨压力明显减缓，人民币对美元贬值明显，外汇占款呈现趋势性下降，货币政策腾挪空间加大。
- 5 月下旬以来，宏观调控政策已转向实质性宽松，货币政策密集使用价格和数量工具，“投资拉动”被再次祭出。
- 当前中国经济减速既有国内外环境变化和宏观政策主动调控导致短期需求萎缩的原因，也是发展进入转型期潜在增长率下降的一个必然结果。
- 下半年，一系列逆周期调控政策效果将逐步显现，经济将迎来一个上行波段。但由于政府对经济放缓容忍度已经提高，大力度、普惠性、激进的扩张政策不会出台，再加上受到潜在增长率下行的制约，经济反弹程度有限，全年经济增速可能也就维持在 8% 左右。

Upstream and downstream forces are intertwined game, pre-tune and fine-tune policy to promote stabilization of rebound-----  
Analysis and Outlook for China's Economy and Macro-economic Policy in the First Half of 2012:

### **Executive Summary**

In the first half of 2012, China's economic situation was extremely severe, especially since April. Main macroeconomic indicators have turned weaker, industrial production has stayed stagnant, with inflation pressure easing evidently. The RMB against the U.S. dollar has devaluated obviously, and the foreign exchange keeps a downward trend. All these allow more room for the next-stage monetary policy. Since late May, the macro-control policy has shifted to a virtual ease one, quantitative and price policy instruments have been used intensively, and the great driving effect of investment has been emphasized again. The current economic slowdown is not only the result of the stagnant short-term demand caused by environmental changes in and abroad and the initiative macro-policy adjustment, but also the inevitable result of the declining potential growth rate during the economical transition period. As a series of counter-cyclical macro-control policy gradually taking effect in the second half of 2012, China is expected to have a economic rebound. However, since Chinese government has a higher tolerance for the economic slowdown, it's impossible to put in place some stronger and broader expansionary measures. Given the restriction of the declining potential growth rate, the economic rebound is expected to be limited, and the annual economic growth rate may be only around 8%.



## 目 录

一、经济下行压力加大, 物价涨幅持续回落	1
(一) 宏观经济形势严峻, 三驾马车增长乏力	1
(二) 微观指标印证严峻, 企业经营状况不佳	2
(三) 物价总水平继续下滑, 政策空间进一步打开	3
(四) 房地产市场出现回暖迹象, 但不具备再掀价格高潮的条件	5
(五) 货币供给的内生性动力减弱, 社会流动性总体偏紧	5
二、当前中国经济减速是长期因素和短期因素交织导致的结果	7
三、下半年中国宏观政策调整预测和经济走势展望	8
(一) 宏观经济金融政策调整预测	8
(二) 宏观经济走势展望	9

## 图表目录

图1 GDP单季同比增速	2
图2 社会消费品零售总额累计同比增速	9
图3 进、出口同比增速	9
图4 固定资产投资和房地产投资累计同比增速	9
图5 发电量和工业用电量累计增速	9
图6 钢材和水泥产量累计增速	9
图7 CPI同比增速	9
图8 CPI翘尾因素	9
图9 商品房累计销售额和累计销售面积增速	9
图10 新增贷款及贷款余额增速图	9
图11 银行间市场月加权平均利率图	9





2012 年上半年，国内经济形势非常严峻，特别是 4 月份以来主要宏观经济指标全面走弱，工业生产萎靡不振，物价上涨压力明显减缓，人民币对美元贬值明显，外汇占款呈现趋势性下降，货币政策腾挪空间加大。5 月下旬以来，宏观调控政策已转向实质性宽松，货币政策密集使用价格和数量工具，“投资拉动”被再次祭出。当前中国经济减速既有国内外环境变化和宏观政策主动调控导致短期需求萎缩的原因，也是发展进入转型期潜在增长率下降的一个必然结果。下半年，一系列逆周期调控政策效果将逐步显现，经济将迎来一个上行波段。但由于政府对经济放缓容忍度已经提高，大力度、普惠性、激进的扩张政策不会出台，再加上受到潜在增长率下行的制约，经济反弹程度有限，全年经济增速可能也就维持在 8% 左右。

