

负责人：詹向阳、樊志刚

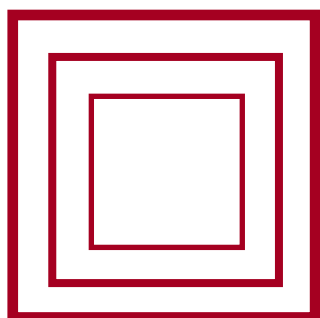
## 下行风险值得担忧 中国需要稳住增长

国内宏观经济研究团队：——2011 年中国宏观经济金融走势、政策分析及 2012 年展望

樊志刚、赵幼力、王小娥、朱妮、李露

2012 年 1 月 20 日

中国经济



知音 知道 知胜  
Readings Foresights Strategies

### 相关研究：

2012/1/18《破除障碍 抓住机遇  
推进我行跨境人民币业务大发展》

2012/1/18《关于我行网点个人金融  
营销模式的调研报告》

2012/1/13《经济要稳 金融先行  
——简评第四次全国金融工作会议》

### 要点：

2011 年，中国经济在面临严峻的外部环境条件下，仍然实现了平稳较快增长，通货膨胀趋势得到了有效控制，基本达到了宏观调控的政策目标。但与此同时，近几个月来部分经济指标出现回调，经济增长动能有所减弱，下行风险值得担忧。同时也要清醒地看到，2011 年经济运行中亦涌现出经济增长动力不足、中小企业经营困难、资金表外体外循环趋势明显、跨境资金流动不确定性加大、节能减排形势有所倒退等新问题。2012 年，在通胀趋缓、经济增长下行预期加强、全球各国均开始关注增长的大背景下，中央经济政策重心已经明确从“控通胀”向“稳增长”转移，促进经济平稳较快发展将是 2012 年经济工作的第一要务。

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机构的观点和意见，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。

---

---

Downturn Risk Deserves Concern and China Need to Stabilize Economic growth: Analysis and Outlook for China's Economy and Macro-economic Policy in 2011:

**Executive Summary**

In 2011, despite of the severe external environment, China still achieved relatively fast and steady economic growth with inflation under effective control, basically realizing macro-control objectives. In the meantime, some economic indicators began to fall during the last few months, reflecting weakened economic growth force. The risk of economic downturn trend deserves concern. Besides, there're some other new problems emerged such as operation difficulties of small and medium-sized enterprises, the significant trend of off-balance sheet capital circulation and capital flow out of banking system, the greater uncertainty of cross-border capital flow, as well as the retrograde of energy saving and emission reduction situation. Under the background of eased inflation, strengthened expectation of slow down economy and more concern on economy growth by international governments, the policy emphasis of China's central government has transformed from "controlling inflation" to "stabilizing growth" definitely. The priority of central government's economic task is to promoting stable and relatively fast development of economy in 2012.

## 目录

一、2011 年中国宏观经济金融走势分析	1
(一) 经济运行态势总体良好, 但下行压力值得担忧	1
(二) 物价涨幅见顶回落, 通胀压力有所缓解	3
(三) 货币供应量增速总体下滑, 银行间市场资金偏紧	4
(四) 外汇占款由激增到锐减, 人民币贬值预期渐起	6
(五) 股市跌跌不休, 房地产调控终显成效	7
二、2011 年中国经济涌现出的新问题	8
(一) 三驾马车中, 出口、消费增长动力不足	8
(二) 中小企业经营困难加剧	10
(三) 资金表外、体外循环趋势明显	11
(四) 节能减排形势有所倒退	13
三、2012 中国宏观政策调整预测和经济走势展望	14
(一) 2012 年宏观经济形势展望	14
(二) 2012 年宏观经济政策展望	17

## 图表目录

图1 GDP同比增速图	3
图2 工业增加值单月增速	3
图3 CPI 同比涨幅及翘尾因素	4
图4 CPI 分项单月同比增速	4
图5 货币供应量增速	5
图6 新增存款和存款增速	5
图7 国内人民币兑美元即期汇率及NDF市场 人民币对美元1年期远期汇率走势	7
图8 银行间代客结售汇	7
图9 上证综指和深圳成指走势图	8
图10 房地产销售累计同比增速	8
图11 对发达经济体出口同比增速	9
图12 对新兴市场经济体出口同比增速	9
图13 消费名义、实际增速	10
图14 商业银行理财产品发行数量	12
图15 我国社会融资总量结构变动情况	12
图16 CPI 未来各月预测值	16
图17 CPI 环比折年率和 CPI 当月同比增速图	16
图18 各月央行公开市场到期资金情况	18
表1 中国经济金融主要指标预测	16

2011 年以来，随着国家对宏观经济进行主动调控、刺激政策逐步退出、欧债危机持续演变和全球经济复苏乏力引起的外需不振等多重因素叠加影响，中国经济放缓迹象日渐明显。但总体而言，国民经济朝着宏观调控预期方向发展，既有效遏制了物价、房价过快上涨的态势，又保持了经济平稳较快增长。同时也要清醒地看到，2011 年经济运行中亦涌现出经济增长动力不足、中小企业经营困难、资金表外体外循环趋势明显、跨境资金流动不确定性加大、节能减排形势有所倒退等新问题。2012 年，在通胀趋缓、经济增长下行预期加强、全球各国均开始关注增长的大背景下，中央经济政策重心已经明确从“控通胀”向“稳增长”转移，促进经济平稳较快发展将是 2012 年经济工作的第一要务。

