

# 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。



## 宏观数据亮点频出 经济增长稳中探底

### ——2012 年前三季度宏观经济金融走势、政策分析及未来展望

#### 要点:

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 朱 妮

李 露 杨 苒

联系人：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究：

2012/10/26 《我国商业银行公司治理特点及走向探析》

2012/10/8 《QE3 及全球量化宽松对中国经济影响分析》

2012/9/5 《从战略高度理解人民币国际化》

- 三季度国内经济总体延续上半年的下滑态势，经济形势依然严峻。随着国际形势趋于稳定和一系列逆周期调控政策效果的逐渐显现，9 月数据呈现出诸多亮点。经济企稳迹象在国家未出台大规模经济刺激政策的情况下出现，暗示经济运行可能已经见底，随着政策效果继续发力，四季度经济运行有望企稳微升。
- 但中国经济增长正处于由高速向中高速“换挡”的关键时期，潜在增长率下降是未来几年内制约经济增长的重要因素。受此影响，四季度经济回升力度有限，全年经济增速预计在 7.8% 左右，明年有望继续平稳温和增长，经济将呈类 U 型复苏态势。
- 下一阶段宏观政策仍将维持较宽松的态势，但在当前经济触底企稳，物价总水平基本稳定，流动性总体充裕的背景下，年内出台较大力度放松政策的必要性有所降低，逆回购仍是央行调节短期流动性的主要手段。

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。

## Analysis and Outlook for China's Economy and Macro-economic Policy in the First Three Quarters of 2012: Several Bright Points in Macro-economic Data Implicating Possible Soft Landing of China's Economy

### Executive Summary

In the third quarter, China's economy continued its slow down trend in the first half year of 2012 and the statement of China's economy was still grim. However, with the temporary stabilizing of global economy and a series of domestic macro-economic policy taking effect, several bright points shows in the data of September. The signs of soft landing appears in absence of large scale stimulus policy as implicate economy may touch the bottom. With the continuing releasing of policy effect, there is hope that the economy growth will rebound in the fourth quarter. However China's economy being in the break point from high speed growth to middle-high speed growth, decelerating of potential economic growth will be the important factor to curb economy growth. We forecast that the economy may warmly recover in the fourth quarter, the growth rate of the entire year may be around 7.8%,the economy of 2013 may continue it's stable growth ,and the economy may show U-shape rebound. The macro-economic policy will keep moderately loose in future and the necessity of rolling out large scale stimulus policy has been largely



decreased given the background of soft landing signs, stable inflation and adequate liquidities. Reserve repurchase will remain the major instrument for the central bank to adjust short term liquidities.

## 目 录

一、中国经济继续减速，9月数据呈现诸多亮点	1
（一）经济总体仍延续减速态势	1
（二）通胀水平接近底部，年末或出现反弹	4
（三）房地产市场回暖，价格再现上涨压力	6
（四）9月数据呈现诸多亮点	6
（五）经济减速倒逼结构调整力度加大	8
二、对当前中国经济所处阶段的判断及下一阶段宏观经济运行展望	10
（一）当前中国经济正处于由高速增长向中高速增长转换的关键阶段	10
（二）下一阶段宏观经济运行展望	12
三、下一阶段中国宏观政策调整预测	13

## 图目录

图 1 GDP 单季同比增速（1999.12-2012.9）	2
图 2 社会消费品零售总额同比增速（2009.1-2012.9）	2
图 3 进、出口累计同比增速（2009.1-2012.9）	3
图 4 固定资产和房地产投资累计同比增速（2009.1-2012.9）	3
图 5 发电量和工业用电量累计同比增速（2011.2-2012.9）	4
图 6 钢材和水泥产量累计同比增速（2011.2-2012.9）	4
图 7 CPI 同比增速（2009.1-2012.9）	5
图 8 CPI 翘尾因素（2011.-2012.9）	6
图 9 境内外人民币兑美元即期汇率及 1 年期 NDF 报价（2011.1-2012.9）	8
图 10 1960 年以来中国 GDP 增速及潜在增长率增速	11
表 1 三驾马车对经济增长的贡献	9
表 2 中国经济金融主要指标预测	12



2012 年 10 月 18 日，中国主要宏观经济数据出炉。数据显示，经济运行总体延续下滑态势，通胀水平面临反弹压力，在国际环境有所稳定，前期政策效果逐步显现的影响下，3 季度数据呈现出许多不同于前两个季度的新亮点，结合对中国经济运行阶段的判断，我们认为中国经济已经基本触底，将在较低的增长水平上保持稳定，并寻找新的增长动力。

