



“微刺激”缓解中国经济下行压力

——2014 年上半年中国宏观经济金融走势、政策分析及未来展望

要点:

- 2014 年上半年,我国经济增长缓中趋稳,经济运行尚处在合理区间内,但下行压力仍然存在,实体经济存在的问题开始向金融领域传导,金融风险出现一定程度的扩散和蔓延。
- 下半年,宏观经济政策将保持适时适度地预调微调,“微刺激”的力度将会进一步加大,我国经济增长将在现有基础上呈现出总体趋稳态势。
- 预计 2014 年我国 GDP 同比增长 7.4%左右,居民消费价格上涨 2.4%左右。

金融研究总监:詹向阳

城市金融研究所所长:周月秋

国内宏观经济研究团队:

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮
杨苕 李露 孙含越

联系人:赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究:

2014/6/30《稳增长政策下经济短期回暖定向宽松作用有限力度还需加大——2014年6月国内经济、金融动态月报》

2014/6/12《定向降准作用有限政策还需加大力度——央行二次定向降准简评》

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。

“Micro Stimulus” relieves downward pressure of China’s economy

——**Analysis of china’s economy, financial markets and policy in the 1st half of 2014 and outlook for the 2nd half**

Executive Summary

In 1H14, The economic growth of China is steady, but hasten delay. Economic operation is still at a reasonable interval, but the downward pressure still exists. The problems of entity economy began to transfer to the financial field, the financial risk occurs a degree of diffusion.

In 2H14, the macroeconomic policy will maintain timely and moderate pro-cyclical fine-tuning, Micro Stimulus efforts will be further intensified, and the economic growth of China will show the overall steady based on the existing situation.

In 2014, we expect that GDP of China will grow about 7.4%YOY, consumer price inflation will rise approximate 2.4%YOY.



目 录

一、2014 年上半年中国宏观经济金融运行主要特点	1
(一) 我国经济半年中呈前期下滑、后期反弹态势	1
(二) 产业结构优化带动就业改善, 物价指数稳中趋降	3
(三) 各地区经济普遍减速, 区域增长分化态势明显	3
(四) M2 和存款增速两度出现背离	4
(五) 人民币汇率连续四个月下跌, 外汇占款显著放缓	5
二、经济运行中存在的主要问题	7
(一) 经济内生增长动力仍未发生实质性变化	7
(二) 房地产行业进入转型调整期	7
(三) 金融市场流动性总量宽松, 但贷款难、贷款贵与之并存	8
(四) 信用链风险较为突出, 可能进一步扩散和发酵	9
三、下一阶段宏观经济走势展望和政策调整预测	9
(一) 2014 年下半年宏观经济政策展望	9
(二) 宏观经济走势展望	11