### 一、经济下行压力加大，物价涨幅持续回落

#### （一）宏观经济形势严峻，三驾马车增长乏力

2012 年上半年，在国内外环境变化导致我国短期需求萎缩和中国宏观政策加强主动调控的双重背景之下，中国经济增速出现明显放缓，经济形势非常严峻：一是经济增速显著放缓。上半年我国 GDP 同比增长 7.8%，其中二季度单季增长 7.6%，连续第 6 个季度下滑，创三年来同比增速新低（见图 1）。全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 10.5%，创 2010 年以来最低。二是拉动经济增长的“三驾马车”走势持续疲软。消费增速持续放缓，1-6 月，社会消费品零售总额累计增速 14.4%，为 2007 年 2 月以来次低水平（见图 2），6 月当月，社会消费品零售总额同比名义增长 13.7%，创 2007 年 2 月以来的最低水平。进出口仍处于低位运行。上半年，我国进出口总值比去年同期增长 8%，远低于近 5 年来 20% 以上的年度增速，其中，出口累计增速 9.2%，进口累计增速 6.7%。6 月进出口同比分别较上月下降 4 个和 6.4 个百分点，显示进出口内在增长动能仍然偏弱（见图 3）。投资呈现持续下行态势，今年上半年，固定资产投资累计同比增速 20.4%，远低于 2004 年至 2011 年累计同比增速均值 28.1%；其中全国房地产开发投资同比增长 16.6%，创 2010 年以来新低（见图 4）。