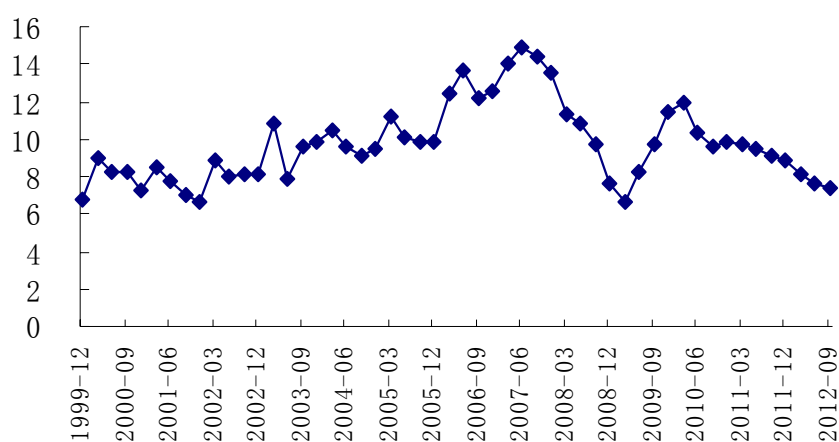
## 一、中国经济继续减速，9 月数据呈现诸多亮点

### （一）经济总体仍延续减速态势

2012 年前三季度，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，经济形势总体十分严峻：一是经济增速显著放缓。前三季度我国 GDP 同比增长 7.7%，较上半年回落 0.1 个百分点，其中三季度单季增长 7.4%，连续第七个季度下滑，创 2009 年二季度以来新低（见图 1）。全国规模以上工业增加值累计增速为 10%，较上半年下降 0.5 个百分点，自今年 4 月份以来连续第 6 个月下滑，创 2009 年 11 月以来最低。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，前三季度社会消费品零售总额名义累计增速 14.1%，较上半年下降 0.3 个百分点，为近 30 个月以来最低（见图 2）。进出口仍处于低位运行。前三季度我国进出口总值同比增长 6.2%，比上半年下降 1.8 个百分点，远低于近 5 年来 20% 以上的年度增速，其中，出口累计增速 7.4%，较上半年下降 1.8 个百分点，进口累计增速 4.8%，较上半年下降 1.9 个百分点（见图 3）。投资呈现持续下行态势，前三季度固定资产投资累计同比增速 20.5%，比上半年略升 0.1 个百分点，远低于 2004 年至 2011 年累计同比增速均值 28.1%（见图 4）。