## 一、2011 年中国宏观经济金融走势分析

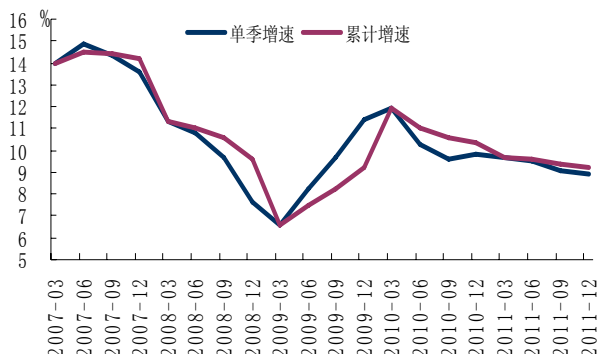
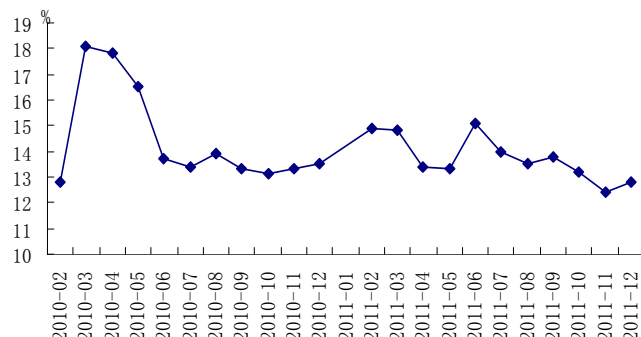
### （一）经济运行态势总体良好，但下行压力值得担忧

2011 年 1-4 季度，GDP 增速分别为 9.7%、9.5%、9.1%和 8.9%，维持在 9%左右的较高水平，全年 GDP 增长 9.2%（见图 1）；固定资产投资（不含农户投资）累计同比增速稳定在 25%左右；社会消费品零售总额单月增速稳定在 17%左右；制造业采购经理指数（PMI）在连续两个月下降之后，12 月重新升至经济枯荣线 50%以上，达到 50.3%。

城市化水平超过 50%，城市化引领新成长阶段。2011 年是中国城市化发展史上具有里程碑意义的一年，城镇人口占总人口的

比重首次超过 50%。我国从一个具有几千年农业文明历史的农民大国，进入以城市社会为主的新成长阶段。这种变化不是简单的城镇人口百分比的变化，它意味着人们的生产方式、职业结构、消费行为、生活方式、价值观念都将发生深刻的变化。经济运行质量较高，1-11 月，全国财政收入 97309 亿元，同比增长 26.8%，同比增收 20568 亿元；规模以上工业企业实现利润 46638 亿元，同比增长 24.4%，39 个大类行业中，36 个行业利润实现同比增长。区域经济发展更为协调，从地区规模以上工业增加值看，2011 年，东部地区增加值同比增长 11.7%，中部地区增长 18.2%，西部地区增长 16.8%。从地区固定资产投资情况看，2011 年东部地区投资同比增长 21.3%，中部地区增长 28.8%，西部地区增长 29.2%。区域发展格局的这种变化，是产业转移和区域发展政策共同作用的结果。城乡收入差距逐步缩小，2011 年农村居民人均纯收入实际增长 11.4%，高出城镇居民 3 个百分点。

然而值得关注的是，近几个月以来，部分经济指标出现回调，反映出经济增长动能有所减弱。规模以上工业增加值单季平均增速为 14.85%、13.9%、13.8% 和 12.8%，（见图 2）；社会用电量单季平均增速为 14.6%、11.7% 和 11%，11 月份进一步降至 9.91%，两大指标下降反映工业增长乏力。出口增速受外需影响逐季下降，单季增速为 25.2%、22.3%、20.6%、14.3%，12 月进一步降至 13.4%，连续第四个月下降，较年初大幅下降 24.2 个百分点。

图1 GDP同比增速图  
(2007.3-2011.12)图2 工业增加值单月增速  
(2010.2-2011.12)

## （二）物价涨幅见顶回落，通胀压力有所缓解

12月，国内居民消费价格指数（CPI）同比上涨4.1%，比10月下降1.4个百分点，较7月份6.5%的最高点回落2.4个百分点，创15个月新低；全年CPI上涨5.4%。1-7月，CPI同比增速整体持续上行，由年初的4.9%升至7月末的6.5%，之后在经济增速放缓、货币供应量增速下滑、翘尾因素持续减弱和大宗商品价格回落的影响下，CPI逐月下降（见图3）。从分项数据看，随着生猪生产的恢复和出栏数量的增加，7月份开始，猪肉价格增速大幅回落，由6月57.1%的近两年来最高降至12月的21.3%，带动食品价格增速和CPI持续下降（见图4）。

工业生产者出厂价格指数（PPI）7月创出7.5%的近34个月最高后，在翘尾因素减弱、大宗商品价格回落和外需疲软等因素影响下逐渐下行，12月份同比上涨1.7%，比上月下降1个百分点，



创 24 个月新低。PPI 对 CPI 的传导性使 PPI 增速回落对于进一步稳定物价具有重要意义。

图3 CPI同比涨幅及翘尾因素  
(2011.1-2011.12)