图1 GDP单季同比增速（2009.6-2012.6）

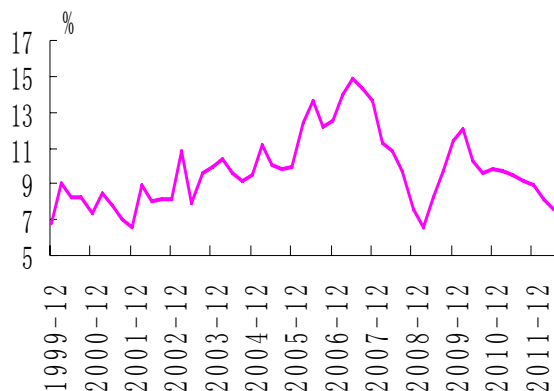


图2 社会消费品零售总额累计同比增速（2009.1-2012.6）

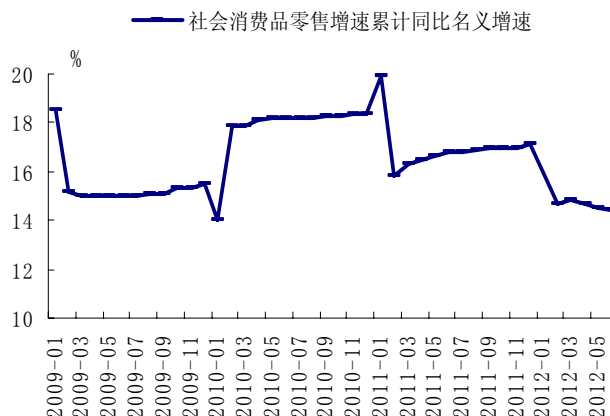


图3 进、出口同比增速（2009.1-2012.6）

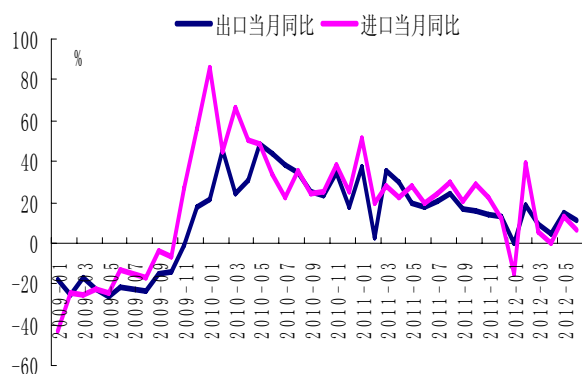
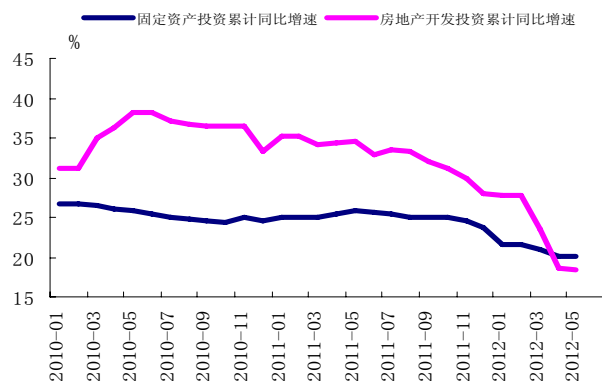


图4 固定资产和房地产投资累计同比增速（2010.1-2012.6）



## （二）微观指标印证严峻，企业经营状况不佳

由于宏观数据的干扰因素比较多，考虑到中国粗放型的增长模式，企业的一些微观指标往往更能直接反映出中国经济的冷暖。一是工业企业生产速度放缓。今年以来，我国发电量、钢材产量和水泥产量等指标的累计同比增速总体均持续在个位数水平，与去年相比下滑明显（见图5、图6）。工业能源消耗速度放慢，铁矿石积压现象突出：工业用电量累计增速自2月份以来持续位于10%以下；截至7月6日，全国30个主要港口铁矿石库存总量为9776万吨，创下十四周以来的新高，较去年同期大幅增加。二是企业经营效益快速恶化。2012年以来，全国规模以上工业企业利润一直呈负增长，前5个月规模以上工业企业实现利润同比下降2.4%，5月当月实现利润同比下降5.3%。从数据看，



当前企业经营形势应该是 2002 年以来仅次于 2009 年一季度的最困难时期，在我们的调研中，相当部分企业甚至认为当前经营形势比 2009 年初更为困难。三是产能过剩行业增多。目前，我国的产能过剩现象已从钢铁、电解铝、水泥和汽车四个行业扩展到焦炭、铁合金、纺织、化纤等十几个行业，不仅在传统行业中，部分战略性新兴产业的产能结构性过剩问题也开始凸显，如碳纤维、风电、多晶硅、锂电池、光伏等行业都已严重过剩。目前就业形势总体平稳，但经济增速的下行对就业影响的苗头已经出现，在广州、苏州等经济对外依存度较高地区，上半年新增就业人数和用工需求较去年已经出现了下降。

图5 发电量和工业用电量累计增速（2011.2-2012.5）

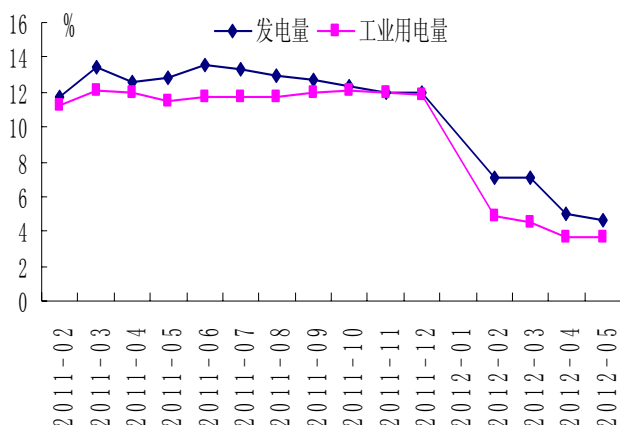
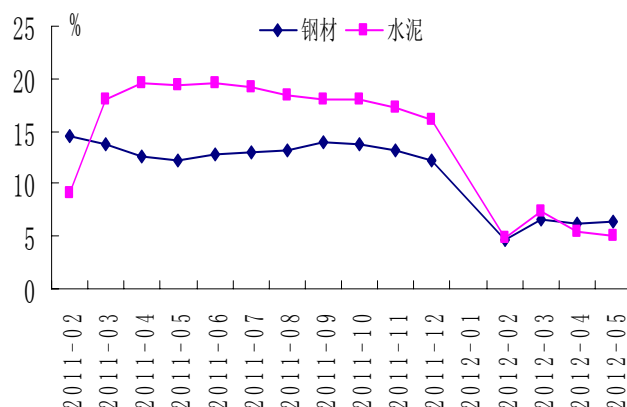


