

研究报告



城市金融研究所



国际市场与问题研究处

国际市场与问题研究处主要从事工商银行国际经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：世界经济、国际金融、国际贸易、跨国投资、全球金融监管政策法规、工商银行国际化经营策略以及海外目标市场的国别风险问题等。研究成果包括：一是定期的国际经济金融走势分析报告（包括季度、半年度与年度分析报告）；二是追踪国际重大热点、焦点问题并及时发布分析报告；三是就国际经济金融领域的长期性、全局性、趋势性问题进行持续跟踪和深度研究，形成年度重点课题成果；四是全球区域风险研究系列成果，包括“全球重点区域风险研究”、“国家风险综合评估”、“重大突发风险信息提示”等。研究成果在对工商银行国际化经营管理发挥决策支持作用的同时，还报送给各省委、省政府及上千家大企业客户，为提高本行的金融服务附加值发挥了积极作用。此外，该处还代表工商银行就重大国际问题为监管部门提供策略建议，积极开展与国际同业及研究机构的学术交流与合作，在权威媒体上发表对国际经济金融相关问题的观点，有效发挥对外学术窗口职能。

国内市场与法规研究处

国内市场与法规研究处主要从事工商银行国内经营环境的分析与研判，主要研究领域包括：国内经济发展趋势、国内金融市场走势、宏观经济政策分析展望、经济与金融法规问题、国内资本市场与货币市场问题、对工商银行有重大影响的问题以及国内经济金融领域的热点、焦点问题等，承担总行级、所级重点课题研究，为行领导提供国内领域问题的研究支持。除定期发布国内经济金融走势分析报告之外，还以不定期形式发布国内重大热点焦点问题研究报告。在行内承担所内研究成果的发布工作，在行外定期向省委、省政府报送所内研究报告，定期为工商银行近千家重点大客户提供研究产品，提高工商银行服务附加值。代表工商银行参加国际、国内学术交流与合作，接待来访的海外代理行客户，介绍中国宏观经济金融态势，在权威媒体上发表对国内经济金融相关问题的观点，发挥学术窗口职能。

同业竞争与问题研究处

同业竞争与问题研究处主要负责国内外银行业市场研究、国内银行同业动态与问题研究、工商银行竞争对手研究、工商银行竞争战略与策略研究、工商银行同业目标市场研究、工商银行金融业合作研究、经营发展过程中重点问题的调查研究以及同业之间的学术交流与合作等。围绕上述职能该处形成以下主要研究产品线：一是国内银行同业经营分析（包括季度、半年度与年度分析）；二是国际银行同业经营分析，包括发达经济体银行和新兴市场经济体银行半年度与年度分析；三是银行业发展与创新研究，反映银行业的市场动态、热点与焦点问题；四是针对竞争对手的重大战略举措等撰写深度分析报告；五是工商银行目标市场研究。此外，还参与各项行级、所级重点课题研究，为工商银行重大改革提供决策支持，并根据人民银行、银监会、银行业协会等部门的要求，参与事关银行业发展的重大课题研究。牵头举办本行“创新沙龙”活动，该活动已成为具有一定影响力的创新和营销平台。

规划与战略研究处

规划与战略研究处主要负责组织编制和推动实施集团的中长期发展战略规划，对集团中长期发展战略规划的落实与执行情况进行检查、评估和报告；负责研究、论证、规划和评估集团经营管理体系建设，推进集团经营管理体系、机制、流程的改革与创新研究；对与集团战略规划与经营管理相关的其他重大问题进行调查研究和组织协调；开展集团中长期经营背景研究，与行内外同业就规划与战略相关议题进行交流与合作。几年来，参与中国工商银行 2006～2008 年、2009～2011 年和 2012～2014 年发展战略规划的编制、任务分解、执行情况跟踪检查和汇报工作；开展工商银行重大战略课题研究，已经完成的工商银行省区分行营业部体制改革研究、县支行竞争力提升研究、盈利梯队构建研究、集团管理体系建设研究等课题成果对工商银行业务发展和经营体制机制改革起到了切实的推动作用；参与国家金融体制改革重大课题研究，参与完成的综合化经营问题研究、国际银行业比较研究等课题成果引起了国务院领导及相关部委的高度重视。

博士后工作管理处

博士后工作站管理处是工商银行博士后科研工作站管理办公室的办事机构，负责工作站的日常管理、学术管理和科研项目的组织落实。工商银行博士后科研工作站是经国家人事部批准于 2002 年 10 月成立的科研机构，致力于商业银行应用理论研究以及培养、吸引和使用高层次优秀人才。建站以来，博士后工作站为工商银行多个重点项目建设提供了有力的理论和人才支持。博士后工作管理处的主要职责：负责博士后科研项目从立项到评审等环节的组织工作；负责博士后人员从进站到出站整个流程的管理；负责协助建设“站所联合”的学术管理机制，定期组织“博士后论坛”并与其他博士后站开展学术交流互访；负责工作站的制度建设，促进工作站的制度化、规范化管理。



“硬着陆”近忧易解 “调结构”远虑难破

——2012 年 1 季度中国经济金融走势、政策分析及展望

要点:

负责人: 詹向阳 樊志刚

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

Youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究:

2012/4/24 《中国房地产市场是否存在硬着陆风险?》

2012/4/10 《对近期商业银行信贷增长的新特点探析》

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。

- 2012 年 1 季度的经济增速明显低于去年四季度, 当前中国经济形势较为严峻, 但硬着陆风险较小。从最近的情况看, 3 月份经济运行的多个指标呈现出缓中趋稳的特征, 中国经济当前最大的问题是如何通过制度改革的推进, 提升真正的潜在增长率, 带动经济出现新一轮自发性增长。
- 与 2008 年国际金融危机相比, 当前宏观经济调控的政策空间已大幅缩小。如果不下决心继续深化经济体制改革, 在收入分配等领域有所突破, 中国经济就难以进入新一轮、高层次的增长轨道, 就会回到靠货币政策放松、政府主导投资、低端产业重复扩张的传统增长路径之中, 中国经济就无法摆脱在增长和通胀、增长和环保、增长和公平之间艰难权衡的困境。
- 当前物价上涨压力仍然存在, 但经济增速却出现回落, 市场上对下一步经济可能产生滞胀的疑虑进一步增强。在这样的背景下, 预计货币政策将转向渐进式宽松, 经济体制改革将在若干方面取得突破。经济的下滑幅度可望控制在一定范围内, 预计二季度 GDP 同比增速较一季度略有上升。

The Risk of Hard Landing is Slight, and it's a Long Way to Go for Structure Adjustmant: Analysis and Outlook for China's Economy and Macro-economic Policy in the First Quarter of 2012:

Executive Summary

In the first quarter of 2012, the economic growth rate was significantly lower than the fourth quarter of last year. The risk of economic hard landing is slight, although the current economic situation is relatively serious. According to the latest situation, the performance of many economic indicators presented that the decline speed of economy was moderate in March. The greatest problem of China's economy is how to improve the real potential growth rate, driving economy to a new round of spontaneity growth through the system reform. Compared to the global financial crisis in 2008, the current macroeconomic policy space has narrowed considerably. If not determined to continue to deepen the reform of economic system, and achieve a breakthrough in the area of income distribution etc., China's economy will be hard to enter into new high growth track, and will return to the traditional growth path of relying on monetary policy relaxation, government leading investment, repeated expansion of the low-end industry, further more, will never get rid of the dilemma in balancing between growth and inflation, growth and environmental protection, and growth and fairness. The



current inflation pressure still exists, but economic growth rate has eased back. Doubts of economic stagflation have been further strengthened in the market. In this context, we expect that monetary policy will turn to gradual relaxation, and the economic system reform will get breakthrough in several aspects. The slowdown of the economy is expected to be controlled in a certain range, year-on-year GDP growth rate of the second quarter is expected to increase slightly.

目 录

一、一季度宏观经济金融走势分析	1
(一)经济增速回落较大,工业生产亦有放缓	1
(二)物价温和上涨,3月居民消费价格指数有所反弹	2
(三)存贷款超预期增长,市场流动性有所改善	3
(四)人民币汇率呈双向波动,外汇占款料小幅增长	5
(五)上证综指先涨后跌,全球股市表现最差	7
二、一季度经济运行中值得关注的问题	7
(一)原有的经济引擎动力减弱	7
(二)挖掘新一轮自发式增长存在障碍	11
三、下一阶段宏观经济走势展望和政策调整预测	13
(一)下一阶段宏观经济走势展望	13
(二)下一阶段宏观政策展望	14

图表目录

图 1 GDP 增速	2
图 2 工业增加值增速	2
图 3 CPI 增速	3
图 4 PPI 增速	3
图 5 货币供应量增速	5
图 6 银行间市场主要利率走势	5
图 7 FDI 同比增速	6
图 8 新增外汇占款	6
图 9 净出口额及出口增速	8
图 10 房地产开发投资增速	9
图 11 工业企业利润累计同比增速	11
图 12 全社会发电量及同比增速	11
图 13 消费名义、实际增速	12
表 1 三驾马车对经济增长的贡献	8



2012 年 1 季度国家统计局公布的经济增速明显低于预期，引发市场上对下一阶段经济走势两种截然不同的声音。一种认为在全球经济疲弱的大背景下，外需不确定性增大，由中央到地方投资弱化，消费对内需拉动不足，生产萎缩，投资萎缩，出口萎缩，经济“硬着陆”难以避免；另一种则认为在强力的宏观调控下，经济表现好于预期，经济增速运行在全年 7.5% 的目标值以上，通胀率则控制在全年 4% 的目标值以下，经济增长已经实现“软着陆”。我们认为，中国经济既不会“硬着陆”，也远不如第二种观点那么乐观。当前经济走势已经呈现出缓中趋稳的特点，目前面临的最大问题是如何通过制度改革的推进，提升真正的潜在增长率，带动经济出现新一轮自发性增长。

一、一季度宏观经济金融走势分析

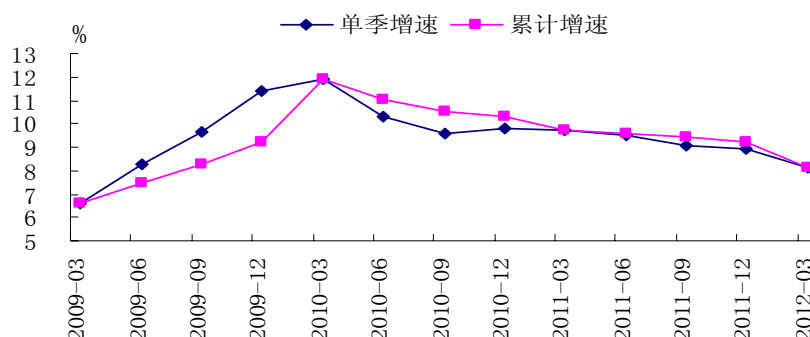
（一）经济增速回落较大，工业生产亦有放缓

一季度我国 GDP 增速为 8.1%（见图 1），较去年四季度下降 0.8 个百分点，降幅超出市场预期，为 2009 年二季度以来单季最低增速，自 2011 年一季度以来 GDP 增速已连续五个季度下调。环比来看，一季度 GDP 环比增长 1.8%，较去年四季度略微下降 0.1 个百分点。