图表目录

图1 工业增加值、消费、出口当月同比增速	2
图2 工业增加值、投资、消费、出口累计同比增速	3
图3 境内、外美元兑人民币即期汇率及中间价走势	6

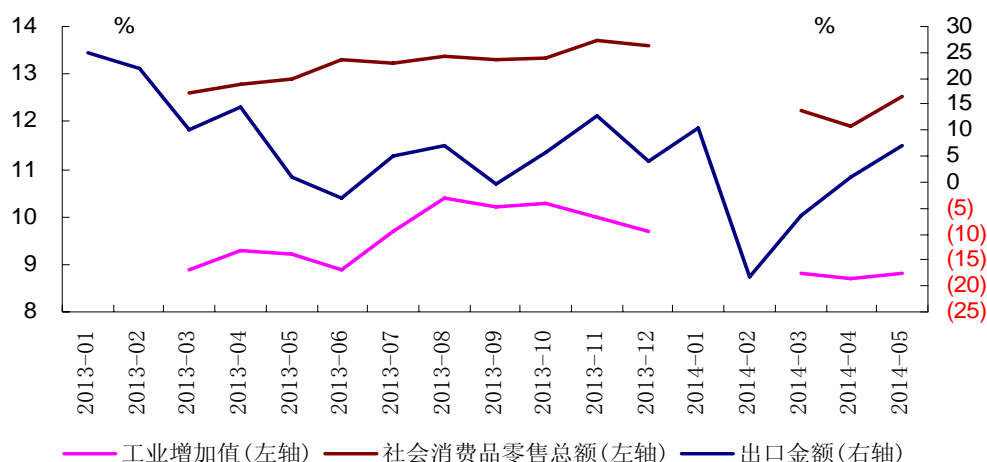


2014 年上半年,我国经济增长缓中趋稳,经济运行尚处在合理区间内,但下行压力仍然存在,实体经济存在的问题开始向金融领域传导,金融风险出现一定程度的扩散和蔓延。下半年,宏观经济政策将保持适时适度地预调微调,“微刺激”的力度将会进一步加大,我国经济增长将在现有基础上呈现出总体趋稳态势。预计 2014 年我国 GDP 同比增长 7.4%左右,居民消费价格上涨 2.4%左右。

一、2014 年上半年中国宏观经济金融运行主要特点

(一) 我国经济半年中呈前期下滑、后期反弹态势

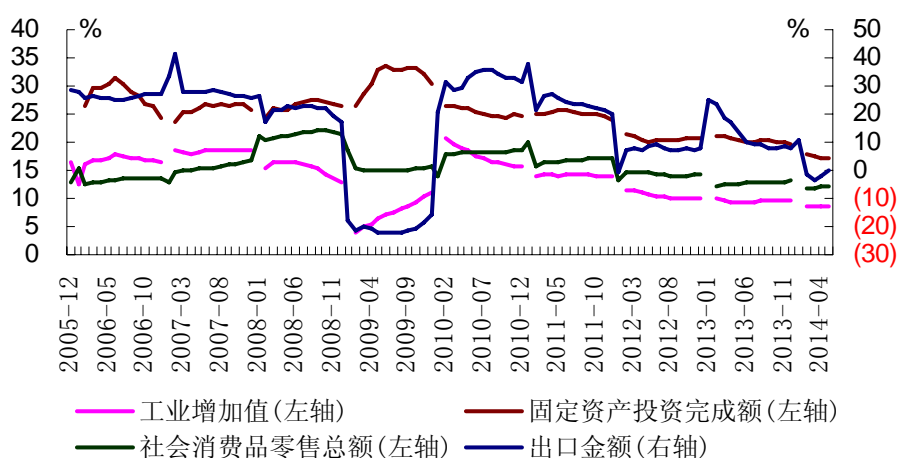
前 4 月,我国经济延续上年 11 月以来的增速明显下滑趋势,各项经济指标纷纷创出历史新低。进入 5 月以来,在政府推出扩大小微企业减税、扩大出口退税、上调铁路投资规模目标以及央行两次宣布定向降准,发放用于定向支持三农、小微和棚改的再贷款等一系列“微刺激”政策后,多项主要经济指标出现反弹,初步遏制了经济持续下行势头。6 月份,规模以上工业增加值同比增长 9.2%,增幅比前两月均有所提高;社会消费品零售总额同比名义增长 12.4%,较上月微降 0.1 个百分点,较 4 月提高 0.5 个百分点,为年内次高增速;出口增速继 4 月转负为正后,5 月较上月大幅提高至 7%,6 月份进一步增至 7.2%。5 月贸易顺差更创下 2009 年初以来最高值,同比扩大 70.3%。同时,一些重要的经济先行指标也反映了这一趋势,如官方制造业采购经理指数(PMI)连续第 4 个月回升;汇丰 PMI 6 月再次回到荣枯线上。值得一提的是,6 月 30 日,继上半年前两轮央行定向降准后,银监会也出台了“微刺激”政策,对存贷比计算口径进行调整,同时在存贷比分母中增加两项,在分子中扣除六项。调整后,商业银行存贷比压力总体将有所减小,使商业银行的资金供给能力有所增强。总的来看,本次存贷比计算口径的调整其实是对前期定向降准政策的配合与补充,以弥补其在引导资金“定向”投放方面的不足,进一步对信贷资金在不同行业间的摆布起到引导作用。

图1 工业增加值、消费、出口当月同比增速
(2013.1-2014.5)