图6 钢材和水泥产量累计增速（2011.2-2012.5）



### （三）物价总水平继续下滑，政策空间进一步打开

6 月份我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.2%，较上月大幅下降 0.8 个百分点，这是自 2010 年 7 月以来 CPI 增速首次回落至 3% 以下，创 2010 年 2 月以来新低（见图 7）。伴随 6 月 CPI 同比增速的大幅回落，上半年 CPI 仅比去年同期上涨 3.3%，较一季度下降 0.5 个百分点。6 月 CPI 大幅下行源于翘尾因素与新涨价因素的同时下降：当月新涨价因素为 0.8 个百分点，较上月下降 0.5 个百分点；翘尾因素为 1.4 个百分点，较上月下降 0.3 个百分点。在新涨价因素中，食品价格下降是 CPI 回落的主要原因，当月食品价格同比涨幅回落至 3.8%，创两年半以来新低，其中猪肉和鲜菜价格回落尤为明显。从更能反映短期通胀走势的 CPI 环比数据来看，自今年 4 月份开始，CPI 环比涨幅一直维

持在负区间且逐月下降，6 月CPI环比负增长 0.6%，为 2010 年 4 月以来最低<sup>1</sup>，通胀压力明显减弱。

6 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.1%，创近 30 个月以来新低，其中，权重最高的生产资料出厂价格在大宗商品价格回落的带动下同比下降 2.9%，是 PPI 同比涨幅下滑的主要因素。自今年 3 月开始，PPI 同比增速已经连续四个月呈负增长。当月 PPI 环比负增长 0.7%，环比涨幅连续第三个月下滑。PPI 同比和环比数据双双持续下降，既与近期大宗商品价格回落有关，也反映了经济下行过程中实体经济生产性需求疲软。

展望未来通胀走势，CPI 将进一步回落。首先，当前 PPI 涨幅的回落使上游价格对未来 CPI 传导的压力有所减轻。其次，未来的翘尾因素将逐月下降（见图 8）。再次，新涨价因素中的食品价格是决定 CPI 走势的最主要因素，其中猪肉和粮食价格又是决定食品价格的主因。目前生猪和母猪存栏充足，猪肉价格不具备大幅回升的条件。今年全国夏粮总产量达到 12995 万吨，超过 1997 年 12768 万吨的历史最好水平，实现“九连丰”，粮食价格也不具备大涨的基础。最后，受外需不振和企业去库存影响，非食品中的消费品价格还将继续回落，服务价格在劳动力成本上升的推动下将继续上涨，但涨幅会因总需求疲弱而受到限制。综合来看，三季度物价将继续下行，四季度或有小幅回升，回升的高度取决于稳增长系列政策实施的效果，全年 CPI 增速将控制在 3%左右。

图7 CPI同比增速（2009.1-2012.6）

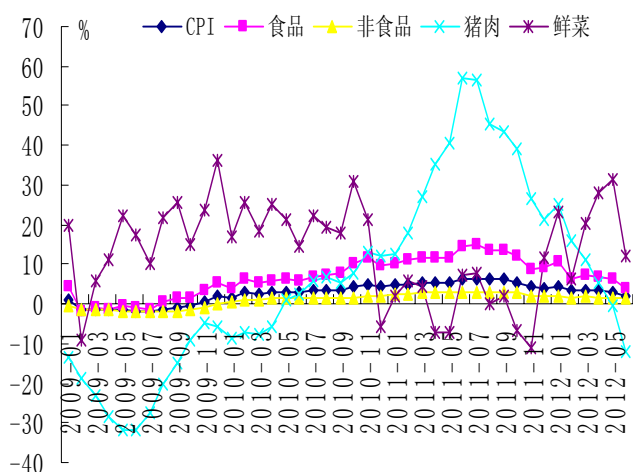
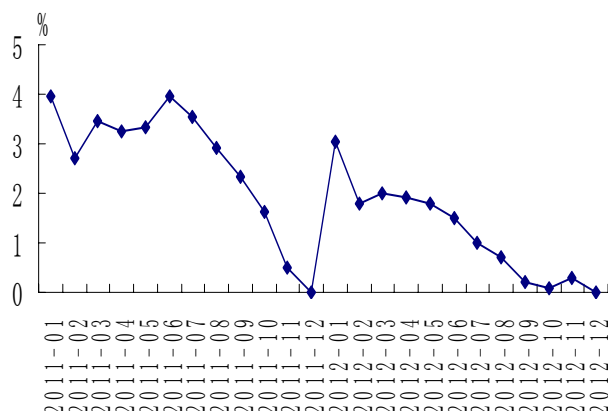