一季度全国规模以上工业增加值增长 11.6%（见图 2），较去年全年下降 2.3 个百分点。3 月份，官方与汇丰 PMI 走势出现明显背离，官方 PMI 为 53.1%，显著高于汇丰中国公布的 3 月 PMI 终值 48.3%，二者分别位于经济荣枯线（50%）的两端。根据对历史数据的梳理，我们认为在经济下行阶段，汇丰 PMI 预测准确度更高¹，当前中国经济的表现与汇丰 PMI 的走势更趋一致。

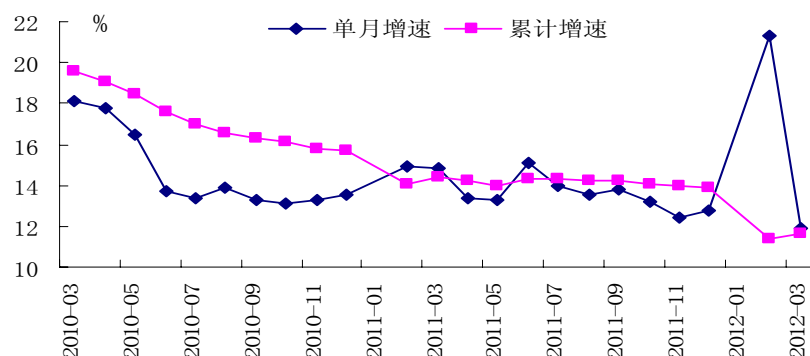
¹ 详见我所 2012 年 4 月研究报告：《官方与汇丰 PMI 逆向变动的情况解析》。

图1 GDP增速（2009.3-2012.3）



资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别说明外，下同。

图2 工业增加值增速（2010.3-2012.2）



（二）物价温和上涨，3月居民消费价格指数有所反弹

一季度，全国居民消费价格总水平比上年同期上涨3.8%。受低温天气导致蔬菜价格反季节大幅上涨和翘尾反弹的影响，3月国内居民消费价格指数(CPI)同比涨幅比2月上升0.4个百分点至3.6%(见图3)，这是自去年8月物价总体回落以来CPI的第二次反弹(上一次为今年1月)。从CPI的分项数据来看，当月食品价格同比上涨7.5%，较上月上升1.3个百分点，推动CPI上涨约2.39个百分点，其中鲜菜价格上涨20.5%，较上月大幅提高14个百分点，推动价格总水平上涨约0.64个百分点，是3月CPI反弹的最主要因素。



与此同时，3 月份工业品出厂价格（PPI）同比下降 0.3%（见图 4），涨幅创下 27 个月以来新低，显示出钢材、水泥等工业原材料总体需求仍然疲软；在汽油价格上涨的推动下，当月 PPI 环比上涨 0.3%，为近半年来第二次环比上涨（上一次为今年 2 月）。

图3 CPI增速（2009.1-2012.3）

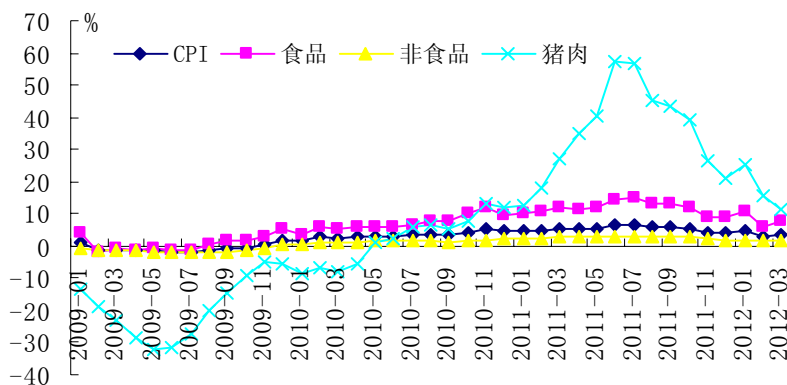
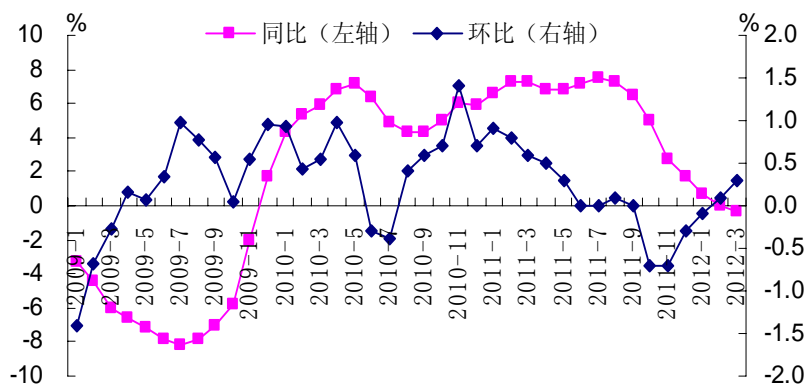


图4 PPI增速（2009.1-2012.3）



（三）存贷款超预期增长，市场流动性有所改善，

货币供应量增速低位反弹。3 月末，我国狭义货币供应量（M1）增速 4.4%（见图 5），较上月微升 0.1 个百分点，比上年末低 3.5 个百分点，连续 7 个月维持个位数增长，显示经济活跃度持续低迷；广义货币供应量（M2）增速 13.4%，较上月回升 0.4 个百分点，比上年末低 0.2 个百分点，一季度 M2 增速呈现逐月上升的特征，但依然处于历

