2012年中国宏观经济分析与预测[1]

——复苏受阻与刺激重返的中国宏观经济

摘要：在多重因素叠加的作用下，2012 年上半年中国经济在持续回落中呈现出加速性和逐步内生性等特点，迫使政府进行宏观经济政策再定位，“稳增长”成为宏观调控的首要目标，各类刺激政策开始重返。在现有政策框架和利益激励格局中，“稳增长”将演化为“扩投资”，“微调性”的政策调整将演化为“扩张性”的放松，地方政府将大幅度放大“扩投资”的刺激效应，从而带动投资和消费出现较为强劲的反弹，中国宏 1 观经济将快速扭转 2012 年 1-2 季度加速下滑的态势，并于 2 季度末出现触底反弹。但由于外部环境持续疲软、房地产市场持续低迷以及深层次结构问题更为严峻等原因，这种反弹不会十分强劲并面临严重的不确定。2012 年 GDP 增速将呈现“前低后扬”运行态势。

利用模型进行预测，2012 年中国 GDP 增速将达到 8.6%，比 2011 年回落 0.6 个百分点，宏观经济在 2 季度末触底之后持续回升，4 季度 GDP 增速将比 1 季度提高接近 0.8 个百分点左右；全年固定资产投资的名义增速预计将达到 22.3%，比 2011 年低 1.5 个百分点，但剔除价格因素之后，固定资产实际增速较去年提高了 2 个百分点左右；全年社会消费品零售的名义增速将达到 15.3%，比去年低 1.8 个百分点，剔除价格因素，实际增速预计回落 0.8 个点左右。出口增速为 12.0%，比 2011 年回落 8.3 个百分点。而进口增速预计达到 13.3%。全年贸易顺差为 1510 亿美元，比 2011 年少增 41 亿美元，对 GDP 增速的贡献持续为负。宏观经济政策的再定位直接导致 2012 年货币供应提速，预计 2012 年末狭义货币供应（M1）增速达到 10.3%，广义货币供应（M2）增速为 14.9%，比年初设定的目标略高。输入性通货紧缩在 2012 年下半年持续发力，并在很大程度上对冲了货币增速上扬带来的价格上涨的压力，CPI 增速全年估计在 3.2%，个别月份可能跌破 3%，GDP 平减指数为 4.0%，分别比 2011 年回落了 0.9 个百分点和 1.1 个百分点。

在分析和预测的基础上，报告认为，目前稳增长的一揽子政策具有必要性，但在刺激的力度、刺激的领域以及工具的选择等方面需要进行重点把控。

[1] 本文数据无特殊说明来源于国家统计局、中诚信数据库和人民大学经济研究所数据库。

一、总　论

中国宏观经济在 2010 年成功实现“V”反弹以后，于 2011 年步入增速下行的区间。 2012 年上半年，中国宏观经济不仅延续了 2011 年逐季回落的趋势，而且在多重因素的持续作用下呈现出加速回落的态势。一方面，全球复苏放缓带来的中国外部环境的进一步恶化、房地产政策带来的房地产业低迷、货币政策在“大放大收”中的过度回收以及刺激政策的停止等外生性下滑因素产生了强劲的叠加效应，另一方面，“挤泡沫”带来的“去杠杆”、企业绩效下滑带来的“去库存”、市场信心逆转带来的紧缩效应等内生性因素强化了外生因素的冲击，导致 2012 年上半年出现超预期的经济下滑，经济回落呈现出加速性与逐步内生性等特点。这迫使政府进行宏观经济政策再定位，“稳增长”成为宏观调控的首要目标，各类刺激政策开始重返。

在现有政策框架和利益激励格局中，“稳增长”将演化为“扩投资”，“微调性”的政策调整将演化为“扩张性”的放松，地方政府将大幅度放大“扩投资”的刺激效应，从而带动投资和消费出现较为强劲的反弹。中国宏观经济将快速扭转 2012 年 1-2 季度加速下滑的态势，并于 2 季度末出现触底，3-4 季度出现持续反弹。但由于外部环境持续疲软、房地产市场持续低迷以及深层次结构问题更为严峻等原因，这种反弹不会十分强劲并面临严重的不确定。2012 年 GDP 增速呈现“前低后扬”运行态势，中国经济不会出现“二次探底”。

与其他年份相比，2012 年中国宏观经济具有以下几个方面的运行特征：

1、2012 年上半年经济回落具有超预期性，其核心原因在于：1）世界经济回落对于中国外部环境的冲击比预期要深，且持续的时间要长，特别是欧洲主权债务危机对中国出口和资本外逃的影响很大；2）“去杠杆”和“去库存”的深度比预期要大；3）上轮刺激政策带来的后遗症进一步加剧了深层次的结构问题和资源配置问题，并使之开始显现；4）政策在“大放大收”中回调过猛；5）多种因素的叠加效应没有引起政府当局的重视，中国宏观经济政策在调控的节奏和幅度上存在着重大问题。

2、本次经济加速回落是多种因素叠加的产物，不能把它简单归结为政策主动调整的产物。与 2008-2009 年中国经济下滑一致是，全球经济复苏的受阻、全球贸易的恶化以及全球金融动荡是中国经济回落的主导性因素之一，因此本轮下滑依然具有输入性衰退的特征。这意味着简单通过内需扩张来刺激经济，使经济

增速回到原来的轨道将面临严重的供给-需求结构转换的问题。

3、2011-2012 年 GDP 增速的持续回落不仅没有带来失业水平全面上扬和产能的大规模闲置，也没有出现价格形势的全面逆转，这充分说明中国宏观经济不仅面临实际需求下滑的冲击，同时也面临潜在供给能力的下滑。TFP、资本积累速度、全球化红利、人口红利以及制度红利等因素的下滑，意味着中国潜在 GDP 增速已出现“阶梯性”的回落。潜在 GDP 阶梯式的回落将宣告中国告别“高速增长时期”，步入“次高速增长时期”，8.5%左右的增速将常态化。这意味着以传统的增速来判断中国宏观经济景气的程度将出现系统性偏误，重返传统增速水平的政策目标可能会导致过度的经济调控。

4、欧洲主权债务危机、美国债务上限问题以及全球不平衡的逆转都意味着世界经济步入结构重构和格局转换时期，这决定了世界经济改善的步伐不仅十分缓慢，且充满了不确定性，中国外部环境将面临持续的外需下滑和资本外逃的冲击，输入性衰退和输入性波动具有中期化的趋势。

5、“稳增长”一揽子政策的出台将产生较为强劲的刺激效应，这不仅将改变宏观经济政策的定位，也会从根本上逆转市场的信心，导致“去杠杆”和“去库存”提前结束。这虽然可以进一步扩大经济反弹的力度，但不利于市场的自我纠错和自我调整。从而进一步加大中国宏观经济政策短期“稳增长”与中期“调结构”之间的冲突，对于中国宏观经济，“远虑”更甚于“近忧”。

6、房地产行业的各类参数虽然出现持续恶化的态势，但总体上没有超过历史水平，房地产行业的抗压能力比预期要强。与此同时，地方政府和中央政府的各类微调政策的出台也将有效地延缓房地产调整的下行速度，但房地产“限购”与“限贷”政策的持续使房地产在 2012 年底到 2013 年初出现明显调整的概率依然很大。

本报告基于上述各种判断，设定主要外生参数，依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，分年度预测 2012 年与 2013 年中国宏观经济形势。其中，基本宏观经济政策假设包括：（1）2012 年与 2013 年中央财政预算赤字分别为 6700 亿元与 7500 亿元；（2）2012 与 2013 年人民币与美元平均兑换率分别为 6.17:1 与 5.94:1。其主要指标预测结果如表 1 所示。

1、2012 年 GDP 增速将达到 8.6%，比 2011 年回落 0.6 个百分点，其中第一产业增速基本与 2011 年持平，而第二产业和第三产业的回落依然主导整体经济的回落，下滑幅度分别达到了 0.7 个百分点和 0.6 个百分点。

2、2012 年 GDP 季度增速将在 2 季度末触底之后持续回升，4 季度 GDP 增速将比 1 季度提高接近 0.8 个百分点左右，全年将呈现出“前低后扬”的态势。

3、“稳增长”目标的提出直接导致基础建设和重点工程项目的投资大幅度扩张，有效弥补了房地产低迷和出口疲软带来的投资缺口，改变了上半年投资增速下滑的局面，全年固定资产投资的名义增速预计将达到 22.3%，比 2011 年低 1.5 个百分点，但剔除价格因素之后，固定资产实际增速较去年提高了 2 个百分点左右。

4、由于消费信心的逆转和消费刺激政策的重新布局，2012 年名义消费增速持续回落的局面将得到改变，全年社会消费品零售的名义增速将达到 15.3%，比去年低 1.8 个百分点，剔除价格因素，实际增速预计回落 0.8 个点左右。

5、由于全球经济贸易的疲软，2012 年下半年出口增速虽有所改善，但全面整体状况较为低迷，预计增速为 12.0%，比 2011 年回落 8.3 个百分点。而进口在下半年国内政策松动的作用下出现反弹，全年增速预计达到 13.3%。全年贸易顺差为 1510 亿美元，比 2011 年少增 41 亿美元，对 GDP 增速的贡献持续为负。

6、宏观经济政策的再定位直接导致 2012 年货币供应提速，预计 2012 年末狭义货币供应（M1）增速达到 10.3%，广义货币供应（M2）增速为 14.9%，比年初设定的目标略高。

7、输入性通货紧缩在 2012 年下半年持续发力，并在很大程度上对冲了货币增速上扬带来的价格上涨的压力，CPI 增速全年估计在 3.2%，个别月份可能跌破 3%，GDP 平减指数为 4.0%，分别比 2011 年回落了 0.9 个百分点和 1.1 个百分点。

表 1　中国宏观经济预测指标

预测指标	2012年	2013年
1、国内生产总值（GDP）增长率（%）	8.6	9.3
其中：第一产业增加值	4.4	4.5
第二产业增加值	9.9	10.5
第三产业增加值	8.3	9.1
2、全社会固定资产投资总额（亿元）	369260 （22.3）	460470 （24.7）
社会消费品零售总额（亿元）	208950 （15.3）	243220 （16.4）

3、出口（亿美元）	21260 （12.0）	25130 （18.2）
进口（亿美元）	19750 （13.3）	23290 （17.9）
4、狭义货币供应（M1）增长率（%）	10.3	15.8
广义货币供应（M2）增长率（%）	14.9	16.5
5、居民消费价格指数（CPI）上涨率（%）	3.2	3.4
GDP平减指数上涨率（%）	4.0	5.7

二、持续回落的中国宏观经济

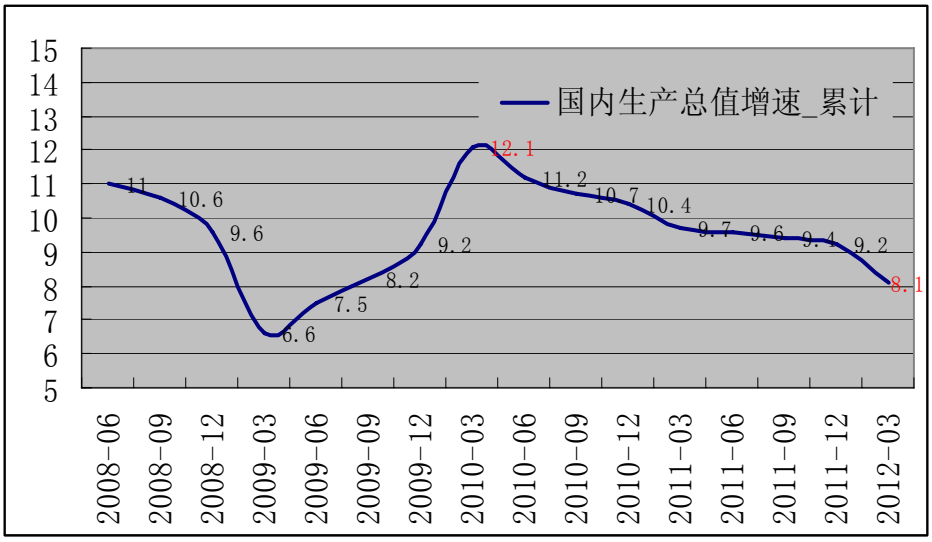
（一）持续回落的 6 大表现

2012 年上半年中国宏观经济延续了 2011 年逐季回落的趋势，呈现出加速回落的态势。这主要体现在以下 6 个方面：

1、GDP 同比增速持续回落，且有加速的态势。

中国宏观经济在 2010 年成功实现“V”反弹之后，GDP 同比增速开始从 2010 年 1 季度的 12.1%持续回落到 2012 年 1 季度的 8.1%，每季度平均回落幅度达到 0.5 个百分点，而今年 1 季度较去年 4 季度的回落幅度达到了 0.8 个百分点。同时，按照各类数据推算出来的 2012 年 4-5 月 GDP 增速仅为 7.7%左右，较 1-3 月增速下滑了 1 个百分点左右，回落在今年上半呈现出明显的加速态势。

图 1：V 型反弹后的中国 GDP 增速持续回落



2、在外需下滑持续恶化的引领下，投资增速回落，消费增速略显疲态，总

需求持续下滑的态势有所放大。

1）在发达国家需求下滑的引领下，出口名义增速和实际增速持续回落，4月回落幅度出现超预期的扩大。1-4 月出口累计增速仅为 6.9%，比去年同期增速下降了 20.5 个百分点，比去年年末累计增速下降了 13.4 个百分点，剔除价格因素，实际增速分别回落了 11.6 个百分点和 4.3 个百分点。这直接导致贸易顺差仅增长了 193 亿美元。剔除价格因素之后，净出口对于 GDP 增长的贡献率为-9.8%，比去年全年水平扩大了 5.7 个百分点。导致这种下滑的核心原因在于欧洲需求下滑，致使对欧洲的 1-4 月出口增速仅为-0.7%。