图8 CPI翘尾因素（2011.1-2012.12）



<sup>1</sup> 2010 年 6 月CPI环比增长也为-0.6%。

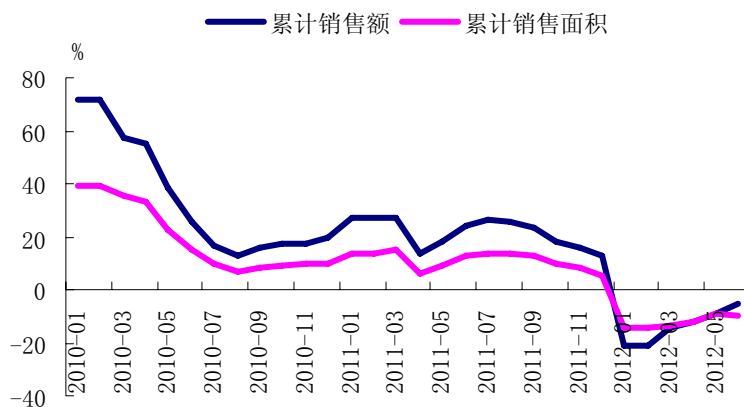




#### （四）房地产市场出现回暖迹象，但不具备再掀价格高潮的条件

今年以来，中国房地产调控政策的力度并未减弱。但在降准、降息以及鼓励刚需入市等多重因素影响下，二季度房地产市场呈现量价齐升的回暖迹象。1-6 月，全国商品房销售面积、销售额降幅分别较 1-2 月减少 3.99、15.7 个百分点，显示出跌幅减少、价格企稳的迹象（见图 9）。6 月，据中国指数研究院数据，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格以 0.05% 的环比涨幅结束了连续 9 个月环比下跌态势。100 个城市中有 45 个环比上涨，创去年 10 月以来上涨城市个数新高；而环比下跌城市较 5 月减少 18 个。

图 9 商品房累计销售额和累计销售面积增速（2010.1-2012.6）



对此，中央政府再三重申，坚持抑制投机投资性购房，房地产市场调控的决心和力度不会改变。由于防止房价过快上涨的政策目标已经超越了经济意义，房地产调控政策不会显著放松。我们认为，短期来看，回暖中的楼市并不具备再次掀起价格高潮的条件。从政策面分析，房地产调控基调不改，投资、投机性需求仍被挡在市场之外，自住性的需求可以支撑短期内的市场反弹，却很难引发全局性的价格暴涨；从资金面分析，开发企业的库存仍然处于历史高位，去库存、回笼资金依旧是企业面临的主要挑战；从市场面分析，购房者对于房地产调控的期待依旧很高，对继续降价仍有期待，观望的情绪并没有彻底扭转。从先行指标来看，6 月份中国非制造业商务活动指数为 56.7%，其中房地产业商务活动指数达到 58.2%，创出 19 个月以来新高，同时房地产业的新订单指数结束近一年半的下降趋势，回升至 55.7%。