史低水平。从社会融资规模看，虽然 1-3 月融资规模逐月上升²，但一季度仍同比少增 3487 亿元，社会融资总量维持低位。

存贷款季末均出现反弹。一季度新增人民币存款 3.76 万亿元，同比少增 2185 亿元；从部门结构看，住户存款增加 3.14 万亿元，是存款增长的最主要动力。3 月份人民币存款新增 2.95 万亿元，创单月历史最高纪录，除了银行季末冲时点因素以外，各家银行年初大量发行的 3 个月期理财产品（尤其是保本类理财产品）³季末集中到期，对存款季末井喷贡献显著。一季度人民币贷款增加 2.46 万亿元，同比多增 2170 亿元。在前两个月人民币信贷增长乏力的情况下，3 月人民币贷款增势迅猛，新增 1.01 万亿元，较上月多增 2993 亿元。从结构看，中长期贷款增长依然乏力。一季度新增中长期贷款 8320 亿元，同比大幅少增 6234 亿元；自 2011 年 4 月以来，新增中长期贷款占比就基本维持在 50% 以下，今年 3 月，该占比进一步下滑至 26.7%，其中非金融性公司中长期贷款占比更是降至 20.2% 的低位，反映出企业的投资需求依然低迷。另一方面，继 2 月票据贴现猛增 1106 亿元后，3 月票据贴现进一步增加 1389 亿元，创下 2009 年 3 月以来新高。由于票据融资的灵活度较高，商业银行通常增加票据融资量占足规模，所以票据融资的激增在一定程度上表明信贷需求不旺。

银行间流动性继续改善。如我们之前的判断，在公开市场到期资金增加（3 月到期资金约 2550 亿元，为今年除 1 月份外到期量最多的一个月），银行贷存比有所改善以及今年前两个月外汇占款恢复正增长等因素的影响下，3 月银行间市场流动性继续放宽，当月同业拆借月加权平均利率 2.58%（见图 6），环比下降 0.8 个百分点；债券质押式回购加权平均利率 2.66%，比上月低 0.92 个百分点。

² 1-3 月我国社会融资规模分别为 9559 亿元、1.04 万亿元和 1.86 万亿元。

³ 今年以来保本类理财产品在新发行产品中的占比持续上升，去年四季度占比为 35%，今年 1-2 月已经上升至 38% 和 41%。



图5 货币供应量增速（2009.1-2012.3）

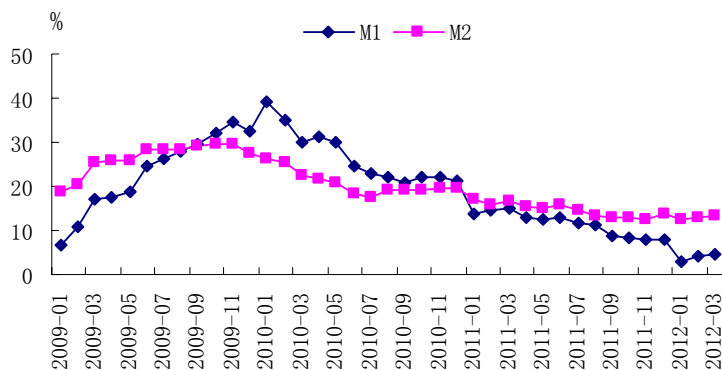
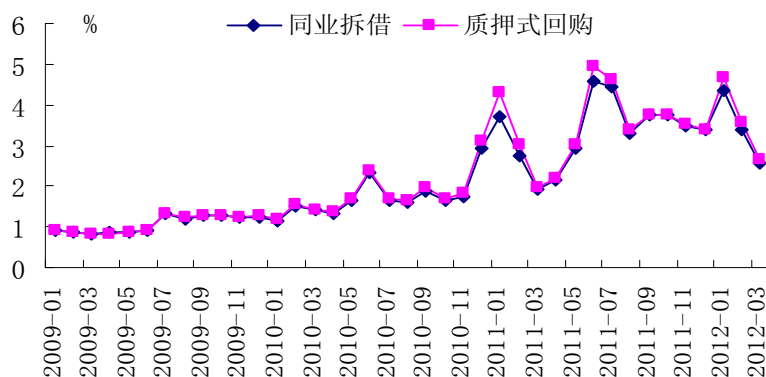


图6 银行间市场主要利率走势（2009.1-2012.3）



（四）人民币汇率呈双向波动，外汇占款料小幅增长

一季度，人民币兑美元整体小幅升值。3月30日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价为6.2943，较2011年最后一个交易日的6.3009下降了66个基点，人民币小幅升值0.1%。近期人民币兑美元汇率中间价走势呈现出一些新的特征：一是人民币兑美元汇率不再是单一升值走势，在岸即期市场的人民币兑美元汇率于今年1月末和3月上旬出现了较大幅度 and 较长时间的贬值走势，在3月还多次出现超过100个基点的涨跌，人民币双向波动格局正在形成；二是从香港市场无本金远期交割(NDF)市场看，从2011年9月份开始，汇率预期也