图 2：出口的实际增速和名义增速持续回落

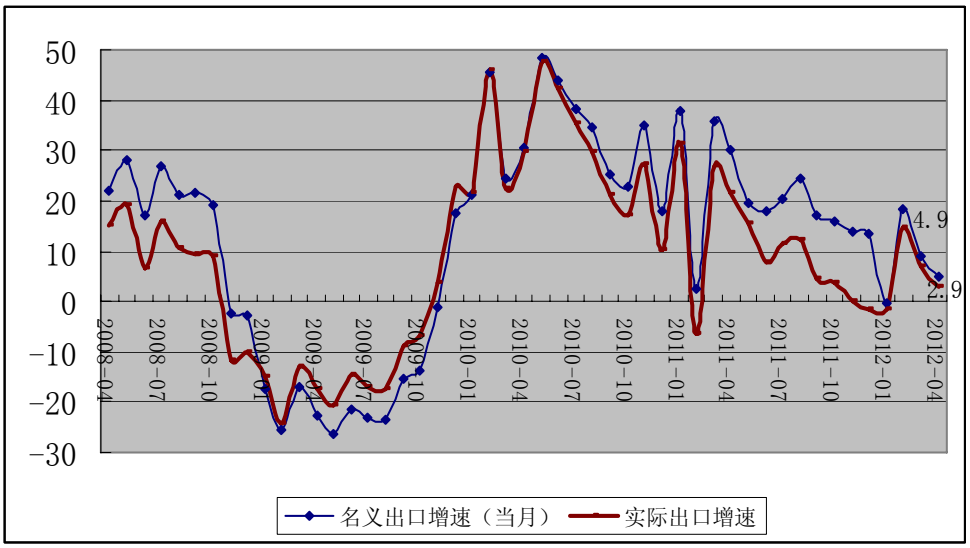


图 3：欧洲板块的下滑是出口下滑的核心因素

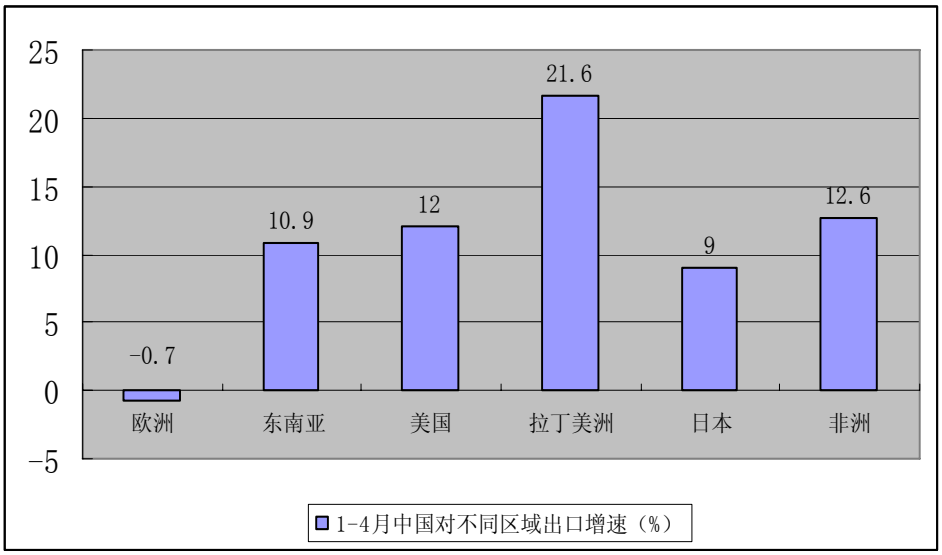
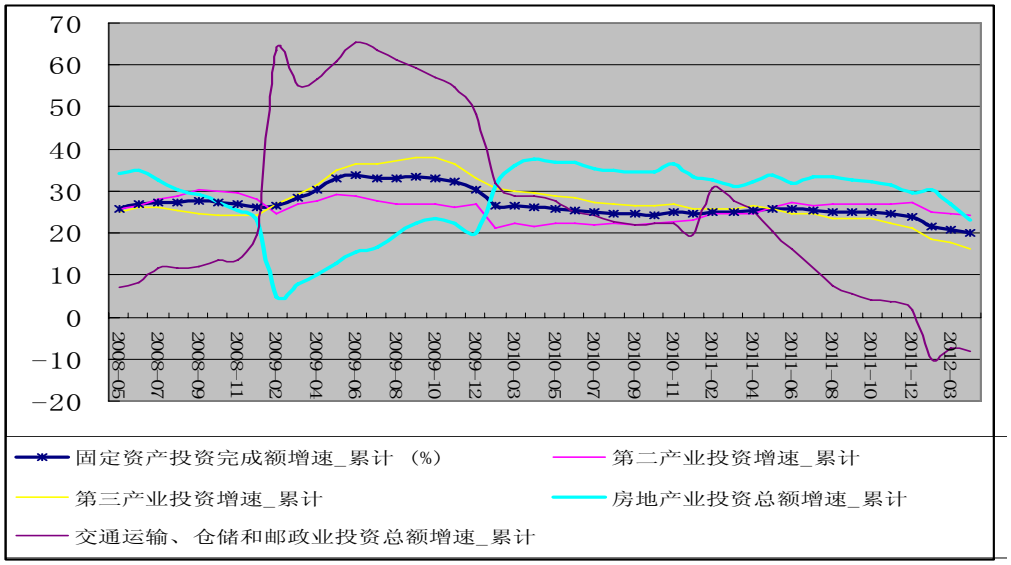


表 2、三大需求对于 GDP 的贡献格局有趋势性的变化

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	1-4	1-4	1-4	1-4	1-4	1
消费拉动率	5.6	4.2	4.4	3.8	4.7	6.2
贡献率	39.2	43.5	47.6	36.8	50.8	76.5
资本形成拉动率	6.1	4.6	8.4	5.6	4.9	2.7
贡献率	42.7	47.5	91.3	54	53.3	33.3
净出口拉动率	2.5	0.8	-3.6	0.9	-0.4	-0.8
贡献率	18.1	9	-38.9	9.2	-4.1	-9.8
GDP 实际增速	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.1

2）在房地产投资和基础设施投资下滑的引领下，名义固定资产投资增速出现回落，且 4 月回落幅度有所扩大，房地产投资增速回落开始呈现加速态势。1-4 月固定资产投资增速为 20.2%，比去年同期和去年年末分别下滑了 5.2 个百分点和 3.6 个百分点。导致这种回落的最直接因素是基础设施和房地产投资增速出现明显的回落。1-4 月房地产投资增速为 23.2%，比去年同期和年末分别下滑了 7.8 个百分点和 6.5 个百分点，且 4 月单月同比增速仅为 16%，比上月增速下滑了 8.1 个百分点，比去年同期增速下滑了 22.4 个百分点。而基础设施建设从 2010 年以来投资规模持续回收，到 2012 年步入负增长状态，其中 1-4 月铁路运输同比负增长 43.6%。

图 4：固定资产投资增速持续回落



3）在限额以上企业消费品零售额下滑的主导下，社会消费品零售增速出现轻度回落，但剔除企业和政府消费之后的居民消费增速基本平稳。1-4 月我国社会消费品零售同比名义增长 14.7%，扣除价格因素实际增长 10.9%，比去年同期

名义增速和实际增速分别回落 1.8 个百分点和 0.9 个百分点，比去年全年名义增速和实际增速分别回落 2.4 个百分点和 0.9 个百分点。但是，这种下滑主要来源于限额以上企业消费品，1-4 月限额以上增速仅为 15.3%，比去年同期和全年增速都下降了 7.6 个百分点。这表明大中企业的消费性活动大幅度放缓。与此同时，非限额以上的社会零售消费增速基本没有下降。城镇居民人均消费支出增速可以证实该判断。2012 年 1 季度该参数增速为 12.3%，比 2010 年和 2011 年 1 季度增速提高了 1.3 和 1.6 个百分点。这是国民核算中 1 季度消费拉动率高达 6.2 个百分点，消费贡献率 76.5%的核心原因之一。但从消费信心指数波动来看，居民消费疲软现象开始展现。主要集中在金银珠宝购买上从 2011 年 1-4 月的 52.5%的增速下降到目前的 15.7%，降幅达到 36.8 个百分点。

图 5：消费参数疲软

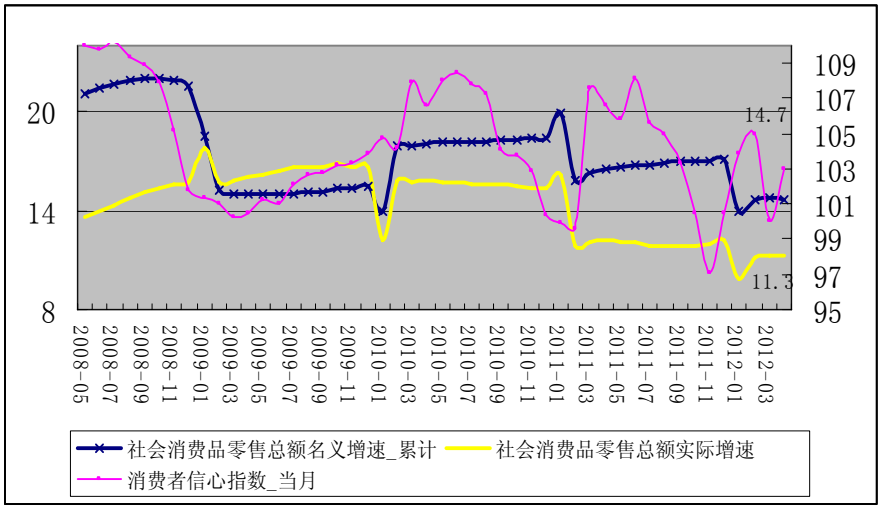


图 6：限额以上企业消费品下降是主导力量

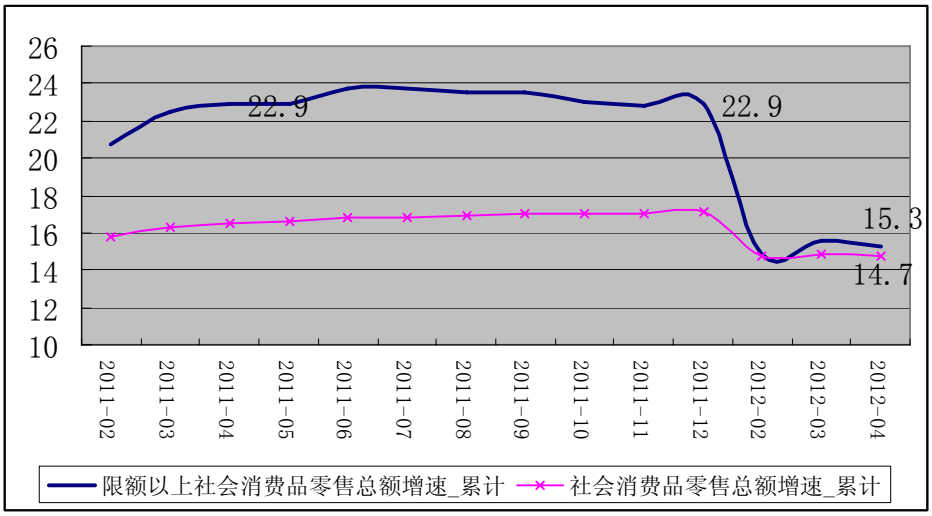
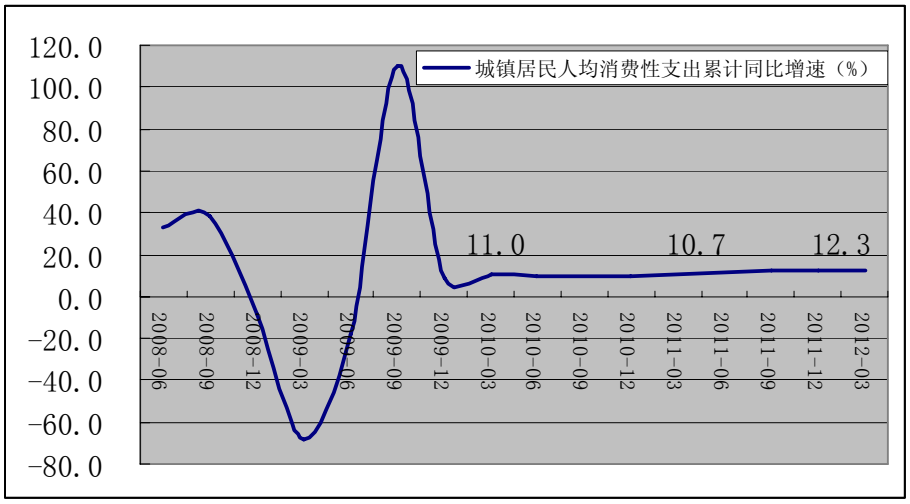


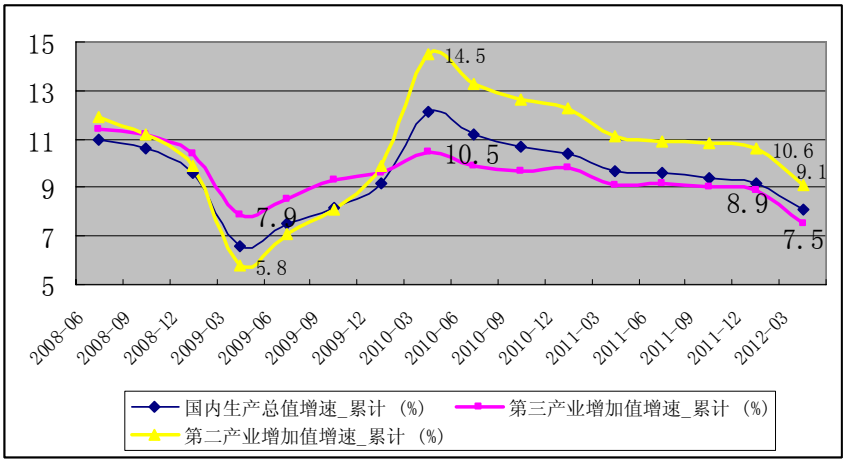
图 7：城镇居民消费性支出基本平稳



4、在第二产业和第三产业下滑的主导下，全社会总供给增速出现明显放缓，其中中小企业生产持续疲的软显得尤为突出。

1）在房地产和物流不景气的影响下，第三产业生产下降明显。2012 年 1 季度起，第三产业的增加值增速仅为 7.5%，比去年 1 季度和全年分别下滑了 1.6 个百分点和 1.4 个百分点。比 2009 年 2 季度时 7.9%增速还要低，这表明目前第三产业疲软程度可能超越 2009 年，经济下滑已经全面扩散。

图 8：第二、第三产业下滑引导总供给下滑

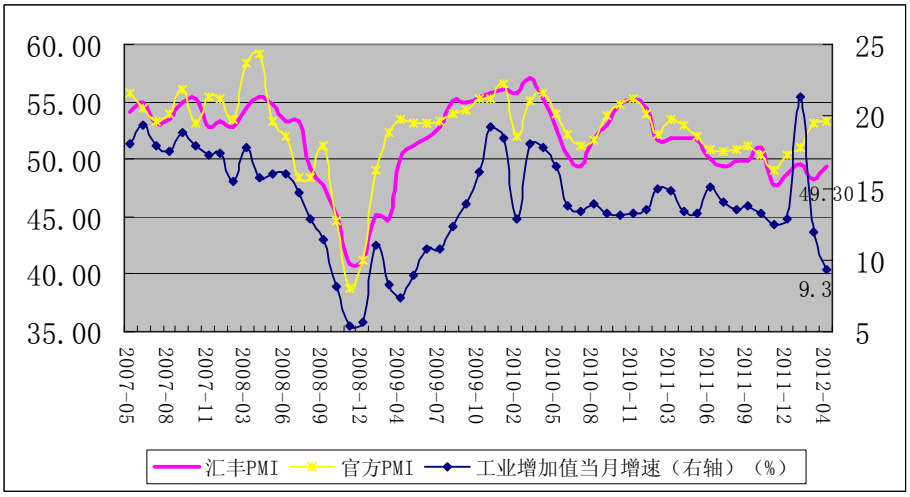


2）第二产业在出口产业和制造业下滑的引领下，增速出现加速回落。1 季度第二产业的增加值增速仅为 9.1%，比去年 1 季度和全年分别下滑了 2 个百分点和 1.5 个百分点。其中规模以上企业 4 月工业增加值当月增速仅为 9.3%，是 2009 年第 3 季度以来的新低，比去年同期下降了 4.1 个百分点。其中重工业企业、国有与国有控股企业、三资企业的下降幅度分别达到 5.1、8.6 和 4.8 个百

分点。

3）中小企业生产下降明显，持续处于萧条状态。从 2011 年 11 开始，代表中小企业制造业生产状况的汇丰 PMI 指数一致低于 50%的“枯荣线”，而统计局公布的小型企业 5 月的 PMI 仅为 45.2%，低于上月 3.9 个百分点，连续 2 个月位于临界点以下。