#### （五）货币供给的内生性动力减弱，社会流动性总体偏紧

2012 年以来，货币条件总体偏紧。从基础货币来看，作为多年来基础货币投放主渠道的外汇占款出现收缩。人民币对美元汇率一改单边升值预期，出现持续走贬态势。截至 6 月末，在岸即期市场汇率（CNY）收于 6.3249，较年初贬值 0.38%，海外无本金交割远期市场汇率（NDF）一年期合约报收 6.4130，呈现出较强的人民币贬值预期。随着市场主体结汇意愿的走低，央行被动投放基础货币的压力减小，新增外汇占款呈现趋势性下降。1-5 月，外汇占款月均增长仅 507 亿元，远低于 2006 年至 2011 年以来 2500 亿元以上的月度平均水平，其中 5 月仅新增外汇占款 234.31 亿元。从决定货币乘数的信贷来看，上半年，金融机构人民币贷款尽管总量相对平稳，新增 48550.5 亿元，同比多增 13238.5 亿元（见图 10）。但贷款增长的均衡性明显下滑，信贷投放节奏体现为月初投放不足、月末冲高时点的现象，且信贷结构呈现短期贷款和票据融资占比大幅提高；中长期贷款增速下滑、新增占比下降的变化，反映出实体经济有效需求不足，中长期投资意愿下降。上半年，新增短期贷款与票据融资占新增贷款比重 65.7%，创六年多来新高；新增中长期贷款占新增贷款比重由 2009~2011 年的 40.8%、93.3%和 64.5%下降为 30.7%，为近十年来最低。信贷需求减缓以及信贷结构变化的主要原因在于，今年以来由于产成品库存和应收款增长较快，新增的短期贷款主要用于资金周转以维持企业运营而不是用于扩大生产。授信审批通过后企业推迟提款计划，或者贷款到期后不再续贷的现象已经出现。

上述两方面因素对全社会流动性供给形成较大制约，主要表现为：第一，货币供应量增速持续处于低位。今年上半年月 M1、M2 同比增速持续处于历史低位（6 月分别为 4.7%、13.6%），远低于 1997 年 3 月公布 M2、M1 以来二者的月度平均增速（分别为 17.2%、16.2%）。第二，银行间市场资金仍然偏紧。6 月末，银行间同业拆借月加权平均利率为 2.72%，较上月上涨 0.53 个百分点；质押式回购月加权平均利率为 2.81%，较上月上涨 0.58 个百分点（见图 11）。6 月份受存款准备金例行缴款和年中存贷比考核等因素的影响，资金面短期收紧，6 月 21 日银行间同业拆借 7 天加权利率一度高达 4.41%，6 月最后两周央行重启逆回购操作以缓解资金市场流动性。第三，存款流失现象严重。上半年，金融机构人民币存款较前年同比少增 2645 亿元，且在 1 月份、4 月份同比出现大幅负增长。



图10 新增贷款及贷款余额增速图（2009.1-2012.6）

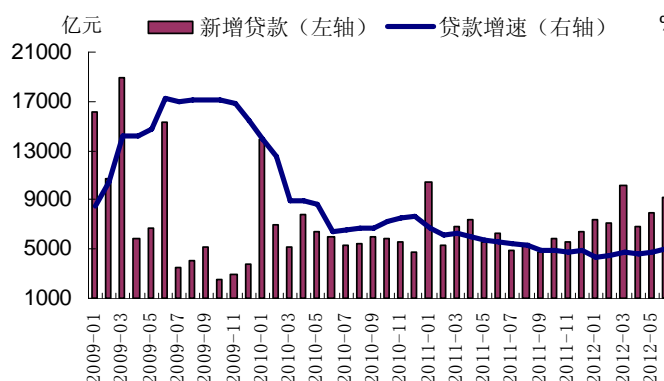
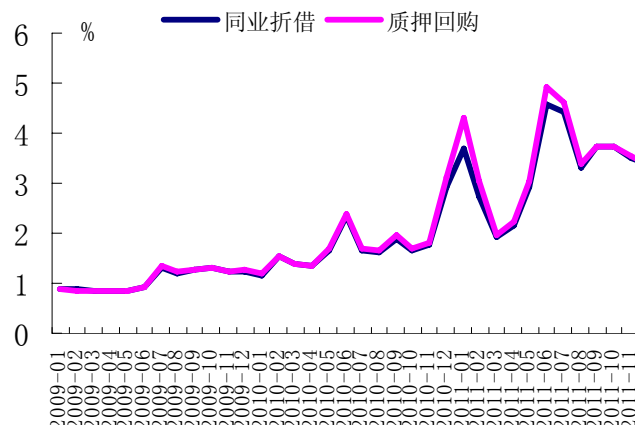