尽管经济数据纷纷回升，但总体来看，当前经济仍处在合理区间的低位，且下行压力依然较大。上半年，我国规模以上工业增加值同比实际增长8.8%，仍处于1998年以来较低水平（仅1998年、2009年两次金融危机期间的同期增速低于今年上半年增速）。另外，值得关注的是，我国正处于经济增长换挡期，经济降速的惯性较大，这是中国经济发展模式转型的内在逻辑决定的。从出口来看，危机后全球需求萎缩，出口对经济的拉动为负。上半年货物及服务净出口对GDP增长的贡献率为-2.9%，负拉动GDP增长0.2个百分点。从投资的三个主要构成部分看，制造业全面过剩制约了其投资增长空间；基础设施投资空间很大，但地方债务规模已经很大，难以承受更大规模投资所需的资金要求；房地产方面，全国整体市场面临重大调整，部分地区已形成泡沫，加上政府宏观调控，投资积极性也受到影响；因此，中国投资的高增长难以为继。2013年四季度以来，投资增速持续下滑已成为经济下行的主要拖累，2014年上半年全国固定资产投资同比名义增长17.3%，创2000年以来同期最低增幅。在消费领域，尽管政府过去几年采取了各种政策措施，但居民消费占GDP的比例十多年来一路下滑，从2000年的46.4%，下滑到2012年的36%。说明扩大消费是一个漫长的过程。同时，消费增长速度也在下降，2014年上半年社会消费品零售总额同比名义增长12.1%，是2003年以来同期最低。总之，当前拉动国民经济增长的动力明显不足。



图2 工业增加值、投资、消费、出口累计同比增速
(2005.12-2014.5)



（二）产业结构优化带动就业改善，物价指数稳中趋降

产业结构不断优化，与投资关联度较高的采掘业、冶金、建材、化工等行业增速放缓较大，医药、电子信息、装备制造业继续保持较快增长。旅游、文化、信息、现代物流等服务业发展较快，第三产业延续了2013年的发展势头，对经济增长的贡献继续超过第二产业。产业结构优化的结果表现在就业上，就是经济增速不断放缓的同时，就业增长在不断加快。1-5月，我国新增就业人口600万人，占全年目标的60%，其中3、4、5月的调查失业率分别为5.17%、5.15%和5.07%，失业率维持在合理水平。6月末，农村外出务工劳动力同比增加307万人，增长1.8%。

上半年，我国居民消费价格上涨2.3%，涨幅同比放缓0.1个百分点；工业生产者出厂价格下降1.8%，跌幅同比收窄0.4个百分点，已经连续27个月处于下跌态势；上半年全国商品房和住宅销售均价同比分别下跌0.8%和1.5%，与去年同期10%以上的涨幅形成巨大反差。

（三）各地区经济普遍减速，区域增长分化态势明显

今年以来，各地区经济普遍减速，但依然呈现“西部领先、中部紧随、东部垫底”发展格局，且东部增速下滑幅度小于中西部地区。分析东、中、西部增速差异的原因，一是东部地区产业升级导致的“产业断层”是其增速长期低于中、

西部的主要原因，二是近年来我国的投资重点为铁路建设和棚户区改造，且多数投向中西部地区。如今年全国铁路建设投资中国家投资的近 80% 将投向中西部地区，目前尚未改造的棚户区大多位于中西部地区的独立工矿区、资源枯竭型城市和三线企业较集中的城市。今年东部地区经济增速回落幅度小于中西部地区，主要原因有二：一是东部地区经过数年结构及增速调整，经济增速已经趋缓；二是东部地区近年来转型取得成效，东部地区在先进制造业加快发展、服务业比重提升的推动下，企业利润增长较快。