图 9：代表中小企业的汇丰 PMI 持续低于“枯荣线”



5、在供给与总需求下滑的作用下，各类价格指标明显回落，通货膨胀压力得到明显缓解。

CPI 同比增速从 2011 年 7 月达到高点之后从 6.5%逐步回落到 2012 年 4 月的 3.4%，而 PPI 从 2011 年 8 月达到高点之后从 7.3%下滑到 2012 年 4 月的-0.7%。同时,表示总供给与总需求状况的核心 CPI 从 2011 年 6 月的 1.4%回落到目前的 0.9%。

CPI 回落的核心原因不仅在于总需求下滑的速度大于总供给下滑的速度，同时也在于世界通货紧缩向中国的传递,即进口价格指数大幅度下滑导致原材料价格和加工工业品价格下滑,进一步导致其他工业品成本回落。这 3 类价格从 2011 年 7 月达到高点，分别从 19%、11.8%和 5.1%下降到-2.0%、-1.9%、0.6%，下降幅度分别达到 21 个百分点、13.7 个百分点和 4.5 个百分点。

图 10：CPI 和 PPI 同步回落

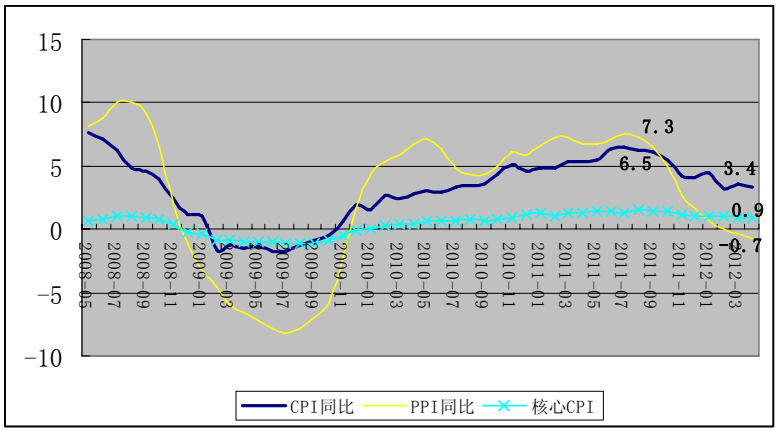
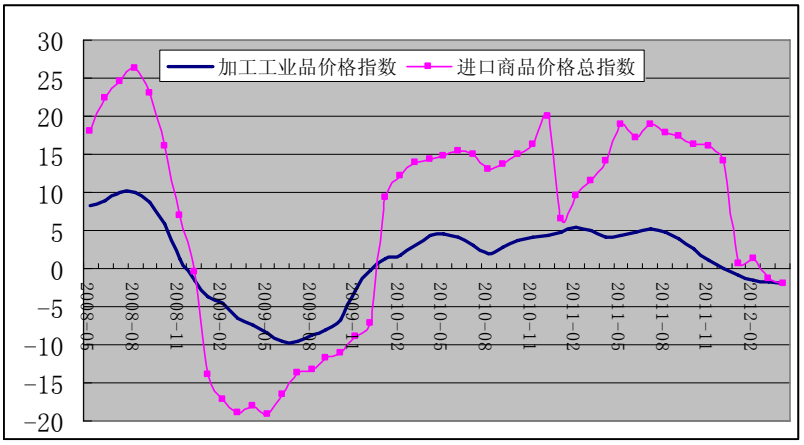


图 11：输入性通缩压力开始显现



6、在“限购”和“信贷“为主的房地产政策持续加码作用下，房地产需求大幅度下降，供求关系逆转，房地产价格开始出现松动。

经过两年房地产的调整，2012 年房地产开始出现明显松动，其集中体现就是投资、销售、资金来源等参数都出现了大幅度恶化，而供给却保持了高位运行。例如 1-4 月房地产销售面积同比下降了 13.4%，增速比去年同期下降了 19.7 个百分点，房地产投资增速仅为 18.7%，比去年同期下滑了 15.9 个百分点，而与此同时，房地产竣工面积增速依然高达 30.2%。这导致 4 月全国 70 个大中城市的房地产价格 66%的城市同比下降，61%的城市环比下降。全国住宅价格同比增速从 2011 年全年 5%左右下降到 1 季度的-10.4%。房地产投资、销售以及土地购买的增速大幅度下滑是导致目前投资、消费以及第三产业增加值增速下降得直接原因之一。

图 12：房地产市场供求关系逆转

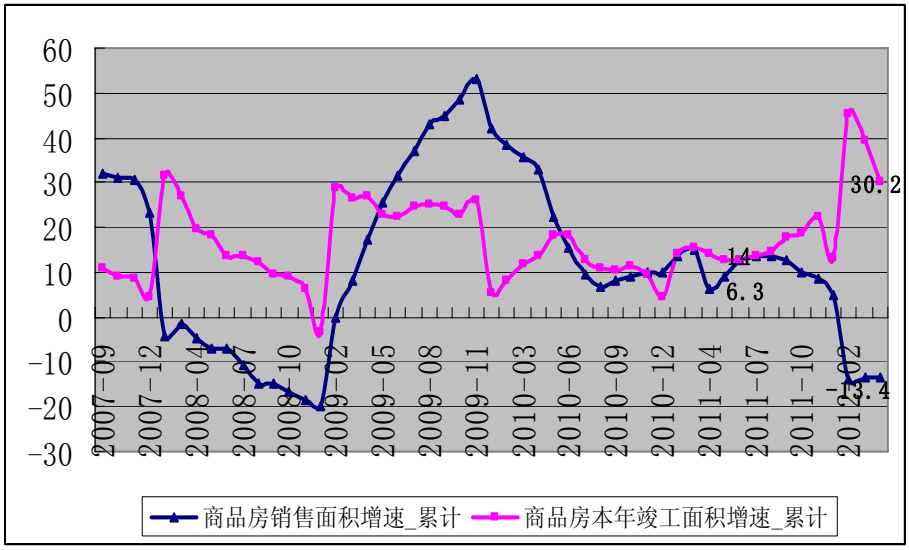
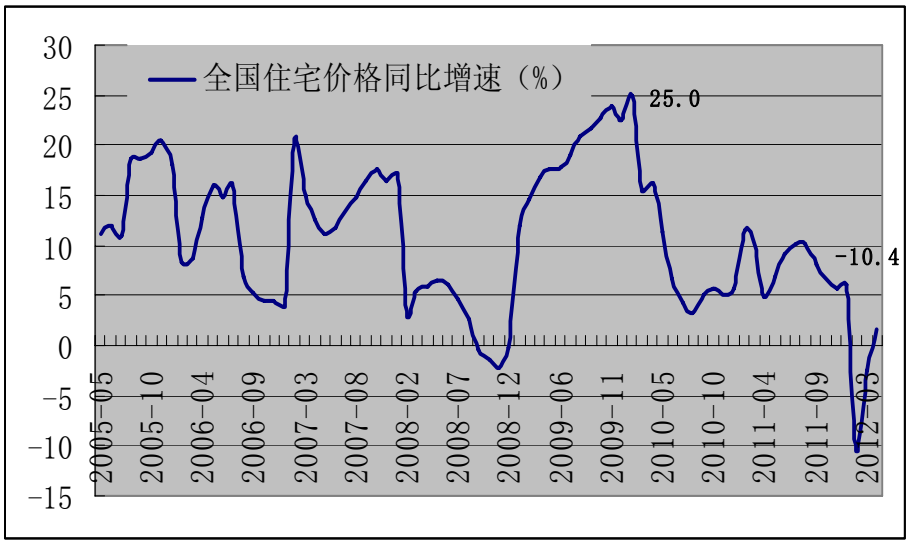


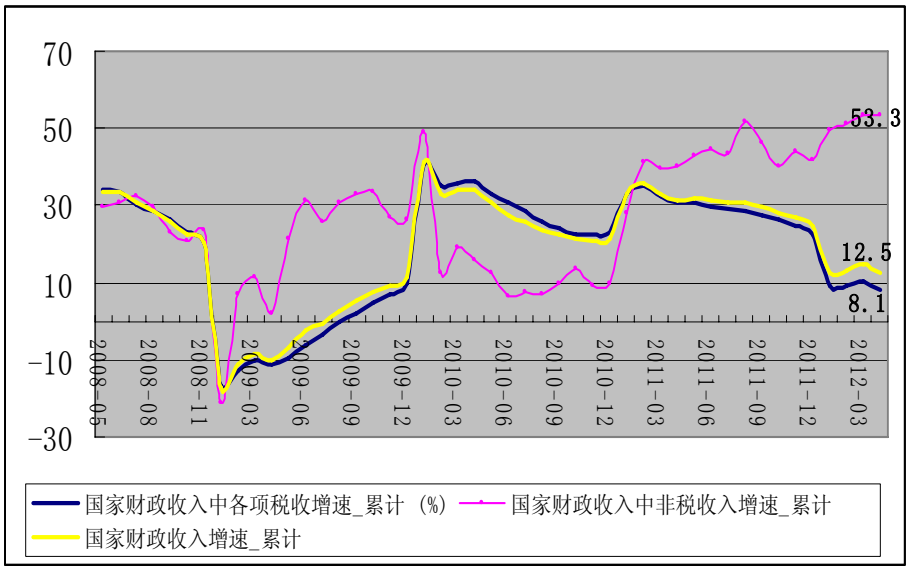
图 13：房地产价格出现下滑



6、各类绩效指标出现明显恶化。

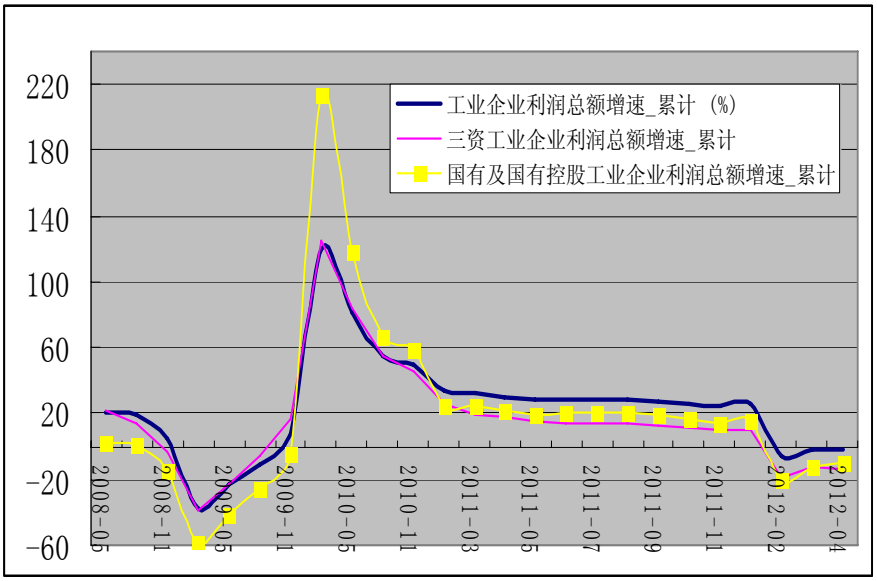
1）**在增值税、营业税和关税增速回落的主导下，税收收入和财政收入的增速下滑幅度较大。**1-4 月财政收入增长 12.5%，税收同比增长 8.1%，比 2011 年同期分别下降了 18.9 个百分点和 22.4 个百分点。这导致各地加强了非税收入的征管力度，2012 年 1-4 月非税收入逆势回升，同比增长 53.3%，比去年同期增速提高了 13 个百分点。

图 14：财政和税收增速出现下滑



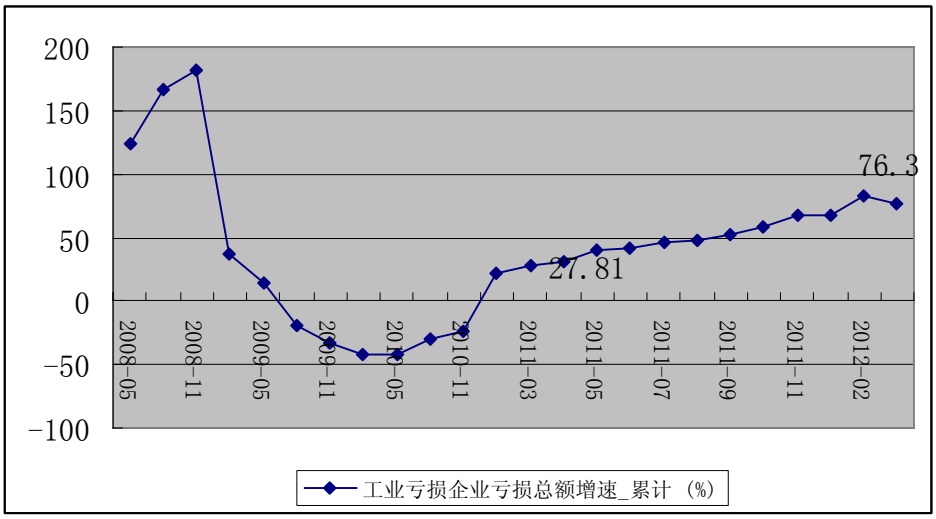
2）在三资企业和国有企业利润增速下滑的带动下，工业企业利润增速回落明显。三资企业从去年同期的 19.9%下降为 2012 年 1-4 月的-13.2%，下降幅度达到 33.1 个百分点，而国有企业利润增速从去年同期的 24.6%，下降到 2012 年 1-4 月的-9.9%，降幅达到 34.5 个百分点。这导致整体工业企业利润增速从去年同期的 29.7%下降到 2012 年 1-4 月的-1.6%，降幅达到 31.4 个百分点。

图 15：工业利润增速出现持续回落



3）工业亏损企业亏损总额明显扩大。从 2011 年开始，中国开始步入亏损企业亏损额正增长的时期，并持续提升。到 2012 年 1-4 月累计增长 76.3%，比 2011 年同期提高了 48.5 个百分点。

图 16：工业亏损企业亏损总额扩大

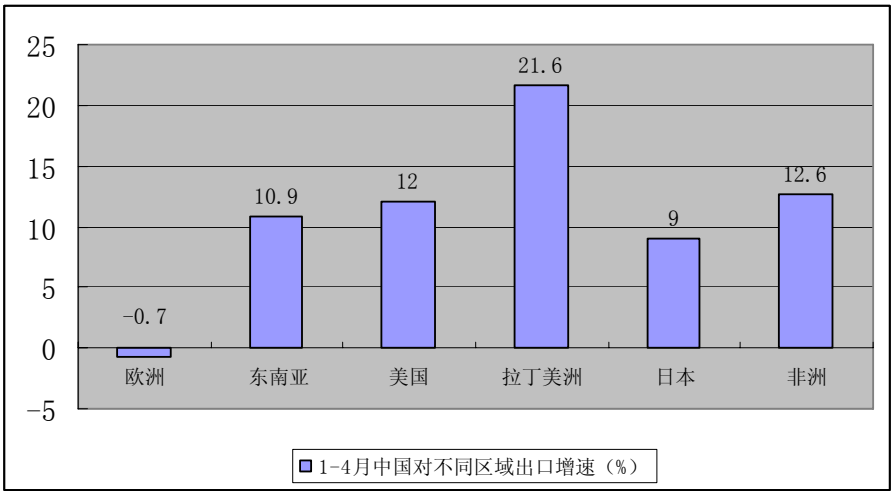


（二）超预期回落的 4 大原因

导致中国宏观经济 2012 年上半年呈现超预期加速回落的核心原因主要体现在以下 4 大方面：

1、世界经济复苏步伐的放缓，特别是欧洲主权债务危机的持续发酵，对中国外需和资金面的冲击超出预期，输入性衰退是中国经济持续回落的核心原因之一。

图 17：不同板块的出口增速都出现回落



如图 17 所示，全球经济放缓早在 2011 年已经全面显现。但是依据 OECD 先行指数的判断，发达经济体在 2012 年 1 季度将见底回升。但是，欧洲主权债务危机对于全球经济增长的影响比预期要深远。一是对于全球外贸的影响比 2011 年预期的水平加深了接近 1 个百分点，这直接导致中国对欧洲区域的出口出现超