图11 银行间市场月加权平均利率图（2009.1-2012.6）



针对经济下行压力的加大，5 月下旬以来，宏观调控政策已转向实质性宽松，5 月进行了年内第二次存准率下调、6 月和 7 月在不到一个月的时间内，连续两次下调存贷款基准利率。积极财政政策再度发力，加快重大项目审批与实施进度，全面启动新一轮节能家电财政补贴政策，发布一系列产业定向减税政策。总体来看，虽然物价下行为宏观调控进一步放松提供了空间，但房价走势却成为宏观调控不得不考虑的制约因素。在人民币升值预期反转和外部资金流入趋势性下降的背景下，货币政策的腾挪空间加大。

## 二、当前中国经济减速是长期因素和短期因素交织导致的结果

关于当前中国经济减速的性质，我们认为它既是国内外环境变化和宏观政策主动调控导致短期需求萎缩的结果，也是经济发展进入转型期潜在增长曲线下移的客观反应。

从长期因素来看，经过 30 多年持续两位数的高速发展后，中国经济的潜在增长速度呈放缓趋势：一是我国加入 WTO 带来的全球化红利日渐衰退；二是农村富余青壮年劳动力越来越少，农村剩余劳动力向城市的转移速度也将放缓，人口的老龄化趋势使得劳动力人口占比呈下降态势，人口红利逐渐衰退；三是中国经济悄然走进“高成本时代”，土地、劳动力等生产要素成本全面上升，环境保护和节能减排成本增加，知识产权保护和物流成本等交易成本居高不下。中国现有发展模式是建立在低成本竞争优势基础之上的高投入与高产出，随着低成本竞争优势逐渐减少，资源约束加重，能源供需矛盾突出，节能减排压力加大，劳动力供应出现刘易斯拐点，无论是土地、资源还是环境的高投入都难以为继，这些都使得依托在低成本竞争优势上的现有发展模式难以为继。大量中小企业面临生存压力，许多高消耗、高排放行业面临转型升级压力，出口行业和产品面临

国际竞争压力，受制于潜在增长率下降的影响，未来经济增速减缓将是一个大趋势，今后几年我国经济增速可能将较前期下一个较大台阶，从前几年 9%-10% 的平均增速下降至 8% 左右。

从短期来看，影响经济运行的三驾马车中，消费增长总体平稳，出口和投资受短期因素的影响较大。从出口来看，如前所述，整个海外经济体的经济增长动力仍然偏弱，海外需求疲软，国内出口增速受到抑制。从投资来看，首先，工业企业利润下滑抑制企业自主投资意愿。一方面，工业企业利润额的下滑导致企业投资能力显著弱化；另一方面，工业利润增速下滑又导致企业对未来的悲观预期，使投资行为趋向于谨慎。今年以来，民间投资增速回落幅度（5 月比 1 月回落 4.15 个百分点）要远大于全部固定资产投资的回落幅度（5 月比 1 月回落 0.46 个百分点），说明最能代表市场变化的、民间自发的投资动力不足。其次，房地产调控不仅导致房地产投资下滑，也通过“土地财政”机制弱化了地方政府的基础设施投资能力。一是土地出让金是地方政府投资性支出的重要来源，但是 2012 年上半年一线城市土地出让金下滑幅度超过 50%，二线城市平均下滑幅度在 30% 以上，对地方政府的投资资金来源构成直接冲击。二是在地方政府投资性项目，特别是地方融资平台贷款项目中，土地发挥资本金和资产抵押物的功能，因此，土地均价的下滑不仅使得地方项目的资本金来源严重缩水，而且也弱化了土地资产的抵押功能，使地方政府通过土地机制获取银行信贷资金的渠道受到影响。再次，部分行业存在产能过剩现象，实际产成品库存增速处在较高水平，未来仍然面临较大的去库存压力，这些都将抑制企业投资需求。