图 1 GDP 单季同比增速（1999.12-2012.9）



数据来源：CEIC, Wind。下同。

图 2 社会消费品零售总额同比增速（2009.1-2012.9）

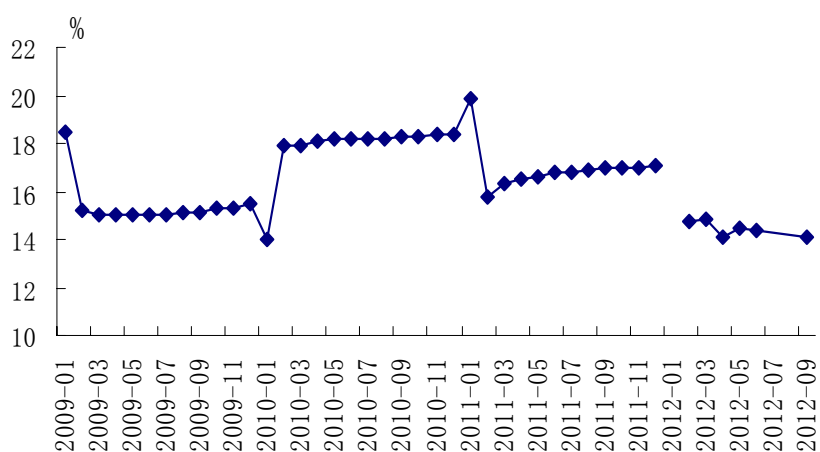






图 3 进、出口累计同比增速（2009.1-2012.9）

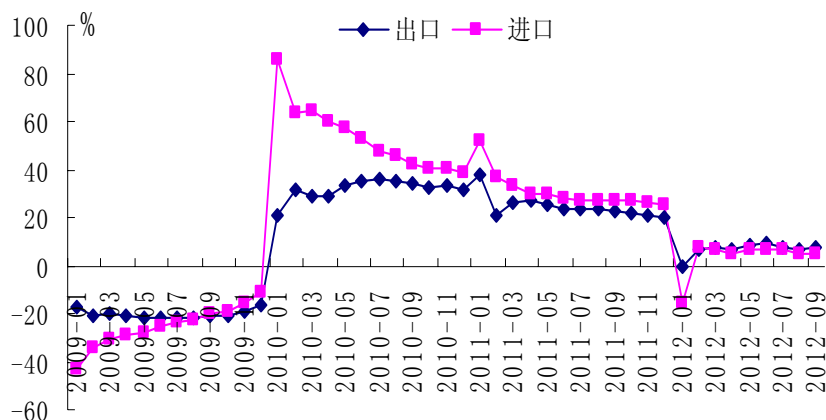
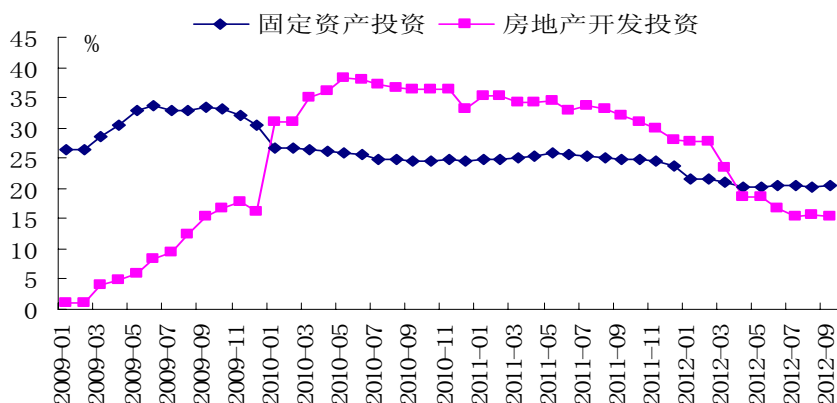


图 4 固定资产和房地产投资累计同比增速（2009.1-2012.9）



微观指标显示企业总体经营状况仍不佳。一是工业企业生产持续低迷。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维持在个位数水平，与去年相比总体下滑明显（见图 5、图 6）。二是企业经营效益没有改善。今年以来，全国规模以上工业企业利润一直呈负增长，1-8 月规模以上工业企业实现利润同比下降 3.1%，8 月当月实现利润同比下降 6.2%。从数据看，当前企业经营形势应该是近十年来仅次于 2009 年一季度的最困难时期。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，部分战略性新兴产业的产能结构性过剩问题也开始凸显。四是经济增速的下行

对就业的影响逐步显现，表现在城镇新增就业的增幅从今年4月份以来逐月下降，用工需求和求职人数也在下降。

图5 发电量和工业用电量累计同比增速（2011.2-2012.9）

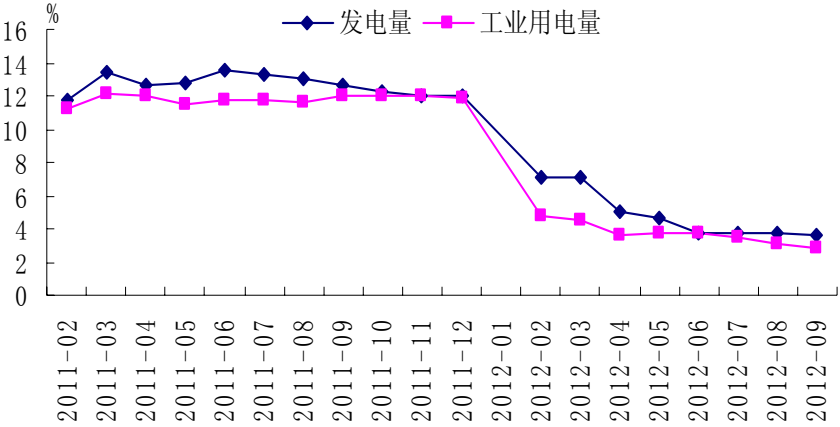
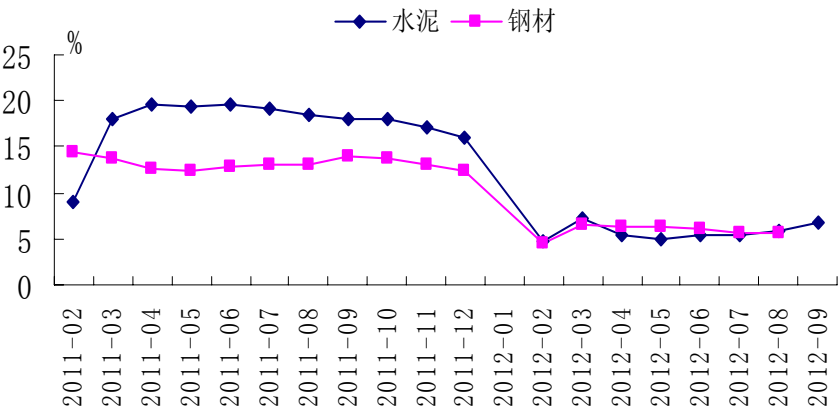