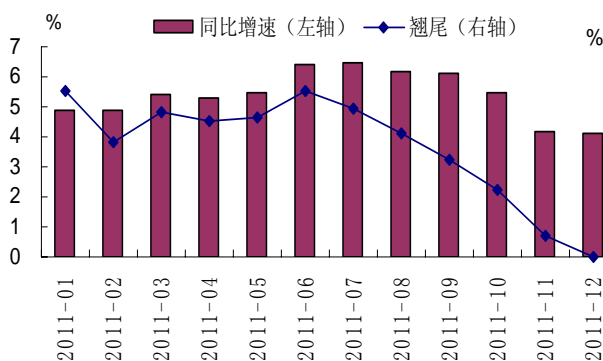
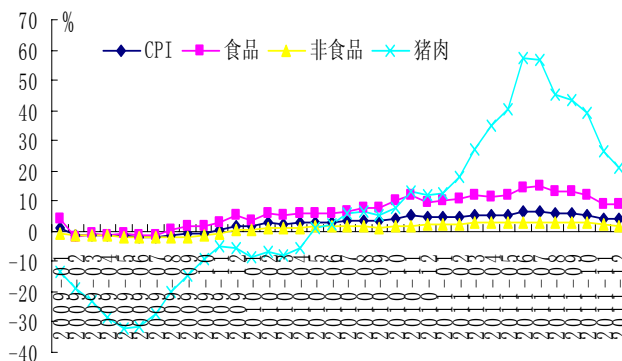


图4 CPI分项单月同比增速  
(2009.1-2011.12)



### （三）货币供应量增速总体下滑，银行间市场资金偏紧

2011年下半年以来，货币供应量增速下滑态势明显，M1由6月末的13.05%降至12月末的7.9%，基本位于2009年2月以来最低水平；M2<sup>1</sup>由6月末的15.85%逐月下降至11月末的12.7%，创近十年来最低，12月末微升至13.6%（见图5）。存款分流现象明显。下半年以来人民币存款增速下滑态势明显，由6月末的17.6%逐月下降至11月末的13.1%，创2006年6月以来最低，12月末微升至13.5%。全年人民币新增存款9.63万亿元，同比少增2.29万亿元，其中新增企业存款2.56万亿元，同比少增2.75万亿元，新增储蓄存款4.72万亿元，同比仅多增3500亿元（见图6）。存款增速放缓的原因包括：一是2011年全年新增人民币贷款同比少

<sup>1</sup>为了更准确地衡量社会资金总量，自2011年10月起，央行将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款纳入M2统计范围。

增 3901 亿元（其中居民和企业贷款分别少增 4500 亿元和 300 亿元），导致派生存款相应下降；二是在负利率环境下，企业和居民的存款意愿降低，部分存款流向银行表外理财产品；三是不排除部分存款流向民间借贷领域的可能性。中长期贷款需求降温明显。自 2011 年 4 月以来，人民币贷款增速总体持续下降，12 月末为 15.8%，基本位于近三年来最低水平。进入 5 月以后，中长期贷款占新增贷款比重明显下降，5-12 月平均占比仅为 33%，与此前动辄 60%以上的占比相比，下降显著。其中，企业中长期贷款在新增贷款中的占比下降尤为明显，2011 年 4 月以来企业部门新增贷款主力一直被短期贷款和票据融资所充当，反映出在经济下行压力加大的影响下，企业中长期投资动能不足。

图 5 货币供应量增速  
(2009.1-2011.12)

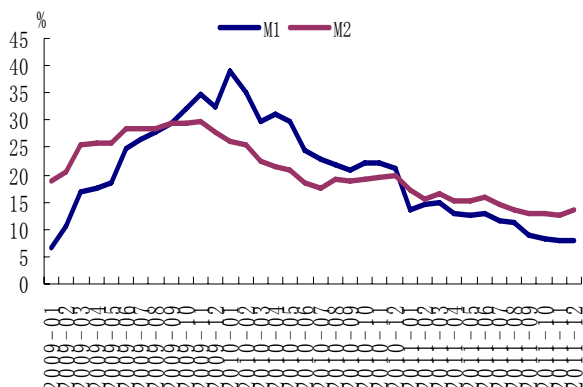
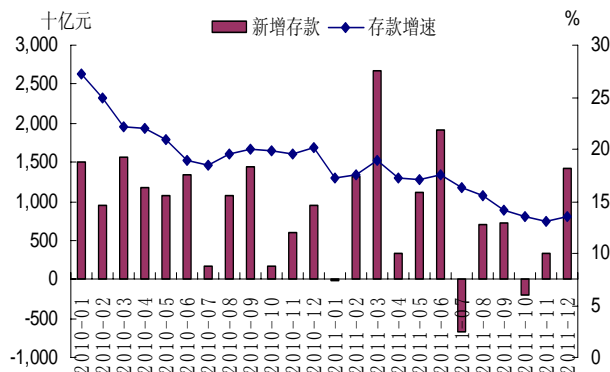


图 6 新增存款和存款增速  
(2010.1-2011.12)



银行间市场流动性并不宽裕。2011 年，央行多次上调存款准备金率、扩大存准率缴款范围、存款增长缓慢、外汇占款出现负增长，受此影响银行间市场利率整体维持在历史较高水平，同业拆借月加权平均利率和债券质押式回购加权利率于 6 月创下近年



来最高，分别达到 4.56%和 4.94%。为缓解资金紧张，全年央行在公开市场净投放资金 1.9 万亿元，为 2001 年以来最高值，并于 11 月 30 日下调金融机构存准率 0.5 个百分点。12 月，同业拆借月加权平均利率 3.33%，比上月下降 0.16 个百分点；债券质押式回购加权利率 3.37%，比上月下降 0.15 个百分点，但仍居 2004 年以来的较高水平。