产业结构的差异决定了各省市经济的分化，其中对能源原材料、重化工业依赖较为明显的省市经济增速显著下滑，产业结构较优的省市经济走势相对稳健。一季度 GDP 增速跌幅大于 4 个百分点的省市共有 5 个，分别是河北、黑龙江、云南、甘肃和山西。其中，黑龙江、河北和山西分别下降 4.1、4.2 和 5.5 个百分点，列经济增速回落前三名。这些省份产业结构都比较单一，高耗能、高污染的基础原材料工业比重大，在加大环境治理和市场需求不足的情况下，替代产业难以及时跟上，经济容易失速。形成鲜明对照的是，产业结构较为多元或新兴产业发展较快的省市经济形势相对较好。今年一季度 GDP 增速保持 10% 以上的省市包括天津、湖南、重庆、贵州、青海和新疆，都是新兴产业投资和发展较快的省份。与此同时，中部地区的南方省份经济形势明显好于北方省份，原因在于前者产业结构相对健康，新兴产业发展形势较好，部分弥补了传统产业下滑的负面影响。以 GDP 唯一加速增长的省份河南为例，前 4 个月该省电子信息、装备制造、汽车及零部件、食品、现代家居、服装服饰等高成长性制造业投资增长 21.2%，高出全省工业投资增速 4.7 个百分点。

（四）M2 和存款增速两度出现背离

今年以来，我国两次出现 M2 月度值大幅增加，同期存款却大幅减少的情况：2014 年 1 月，M2 月增 1.7 万亿，存款减少 9428 亿，二者有着近 2.8 万亿的差异；2014 年 4 月，M2 月增 8125 亿，而存款减少 6546 亿，二者之间的差异近 1.5 万亿。历史上 M2 和存款之间从未产生过大的背离，今年却分别在 1 季度初和 2 季度初接连发生两次。剖析二者背离的原因，我们推测，有可能是在年末、季末存

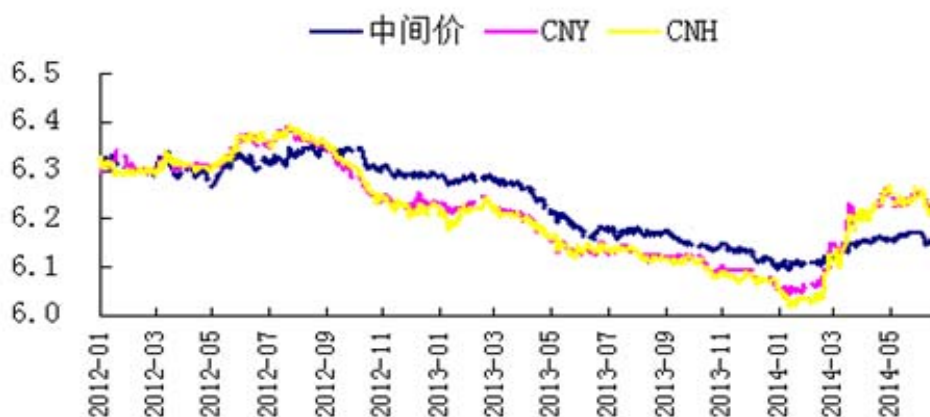


款冲时点过后，部分存款流出到虽不统计在存款但仍在 M2 统计范围内的领域，如同业存款、非保本理财等。今年商业银行同业业务扩张仍然较快，2014 年 1 季度 13 家上市银行同业存款总计 9.9 万亿，比 2013 年全年（9.1 万亿）的额度还要高。这种背离现象导致广义货币供应量 M2 并不能真实准确地反映社会资金供给状况。

（五）人民币汇率连续四个月下跌，外汇占款显著放缓

上半年，人民币兑美元即期汇率累计贬值 2.7%，这一数据接近 2013 年人民币即期汇率 2.8% 的升值幅度。从各月走势来看，2 月至 5 月，人民币汇率持续贬值，6 月小幅升值。从历史数据来看，今年以来人民币兑美元汇率所出现的持续较大幅度贬值为汇改以来所罕见。人民币持续较快贬值存在多重因素：一是美联储宣布缩减购债规模导致市场对美联储退出刺激政策预期较高，美元走强；二是今年以来中国经济增长动力较为疲软，经济基本面对人民币汇率的支撑作用减弱；三是 3 月 17 日，央行宣布人民币对美元的日内波幅由原来的 1% 扩大至 2%，这是央行继 2007 年和 2012 年之后第三次扩大人民币汇率波动区间，央行主动扩大人民币汇率日均波幅，打破了市场对人民币单边升值走势的预期，削弱了套利资金入市的动力。从境外市场人民币汇率走势来看，美元兑人民币即期汇率定盘价（CNH）今年以来同样出现了持续贬值，6 月 30 日 CNH 已较去年末累计贬值 2.49%。CNH 贬值速度与 CNY 相似，表明近期人民币贬值同样受市场因素的影响；四是 2 月份央行引导汇率下行，有助于在市场上形成人民币汇率双向波动的预期，为扩大汇率波动区间做准备，同时也能给疲弱的外需出口以支持。