预期的负增长，1-4 月该增速仅为-0.7%。二是对全球金融市场和流动性的影响超出预期，导致中国出现大规模的资金流出，特别是与热钱相关的“非贸易、非 FDI 项下的外汇储备增长额”出现逆转，2011 年 5 月至 12 月达到 1900 亿美元。这种趋势在 3 月份以来又有所抬头，导致中国新增外汇占款出现负增长，加速中国资金紧张的局面。

图 18：新增外汇占款下降迅速

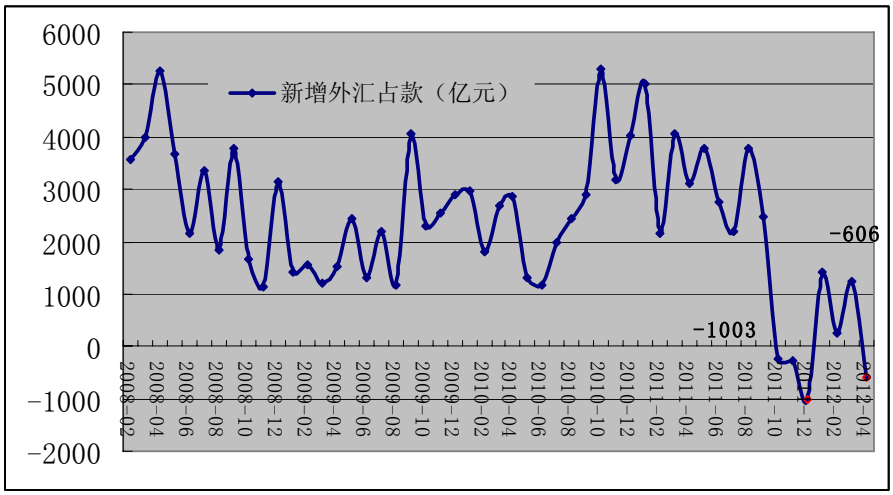
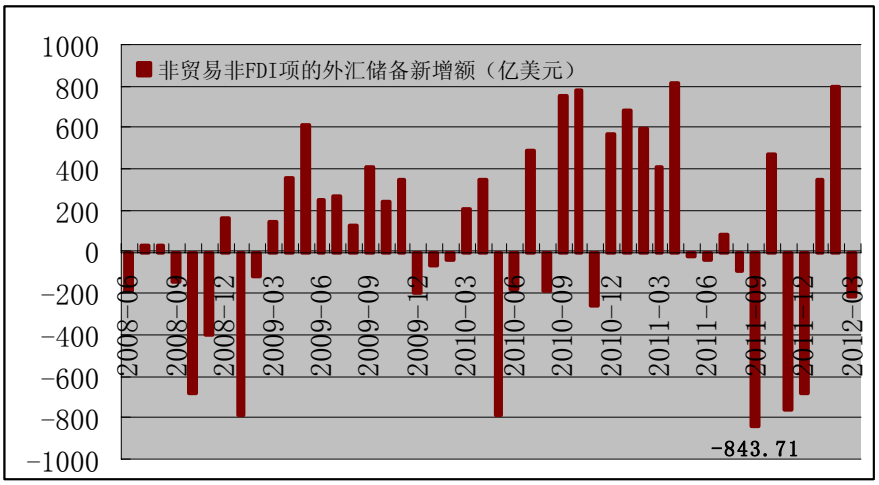


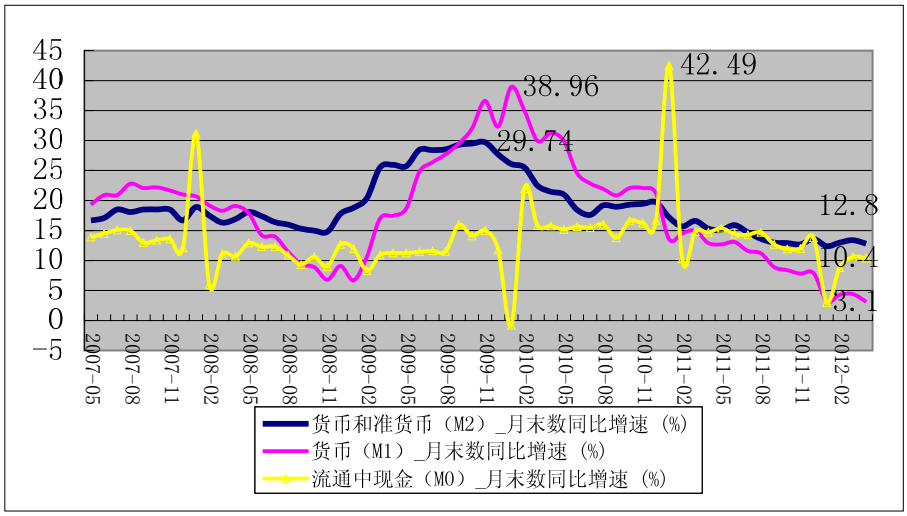
图 19：资本外逃比较严重



2、各类刺激政策的退出、极度宽松的宏观经济政策的常态化以及严厉的房地产调控政策的出台导致宏观经济紧缩效应比预期大，许多政策回收存在过猛的嫌疑。

“大放大收”是 2009-2011 年宏观经济政策调整模式的最佳描述。这种“大放大收”直接导致的结果就是市场主体预期的混乱和资源配置的扭曲进一步加剧，从而政策回调的紧缩效应大大大于预期。

图 20：货币供应“大放大收”



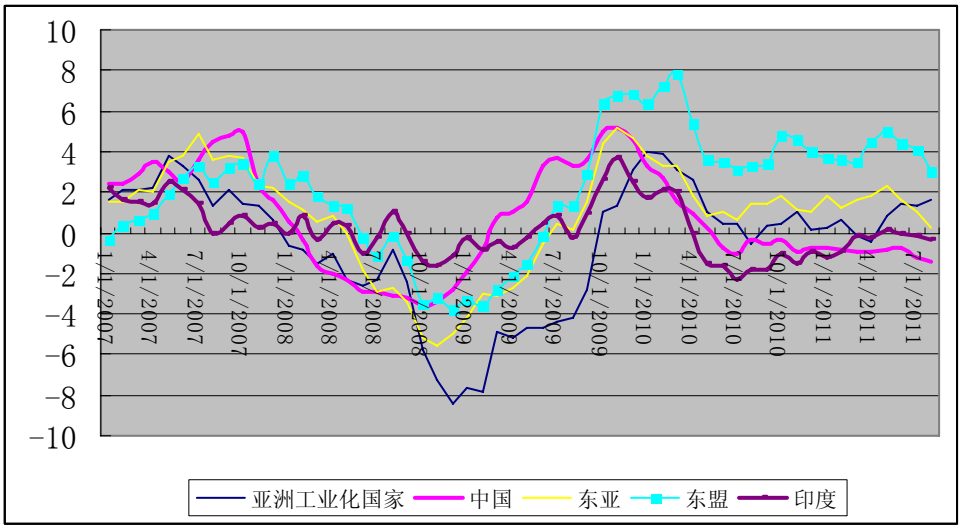
1）货币政策在过度放松之后的紧缩有过猛的嫌疑，导致中国资金链过于紧张，监管套利行为大幅度上扬，金融扭曲和金融风险在进一步恶化。正如图 21 和表 3 所示，在 2009 年中国货币政策是最为宽松的国家之一，信贷总量超过了 GDP 的 25%，M2 增速达到了 29.5%，导致中国金融条件指数（FCI）在 2009 年 11 月达到 5.2，到 2010 年货币政策开始回收，信贷总量开始明显下降，M2 增速开始回落到 13%-15%，导致到 2011 年 8 月，金融条件指数持续下滑到-1.4，成为世界金融收紧最强烈的国家。

表 3:中国利率水平偏紧[2]

	央行利率	泰勒规则建议的平滑化利率	泰勒规则利率
新西兰	2.5	2.4	2.9
泰国	3	3.5	4.1
马来西亚	3	2.9	3.2
韩国	3.3	3.2	4.1
中国	**3.5**	**2.8**	**3**
菲律宾	4	3.9	4.7
澳大利亚	4.3	4.1	4.5
印度尼西亚	5.8	5.6	6.9
印度	8.5	8.4	9.4

[2]表 3 和图 21 的数据来源都来源于 IMF 数据库。

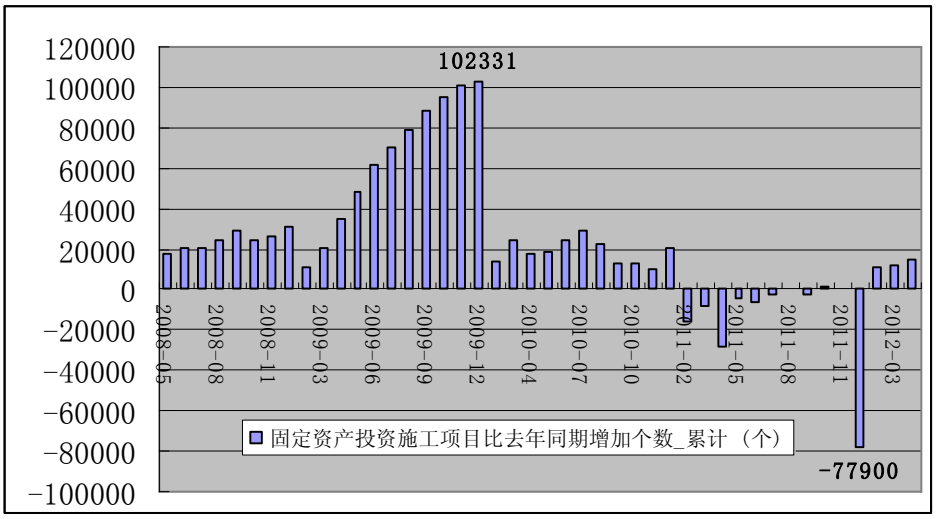
图 21：中国金融条件指数“放”与“收”的幅度都很大



按照 IMF 的测算，目前中国是央行存款利率高于泰勒规则测算的利率水平的唯一国家，其利率水平存在过高的嫌疑。如果考虑贷款利率上浮的水平和“息改费”的额外资金成本，中国目前的综合利率水平更显得偏高。

2）投资闸门“大放大收”，导致投资项目的连续性出现严重问题。如图 22 所示，2009 年的固定资产投资出现迅猛增长，新开工项目比 2008 年增加了 102331 个，计划投资同比增长 32%。但是，这种上涨在 2011 年逆转，2011 年全年施工项目比 2010 年减少了-77900 个，施工项目计划投资增速下滑到 18.7%，到 2012 年一季度出现增速进一步下滑到 14.2%。

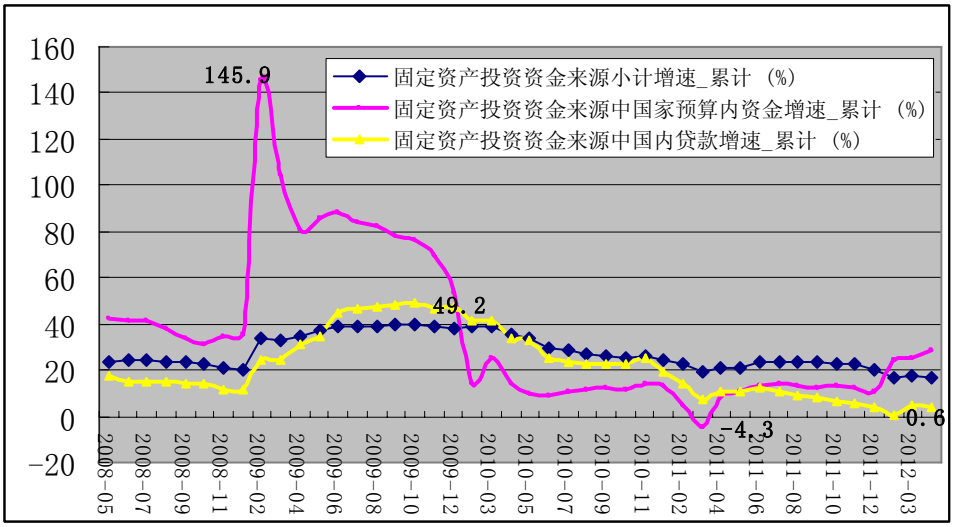
图 22：2011 年投资闸门收得过快



于此同时，对于在建项目和新增项目的资金支持出现了全面回收。其中，固定资产资金来源中的国家预算内资金增速从 2009 年初 145.9%的增速，下滑到 2011 年初的-4.3%，银行贷款资金从 2009 年底的 49.2%，下降到 2012 年 3 月的

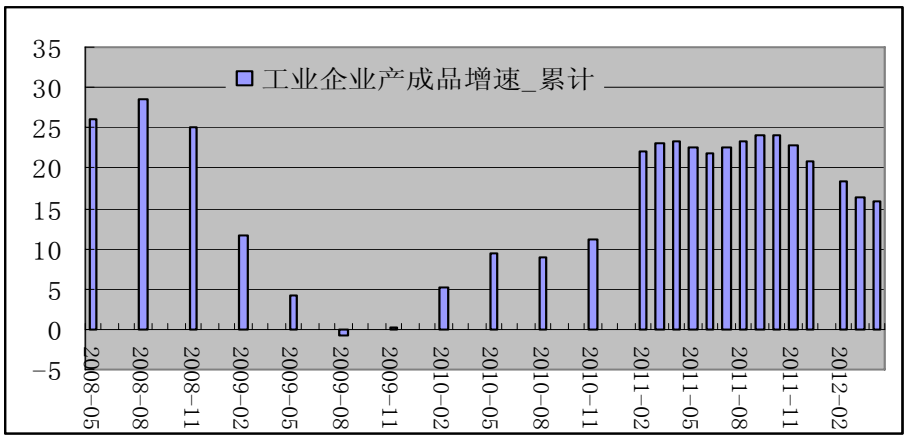
0.6%。这种正规资金的大幅度收缩直接导致很多项目变为“烂尾项目”，许多企业不得不依靠非规范融资来维持经营。其中最为突出的就是 2011 年底 2 万公里的铁路同时停止建设。在货币政策和投资政策收缩过猛的同时，房地产调控以及刺激政策的退出则进一步加速这些政策的紧缩效应。

图 23：财政和信贷对于固定投资支持的“大放大收”



3、资产价格回落导致的“去杠杆”与生产价格下滑导致的“去库存”同步进行，加剧了企业经营环境的恶化，资金链紧张以及销售链紧张比预期还猛，“金融加速器”和“存货加速器”的逆转加大了经济下行的力量。