#### （四）外汇占款由激增到锐减，人民币贬值预期渐起

2011 年我国新增外汇占款经历了由激增到锐减的过程，1-9 月，月均新增额 3258 亿元，高于去年同期（2239 亿元）；10 月，外汇占款净减少 248.92 亿元，为近四年来首次下降，11 月再次减少 279 亿元。外汇占款减少的原因包括：首先，外需疲软对出口产生一定负面影响，8 月以来贸易顺差一直维持在不到 200 亿美元的水平。2011 年全年，我国实现贸易顺差 1551.4 亿美元，同比收窄 14.5%，并创下近六年来最低。其次，中国经济增速回落引发国外唱空中国的浪潮，下半年以来我国实际使用外资(FDI)增速明显放缓，11 月 FDI 同比下降 9.76%，这是自 2009 年 8 月以来首次出现单月同比下降。第三，汇率走势影响市场主体结售汇意愿。全年人民币兑美元累计升值 4.8%，进入 10 月以后升值速度明显放缓。与此相对应，离岸人民币市场在 9 月下旬出现了自金融危机以来的首次贬值预期，NDF 人民币对美元 1 年期远期合

约汇率连续低于在岸即期汇率（见图 7）。在贬值预期下，市场结售汇意愿发生变化，10 月银行代客结售汇顺差锐减至 32 亿美元，11 月进一步转为逆差（-8 亿美元），这是该数据首次出现逆差。银行代客结售汇是外汇占款增长的主要途径，其大幅减少将直接导致外汇占款相应减少（见图 8）。最后，唱空中国与欧美经济不景气相叠加，部分外资可能撤离中国流回本国救急。

图7 国内人民币兑美元即期汇率及NDF市场  
人民币对美元1年期远期汇率走势  
(2011. 1. 4-2011. 12. 29)

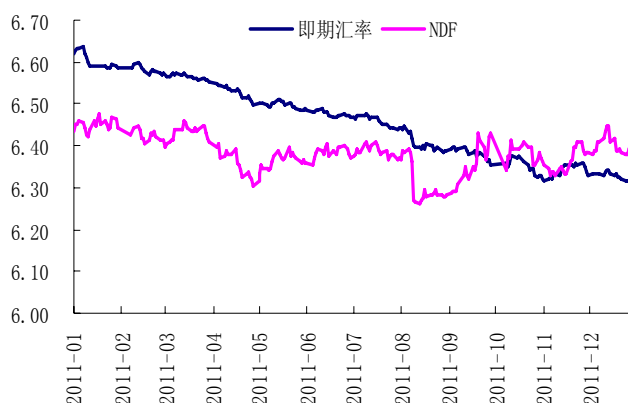
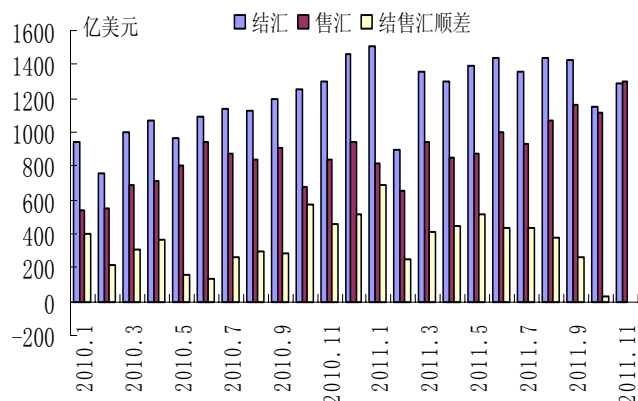


图8 银行代客结售汇  
(2010. 1-2011. 11)



### （五）股市跌跌不休，房地产调控终显成效

2011 年，外有世界经济复苏乏力、全球股市不景气，内有中国经济增长放缓、房地产市场严厉调控等因素，中国股市持续下跌，全年沪指和深成指分别以 21.67% 和 28.41% 的跌幅，领跌全球主要股票市场（见图 9）；截至 2011 年底，沪深两市市值为 18.92 万亿元，较 2010 年底蒸发了 7.52 万亿元。

2011 年，中央政府继续加强房地产调控，终显成效：8-11 月，商品房累计销售面积和累计销售额同比增速逐月下降（见图 10）；

12 月，全国 100 个城市住宅平均价格环比下降 0.25%，为连续四个月下降；与 11 月相比，12 月价格环比下跌的城市增加 3 个，其中 12 个城市跌幅在 1% 以上<sup>2</sup>。楼市量价齐跌拖累地市，2011 年全国 130 个城市土地平均溢价率 12%，较上年减少 16 个百分点，其中住宅用地平均溢价率 13%，较上年下降 20 个百分点<sup>3</sup>。与其密切关联的地产中介业备受牵连，全年房产中介商累计关闭门店逾 1400 家，平均日关闭门店数达 3.8 家，其中近七成为中小中介公司，房产中介业正面临严峻的洗牌考验。

总的来说，2011 年，中国经济在面临着严峻的外部环境条件下，仍然实现了平稳较快增长，通货膨胀趋势得到了有效控制，全年实现 9.2% 的经济增长，基本达到了宏观调控的政策目标。

图 9 上证综指和深圳成指走势  
(2010.1.4-2011.12.30)