图6 钢材和水泥产量累计同比增速（2011.2-2012.9）



## （二）通胀水平接近底部，年末或出现反弹

商品价格延续去年8月以来的逐步回落态势。2012年9月，居民消费价格同比上涨1.9%，较上月下降0.1个百分点，创32个月以来次低水平；伴随单月CPI同比增速的连续下滑，前三季度CPI同比上涨2.8%，比上半年回落0.5个百分点，比上年同期回落2.9个百分点。当月食品价格同比增长2.5%，较上月下降0.9个百分点，创34个月以



来次低，是 CPI 增速下滑的主要原因（见图 7）。

工业生产者出厂价格同比增速自 2011 年 8 月以来连续下滑，且从今年 3 月开始持续负增长，9 月进一步降至-3.6%，为近 35 个月最低。当月 PPI 环比负增长 0.1%。PPI 同比和环比数据双双维持在负区间，反映了经济下行过程中实体经济生产性需求依然疲软。

展望四季度，中国保持物价总水平基本稳定具有较多的有利条件：一是中国经济正处于筑底阶段，经济增速的回落有利于缓解总供给和总需求的矛盾，维持物价总水平的基本稳定；二是 M1、M2 持续低速增长，影响通胀的外在货币条件将继续得到控制；三是夏粮实现“九连丰”，主要农产品的供应比较充足；四是工业生产和供给能力充足，上游价格对 CPI 传导的压力有所减轻；五是未来 CPI 的翘尾因素总体呈逐月下降态势（见图 8）。这些因素有利于保证全年物价总水平控制在 3% 左右。但由于作为玉米、大豆和小麦最大出口国的美国在今年夏天遭遇了半个世纪来的最大旱灾，俄罗斯和其他黑海粮食出口国也遭遇了持续旱灾，全球粮价上升的趋势短期内难以改变，这将助推国内物价上涨。实际上从更能反映短期通胀走势的 CPI 环比数据看，自 7 月开始 CPI 环比涨幅就已回升至零以上，9 月为 0.3%，通胀水平较前期已有温和回升。预计全年 CPI 增速将控制在 2.8% 左右，并可能从年底开始出现一轮反弹。

图 7 CPI 同比增速（2009.1-2012.9）

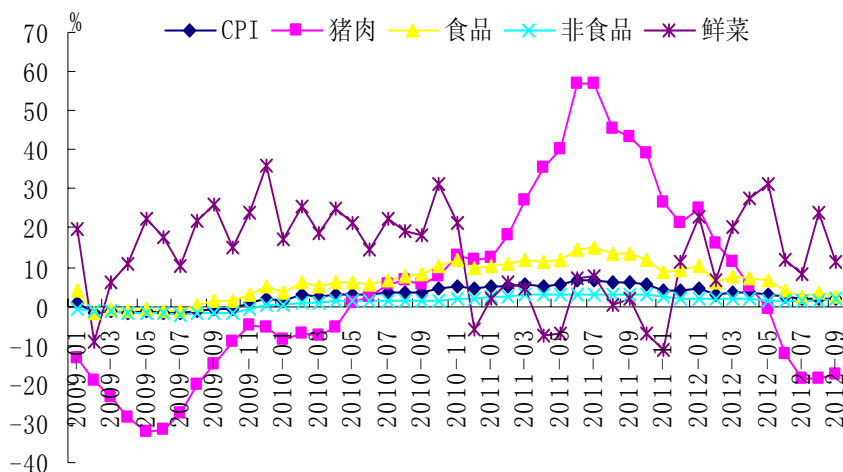
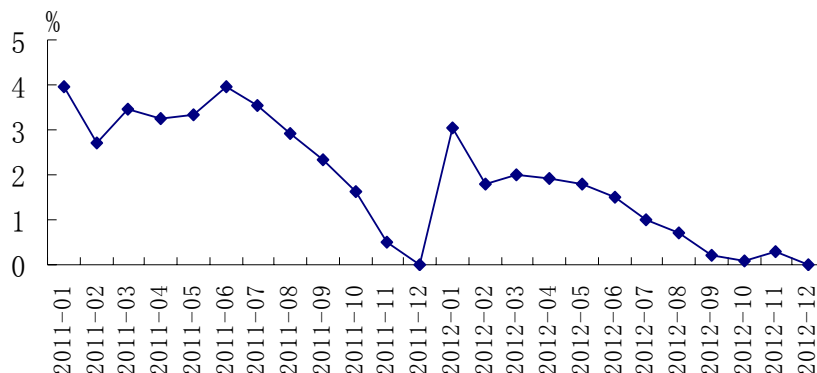


图 8 CPI 翘尾因素 (2011.1-2012.9)