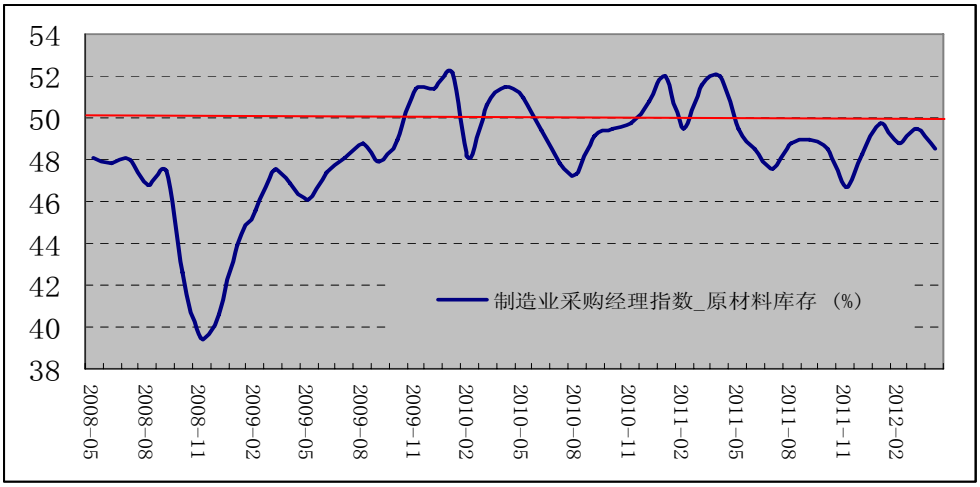
图 24：产成品去库存于 2011 年 4 季度开始



1）**在 PPI 回落、利润率下滑以及悲观预期不断蔓延的作用下，大部分企业“去库存”十分严重，使中国宏观经济步入基钦周期的下行区域，总需求出现内生性的收缩**。从核算角度来看，2012 年 1 季度资本形成拉动率仅为 2.7 个百分点，比 2011 年和 2010 年的拉动率分别少 2.2 个百分点和 2.9 个百分点，这是导致今年经济增速下滑的核心原因。但值得注意的是，剔除价格因素，实际固定

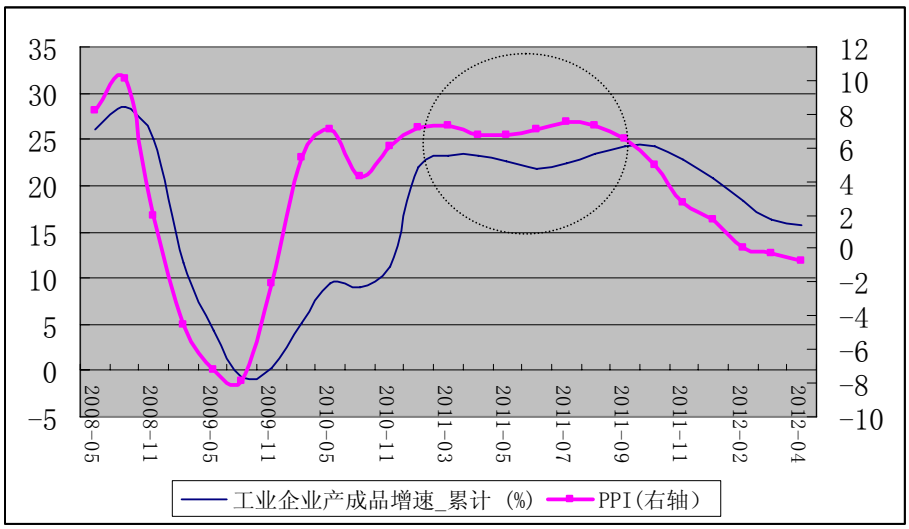
资产投资增速比去年同期仅下滑了 0.9 个百分点，比去年年底上涨了 0.7 个百分点，这说明“去库存”导致的 GDP 增速下降可能达到 2 个百分点左右。从工业企业产成品增速来看，1-4 月仅为 15.8%，比去年同期下滑了 7.4 个百分点。PMI 参数中的原材料库存进一步证实目前“去库存”比较强烈， 2012 年 5 月 PMI 中的原材料库存指数仅为 45.1，连续 11 个月低于 50 的“枯荣线”。

图 25：原材料去库存 2011 年 3 季度开始



“去库存”之所以如此严重，其核心原因就在于在“PPI泡沫”破灭之后，大量依靠原材料和产成品囤积的企业开始在PPI快速下行时改变经营战略，从“存货为王”转变为“现金为王”，而生产利润的下滑进一步使企业降低了产成品占用的资金。这种行为将导致宏观景气快速逆转，从而加速下滑的速度。

图26：PPI决定存货的核心力量



2）在严厉的房地产调控政策、快速逆转的货币政策、资金外逃和地方投融资平台的治理等多重因素的作用下，中国开始步入“挤泡沫”的进程之中，各

类实体投资和金融投资都出现强烈的“去杠杆”，“金融加速器”开始逆向运行，直接导致内生性的资金紧缩。这种紧缩导致民间融资资金链的局部断裂、、房地产价格上涨的停滞、各类金融资产价格的下滑以及各类投资预期收益大幅度下滑，“资产管理”快速转变为“负债管理”，资金供应和资金需求都出现内生性的收缩。投资杠杆下滑、投资规模减少、惜贷等现象应运而生。例如全国固定资产投资杠杆率开始从 2011 年初期的 4.45 倍下降到 2012 年 4 月的 4.07 倍，房地产投资杠杆率从 2010 年初期的 5.8 倍下降到今年 1 季度的 4.6 倍。

图 27：固定资产投资的杠杆率回落

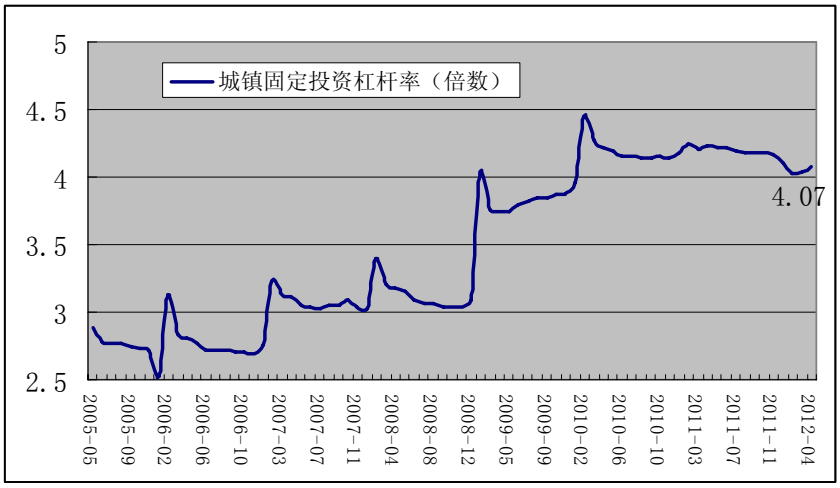
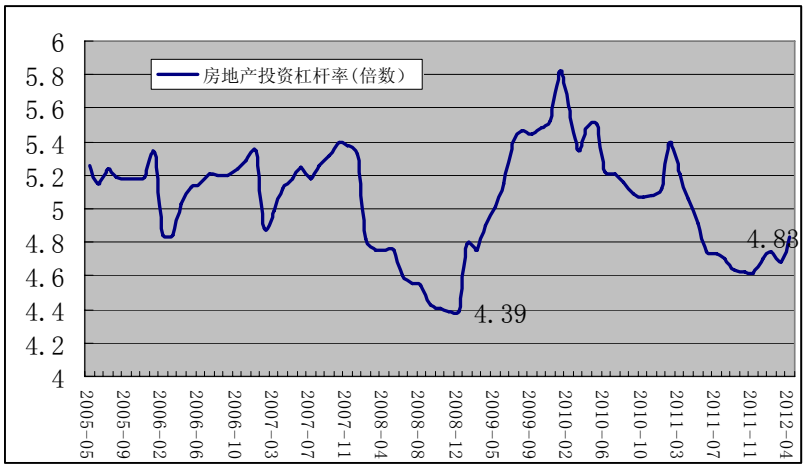


图28：房地产投资的杠杆率出现回落



4、各类短期事件和各类数据的下滑，导致市场情绪波动较大，各类经济主体的信心和预期恶化，导致资金流动速度和货物周转速度出现内生性放缓。

各类信心指数是社会经济运行预期的综合反映。目前企业家信心指数、工业企业家信心指数、消费者信心指数以及银行家信心指数都出现明显的回落。其中最为明显的就是企业家信心指数从 2010 年 3 季度的 79.4 下降到 2011 年 4 季度

的 68.4，银行家信心指数从 73.1 下降到 59.3。

图 29：实体领域信心指数低迷

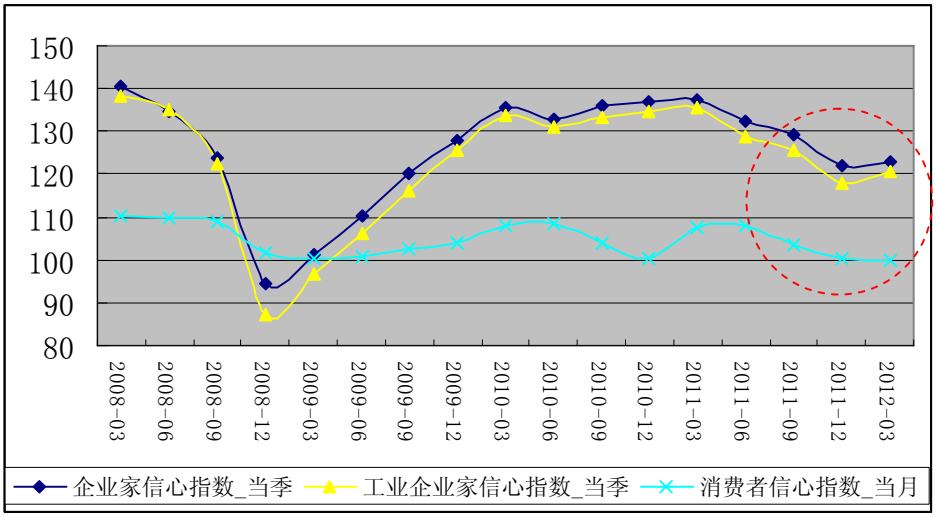
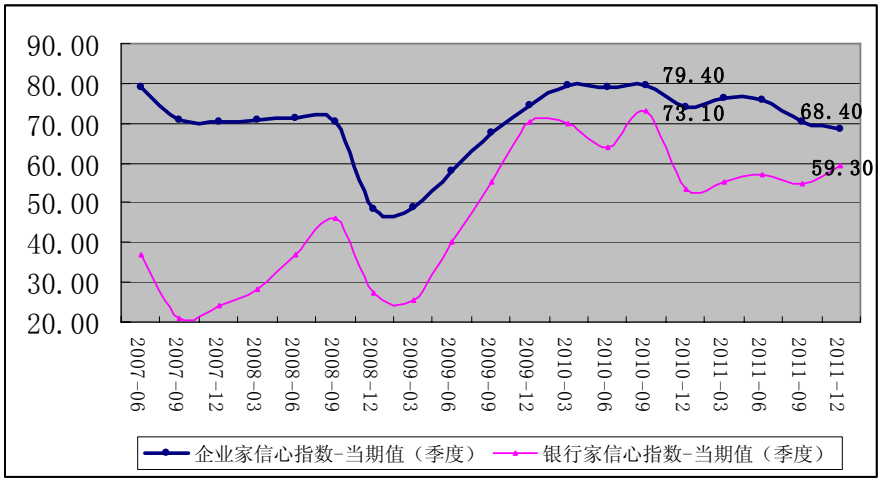


图 30：银行家信心指数回落



信心的回落导致各类活动的下降，其中最为集中的体现就是货币流通速度的下降。今年 1 季度货币流通速度居于 4 年来的最低水平（参见图 31），而工业企业的流动资产周转次数也出现明显下滑，从 2011 年底的 2.74 次下降到 2012 年 1 季度的 2.26 次，下降幅度达到 17.5%。这直接导致的是贷款需求出现超预期的高位回落，企业惜贷显现开始显现。如图 33 所示，在货币政策感受指数上扬的过程中，信贷需求指数却下滑了 2 个点。这表明内生性经济趋冷的态势开始形成。

图 31：货币流通速度放缓

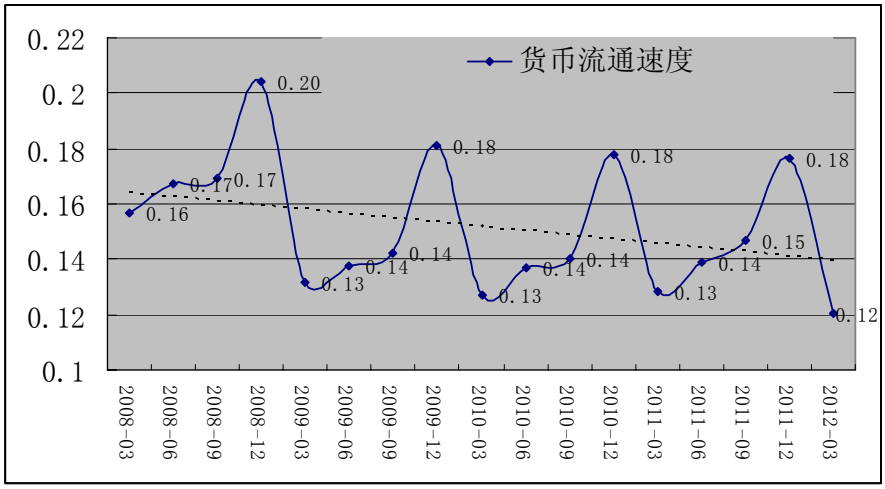


图 32：工业领域资金周转放缓

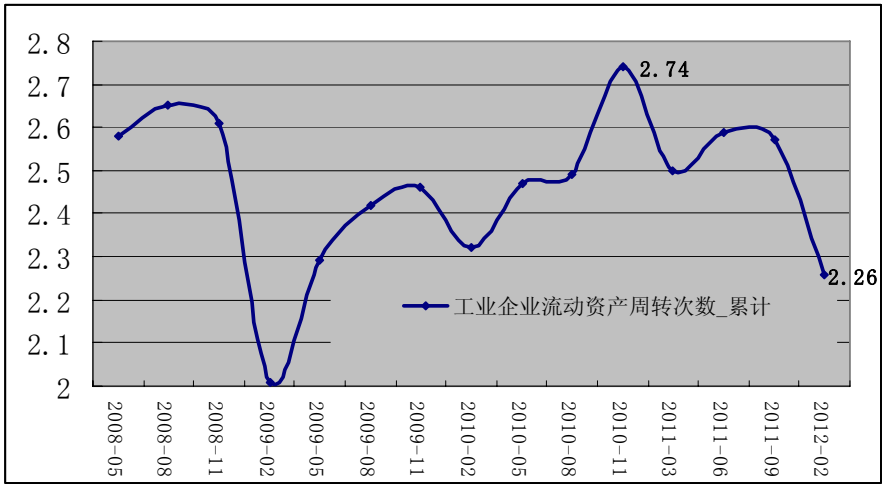
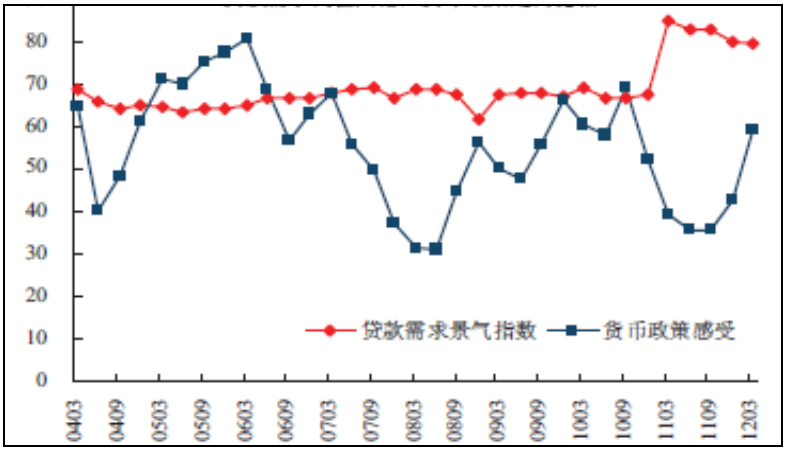