图 3 境内、外美元兑人民币即期汇率及中间价走势
(2012.1-2014.6)



5月, 金融机构新增外汇占款 386.65 亿元人民币, 虽然是正增长, 但远低于前月的 1169 亿元, 大降 66.9%, 新增规模创 9 个月新低。当月贸易顺差急剧扩大, 海关统计贸易顺差 359 亿美元 (折合人民币 2204 亿元), 实际利用外商直接投资 (FDI) 金额 86 亿美元 (折合人民币 528 亿元), 这两个数据本应支持这个月外汇占款明显回升, 但外汇占款却创今年以来最低值。究其原因, 除了人民币快速贬值改变市场预期, 企业和个人结汇意愿下降外, 主要原因是央行在今年 3 月汇改后减少了外汇市场的常态式干预。2014 年 4 月, 金融机构外汇占款余额 29.5 万亿, 央行外汇资产 27.3 万亿, 央行外汇资产在其中的占比高达 93%。由此可知, 央行的外汇市场干预是金融机构外汇占款长期快速增长的主要原因。如果央行能够基本退出外汇市场的常态式干预, 今后外汇占款低速增长将成为常态, 人民币汇率在短期内的波动幅度可能会超出我们的预料。展望 2014 年下半年, 随着中国经济逐步企稳, 市场对人民币的预期也随之稳定。在外部流动性依然保持充裕的情况下, 发达国家维持低利率政策, 国内外依然可观的正向利差将继续吸引短期跨境资金流入, 人民币对美元总体将呈现升值态势, 但波动幅度可能较大。预计下半年美元兑人民币中间价升值幅度大约在 1-1.5%, 至年底, 中间价将位于 6.05-6.10 元/美元之间。



二、经济运行中存在的主要问题

（一）经济内生增长动力仍未发生实质性变化

二季度以来，在一系列“微刺激”政策作用下，中国经济回暖趋势明显。但是，观察近三年宏观经济运行走势，每年似乎都形成了“经济增速下滑——微刺激——小幅反弹——再下滑”的循环圈。大体上说，每年上半年前期经济增速下滑，年中采取微刺激措施，上半年后期到下半年经济增速小幅反弹，但如果政策力度不大，下一年的上半年经济增速又出现下滑，政府不得不再度打“下限保卫战”。

经济的弱增长主要依赖政府“微刺激”政策，尤其是基础设施投资仍是拉动经济的主要动力，反映出当前中国经济内生增长动力尚未发生实质性变化。这就需要在稳定宏观经济增长过程中，不仅要加强“微刺激”政策的杠杆作用，提高精准度和政策实施效果。同时，面对经济增长放缓，不仅要稳增长，更需要促改革、调结构，同时要加速推进各项改革政策，对经济结构固有矛盾实施一次级别较大的“手术”。要系统推进市场化改革，打通市场梗阻，增强企业活力，以良好的“制度基建”来奠定下一轮经济增长的基础。另外，还需要切实创新宏观调控方式，由短期的、应急式的项目应对，改革为具有中长期持久推动力的总体应对。