### (三) 房地产市场回暖，价格再现上涨压力

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，从二季度开始房地产市场呈现回暖迹象，三季度全国商品房销量继续好转：1-9月，全国商品房销售面积同比下降4%，降幅比上半年缩小6个百分点；商品房销售额同比增长2.7%，比上半年（-5.2%）高7.9个百分点。据中国指数研究院数据，9月全国100个城市（新建）住宅平均价格环比上涨0.17%，这是自今年6月止跌后连续第四个月环比上涨。房地产市场呈量价企稳迹象。与此同时，房地产开发投资增速并未出现明显上升，1-9月开发投资增速为15.4%，较上半年下降1.2个百分点，为2009年9月以来最低。在投资低增速与销量企稳的双重影响下，房地产市场价格又将面临上涨压力。

### (四) 9月数据呈现诸多亮点

在经济增速总体下滑的大趋势之下，前期出台的一系列逆周期调控政策效果从第三季度开始逐步显现，再加上国际形势的暂时好转，带动9月份数据呈现出诸多亮点。

**经济预期指标趋向好转。**9月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，较上月高0.6个百分点，虽然仍在荣枯线以下，却是今年二季度以来的首次回升，其中新订单指数和原材料库存指数分别为49.8%和47%，比上月回升1.1和1.9个百分点，制造业生产下滑态势趋缓。当月消费者信心指数为100.9，四个月以来首次回升至100以上，消费者信心有所恢复。



**民间投资与出口形势有所好转。**前三季度民间固定资产投资累计增速为 25.1%，与前八个月增速持平，结束了今年以来持续下滑的态势。其中，中、西部地区民间投资增长较为明显，分别达到 28.3% 和 29.6%，比前八个月分别高 0.5 和 0.2 个百分点。民间投资增速止跌趋稳反映了经济社会中真实的投资需求开始企稳。

9 月，我国出口同比增长 9.9%，较 8 月大幅提高 7.2 个百分点；当月出口 1863.5 亿美元，创单月出口规模新高。出口超预期增长一方面与圣诞节前消费增长有关，另一方面也反映了 9 月出台的“稳外贸”政策<sup>1</sup>对外贸企业信心起到了一定的提振作用。

**货币供应量增速在连续八个月低位徘徊后首次大幅回升，为实体经济回暖创造了有利条件。**9 月末，我国广义货币供应量（M2）同比增长 14.8%，去年 8 月以来首次回到 14% 的目标值以上；狭义货币供应量（M1）同比增长 7.3%，较上月末高 2.8 个百分点，创今年以来最高。当月“剪刀差”为 7.5%，为今年以来最小，货币活跃度的上升说明企业的生产经营状况正趋于好转。

**信贷增长尤其是中长期贷款增长加快说明目前国内信贷市场需求有所升温。**9 月末，金融机构人民币贷款增速 16.3%，比上月末高 0.2 个百分点，创 2011 年 9 月以来最高。从贷款结构看，当月新增中长期贷款 2868 亿元，占新增贷款的 46%，较上月高 5.4 个百分点，延续了三季度以来占比持续回升的态势。公司部门新增贷款中，中长期贷款占 43.6%，较上月跳升 15 个百分点，创 2011 年 11 月以来最高。

**人民币升值预期再度升温。**9 月，人民币兑美元汇率中间价结束了连续两个月的贬值态势，9 月 28 日汇率中间价为 6.3410，较 8 月末升值 0.06%，且当日即期汇率盘中（6.2835）及收盘（6.2850）均创下汇改以来新高。人民币汇率较前期走强主要有三方面原因：一是随着美联储推出 QE3，市场看贬美元的预期上升，人民币贬值预期有所弱化；二是 9 月我国贸易顺差有所扩大，对人民币汇率提供了支撑；三是美国大选临近，对人民币升值的施压也随之上升。从海外市场看，9 月 28 日海外无本金交割远期外汇交易（NDF）市场一年期报价为 6.4082，较 8 月末升值 0.68%。从更能反映市场真实需求的 CNH 走势来看，在 9 月的 30 个交易日中，仅在月初的 7 个交易日离岸人民币（CNH）

<sup>1</sup> 9 月 19 日，国务院办公厅正式下发《关于促进外贸增长若干意见》，提出八项稳定外贸增长的举措。随后，财政部和国家发改委联合发布《关于取消和免收进出口环节有关行政事业性收费的通知》，海关总署发布 16 项措施促进外贸稳定增长。

兑美元报价高于在岸市场报价（CNY），9月中旬以后CNH报价均低于CNY<sup>2</sup>，人民币升值预期渐起（见图9）。人民币升值预期升温在助推海外资金重新流入中国的同时，还增强了市场主体的结汇意愿，导致9月我国金融机构外汇存款余额较上月下降13亿美元，这是近一年以来外汇存款首次出现负增长。综合影响下，9月我国外汇占款结束了前两个月的负增长态势，净增1306亿元。进入10月以后，人民币汇率继续走强。截至10月26日，人民币兑美元汇率中间价为6.3010，较9月末升值0.63%。

图9 境内外人民币兑美元即期汇率及1年期NDF报价(2011.1-2012.9)