图 33：贷款需求高位回落，实体经济惜贷现象开始出现



上述 5 各方面的深度回落直接又导致中国深层次结构和资源错配问题开始显现。这不仅体现在我们 30 年来投资-出口驱动的经济增长模式所固有的结构问题，也体现在上轮刺激性政策的各种后遗症开始显露，其中最为突出的就是：（1）

流动性泛滥带来的经济泡沫问题；（2）产业振兴带来的产能过剩进一步放大的问题；（3）地方投资快速扩张带来的地方投融资平台过度扩张的问题；（4）国退民进与政府信用扩张带来的市场秩序倒退的问题。这些问题的显化也将产生强烈的叠加效应。从而使目前经济下滑具有其的外部输入性、金融加速性、逐步内生性以及自我强化性等特征。

（三）本次下滑值得关注的几个特性

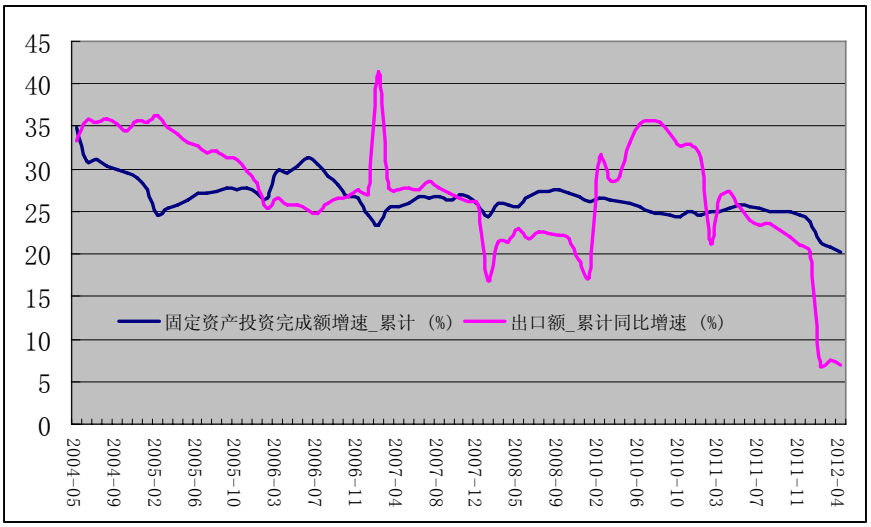
与其他年份不同的是，2012 年上半年经济下滑有以下几个特征值得关注：

1、依然具有明显的输入性衰退的特征。

从上面分析我们可以看到，本次经济回落的原因不是单一的，不能把它简单归结为政策主动调整的产物。与 2008-2009 年中国经济下滑一致是，全球经济复苏的受阻、全球贸易恶化以及全球金融动荡是中国经济回落的主导性因素，因此本轮下滑依然具有输入性衰退的特征。

按照国民收入核算来看，外需恶化可以解释 2011 年和 2012 年 1 季度经济下滑的 60%，如果再考虑外需下滑通过出口-投资联动机制、外汇储备-资金供给机制对于内需的影响，出口下滑可以说明中国经济下滑的 70%左右。这意味着简单通过内需扩张来刺激经济，使经济增速回到原来的轨道将会面临严重的供给-需求结构转换的问题，内需扩张填补外需恶化的程度不宜过大。

图 34：剔除 2009 年中国出口-投资联动机制十分明显



2、在深层次结构性问题和资源配置扭曲的作用下，外生性下滑逐步向内生性下滑转变，下滑逐步具有加速性的特征。

如果忽略经济下滑的幅度，本轮下滑与 2008-2009 年下滑最大差别就在于国

内因素。因为经过 2008-2009 年的刺激计划和宏观经济政策的极度宽松之后，国内一方面要面对 4 万亿刺激计划带来的 4 大后遗症，而且还要面对政策常态化带来的紧缩，更要面临深层次问题的显化。所以，“去泡沫”、“去杠杆”所产生的内生性下滑力量随着上述因素的作用而日益加速。这种内生性的下滑需要政策性的因素来打破其自我实现的正反馈。

3、几类指标之间的冲突说明本轮经济下滑不仅面临着实际总供给和实际总需求的增速下滑，更面临着潜在 GDP 的增速下滑。因此，中国经济增速的回落不仅具有短期特征，更具有中期特征，中国经济已步入“次高速增长时期”，这意味着我国经济政策的目标不能简单盯住增速下滑的幅度。

1）“低增长”与“高就业”说明目前要素资源相对充分利用下所支撑的潜在经济增长速度已经出现明显的下滑。

目前中国经济增速与 2009 年 3 季度和 2008 年 3 季度的增速大致相当。但与上轮经济下滑不同的是，经济增速持续的放缓并没有带来失业规模的急剧增长，农民工“返乡潮”不仅没有出现，相反“招工难”却全面蔓延，导致劳动工资持续上扬。

一是中国的劳工供需比从去年四季度的 1.04 上升到一季度的 1.08，创 2001 年一季度开始统计该比例以来的最高值。劳工供需比已连续六个季度高于 1。

二是就业增长率虽然出现了结构性的变化，但第二、第三产业依然保持在 2%以上的增速，与 2007-2008 年的水平大致相当，大大优于 2008-2009 年的表现（参见图 34）。

图 34、第二、第三产业的就业增长率依然强劲

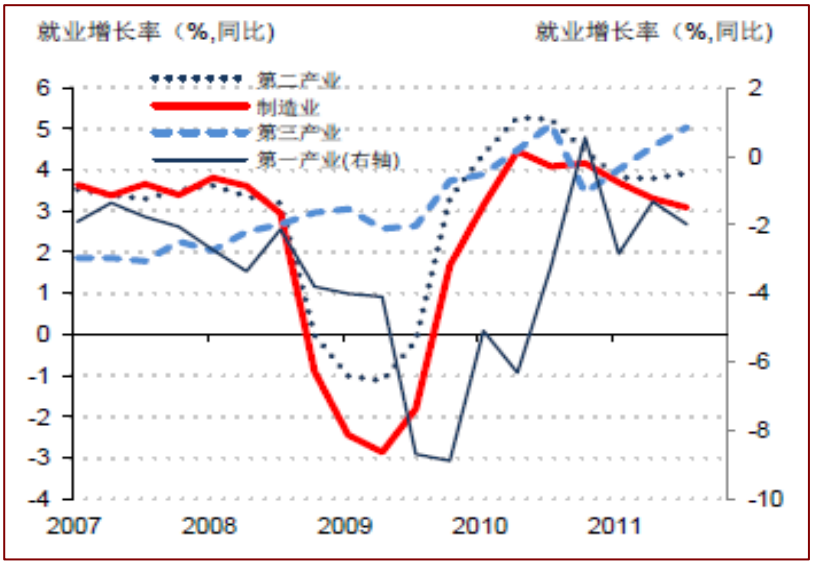
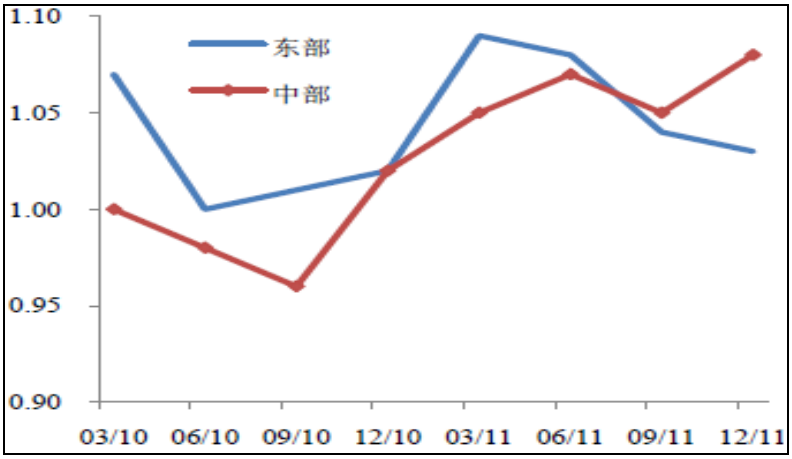


图 35、中部“招工难”在加剧

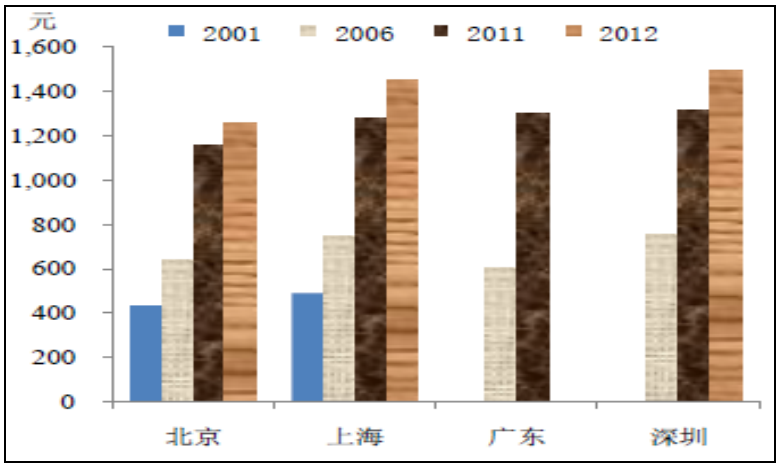


三是“招工难”并没有得到全面缓解，东、中、西部的城市劳动力市场的“需求-供给比”依然大于 1，其中中部的“需求-供给比”出现了持续上扬的态势（参见图 35）。

四是受制于劳动力市场的供求关系，职工工资、最低工资水平以及居民收入水平在 2012 年 1 季度并没有出现下滑，反而出现了轻微反弹。一季度城镇居民人均总收入 7382 元。其中，城镇居民人均可支配收入 6796 元，同比名义增长 14.0%，扣除价格因素实际增长 9.8%。其中工资性收入同比名义增长 13.8%；农村居民人均现金收入 2560 元，同比名义增长 17.0%，扣除价格因素实际增长 12.7%。其中，工资性收入同比名义增长 17.5%。这些收入数据都比前 3 年的平均水平要高。同时，一线城市的 2012 年最低工资标准平均比 2011 年提高了 10%（参见图 36）。

回答这个悖论的最好答案就是中国潜在 GDP 增速出现了明显下滑。

图 36、一线城市的最低工资持续上扬



2）“增速持续回落”与“核心 CPI 相对稳定”和“产出缺口相对稳定”不仅说明了中国受困于结构性问题，同时也说明产出缺口没有发生根本性的变化，

实际增速的回落意味着中国潜在增速的明显回落。

从图 37 可以看到，目前剔除食品和燃油的核心 CPI 虽然有所回落，依然处于 1%的区间，与 2008 年初期的水平相当。这表明总供给与总需求依然在相对平衡的状态。同时，按照估算的产出缺口来看，中国 2011-2012 年的产出缺口基本处于 0—1%的区间波动。这也说明目前中国宏观经济的实际增速正随着潜在产出增速在回落。

图 37、核心 CPI 依然高于 1%

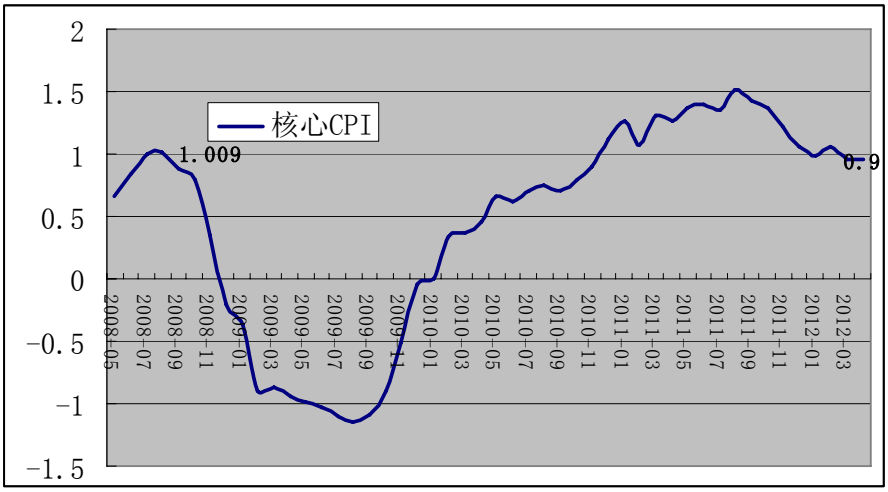
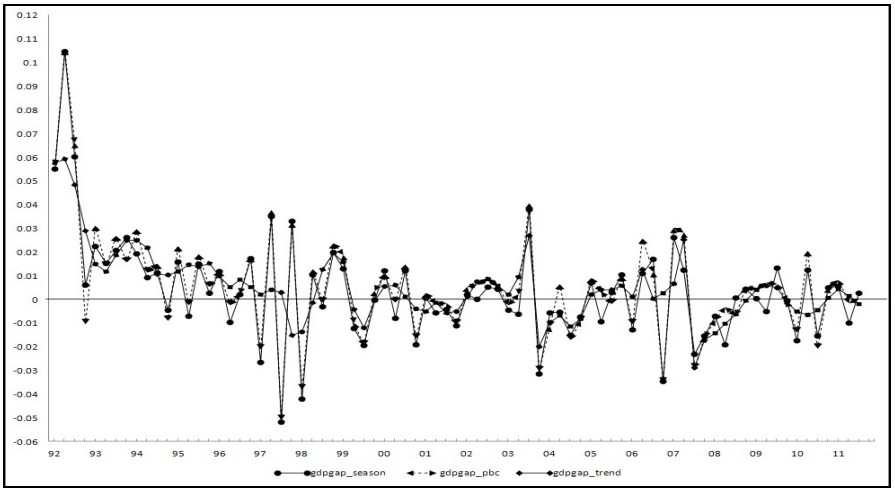
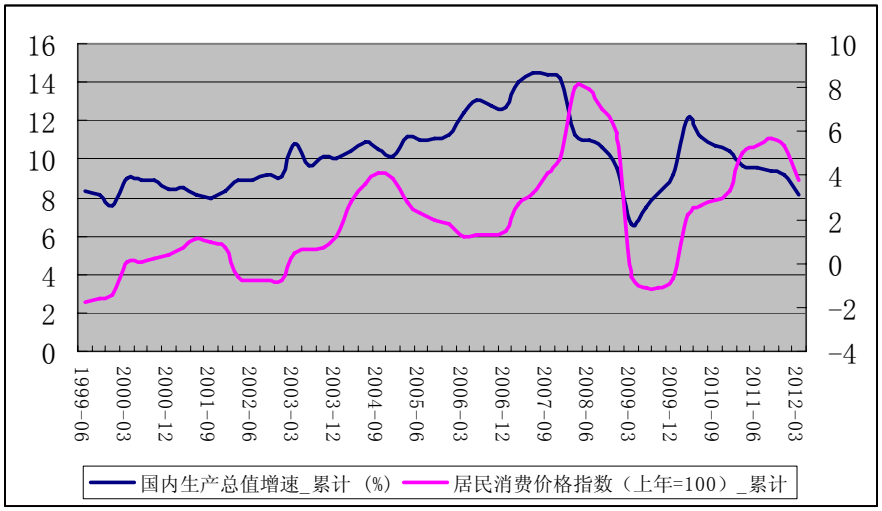