（二）房地产行业进入转型调整期

房地产市场在经历了2012年下半年至2013年的强劲反弹后，目前处于库存上升、行业整体下行的阶段，相当部分城市已处于供给过剩状况。一是商品房成交量下滑。上半年，全国商品房销售面积同比下降6%，住宅销售面积下降7.8%。二是房价涨幅近两年来首现环比下跌。6月，百城价格指数23个月连续上涨之后连续第二个月环比下跌。住宅价格环比下跌城市个数为71个，比上月增加9个。三是房地产投资显著放缓。上半年全国房地产开发投资同比增长14.1%，同比下跌6.2个百分点，年初以来降幅持续扩大。四是不少地方土地市场转冷。6月，包括京、沪、深、穗在内的10个城市土地出让金收入环比下降0.67%，同比下降18.4%，

21个月来连续第二个月出现负增长。

本轮房地产市场调整与以前历次调整的一个显著区别,在于本次调整是市场自发调整的结果,而非由政策调控引起。在政府宏观调控由行政化手段直接限制转为市场化手段分类调控的大背景下,房地产市场开始了自发、主动的调整。调整内容包括:一是从长期趋势来看,经济增长放缓、缺乏行政手段支持等因素决定了房地产市场发展速度将逐步放缓,由过去的高速增长时期步入平稳发展阶段。二是随着市场观望情绪的蔓延,中国房价正逐步由“小跌大涨”的上行走势切换向涨跌互见、双向波动的阶段。三是一二线城市量缩价滞,三四线城市量价齐跌,区域分化现象显著。个别前期价格上涨过快、严重供大于求的城市将迎来市场的深度回调。四是从需求结构来看,房地产市场正逐步进入投资性需求明显退场与改善性需求缓慢进场的交替阶段,退与进的力量对比将决定需求下滑的程度。五是从组织结构来看,龙头品牌企业与普通中小房企“分化”趋势明显,行业整合加剧,市场集中度进一步提高。随着房地产行业进入转型调整期,相应地带来房地产销售下滑、土地购置和新开工活动低迷,则将会对房地产上下游关联产业链、土地和房屋作为融资抵押品的金融信用链形成双重拖累,进而带来更加明显的经济下行压力。

(三) 金融市场流动性总量宽松,但贷款难、贷款贵与之并存

6月末,我国广义货币(M2)余额120.96万亿元,同比增长14.7%,比上月末高1.3个百分点,并超出年初设定的13%左右的增长目标。从银行间市场来看,6月利率水平大幅低于上年同期。上年6月由于外汇占款增量下降、监管机构对理财业务、同业业务及债券市场规范管理的各项去杠杆政策密集出台,以及央行改变以往及时向市场注入流动性的调控思路等原因,银行资金出现阶段性偏紧。今年6月同业拆借月加权平均利率为2.85%,比上年同期低4个百分点;质押式债券回购月加权平均利率为2.89%,比上年同期低3.8个百分点。从M2增速和银行间市场利率来看,当前金融市场流动性表现得并不紧张,但实际情况不尽然,社会经济主体普遍感觉资金短缺,贷款利率也出现持续上涨。不仅中小微企业和民营企业感觉贷款难、贷款贵,甚至一些大型国企也纷纷表示贷款利率比往年明显升高。如



评级为AAA的央企，上年6月资金阶段性偏紧时获得的贷款尚有可能是基准利率下浮10%，而现在却可能要在基准利率基础上上浮5-10%。在资金供求关系更为敏感的民间资金市场，资金紧缺更为明显。民间资金市场利率已达相当高度，甚至已经出现了惜贷现象。

（四）信用链风险较为突出，可能进一步扩散和发酵

2008年次贷危机以来，中国实施了大规模的经济刺激政策，至2013年末，M2占GDP比重提升至195%，银行业总资产5年间增长2.39倍，影子银行快速发展，而房地产企业、地方政府融资平台和制造业部门成为资金流入的主要部门。随着监管层对银行非标业务的监管日益严格，社会信用派生能力有所减弱，实体经济普遍感觉资金短缺，债务成本也出现上涨，企业信用风险大量暴露。当前已经出现问题的产业包括：钢铁、光伏、造船、钢贸铜贸、沿海中小企业联保联贷，未来可能还有问题的产业包括煤炭、有色等。据财政部数据，1-5月，中国华孚贸易发展集团公司等32家中央管理企业和青海等13个省份的地方国有企业利润为负增长，还有黑龙江等4个省份的地方国有企业已连续4个月处于整体亏损状态。其中，实现利润同比降幅较大的行业为国有化工、煤炭、轻工等行业，而国有钢铁和有色全行业继续亏损。在此过程中，不乏部分企业以虚构贸易背景、进行虚假交易、假破产等隐蔽的方式逃废银行债务。据不完全统计，截至6月20日，有175宗银行与钢贸企业金融借款纠纷案件，正在上海各级法院等待开庭审理，银行合法债权受到侵蚀。