开始由单边升值预期转变为双向预期⁴。

一季度我国实际使用外资（FDI）294.8 亿美元，同比下降 2.8%。3 月当月 FDI 同比下降 6.1%，这已是 FDI 连续第 5 个月同比下降（见图 7）。受欧债危机影响，欧盟对华投资下降明显，一季度降幅达 31.2%。此外，国内房地产市场调控导致占 FDI 总规模 1/4 的房地产吸收外资下降。一季度房地产利用外资下降 6.3%，而去年一季度我国房地产利用外资同比增长 38.6%。在贸易顺差和 FDI 连续下降的共同作用下，今年前两个月累计新增外汇占款 1660.2 亿元，尽管结束了此前外汇占款余额连续 3 个月的下滑态势，但新增额较上年同期仍大幅降低 5501.5 亿元，处于近几年的最低水平（见图 8）。目前来看，国际、国内双重压力使得今年外贸出口和吸收外资形势均比较严峻，预计未来外汇占款大幅增长的可能性不大。

图7 FDI同比增速（2009.1-2012.3）

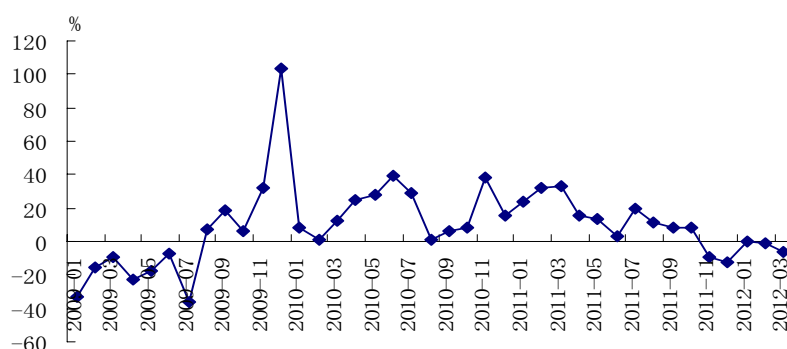
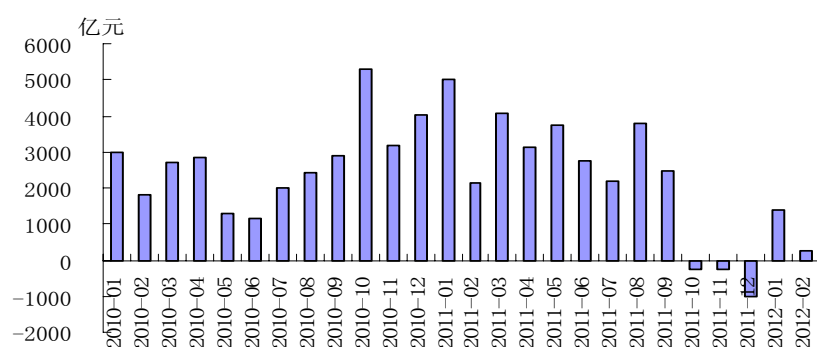


图8 新增外汇占款（2010.1-2012.2）



⁴ 详见我所每月金融月报。



（五）上证综指先涨后跌，全球股市表现最差

一季度，上证综指由去年末的 2199.42 点上涨至 3 月末的 2262.79 点，涨幅仅 2.88%。股指走势呈现出明显的先涨后跌特征：3 月中旬以前，随着通胀水平降低，央行下调准备金率的举措出台，投资者预期货币政策可能松动，市场进入者明显增加，市场人气恢复，带动上证综指整体一路上扬，最高达到 2455.8 点；3 月中下旬，国家释放继续房地产调控不动摇的信号，A 股见顶下行，上证综指最低跌至 2252.16 点。与此相对应，一季度美国、欧洲、日本等主要国家股市均实现较大涨幅，从这一点上看，国内股市一季度可谓全球表现最差。下一阶段，宏观政策的继续微调有利于缓解企业经营困局，改善微观经济环境，对股市形成基本面支撑。预计短期内 A 股可能呈现缓慢升势。

二、一季度经济运行中值得关注的问题

（一）原有的经济引擎动力减弱

1. 外需放缓导致出口下降。年初以来，全球经济不景气使得国际市场需求持续不振。同时，出于为本国企业争取更多市场份额和大选之年的政治需要，以美国为首的经济体对我国发起了新一轮贸易战，对外贸出口产生了较大影响。一季度出口同比增速较去年全年大幅下滑 12.7 个百分点（见图 9）。其中，3 月份出口同比增速（经季调）较上年同期大幅下降 24.1 个百分点至 9.8%。从出口流向地看，对主要地区出口增速全面下滑，除美国外，一季度我国对欧盟、日本、印度、俄罗斯、东盟、巴西、南非出口月均增速较去年全年月均水平基本下降 10 个百分点以上。在欧元区深陷主权债务危机的背景下，一季度我国对欧盟月均出口甚至出现 1.4% 的负增长。从对经济增长的贡献看，自去年一季度起，外贸对经济增长的贡献持续为负。2012 年以来，由于进口增速的下滑幅度超过出口，一季度仍实现了 6.7 亿美元的贸易顺差，但在 8.1% 的经济增长中，货物和服务净流出拖累经济增长 0.8 个百分点，较上年全年扩大 0.26 个百分点。