图 38：各种季度调整方法的贝叶斯估算的产出缺口的比较图



如果对比 1999-2002 年的数据，可以看到，这些年的 GDP 增速在 8-9%的区间，物价水平却处于 0 附近。而目前 GDP 增速 8.1%，而实际 CPI 为 3.4%，核心 CPI 达到 0.9%。这充分说明 2012 年的潜在增长水平比 1999-2002 年要低。

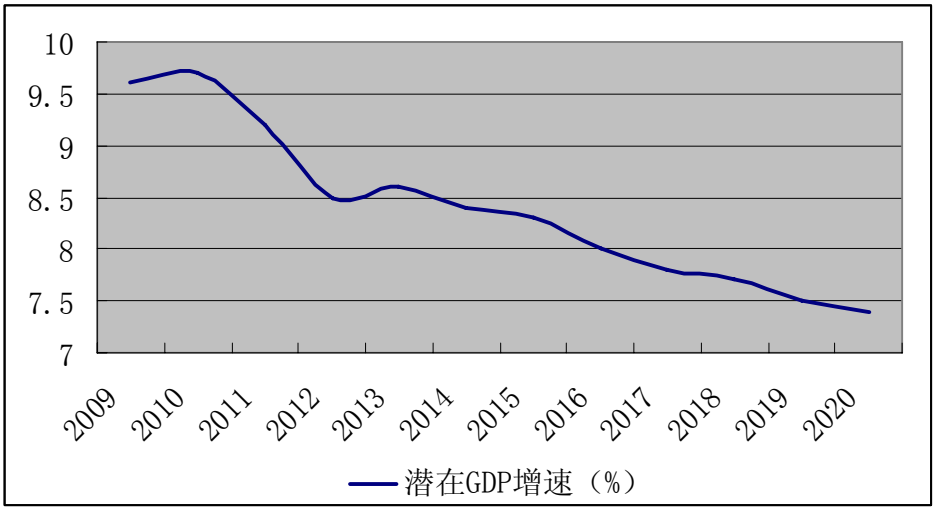
图:39、对比 1999-2002 与 2012 年的宏观参数



事实上，按照中国人民大学经济改革与发展研究院在“中国潜在 GDP 增速测算、预测与政策定位”课题的研究，中国正由于人口红利的递减、全球化红利的消失、制度红利的逆转以及 TFP 的下降等多重因素，潜在增长速度在处于快速回落的区间。2011-2016 年中国将告别“高速增长时期”而步入“次高速增长时期”，潜在 GDP 增速将处于 8%-8.7%的区间。

这种变化与国际比较研究的结论也是一致的。潜在 GDP 间断性回落或拐点性下降的核心原因主要在于：一是部门间闲置资源转移开始大幅度减少；二是由于创新下降和结构性问题严重导致 TFP 下降。而这两个条件与目前中国的现状比较吻合[3]。

图 40：未来中国潜在 GDP 增速的估算



[3] 参见中国人民大学经济研究所的“中国宏观经济报告 2009 年第 3 季度”和中国经济改革与发展研究院的“中国潜在 GDP 增速测算、预测与政策定位”(2011)。

如果上述判断正确，那么简单根据 GDP 增速回落判断中国经济低迷可能存在问题。因为我们必须考虑判断经济运行的标杆降低了。以 9%-10%的增长目标来驾驭中国宏观经济就可能导致过度调控的可能。

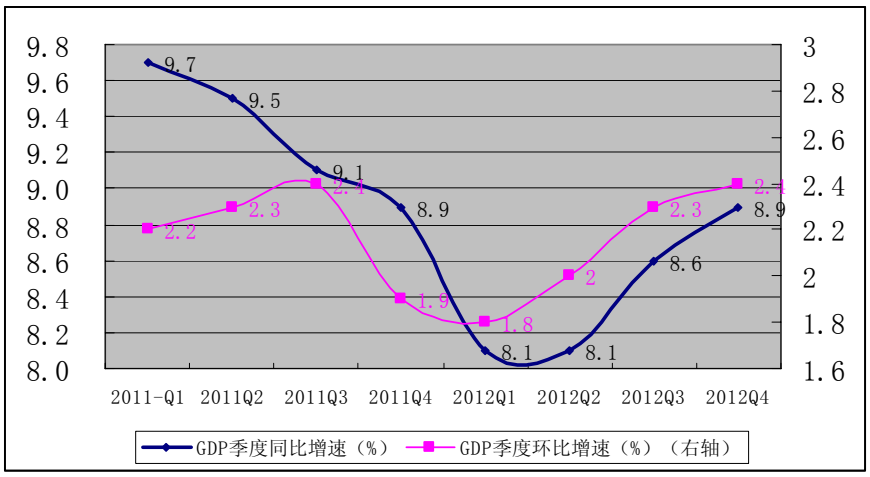
三、触底反弹的中国宏观经济

2012 年的中国宏观经济是否会沿着上半年持续下滑的轨迹进一步回落呢？这决定于各种下行的因素是否改变，新的上行因素是否出现。

而改变02012年上半年宏观经济运行轨迹的最大变化就是中国政府于5月底密集推出的“稳增长”的各种政策，这将通过“投资放闸”、“消费启动”、“宏观经济政策的积极性定位”有效逆转投资增速和消费增速疲软的局面。这种强劲的政策调整将有效扭转市场信心，打破“去杠杆”与“去库存”相互作用的自我强化机制。从而促使中国宏观经济在第二季度末触底，并在 3 季度出现反弹。

但是，中国宏观经济依然面临世界经济疲软和风险上扬的冲击；房地产调整的步伐虽有所减缓，但依然严重制约着房地产投资和消费的逆转；深层次的结构问题和资源配置扭曲也将在短期“稳增长”政策的作用下进一步恶化。这些下行因素决定了下半年中国宏观经济反弹不仅不会十分强劲，同时还充满了不确定性。

图 41:2012 年 GDP 季度增速预测



按照模型预测，由于本轮投资启动比以往要迅速， 6 月投资将出现反弹，使 2 季度增速达到 8.1%，与 1 季度持平。3 季度和 4 季度持续回升，但回升力度不大，季度增速与 2011 年 4 季度水平相当，经济景气程度没有步入常态水平。

（一）经济加速下滑和增速跌破 8%的担忧迫使中国政府对宏观经济政策进

行再定位，“稳增长”的目标全面凸显，2.0 版的刺激政策快速出台，这将改变投资和消费增速下滑的局面，但“稳增长”将演化为“扩投资”、政策调整将从“微调与预调”演变为“全面宽松扩”，从而导致 2012 年下半年到 2013 年再次出现投资驱动型经济反弹。

正如第二部分所述，中国经济在持续回落的进程中，于今年上半年有加速回落的趋势，按照 4-5 月的数据推算，中国 GDP 增速将跌破 8%，从而有可能导致地方财政收支矛盾进一步恶化、失业问题重新抬头，进而引发系列经济社会问题。对于这些问题的担忧，政府于 5 月中旬调整了政策定位，将“稳增长”放在核心政策调控的首要位置.，并推出了包括投资、消费以及外贸在内的一揽子政策措施（参见表 4）。

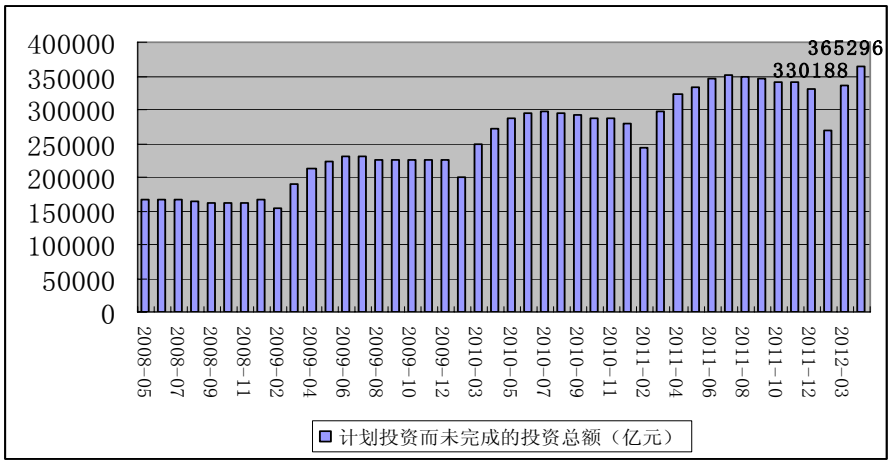
表 4：“稳增长”一揽子政策

货币政策	要坚持稳健货币政策的基本取向，保持合理的社会融资规模，进一步优化信贷结构，更加注重满足实体经济的需求； 1） 存款准备金率下调；2）非对称降息；3）不合理收费的查处；4）银行信贷总量的放松；5）对于重点项目投资资金的保证。
财政政策	积极财政政策的持续； 1） 要继续落实好结构性减税政策，减轻企业税负；2）对于保障性住房的中央资金的支持；3）对于铁路投资预算资金的提前到位。
投资	1）推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度。 2）认真梳理在建续建项目，切实解决存在问题，防止出现“半拉子”工程。 3）鼓励民间投资参与铁路、市政、能源、电信、教育、医疗等领域建设。 4）大力支持小型微型企业创业兴业
消费	着力扩大内需，完善促进消费的政策措施： 1）中央财政已安排 255 亿元，抓紧落实扩大节能产品惠民工程实施范围，支持自给式太阳能等新能源产品进入公共设施和家庭，加快普及光纤入户； 2）新一轮汽车以旧换新政策，重点选择小排量汽车以促进节能环保。 3）汽车下乡政策，同样重点选择小排量汽车，参照 2009 年做法，对农民购车给予车价 10%的补贴，每辆汽车最多补 5000 元。重庆对 1.6 升及以下的汽车进行补贴。 4）5 月 16 日国务院常务会议研究决定安排财政补贴 265 亿元，启动推广符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器，推广期限暂定一年。 5）7 月 1 日，北京有望正式出台家具以旧换新政策，如若试点效果明显，可在全国推广；
房地产	1） 稳定和严格实施房地产市场调控政策；2)51 个城市对于房地产政策进行微调；3)大型国有商业银行对首套住房按揭利率进行优惠；4)加大商品房的供给;5)对于保障性住房的资金投入力度加强。6)加大对保障性住房和农村危房改造支持力度

1、由于在建项目规模巨大、“十二五”规划的先期准备以及换届效应等因素的作用下，本轮投资刺激的启动速度较快，规模较大。

如图 42 所示，由于 2009-2010 年新上项目巨大，导致 2010 年和 2011 年计划投资但没有投资的在建工程已超过了 30 万亿。到 2012 年 4 月为止，本年计划投资而没有投资的规模达到 36.5 万亿。因此，目前缺少资金的各种规划十分庞大。只要资金到位，特别是银行信贷对于固定资产投资的渗透力加强，各种项目投资将出现快速的上扬。因此，按照国务院 5 月 15 日出台的投资政策中，仅“解决在建项目，防止半拉子工程”一项就能够较大幅度地刺激投资上扬。

图 42：中国计划投资但没有投资的项目规模巨大



与此同时，2012 年是“十二五”的第二年，这决定了今年是“十二五”规划实施的关键年，很多大型项目的论证已经充分展开，只是受到前期政策收紧的影响，到目前为止进展缓慢。因此，只要地方投融资平台的相对放松和信贷资金的跟进，“十二五”布局的大型项目将快速上马。其中最为突出的就是战略性新兴产业的布局、交通建设以及农村水利基础设施建设。

2011 年是中国地方政府的换届年， 2012 年是中央政府的换届年。从投资的内在激励机制来看，换届完毕的地方政府将重现固有的投资膨胀和投资饥渴。在中央政府放开投资闸门的时候，地方政府将大大放大这些投资开口的效应，推动着各类项目纷纷上马。这在 5 月底大量地方政府“跑部前进”，获得大量新增大型项目可以得到证实[4]。与此相关，5 月前 20 天四大行新增贷款 340 亿，这些贷款投向了新增项目。这种冲动在很大程度上与中央政府换届的利益激励是一致的，因此，实际投资增长的幅度可能比预期规模要大。“稳增长”将演化为“扩

[4]国家发改委官方网站“项目审批与批准”栏显示，仅 5 月 21 日一天就有高达 100 多个项目获得批复，其中多为清洁能源领域，获批项目总量几乎相当于 5 月前 20 天的总和。

投资”。

民间投资细则的出台对于民间投资增速的回升有一定的提升作用。但是在传统行政性垄断体系和经营模式没有根本改革的前提下，投资领域的放开并没有给予民间资本生存的环境。因此，投资的启动在本质上还是依靠基础设施、农业水利、节能环保和战略性新兴产业的布局。

表 5：民间资本投资开放细则

部委	细则内容
银监会	得单独针对民间资本进入银行业设置限制条件或其他附加条件。对民间资本投资银行业的范围、对象没有限制，支持民间资本进入商业银行、城商行、等多种形式的金融机构。
交通部	公路水路交通运输领域，对民间投资完全开放，引导对民间资本进入公路水路交通运输领域，没有任何禁止和限制措施。
铁道部	明确鼓励民间资本投资参与建设铁路干线、客运专线、城际铁路、煤运通道和地方铁路、铁路支线、专用铁路及其场站设施等项目
卫生部	下发《关于社会资本举办医疗机构经营性质的通知》，明确指出，社会资本可以按照经营目的，自主申办营利性或非营利性医疗机构。社会资本举办的医疗机构，转变经营性质的管理规定另行制定。
国资委	国企在改制重组中引入民间投资时，应当通过产权市场、媒体和互联网广泛发布拟引入民间投资项目的相关信息，优先引入业绩优秀、信誉良好和具有共同目标追求的民间投资主体。民间投资主体可以用货币出资，也可以用地使用权等方式出资。
证监会	证监会将在上市、再融资、建设全国性场外市场和并购重组等多个方面支持民营企业发展，同时还将鼓励民间资本参股证券期货经营机构。
央行	鼓励民营推动温州金改
工信部	鼓励民资、外资投入物联网领域

2、新的消费刺激政策将有效扩充居民的消费增长，而财政扩张将有效遏制政府消费的下滑。

新一轮的消费刺激政策不仅延续了前一轮消费刺激政策的主要内容，重启了汽车下乡、家电下乡。同时将“环保”和“新能源”理念纳入其中，有效扩充了消费刺激的范围和层级。更为重要的是，“家具以旧换新”和“装修下乡”的试点对于居民支出结构和支出总量都具有十分实质性的影响，对于消费信心的影响将比较明显。

从目前刺激的规模来看，涉及金额较上轮要少，但由于汽车消费、专修消费以及环保型家电的消费对于人均 GDP 不到 6000 美金的中国依然处于加速阶段，其刺激的效果依然较为明显。