三、下一阶段宏观经济走势展望和政策调整预测

（一）2014年下半年宏观经济政策展望

2012年以来，中国开始进入“三期叠加”，即增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期，GDP增速连续放缓，由以往年均9.9%的增速放缓至近两年7-8%的增速，表明中国经济进入了一个新的增长阶段，中高速增长成为“新常态”。“经济新常态”需要“政策新常态”。新一届政府转变思路，创新宏观经济调控政策体系，坚持“底线思维、区间管理”的宏观调控新原则。在宏观

调控的操作上,慎用大规模的财政手段刺激经济增长,在货币政策手段上慎用扩张手段,而是使用一些局部的、结构性的“微刺激”。与此同时,不断增加政策透明度,近来国务院每月常务会议内容都及时公布,及时让社会了解政府政策内容,充分发挥政策导向作用。鉴于当前经济下行压力仍然较大,预计宏观政策的刺激力度将会进一步加大,但着力点将主要是放松调控而不是出台新的刺激政策。

货币政策将向中性略松方向微调。预计下半年继续采取多种形式下调法定存款准备金率的可能性较大。2014 年上半年,每月新增外汇储备与 2007 年以来的水平基本持平(除 2012 年外),在对冲压力没有明显上升的情况下,大型金融机构的存准率从 2006 年的 7.5%一路上调至现在的 20%。因此,当前存准率下调的空间较大。历史上央行主要以央票和存准率对冲外汇占款变动,参考央行曾于 2011 年末至 2012 年上半年三次降准以及当时的流动性和外汇占款环境,结合 2014 年央票到期量仅 1240 亿元的情况,加上如我们前文预测,外汇占款低速增长或将成为常态等多种因素,央行下半年将继续采取存准率下调政策,下调的范围和幅度会进一步扩大。从利率来讲,考虑到通胀水平有望保持温和稳定,且贷款利率已经基本完成市场化,预计下半年基准利率升、降的概率都较小,但利率市场化背景下,存款利率浮动区间有望进一步扩大。

积极的财政政策将继续实施,具体政策可能包含以下几个重点:一是加快铁路、公路、水运等重点项目特别是中西部铁路建设进度,推进特高压输电、核电、水电等项目开工建设,开展城市地下管网建设的投融资机制和收费研究,使地下管网建设成为继路网建设之后的重要基础设施建设领域。二是出台对小微企业和政府扶持领域(如高科技、创新、环保行业)有利的财政政策,如减免税费和财政资金支持等。三是进一步简政放权。新一届领导层一直在大规模削减行政审批项目数量,尤其是发改委缩减了固定资产投资相关项目审批环节,我们认为这是去年经济复苏的推动因素之一。中央继续推进这方面改革的决心很大,通过简政放权,会释放出更多的改革红利。四是加大中央和地方财政闲置存量资金的使用。目前,各级财政有大量的存量资金闲置,李克强总理已明确要求“必须用起来”,



“用在刀刃上，推动经济发展和民生改善”。

另外，房地产调控政策放松的可能性较大。如前所述，房地产是今年经济走势最大的变量因素，而相关限制政策的略微放松，实际效果可能就要好于另起炉灶出台的新刺激政策。一是对于部分住房库存消化周期较长的城市，合理调整住房限购限贷等政策措施，并压缩住房开发贷款。二是在继续实施差别化房地产信贷政策基础上，适当降低第二套住房的首付比例，鼓励改善性住房消费。三是尽快落实开发性金融对棚户区改造支持的方案，建立多元可持续的资金渠道及其稳定保障机制，加大对棚户区改造的信贷支持力度，并进一步扩大规模，稳定房地产投资规模。