图9 净出口额及出口增速（2011.1-2012.3）

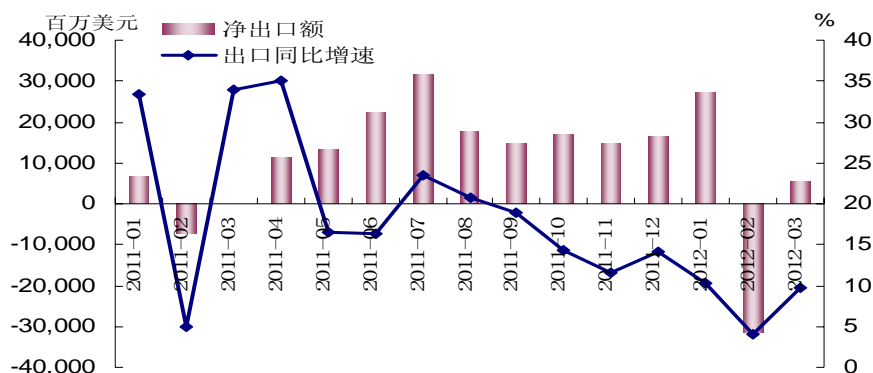


表1 三驾马车对经济增长的贡献（单位：%）

	2009	2010	2011	2012 年 1 季度
GDP	9.2	10.4	9.2	8.1
最终消费	4.4	3.8	4.8	6.2
资本形成总额	8.4	5.6	5.0	2.7
净出口	-3.6	1.0	-0.5	-0.8

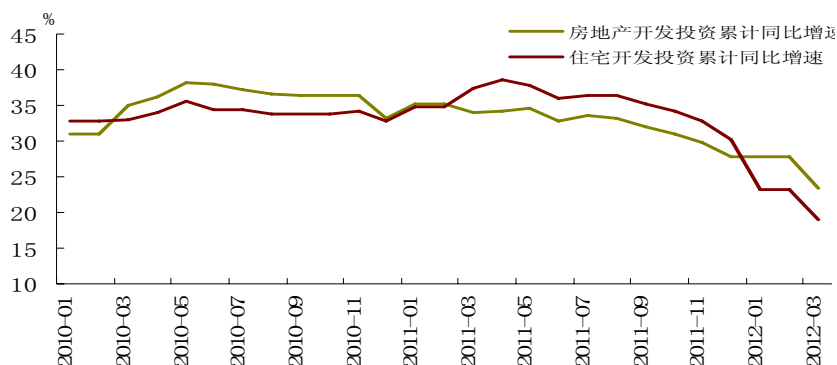
2. 房地产市场去库存拖累固定资产投资。年初以来，房地产调控力度不减，房市进一步调整，房价持续回落。中国指数研究院的统计结果显示，3 月份全国 100 个城市住宅均价环比下跌 0.3%，环比跌幅与 2 月持平，较 1 月扩大 0.12 个百分点，为连续第 7 个月环比下跌。其中，北京等十大城市住宅均价环比下跌 0.4%，跌幅较 1-2 月有所扩大。从成交情况看，成交量总体下降，一季度全国 20 个重点城市新房和二手房成交量分别同比下降 16%和 49%。从市场供给的情况看，房地产市场的库存仍处于高位，前两个月全国商品房新开工面积与销售面积的差值为 1.3 亿平方米，销供比 0.35，处于 2006 年以来最低水平。在房地产调控不放松的大背景下，销供比持续低位运行，供过于求态势愈加明显，影响了房地产商的拿地动力。一季度全国 300 个城市各



类土地共成交 2.3 亿平方米，同比大幅下降 29.4%。去库存将是当前及未来一段时间房地产市场的主要格局。

一季度，房地产开发投资同比增速较去年同期下滑 10.6 个百分点至 23.5%，其中，住宅开发投资较上年同期大幅下滑 18.4 个百分点至 19%（见图 10）。从历史数据看，除个别年份外，房地产投资占固定资产投资总额的比重基本在 20%到 30%之间，如果考虑到上游钢铁、水泥以及下游家具制造等行业，房地产相关投资占投资总额的比重将更高。受房地产开发投资拖累，一季度固定资产投资累计增速 20.9%，较去年全年回落 2.9 个百分点。

图 10 房地产开发投资增速（2010.1-2012.3）



3. 地方政府支持经济发展能力受到掣肘。首先，地方税收增长减速。与房地产相关的税收是过去地方政府的一大收入来源，由于房地产投资、商品房销售、开发商资金和土地购置等全线减速，今年地方税收增长减速恐难以避免。广东、江苏、上海、重庆等地一季度财政收入同比增幅均回落至 10%左右，较上年同期的降幅均在 10 个百分点以上。**第二，地方政府融资平台偿债压力普遍增大，监管层的管控更趋严苛，再融资难度较大。**据统计，今年将有 17%左右的平台债务到期，约有 28%的平台负债在 2013-2015 年到期。大量的债务依赖土地出让收入偿还，在房地产调控力度不减的情况下，地方政府的偿债能力减弱。为此，监管层对融资平台的监管更趋严格，银监会要求对融资平台贷款“降旧控新”，确保贷款余额只降不升。另外，允许对部分贷