#### （五）经济减速倒逼结构调整力度加大

**内需成为稳增长主导力量。**从“三驾马车”动力结构来看，1-9月，我国货物和服务净出口对GDP增长的贡献为-0.67，远低于2006-2011年增长贡献正0.35个百分点的平均水平。第三季度货物和服务净出口对GDP的贡献率是-5.5%，下拉GDP负增长0.4个百分点。在出口“动力”减弱的同时，内需逐步成为稳增长的主导力量：第三季度最终消费对GDP的贡献率为55%，拉动GDP增长4.2个百分点；资本形成对GDP的贡献率为50.5%，拉动GDP增长3.9个百分点。值得注意的是，消费对经济增长的贡献已连续七个季度高于投资。

<sup>2</sup> 这里的报价指直接标价法下的价格水平。报价升高说明人民币贬值，报价下降说明人民币升值。



表 1 三驾马车对经济增长的贡献 (%)

	2009	2010	2011	2012年1季度	2012年2季度	2012年3季度
GDP	9.2	10.4	9.2	8.1	7.6	7.4
最终消费	49.8	43.1	55.5	78.7	60.4	55
资本形成总额	87.6	52.9	48.8	30	51.2	50.5
净出口	-37.4	4	-4.3	-8.7	-11.6	-5.5

**产业结构进一步优化，服务业占比有所提升。**今年以来要素价格上升，资源和环境压力加大，工业结构不断优化，新兴产业增长速度加快。前三季度规模以上工业企业中高新技术产业工业增加值同比增长11.7%，比规模以上企业工业增加值增速高1.7个百分点。受房地产销售回暖和社会消费品零售回升带动，第三产业工业增加值同比增速从二季度的7.9%升至8.3%，工业增加值占GDP比重较上半年提升0.39个百分点，其中服务业工业增加值占GDP的比重为43.8%，比上半年提升0.1个百分点，比去年同期提升1.2个百分点。

**节能降耗成效显著。**今年以来经济发展速度放缓、资源性产品价格改革深化和产业结构调整优化给我国节能减排带来机遇，前三季度单位GDP能耗同比下降3.4%，下降幅度比去年同期扩大了2.6个百分点。9月份以钢铁、有色、建材、化工等四大高耗能产业为主的重工业用电量占全社会用电量的55.2%，同比下降1.7个百分点。

**区域结构协调性增强。**东部受产业转移、贸易转型、政策调整等因素影响，经济增长速度出现放缓趋势。从工业增加值来看，9月东部、中部和西部地区增加值分别同比增长8.3%、9.5%和12.4%。从固定资产投资来看，1-9月东部地区投资同比增长18.4%，增速比1-8月份回落0.2个百分点；中、西部地区则分别增长25.8%和24.1%，比1-8月分别提高0.5和0.3个百分点。从地方财政一般预算收入来看，1-9月东、中、西部地区同比分别增长13.3%、22.6%和14.0%，中西部地区财政收入增长加快有利于促进政府公共服务均等化，实现东中西部地区的共同进步。