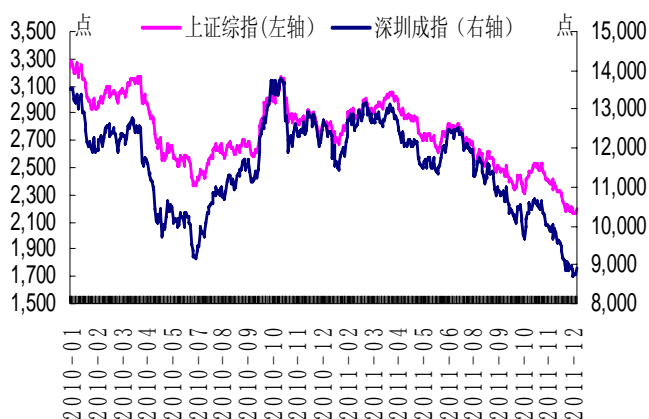
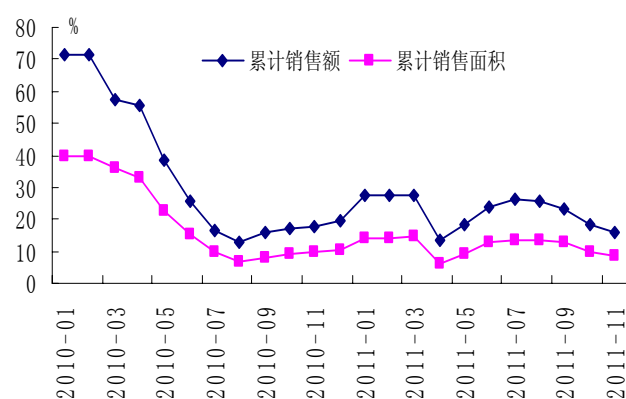


图 10 房地产销售累计同比增速  
(2010.1-2011.11)



## 二、2011 年中国经济涌现出的新问题

### （一）三驾马车中，出口、消费增长动力不足

<sup>2</sup> 数据来源：中国指数研究院。

<sup>3</sup> 数据来源：中国指数研究院。

如前所述，2011 年国际环境对我国出口造成较大影响。一方面，对主要发达经济体出口减速，2011 年我对欧盟、美国、日本出口月均同比增幅较上年分别下降 18.5、13.8 和 1.9 个百分点（见图 11）；另一方面，尽管对新兴市场出口形势总体好于发达经济体，但 2011 年以来出口增速亦呈现明显下滑，全年我对印度、俄罗斯、巴西、南非月均出口增幅较上年同期分别下降 14.9、37.9、48.4 和 26.7 个百分点（见图 12）。短期来看，这种全球性的需求萎缩还将延续，国内出口仍面临较大压力。

图11 对发达经济体出口同比增速  
(2010. 1-2011. 12)

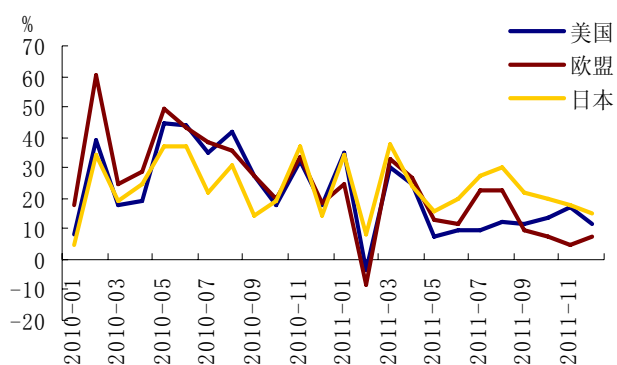
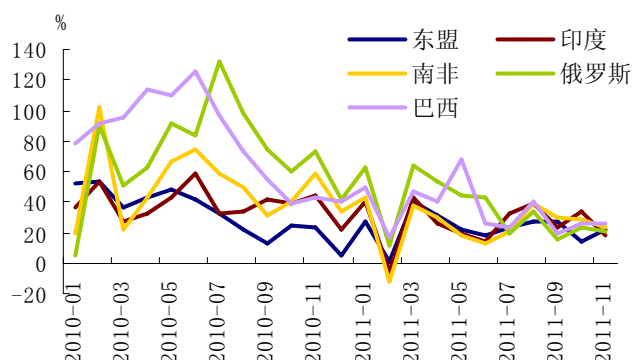


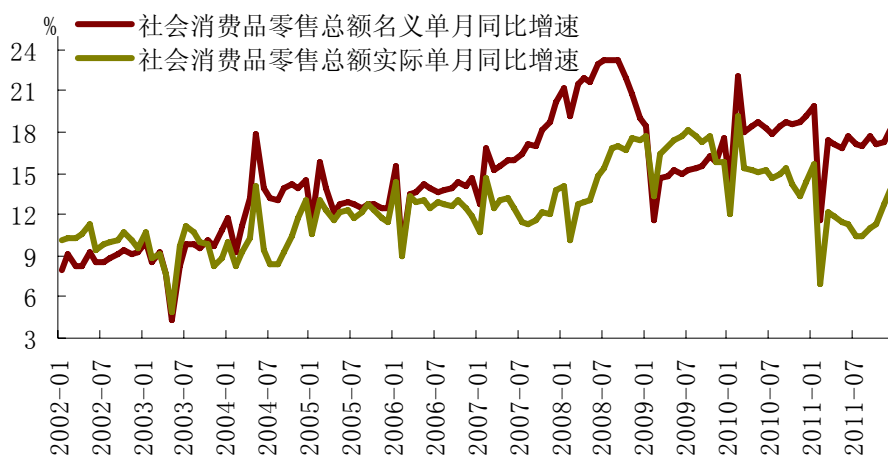
图12 对新兴市场经济体出口同比增速  
(2010. 1-2011. 12)



2011年年初以来，社会消费尤其是剔除价格因素后的实际消费，经历了比较显著的减速。2011年全年，社会消费品零售总额月均实际增长11.6%，较上年月均增速下降3.3个百分点，增速已降至近5年来的最低水平（见图13）。短期原因在于受2009-2010年刺激性消费政策的影响，一部分居民消费提前发生，随着透支效应的逐步显现，消费自然出现回落。长期来看，虽然2011年政府着力于提高居民收入，但总的来说居民收入增长幅度仍然有限。