（二）宏观经济走势展望

下半年，世界经济温和复苏性增长势头有望延续。据世界银行最新预测，今年世界经济将增长 3.4%，虽低于年初预期，但仍较去年加快 0.3 个百分点。而我们预测，今年全球经济增速有可能达到 3.6%。随着世界经济增长的恢复，全球贸易将缓慢回升。据 OECD 预测，今年全球贸易量将增长 4.4%，增速比上年回升 1.4 个百分点。总的看，我国出口环境有所改善，国家出台支持外贸稳定增长的政策措施将减轻贸易企业负担，外贸出口有望保持回升走势。从消费来看，尽管房地产市场分化以及投资放缓将会影响到家电、家具及装修建材等商品消费，以及严格公务消费、反对奢侈浪费等政策将继续抑制餐饮娱乐等领域消费，但随着社保体制日益完善，加上就业稳定和居民收入增速回升，预计消费需求将保持平稳增长。从投资来看，即使下半年国家加大刺激力度或者放松房地产调控政策，其增速仍有可能继续小幅放缓。一方面，尽管国家加大铁路等基础建设投资规模、加快落实棚户区改造项目以及中国人民银行定向降准等措施对投资将起到一定支撑作用，下放和取消部分投资项目审批事项等改革举措，将有助于激发民间投资活力。但随着财政收入增速减慢，以及被地方政府高度依赖的土地出让金收入增长继续下降，各级政府的财政能力将下降，清理与规范地方政府融资平台也会影响基础设施投资资金来源，基础设施投资将有所减慢。加大抑制和化解产能过剩的措施也会制约制造业投资增长。房地产市场降温，新开工面积大幅下降以及

房地产企业资金回笼减少，将导致房地产投资继续减慢。

虽然当前中国房地产市场进入了转型调整期，但我们认为，长期来看中国房地产市场并不会“崩盘”。原因在于：一是中国家庭仍在裂变过程中。数据显示，2012 年中国家庭户均人数为 3.02 人，家庭数量 4.3 亿户，家庭规模日益小型化的趋势仍在延续。预计到 2040 年，中国家庭户数量将跨上 5 亿户台阶。二是中国城镇化红利还将继续释放。在我国全力推进城镇化的进程中，每年约有 2000 万农村居民向城市转移，其中仅有 10% 的流动人口在城镇地区拥有住房。随着户籍、限购等政策的松动，城镇化的房地产红利能够得到极大撬动。三是居住升级的需求依然存在。尽管近十几年居民住房条件持续改善，但全国城镇家庭购买商品房的只占 21.7%¹，城市现有居民的改善性需求不容忽视。房地产业的短周期通常为 2-3 年，随着房地产企业随行就市调整开发经营进度，目前库存高企的状况将逐步缓解。

展望下半年，考虑到今年形势较前几年更加严峻，如果政策走势如我们前文预测，即进一步加大宏观政策的微刺激力度，预计 GDP 增速将与上半年持平，同比增长 7.4% 左右，否则，则 GDP 增速仅可能略高于 7% 左右。

从物价水平来看，预计下半年继续呈分化走势。居民消费物价将保持温和上涨走势。今年以来，全国没有发生重大自然灾害与疫情等突发事件，夏粮丰收，加上国内粮价已经处于全球价格高地，因而粮食价格和食品价格将保持平稳；在房地产市场调整的背景下，房租稳中有跌，居住类价格起伏不大；随着工资稳步提高，服务业价格会稳步上涨。预计下半年居民消费价格将上涨 2.5% 左右，全年上涨 2.4% 左右。国际大宗商品价格小幅波动，输入型通胀压力较轻，国内制造业产能过剩仍将抑制工业产成品价格上升，但下半年翘尾因素由负转正，工业品出厂价格降幅有望逐步收窄，预计全年工业品出厂价格指数将下降 1.2% 左右。房地产市场延续调整态势，全国商品房价格将继续回落。

1 2009-2012 年第六次人口普查数据。