**农村居民收入增速持续快于城镇。**前三季度，我国农村外出务工劳动力1.69亿人，



同比增长 3.0%；我国农村居民人均现金收入名义增长 15.4%，实际增长 12.3%，分别高出城镇居民人均可支配收入增长 2.4、3.6 个百分点。

### 二、对当前中国经济所处阶段的判断及下一阶段宏观经济运行展望

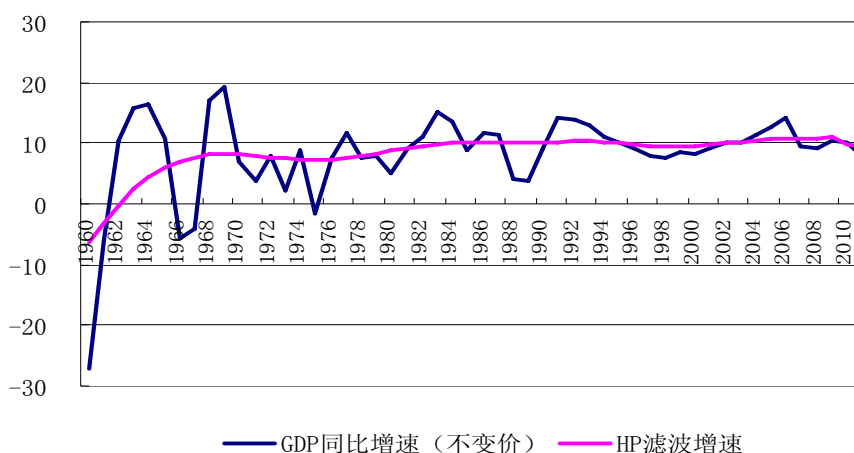
#### （一）当前中国经济正处于由高速增长向中高速增长转换的关键阶段

当前我国正处于由工业化中期向后期、由中等收入国家向高收入国家过渡的阶段，传统国际竞争比较优势正在削弱——加入WTO带来的全球化红利日渐减弱，人口老龄化趋势使人口红利逐渐衰退，土地、劳动力等生产要素成本全面上升；而新的竞争优势却又尚未形成——技术创新能力有待提高，政治体制改革困难重重，市场开放和竞争秩序水平仍然较低。支撑中国经济增长的基础条件正在发生变化，经济发展方式粗放、产业结构不合理等所积累的结构性矛盾以及蕴含的经济波动风险已十分突出。受此影响，从 2010 年二季度开始，我国GDP累计增速就已经进入连续下滑通道，经济增长明显偏离了 1978 年-2011 年 9.9%的平均增长水平。这是我国自 1992 年以来经济回调持续时间最长的一次。经过对GDP数据的HP滤波<sup>3</sup>平滑处理可以看出，自 2010 年开始我国经济潜在增长率已呈下行趋势（见图 10）。考虑到资源和环境对传统的投资拉动型增长模式形成制约，而政府对经济增速放缓的容忍度在不断提高，总的来看，经过 30 余年高速增长后，我国已进入经济增速的换挡期。

<sup>3</sup>HP 滤波法：由美国经济学家 Hodrick and Prescott 1997 年提出，是一种估计时间序列长期趋势的线形平滑技术，基本原理是求取时间序列 Y 的发展趋势 S，常用于排除 GDP 增长率的短期波动和意外冲击对 GDP 增长率的部分影响，得到 GDP 潜在增长率的估计值。



图 10 1960 年以来中国 GDP 增速及潜在增长率增速



从我国经济发展的自身特点分析,经济增速换挡将是一个平稳可控的过程。与巴西、阿根廷等曾落入中等收入陷阱的拉美国家相比,我国具备跨越陷阱的一系列有利条件:一是自改革开放以来,我国一直实施出口导向型战略<sup>4</sup>,而非僵化的进口替代战略<sup>5</sup>,融入世界经济全球化进程不可逆;二是具有巨大区域梯次发展空间,在东部沿海地区率先达到增速下降的收入窗口的同时,中、西部地区收入水平仍然较低<sup>6</sup>,且各省之间资源禀赋、发达程度等各不相同,在客观上形成了要素供给和产业发展中的互补性;三是以住行为主的消费结构升级演变将逐渐担当扩内需的主导力量;四是城镇化、工业化快速推进,将产生庞大的社会需求,成为中国经济长期增长的重要引擎;五是政治和社会保持稳定,经济体增长弹性不断增强,出现了抵御风险的大量缓冲地带,如新兴经济体出口市场对发达经济体的替代,中西部投资对东部的替代,二、三线房地产市场对一线大城市的替代等等。因此,我国有条件把经济增速的降幅控制在 20%~30%。未来几年中国

<sup>4</sup>出口导向战略:也称出口替代战略,是指国家采取各种措施促进面向出口的工业部门的发展,以非传统的出口产品来代替传统的初级产品的出口,扩大对外贸易,使出口产品多样化,以推动工业和整个经济的发展。

<sup>5</sup>进口替代战略:一国采取各种措施,限制某些外国工业品进口,促进国内有关工业品的生产,逐渐在本国市场上以本国产品替代进口品,为本国工业发展创造有利条件,实现工业化,是内向型经济发展战略的产物。

<sup>6</sup>2011年上海与甘肃人均可支配收入之比为2.41:1。

经济将从过去近 10% 的高增长阶段，逐渐步入到以 8% 为中轴波动的中高速增长时代。

## （二）下一阶段宏观经济运行展望

**中国经济将呈类“U”型企稳复苏。**目前经济呈现出的企稳迹象是在国家未出台大规模经济刺激政策的情况下出现，暗示经济运行可能已经见底，但受经济发展“换挡”阶段和全球经济大环境的制约，回升力度有限，全年经济增速超过 8% 的可能性不大，预计将在 7.8% 左右，略高于 7.5% 的增长目标。**固定资产投资保持平稳增长。**随着政府对重大建设项目支持力度加大，电力热力、交通运输仓储邮政业、水利与城市公共设施管理等投资增速有望进一步提高。而企业转型升级活动的提高，也促使制造业投资企稳回升。**消费增速稳中有升。**“十二五”内贸规划出台将推动国内贸易和流通体系日益完善，房地产市场销量好转将带动家具、家电、装修材料等消费增长，消费者信心的回升也预示未来消费形势将有所好转。**出口增速明显恢复。**考虑到欧债危机暂时得到稳定，美国经济利好迹象增加，四季度又是西方传统消费旺季，在圣诞节等因素带动下，出口将明显恢复。**人民币兑美元汇率持续走强。**在全球流动性宽松、中国经济企稳回升的大背景下，国际资本逐渐回流国内市场，人民币升值预期明显增强，企业结汇意愿增加，推动人民币汇率阶段性走强。**社会流动性趋于宽松。**预计四季度外汇占款仍维持回升态势，新增信贷将较上年有所增加，全年 M2 增速将略高于央行 14% 增长目标。