全年城镇居民人均可支配收入实际增长8.4%，低于同期GDP增速0.8个百分点；农村居民人均现金收入实际增长11.4%，而前11个月财政收入增长了26.8%。倘若未来居民收入增长无法实现提速，消费将难以胜任拉动经济增长的主要引擎。

图13 消费名义、实际增速  
(2002.1-2011.12)



## (二) 中小企业经营困难加剧

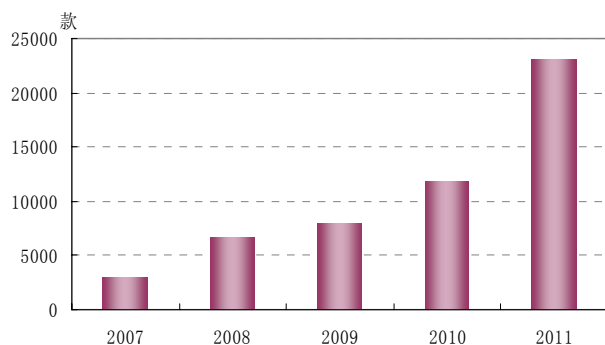
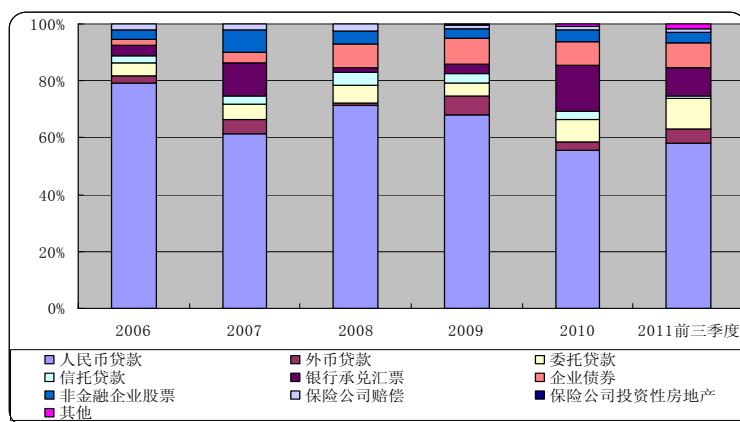
2011 年，国内能源、原材料、劳动力等要素价格基本延续了 2010 年以来大幅上涨的趋势，对中小企业经营带来较大影响。劳动力成本方面，自 2010 年以来全国超过 40 个地区全面上调最低工资标准，平均上调幅度超过 20%；原材料成本方面，2011 年全年，工业生产者购进价格指数月均同比上涨 9.2%；资金成本方面，前 11 个月，工业企业财务费用中利息支出费用累计上涨 34.8%，较上年同期大幅扩大 16.9 个百分点；此外，外贸企业还受到人民币升值带来的成本上升压力。2011 年年初以来，尤其最近几个月，因企业资金链断裂，浙江、内蒙古、河南等地区企业关停、企业

主逃逸等风险事件集中显现。

### （三）资金表外、体外循环趋势明显

首先，商业银行表外业务金额快速增长，业务品种大幅增加。2011 年国内商业银行共发行理财产品超过 23000 款，较 2010 年增加近一倍；发行金额超过 15 万亿元，约为人民币存款规模的 20%（见图 14）。银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款三项表外融资业务占社会融资比重由 2002 年的-2.6%上升至 2011 年前三季度的 22%，而人民币贷款占比从 90%以上降至 58%，三项表外融资业务规模达到人民币贷款新增规模的 38%（见图 15）。从表外业务发展的成因看，负利率下迫切的资产保值增值需求和信贷规模控制下难以被有效满足的社会融资需求是商业银行表外业务较快发展的直接原因。目前，我国金融市场上尚不存在复杂的证券化产品和金融衍生品，表外业务主要反映的是信贷表外循环和存款表外循环现象。由于存、贷款表外循环具有透明度差、监管难度大等特征，其本身所蕴含的信用风险、操作风险和合规风险不容忽视。



图14 商业银行理财产品发行数量  
(2007-2011)图15 我国社会融资总量的结构变动情况  
(2006-2011)

其次，中小企业资金紧张使得民间借贷日趋活跃。突出地表现为：一是民间借贷的地域范围扩大，“热点”地区由传统的江浙地区向福建、河南、山西、内蒙古等多地扩散。二是借贷规模较大，参与主体众多。据人民银行杭州中心支行统计，浙江省民间借贷规模约为 4500 亿元，按此规模测算，其与当地GDP的比值约 16%，其中温州 1100 亿元左右，与GDP的比值达 38%，其规模约为当地银行贷款余额的 20%。从资金需求方看，多是民营企业、个体工商户。从资金供给方看，参与主体包括城镇居民、个体工商户、民营企业主、农户乃至机关及企事业单位工作人员等，涉及各行各业、各个阶层。三是融资利率较高。据不完全统计，目前民间融资期限较短，利率处于阶段性高位，年综合利率为 25% 左右，有的高达 40%-50%，明显高于一年期贷款基准利率的四倍<sup>4</sup>，也高于大部分企业正常的利润率水平。民间借贷较快发展顺应了

<sup>4</sup> 央行在 2002 年 1 月发布的《中国人民银行关于取缔地下钱庄及打击高利贷行为的通知》中规定，民间个人借贷利率由借贷双方协商确定，但双方协商的利率不得超过中国人民银行公布的金融机构同期、同档次贷款利率的 4 倍。超过上述标准的，应界定为高利借贷行为。