### 三、下半年中国宏观政策调整预测和经济走势展望

#### （一）宏观经济金融政策调整预测

预计 6 月后将出台更多“促增长”的宏观政策。从财政政策来看，考虑到中国的发展阶段和城市化水平，在相当长时期内，投资还是我国经济保持稳定增长的主要保证，“投资拉动”将被再次祭出，并继续体现本轮“促投资”的政策特点：一是在前期规划的框架内展开。在保持原有在建项目连续性的基础上，提前落实“十二五”规划中一批重大、事关全局的项目。二是兼顾结构调整的长期目标。扩大投资的领域将主要集中于解决经济转型的需要，比如节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等



领域。三是更加注重鼓励民间投资。陆续出台民间投资“新 36 条”实施细则，加快金融、铁路、市政、能源、电信、教育、医疗等领域对民间资本的开放程度，为民营经济和民间资本创造投资新机会。四是政府可能选择性地放松地方融资平台。政策措施可能包括：一方面要求商业银行增加对“资质较好”的地方融资平台的贷款；另一方面通过各种形式调整和延长债务期限，对存在短期偿债困难的地方政府给予一定比例的债务展期或者借新还旧，并支持有条件的地方政府利用债券融资对银行贷款进行替代等。

从货币政策来看，当前既有继续放松的必要，也有继续放松的空间。预计年内可能还有 1 次降息可能性，幅度仍为 0.25 个百分点左右。但如果房价出现明显反弹，则降息概率将降低；如果欧债危机继续恶化导致中国经济出现非预期性下滑，不排除央行再进行 2 次降息的可能性。除了外汇占款增量的减少，今年央票到期规模较上年骤减，下半年央票月度平均到期规模也低于上半年水平，当前高达 20% 的存款准备金率仍有较大的下调空间，预计年内还可能降低存准率 2~3 次，每次 50 个基点。虽然 7 月基准利率已下调，仍不排除 7 月降低存款准备金率的可能性。另外，伴随宏观政策的转向，以释放有效贷款需求为目标的监管政策有望实施，包括可能淡化存贷比考核，以释放商业银行的贷款空间。

## （二）宏观经济走势展望

预计下半年经济将在弱势中趋稳回升。前期出台的一系列刺激政策效应将在 3 季度逐渐显现，预计下半年经济将迎来一个上行波段，但由于我国经济增长动力仍然较弱，加上受到潜在增长曲线下移的制约，经济反弹程度有限，全年经济增速可能也就维持在 8% 左右。固定资产投资较上半年有小幅回升。降息降准、选择性放松融资平台以及新非公 36 条细则等政策的出台，将有助于投资保持一定增速，而且随着保障房建设的大力推进和商品房销量的好转，房地产投资增速下滑将有所放缓。消费需求增速不容乐观。尽管今年以来国家加大医保、教育等民生投入力度，并且新一轮节能家电财政补贴政策也有助于促进家电等领域消费增长，但收入分配改革方案迟迟没有出台，加上经济增速减缓居民对就业和工资增加的前景不看好，二季度居民未来收入信心指数创 2009 年下半年以来的新低，预示着消费难有明显起色。外贸出口小幅回升。在全球市场信心不足、贸易增长明显放缓的背景下，国际上针对我国的外贸摩擦压力加大，6 月 PMI 新出口订单指数回落幅度明显，这些都表明整体海外

---

## 2012 年上半年宏观经济金融走势、政策分析及下半年展望

---

需求下半年难以出现超预期的增长情形，但商务部近期出台的稳出口等政策措施将会对出口起到一定支持作用，加上去年“前高后低”的基数因素，预计我国出口下半年有望出现回升。

“促投资”政策的出台、地方政府融资平台贷款的选择性放松以及在监管层释放有效贷款需求政策的促进下，新增信贷将较上年有所增加。