从明年来看，在全球经济持续复苏、欧债危机不再恶化的基本前提下，考虑到我国宏观调控还有较大的回旋余地，经济结构调整取得初步成效，经济内生增长动力好于 2012 年，预计 2013 年中国经济将实现平稳温和的增长，GDP 增长率达到 8.0% 左右，略高于今年水平（见表 2）。

表 2 中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2011年	2012年前3季度	2012年预测	2013年预测
GDP增速（%）	9.2	7.7	7.8	8.0
城镇固定资产投资增速（%）	23.8	20.5	21.0	21.5
社会消费品零售总额增速（%）	17.1	14.1	14.5	15.0
出口增速（%）	20.3	7.4	7.8	8.5



规模以上工业增加值增速 (%)	13.9	10.0	10.5	11.0
CPI增速 (%)	5.4	2.8	2.8	3.0
PPI增速 (%)	6	-1.5	-1.8	0.3
M2增速 (%)	13.6	14.8	15.0	14.5
新增贷款 (万亿元人民币)	7.47	6.72	8.1	8.9

### 三、下一阶段中国宏观政策调整预测

此轮经济增长下滑凸显出以往增长模式的局限性，加快转变经济发展方式是当前解决发展中深层次矛盾的根本途径，谋转型促改革已是迫在弦上。2011年至2012年以来资源价格改革、增值税试点推进、利率市场化改革、地方政府财政预算公开等逐渐显现出高层的改革决心。中共十八大将于2012年11月召开，可以预见，未来五年深层次的制度改革将被放在更加重要的地位。中长期来看，改革的导向将是：以投资拉动为主的经济增长方式逐渐转变为内需驱动；通过税收扶持、鼓励引导民间投资等方式大力发展实体经济，遏制实业空心化苗头，夯实经济发展的坚实基础；重点扶持节能环保、新一代信息技术、高端装备制造、新能源、新材料等战略性新兴产业，增强其对实体经济的带动力。短期来看，新一届领导班子上任后，“稳增长”仍是当下政策的重要目标，“稳增长”的主要途径仍是突出“投资拉动”的作用，在继续启动一批大型基础设施项目的同时，采取实质性措施进一步引导民间投资进入传统垄断行业，有效撬动巨量民间资本，形成强大的投资力量，稳住经济下滑势头。总体看，下一阶段宏观政策仍将维持较宽松的态势，但在当前经济触底企稳，物价总水平基本稳定，流动性总体充裕的背景下，年内出台较大力度放松政策的必要性有所降低。

财政政策方面，**首先，强调投资对经济的拉动作用，进一步优化投资结构。**加大对大型基础设施项目、保障房、农业水利、社会服务等方面的财政资金投入。同时，加大对战略新兴产业、科技创新、节能减排、环境保护等领域的财政扶持力度。**第二，更加注重鼓励民间投资。**结合民间投资“新36条”的各领域实施细则，引导民间资本加快进入金融、铁路、市政、能源、电信、教育、医疗等领域，为民营经济和民间资本创造投资新机会。**第三，继续落实和完善结构性减税政策，加大对小微企业的财税扶持力度。**继续推进营业税改增值税试点，扩大试点范围。降低战略性新兴产业、服务业特别是生产性服务业的税负水平。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。

货币政策方面，**首先，逆回购仍是央行舒缓短期流动性的主要手段。**与下调存准率相比，逆回购能够通过对资金数量和期限的调整，实现对流动性更加精准的调节，实现货币政策“预调微调”的目的。同时，由于逆回购的影响范围较小，作用期限较短，所具有的政策信号意义也相对较小，为了避免影响房地产市场预期和刺激地方政府的投资热情，预计频繁的逆回购操作仍是下一阶段央行舒缓短期流动性的主要手段。**第二，是否调降存准率主要取决于逆回购能否平滑市场资金面。**目前高达20%的存准率仍具备较大的下调空间，若未来几个月外汇占款出现较大幅度的回落，逆回购操作难以满足市场的流动性需求，仍可能下调存准率一次，幅度50个基点。**第三，年内降息的可能性较小。**在当前经济筑底企稳，四季度通胀压力将小幅回升的情况下，央行下调存贷款基准利率将更加审慎，年内降息的可能性较小。**第四，在确保信贷总量可控的前提下，进一步优化商业银行信贷结构，重点支持大型基础设施和社会服务业项目的资金需求。**