强烈的民间融资需求，一定程度上缓解了民营中小企业融资难问题，但如果不加以规范和引导，其风险不容忽视。

#### （四）节能减排形势有所倒退

2010 年末，为完成“十一五”节能减排目标，全国不少地区采取拉闸限电的极端做法来强制达标。2011 年是“十二五”规划的开局之年，经济增长任务较硬，节能减排约束较软，一些高耗能企业重新开工。前三季度电力、钢铁、建材、有色、化工和石化六大高耗能行业增加值同比增长 12.5%，较上年四季度加快 3 个百分点。受此影响，能耗和污染物排放大幅反弹。前三季度单位工业增加值能耗同比仅下降 2.56%，距全年下降 4.5% 的目标差距较大；单位 GDP 能耗下降 1.6%，距 3.5% 的年度目标亦相差甚远，全年节能减排目标难以完成。

2011 年中国经济涌现出的新问题，归根结底还是长久以来制约经济发展方式转变的一些沉痾没有得到根治。首先，收入分配改革步伐缓慢导致消费启动乏力，在国际环境不景气的背景下，经济增长对投资的依赖程度加大恐难避免，这无疑将带动重工业的发展，加剧环境污染的现状。其次，在中国原有的劳动力和资源环境的低成本优势逐渐减弱的大趋势中，企业通过提高劳动生产率消化上涨成本的余地逐步缩小，中小企业靠劳动力成本优势和低端制造业发展的经营模式愈发难以为继。“新非公 36 条”落实不到位同样也是造成中小企业经营困难的重要原因。再次，

中国的技术创新步伐远不能满足转变发展方式的需要。目前，中国每万人研发人员数不足发达国家平均水平的四分之一，创新不足导致难以培育具有足够回报率的高端产业，当资源、资金从低端产业、高耗能产业、房地产、融资平台等领域退出后，却没有相应的高端产业来疏导、吸纳，在一定程度上造成社会资金游离于实体经济之外。最后，民间金融风险频出反映利率市场化以及金融监管改革在经济转型推进过程中需要加快步伐。

### 三、2012 中国宏观政策调整预测和经济走势展望

#### （一）2012 年宏观经济形势展望

展望 2012 年，中国经济将面临更加严峻的外部环境和内部矛盾，增速将出现放缓，但在政府有效宏观调控之下，下滑幅度可控制在一定范围内，从而实现平稳较快增长。

——经济能够保持平稳较快增长。从发展阶段来看，制度变革、要素投入、全球化、人口红利所提供的长期增长动力都在衰减。预计 2012 年经济增长将回落到 8.5% 左右（详见表 1）。

——固定资产投资增速将小幅回落。受投资建设周期影响，五年规划很多建设项目在 2012 年将进入投资高峰期，政府主导的基础设施和公共事业投资增速将有所提高；但受宏观调控影响房地产投资增速将继续回落，制造业投资增速受出口以及房地产投资增速下降的影响预计也将出现回落。综合考虑投资中主要部分的增长预测，预计 2012 年投资增长将小幅回落到 20% 左右。

——消费增速将小幅回落，但仍保持稳健态势。预计2012年买房需求不会较2011年明显回暖，从而家具、家电、装修材料等商品消费增速不会明显反弹，但从汽车市场变化规律看，2012年汽车销量将有一定回暖，而且国内消费环境的改善、社会保障体系的不断完善以及城乡居民收入的稳步提高，都将促进消费的稳健增长。

——出口增速将出现放缓态势。预计2012年出口增速会下降到16%左右。在国家扩大进口政策和内需推动的刺激下，进口增速有望继续超过出口，导致贸易顺差规模收窄。

——部分城市房价有望出现回落。房地产市场调控大幅度放松的概率较低，加上保障房大量建设对商品房需求的分流，房地产开发商资金紧张局面进一步加剧，由此导致房价尤其是上海、北京等一线城市以及部分热点城市房价出现明显回落的可能性较大。

——汇率将继续小幅升值。2012 年是美国、法国、意大利等国的大选之年，出于国际社会的压力，人民币还有升值的动能，但受国内经济增速放缓以及出口企业生存压力加大等因素影响，预计2012年人民币总体依然小幅升值，但升值空间小于2011年。

——促进物价下行的有利因素在累积增多，预计CPI将延续下行态势。经济增速适度回调、粮食又获新丰收以及输入性通胀压

力减轻均构成促进物价下行的有利因素。结合环比折年率<sup>5</sup>（见图 17）、翘尾计算等预测方法，预计中国CPI在2012年将延续下行态势（见图16）。但需要指出的是，我国已经进入了长期性价格上涨压力凸显的发展阶段，劳动力、土地、资源、环境等成本上升压力越来越大，在中长期内我国将承受较大的通胀压力。

图16 CPI未来各月预测值  
(2011.12-2012.12)

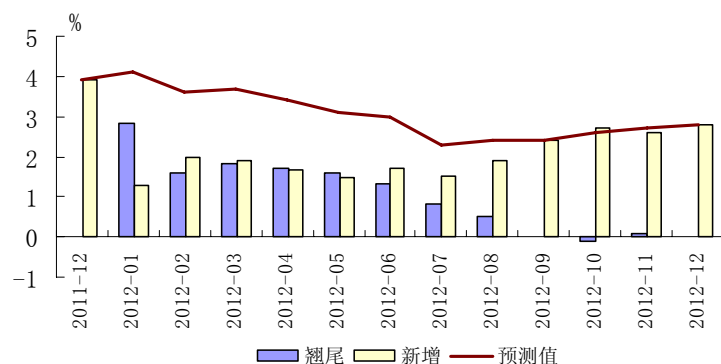


图 17 CPI 环比折年率和 CPI 当月同比增速图  
(1996.1-2011.11)