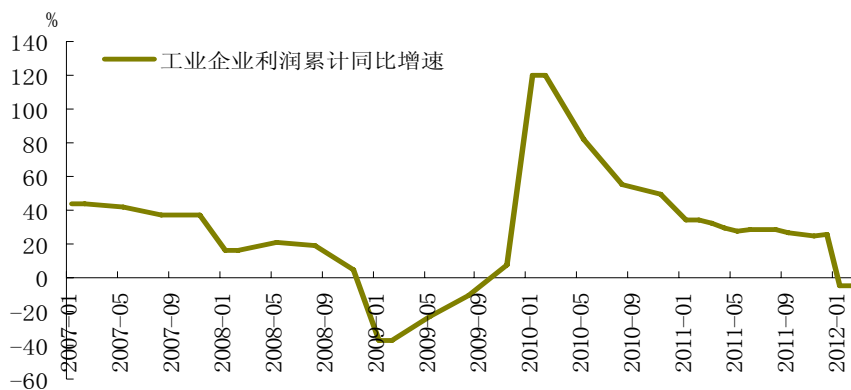
款进行有条件的展期，以避免平台贷款大量劣化的可能。与此同时，融资平台发债亦受到一定制约。2009 年以来，“城投债”日益成为国内债券市场的发行主力，但近年城投公司主体信用评级总体有所下降，融资平台的整体资质呈现下滑的势头。为控制债券风险，监管层已加强对城投债的监管，控制发债规模，限制地方政府的发债冲动。预计今年城投债发行规模可能会较去年有所回落。**第三，地方政府发债规模不大可能大幅扩张。**过去三年，全国地方政府发债规模约每年 2000 亿元，2009-2010 年采取财政部代地方政府发债的方式发行，2011 年政府自行发债试点启动，地方政府自行发债合计 229 亿元。预计今年地方政府发债规模不会较前几年大幅扩张，财政部代发和地方政府自行发债两种方式的总规模不超过 2500 亿元⁵。总的来看，由于配套资金难以协同到位，政府主导投资拉动经济增长的动能不足。

4. 微观指标严峻印证经济增长动能趋弱。年初以来，工业企业利润、用电量、发电量、钢铁、水泥生产、煤炭需求等微观指标频创新低，从微观领域印证了当前严峻的经济形势。2012 年前两个月，全国规模以上工业企业利润同比下降 5.2%（见图 11），创 2009 年 11 月以来最大降幅；一季度全社会发电量同比增长 7.1%（见图 12），增速创 2011 年以来新低；一季度钢材产量同比增长 6.5%，较上年同期下降 7.2 个百分点，增速创 09 年以来次低；一季度水泥产量同比增长 7.3%，较上年同期下降 10.8 个百分点，增速创 08 年以来次低；受火电发电量、生铁、水泥等产量减速的影响，去年四季度以来，煤炭需求增速回落，煤价一路下滑，有市场风向标之称的环渤海动力煤价格指数自去年 11 月以来连续下跌。为应对该情况，国内部分地区已开始实行煤炭限产。

⁵ 据 2012 年 2 月 23 日“财新网”《今年地方政府发债规模可能增至 2500 亿元》报道，江西省 2012 年预算草案报告指出，今年财政部将代地方发行 2500 亿元政府债券。

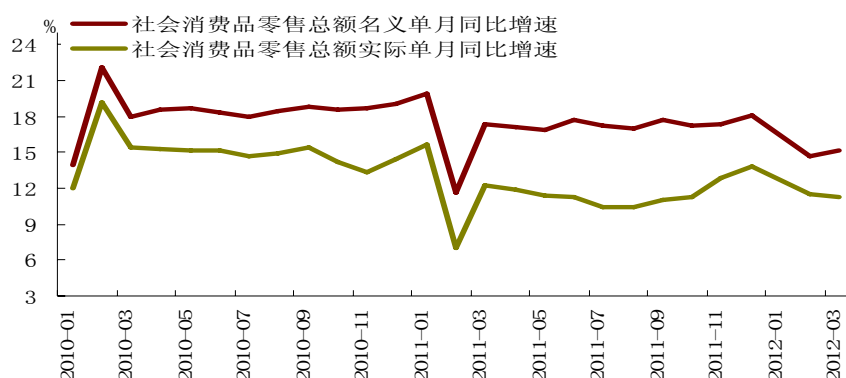


图 11 工业企业利润累计同比增速(2007.1-2012.2)



在消费刺激政策逐步退出等短期因素，以及收入分配、财税体制、社会保障等体制性因素制约的双重影响下，我国工业化、城镇化快速推进所引致的消费潜力尚难以得到全面的释放。央行一季度储户调查问卷的结果显示，居民对二季度收入预期增长仍然不高，消费意愿也没有明显回升，消费实质性提速的难度较大。

图 13 消费名义、实际增速（2010.1-2012.3）



2. 产业升级步履维艰。典型的表现为战略性新兴产业低水平重复建设。近年，全国各地发展战略性新兴产业的积极性很高，纷纷出台政策措施予以大力扶持。由于缺乏国家层面的统筹规划，近几年风电设备、多晶硅等部分行业已出现重复建设、产能过剩倾向，一些地区违法违规审批，未批先建、边批边建现象有所抬头。目前全国“打造新能源基地”的省份超过 17 个，70% 以上的光伏企业已倒闭歇业。与此同时，产业核心技术掌握得少，发展受制于人的问题比较突出。技术突破是新兴产业发展的重要基础，战略性新兴产业的竞争，核心是关键技术的竞争。目前，我国战略性新兴产业的原创能力不足，真正掌握自主知识产权的关键技术并不多，重大原始性创新成果更少，关键技术和装备主要依赖进口，严重制约了我国战略性新兴产业的发展。

总而言之，2012 年 1 季度的经济增速明显低于去年四季度，当前中国经济形势较为严峻，但硬着陆风险较小。从最近的情况看，3 月份经济运行的多个指标呈现出缓中趋稳的特征，工业增加值、社会消费品零售总额、外贸出口名义同比增速，以及固定资产投资实际同比增