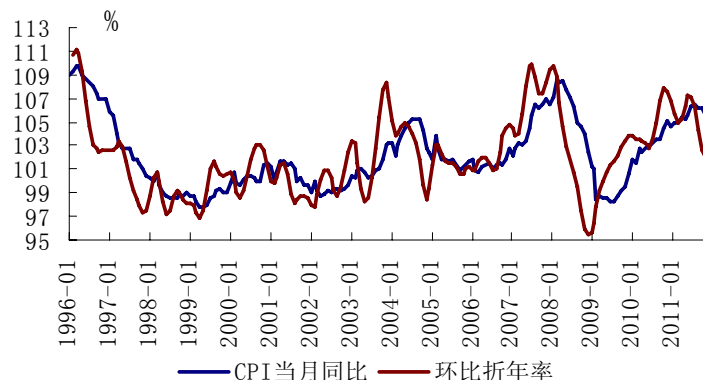


表 1 中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2010 年	2011 年全年	2012 年第 1 季度	2012 年预测
GDP 增速 (%)	10.3	9.2	8.2	8.5
城镇固定资产投资增速 (%)	24.5	23.8	19.5	20
社会消费品零售总额增速 (%)	18.4	17.1	17	16.5
出口增速 (%)	31.3	20.3	14	16
规模以上工业增加值增速 (%)	15.7	13.9	12	12.5
CPI 增速 (%)	3.3	5.4	3.7	3.5
PPI 增速 (%)	5.5	6	1.5	4

<sup>5</sup>环比折年率是一种简单易行的短期趋势预测技术，该方法利用季节调整以后的环比数据进行预测，是预测CPI 未来走势的重要方法之一，预测效果较好。预测基于如下假设，即在以后的时间里，变量的变化依照最近的环比速度进行，比如对月度数据的环比发展速度求12次幂，对季度数据的环比发展速度求4次幂即可得到它们的年率数据，反映出宏观经济如果按目前的月（季）运行势头增长，发展速度变换成年度数据后将达到的水平。



M2 增速 (%)	19.7	13.6	14	16
新增贷款 (万亿元人民币)	7.95	7.47	2.7	8

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。

## (二) 2012 年宏观经济政策展望

根据中央经济工作会议的精神，2012 年中国经济工作的基调为“稳中求进”。其中，稳，体现在“稳政策、稳经济、稳物价、稳民生”四方面；进，体现在“经济转型、深化改革、改善民生”上取得新进展。我国仍将实行积极的财政政策和稳健的货币政策，但在具体操作方面将与 2011 年有所不同，积极的财政政策更加积极，稳健的货币政策更加稳健。财政政策的更加“积极”，体现在“做加法”的同时更注重“做减法”，“做加法”指加大财政支出对公共投资的力度，“做减法”指完善结构性减税政策；货币政策的更加“稳健”，则指货币政策总的方向不会转向，但将由 2011 年事实上的持续紧缩变为“结构性宽松”，在总体稳健的前提下，强调前瞻性、灵活性和预调微调，呈现“稳中趋活”的特征。

就货币政策而言，具体政策措施包括：一是存款准备金率可能将下调 3-4 次，每次 0.5 个百分点。存款准备金率的调整，在宏观层面需参考国内经济、物价走势变化，从技术层面需要参考外汇占款、央票发行与到期等流动性因素。受中国经济增速趋缓、人民币升值空间减小预期、房地产市场调控等因素影响，再考虑欧元区主权债务危机的复杂性和救援的曲折性，国际资金流入中国动力减弱，加上 2012 年我国贸易顺差收窄，预计 2012 年外汇



占款增幅小于 2011 年；央行公开市场到期资金量 2012 年也小于 2011 年（见图 18），总体上 2012 年央行被动投放流动性的压力较低。从宏观层面来看，央行控物价压力减轻，为了满足经济增长的需要，我们判断，2012 年准备金率会降低 3-4 次。二是可能会进行不对称减息。2012 年稳增长的顺序将排到控通胀之前，因此加息可能性较小，但为了稳增长，利率下调成为可能，考虑到当前“负利率”现状和存款增量连续下降的态势，预计央行可能会进行“存款利率不变、但贷款利率下调”的不对称减息。三是信贷放松空间有限。随着通胀压力的减轻和经济减速迹象显现，为了满足大量的在建工程和保证经济增长的需要，新增信贷将略有放松，但通胀压力的长期存在和房地产调控的需要决定了新增信贷不会大规模增加，预计 2012 年信贷政策会保持总体稳定局面，新增信贷总量约为 8 万亿元。

图18 各月央行公开市场到期资金情况  
(2011.1-2012.6)



就财政政策而言，预计2012年积极财政政策将主要体现在结构性减税方面，并体现出和经济结构调整更紧密结合的特点。一是减免和规范中小企业相关税负，进一步加大对小微企业技术创新和改造的财税支持力度；二是继续推进增值税扩围改革试点，解决营业税重复征税问题；三是降低战略性新兴产业、服务业特别是生产性服务业的营业税税负水平。与间接税领域结构性减税措施对应，对于资源税、房产税和环境保护税等直接税种可能有结构性增税。与此同时，明年的财政支出同样将体现结构性调整，预计民生和在建工程将成为明年财政支出的主要领域。

但是，需要强调的是，上述政策是在假定经济下滑速度可控前提下得出的预测结论，如果欧债导致欧洲银行危机扩大化，并再次引发全球性的金融危机，不排除宏观政策出现大幅度调整的可能性，具体的政策措施可能包括进入降息周期、适当放松信贷、有条件重启房地产市场、十二五规划重点项目先行等。