速较前两个月均有提高；3 月份发电量、粗钢、钢材等主要工业品的日均产量大多创下去年 9 月以来的新高；3 月房屋成交量也呈现一定的回升势头，20 个重点城市新房成交量同比增长 56%，二手房成交量环比增幅超过 70%。从以上这些指标的变化情况来看，当前经济走势呈现出缓中趋稳的特点。中国经济当前最大的问题是如何通过制度改革的推进，提升真正的潜在增长率，带动经济出现新一轮自发性增长。与 2008 年国际金融危机相比，当前宏观经济调控的政策空间已大幅缩小。从财政政策来看，金融危机之后，政府将一大部分今后 20 年的重大建设项目提前列入了实施计划，而目前政府可投入的新项目有限，积极财政的重点是确保在建续建工程。从货币政策来看，庞大的 M2 存量和中长期的通胀压力有如悬在头顶的达摩克利斯之剑，使得货币政策需时刻对此保持警惕。如果不下决心继续深化经济体制改革，在收入分配等领域有所突破，中国经济就难以进入新一轮、高层次的增长轨道，就会回到靠货币政策放松、政府主导投资、低端产业重复扩张的传统增长路径之中，中国经济就无法摆脱在增长和通胀、增长和环保、增长和公平之间艰难权衡的困境。

三、下一阶段宏观经济走势展望和政策调整预测

（一）下一阶段宏观经济走势展望

——经济温和回落，总体平稳增长。在全球经济未明朗化和中国力推结构调整的背景下，2 季度经济增长难有较大起色。但前两个月经济增长乏力的态势已经引起决策层的高度重视，3 月份经济形势趋稳在一定程度上也是政府在信贷、房贷利率等政策微调的效果体现，所以，经济的下滑幅度可望控制在一定范围内，预计二季度 GDP 同比增速较一季度略有上升。

——固定资产投资增速仍将小幅回落。未来一段时期，受国家宏观政策调控影响，预计房地产投资增速仍将下降；受企业利润增速低位徘徊影响，私人部门自主投资意愿较弱，制造业投资增速小幅放缓；随着国家预算资金到位增速的逐步改善，预计基础设施建设投资可能小幅反弹。综合判断，固定资产投资增速将小幅回落。

——在鼓励居民消费政策逐步淡出、推进收入分配改革步履维艰的背景下，预计短期内消费难有明显起色，总体仍将保持稳健态势。

——出口增长维持低位。未来一段时期，欧元区实体经济增速将继续下行，美国经济难有超预期表现，我国对新兴市场的出口增长尚不足以抵补对发达经济体需求回落，外需将继续疲弱。同时，考虑到当前内需不足使得进口增速也在放缓，预计全年仍将实现贸易顺差，但整体规模将大幅缩窄。

——一、二线城市房价继续回落。由于年内房地产调控政策不会明显松动，房地产开发商资金依然较紧，以降价销售去库存化行为将持续，预计一、二线城市房价有望进一步回落。

——汇率双向波动幅度加大。考虑到出口增速明显放缓，贸易顺差占GDP比重持续下降，随着汇率制度改革的逐步深入，未来人民币汇率双向波动态势将加强，人民币升值幅度将较去年有明显缩窄。

——物价总体保持稳定，但通胀压力将长期存在。未来几个月，随着气候转暖后新季蔬菜大量上市和翘尾因素的降低，预计CPI将继续维持在较低水平。但中长期来看，全球量化宽松政策，大宗商品价格上涨⁶，国内劳动力成本上涨，以及货币存量等推动物价上涨的一些基本因素没有根本消除，对后期物价上涨仍需保持警惕。

（二）下一阶段宏观政策展望

综上可知，当前物价上涨压力仍然存在，但经济增速却出现回落，市场上对下一步经济可能产生滞胀的疑虑进一步增强。在这样的背景下，预计货币政策将转向渐进式宽松，具体特征可表现为“两渐”：**一方面**，货币政策频率渐强。在外贸顺差收窄、汇率弹性增大、新增外汇占款趋势性下降的背景下，央行被动投放流动性的压力较低，为了满足经济增长的需要，2012年准备金率至少降低2次。**另一方面**，货币政策调控力度渐大。央行将通过适时加大逆回购操作力度、下调存款准备金率、央票到期释放流动性、窗口指导商业银行信贷投放等多

⁶2012年，随着国际原油价格不断上涨，国内成品油价格两次上调。3月20日国家发改委通知汽、柴油每吨分别提高600元，折合零售价90号汽油和0号柴油每升分别上涨0.44和0.51元。



种方式，稳步增加流动性供应。考虑到当前经济形势不容乐观，为了稳增长，不排除央行进行“存款利率不变、但贷款利率下调”不对称减息的可能性。

2012 年深化经济体制改革，加强顶层设计的举措主要包括：推进财税体制改革，推进营业税改征增值税和房产税改革试点，调整消费税范围和税率结构，改革资源税制度，推进环境保护税改革；以推进“温州金融改革综合试点⁷”和增强人民币汇率弹性为先导，中央在资本项目的开放、规范发展民间金融、人民币国际化等金融体制改革方面将迈出积极的步伐；继续深化资源性产品价格改革，更好地发挥市场和价格机制在合理配置资源、促进节能减排、调整经济结构中的作用；制定收入分配制度改革总体方案，实现城镇居民社会养老保险和新型农村社会养老保险制度全覆盖；完善国有资产管理体制，推动国有资本向涉及国家安全的行业、自然垄断行业、提供重要公共产品和服务的行业集中；加快深化行政审批制度改革，全面推进地方财政预算、决算公开，稳妥推进事业单位分类改革；深入推进省直接管理县（市）改革试点，稳步开展经济发达镇行政管理体制改革试点等。

⁷温州金融改革的任务或者措施主要包括：规范发展民间金融，加快多类型多层次金融体系建设；研究开展个人境外直接投资试点；鼓励国有和股份制商业银行增加对“三农”和小微企业支持力度；清晰界定地方金融管理的职责边界，加强风险防范等等。