3、房地产微调政策的实施虽然不能从根本上改变房地产下行的趋势，但能

有效缓解房地产下行的速度，并在短期内改善房地产消费和投资的数据，以避免房地产过快调整带来的宏观经济冲击。

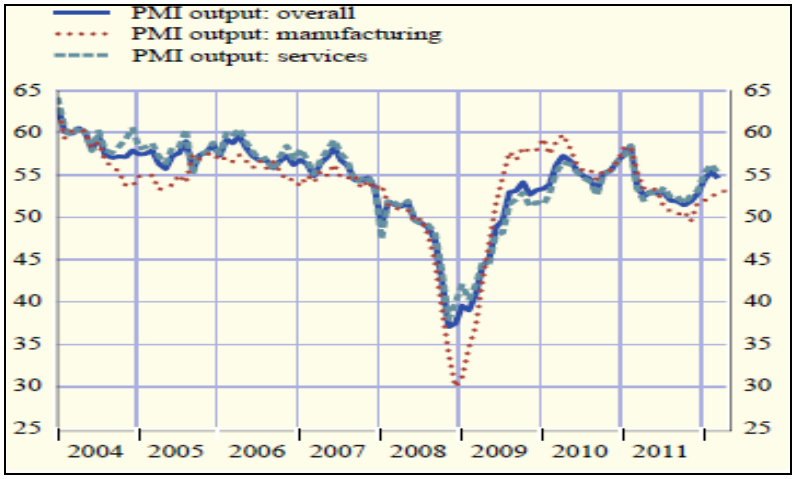
房地产微调主要围绕“服务刚需”为核心，为首套住房购买者提供利率和首付比率优惠。这使很多一线城市在 5 月份出现销售回升的态势。与此同时，未来政策将进一步在房地产供给上做文章，保障商品房供给和保障性住房供给的快速提升。这决定了政府对于房地产调控必须在刺激刚性需求的同时，还必须对房地产开发投资的资金来源放松管制，以保证在房地产供给大幅放量的基础上才考虑放开“限购”与“限贷”的管制。这需要对房地产企业开发投资贷款管控进行定向宽松，这将缓解目前房地产资金紧张的局面。

但需要指出的是，房地产企业目前的状况比预期的情况要好，房地产产业的很多指标都出现了恶化，但都从整体上没有超过历史最高水平，房地产崩溃性的调整概率不大，再加上地方政府由于土地财政和经济增长等约束而采取的放松性措施，这使得房地产调整的速度比预期更为缓慢。

（二）世界经济形势虽然较年前预期要好，许多指标有所改善，但由于欧洲债务危机的进一步发酵和进一步传递，全球经济复苏的步伐将持续放缓且充满不确定性，下半年中国宏观经济的外部环境依然偏弱，外需反弹力度相对偏弱。

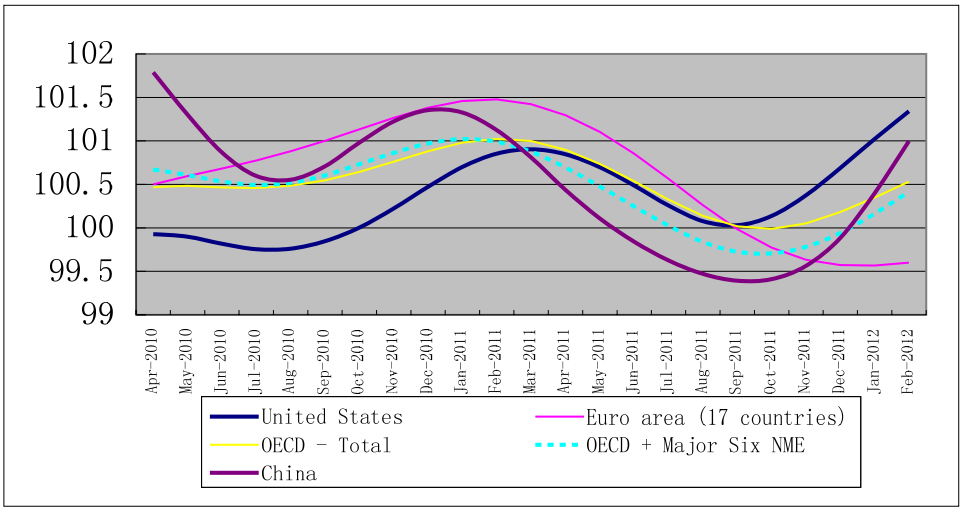
1、各类世界经济先行指数虽有波动，但总体依然处于持续改善的路径之中。这集中体现在：1）全球各类 PMI 指数持续 3 个月回升，到 2 月份制造业 PMI 指数道道 55.5%，连续 2 个月突破 50 的分界线，其中新订单指数的反弹预示着全球贸易将得到改善（参见图 43）。虽然 5 月份很多国家 PMI 指数所有回落，但依然处于“枯荣线”50%以上的水平；

图 43、全球 PMI 指数反弹



2）OECD 各类先行指数，除中国等几个新兴市场经济还在持续下滑以外，美国、日本以及欧洲的先行综合指数都出现连续的反弹。其中 OECD 整体先行指数从 2011 年 9 月见底之后，连续 5 个反弹至 102.5%，而美国先行指数在 5 个月反弹后也达到了 2007 年的水平（参见图 44）。但值得关注的是，全球“去杠杆”、金融动荡以及深度的结构调整可能改变传统的先行数据与实际经济运行之间的对应关系。全球经济的底部正常区间应当在 2 季度左右。

图 44、OECD 先行指数出现持续反弹



2、全球流动性得到改善，金融风险虽然近期存在较大的反弹，但避险情绪较年初得到相对的稳定。

2012 年全球货币政策都出现全面的放松。一是欧洲坚持其低利率政策，并在 2011 年底和 2012 年连续利用长期融资工具向市场投放高达 2 万亿欧元的流动性。二是美联储采取宽松的经济政策，并持续向市场发出宽松性货币政策持续，甚至进一步放开的信号；三是以印度、澳大利亚和中国为主的资源类国家和新兴市场国家掀起了新一轮的宽松性货币，分别进行了降息和扩大流动性等政策调整。这些行为大大提高了基础货币投放，缓解了市场紧张的情绪，导致全球流动性出现明显放松。其中最为典型的指标是美元 3 个月 LiBor-OIS 从年初的 51 个基点下降到目前的 31 个基点，欧元多个月 LiBor-OIS 从年初的 100 个基点下降到 6 月初期的 36 个基点。与此同时，虽然全球 CDS 自 4 月以来出现了反弹，但是，其幅度较 20114-12 月反弹幅度要小得多。CBOE 期货市场波动指数 VIX 也在波动中逐步回落。

图 45：全球流动性出现明显缓解

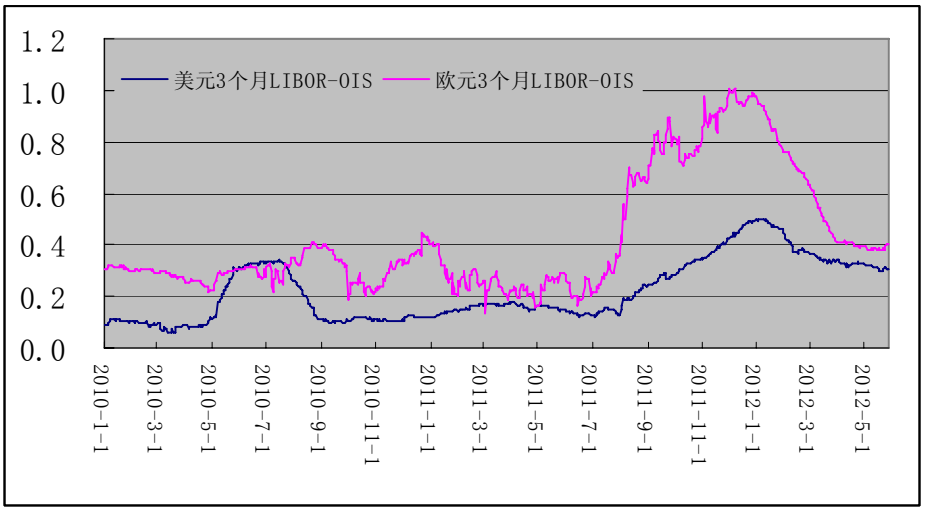


图46：世界区域CDS率（基点）远离高

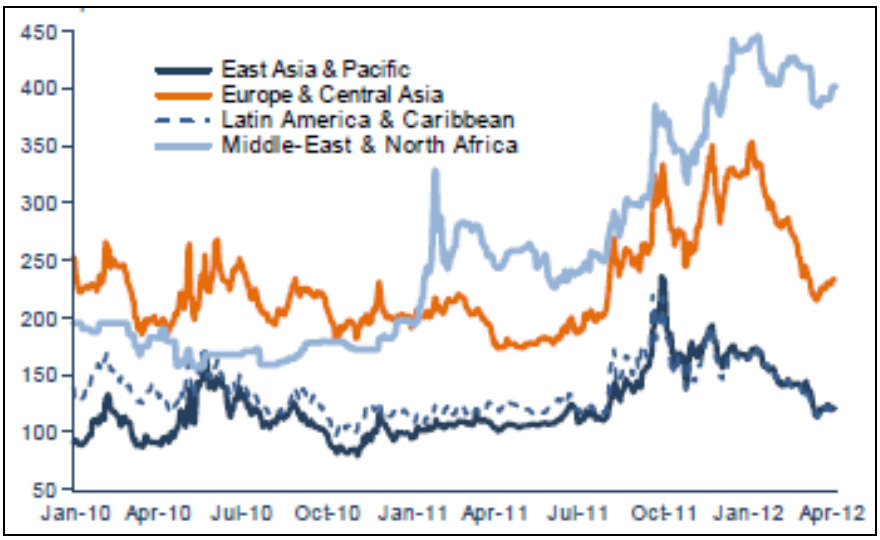


图 47：CBOE 期货市场波动率指数

3、在地缘政治得到缓和、美国石油库存上扬、国际金融市场波动等因素的影响下，石油价格和大宗商品价格出现回落，前期担忧的由于石油价格飙升带来的世界经济深度下滑的概率大幅度减少。

这集中体现在几个方面：一是由于美国大选年以及各方的斡旋，伊朗问题已经避免了战争的极端情况出现，由此带来的是 2011 年底恐慌带来的石油价格上扬得到缓和，从而避免石油价格飙升对世界经济的深度冲击。二是美国库存上扬和中国的石油进口增速减缓，导致全球石油需求下滑；三是全球金融危机导致流动性趋紧，从而导致大量抛售石油期货和现货头寸。这些因素直接导致布伦特石油现货价格在 6 月跌破 100 美元关口。而标普高盛的你也价格指数和工业价格指数出现回落。

图 48：石油和黄金价格回落

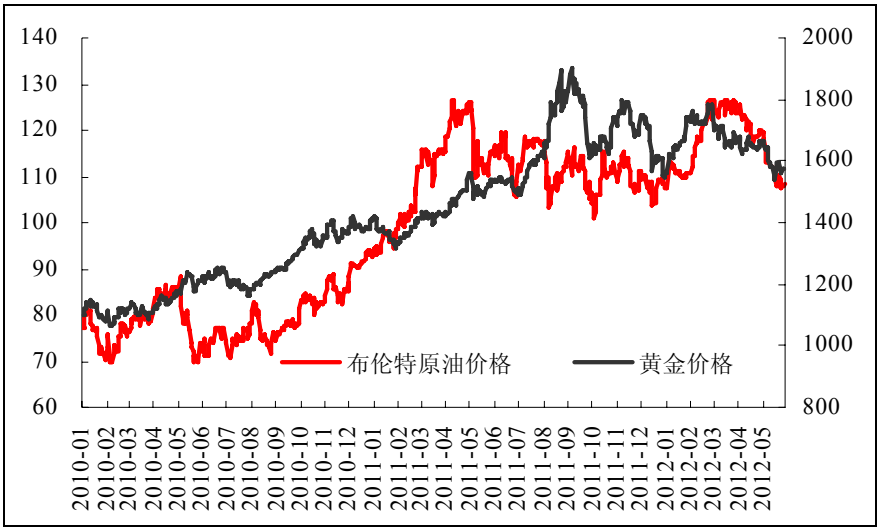
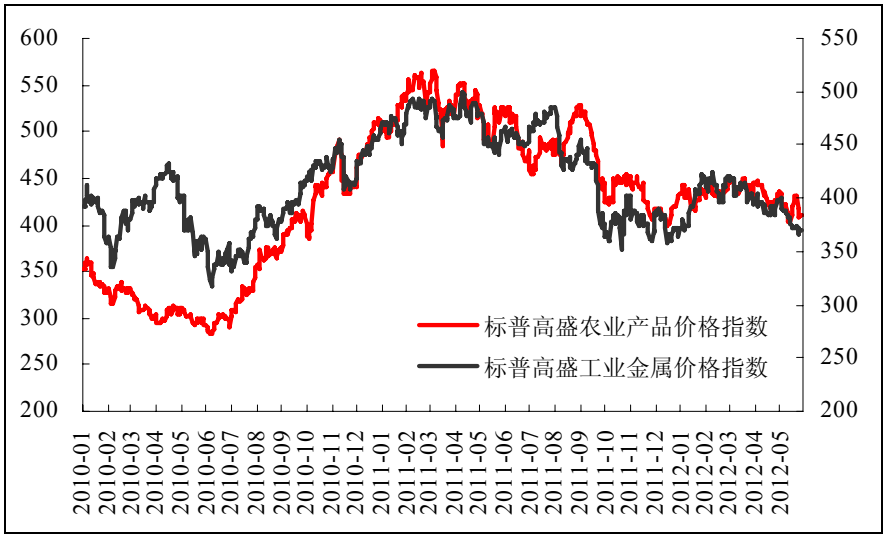


图 49：大宗商品价格出现回落

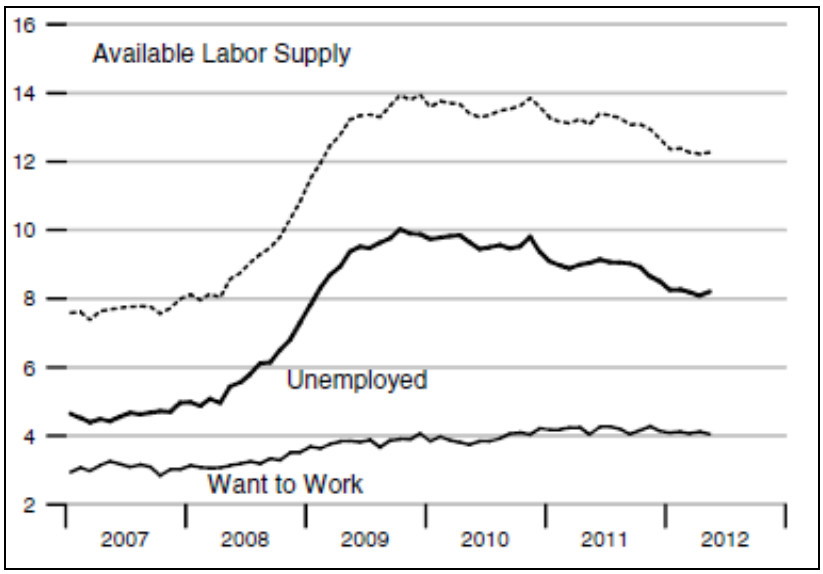


4、美国经济持续出现温和反弹，2012年经济复苏的势头虽然不十分强劲，

但大部分参数同步改善，说明美国经济复苏的基础进一步夯实，2012年美国经济运行可能比预期要好。这成为世界经济增速企稳的核心力量。

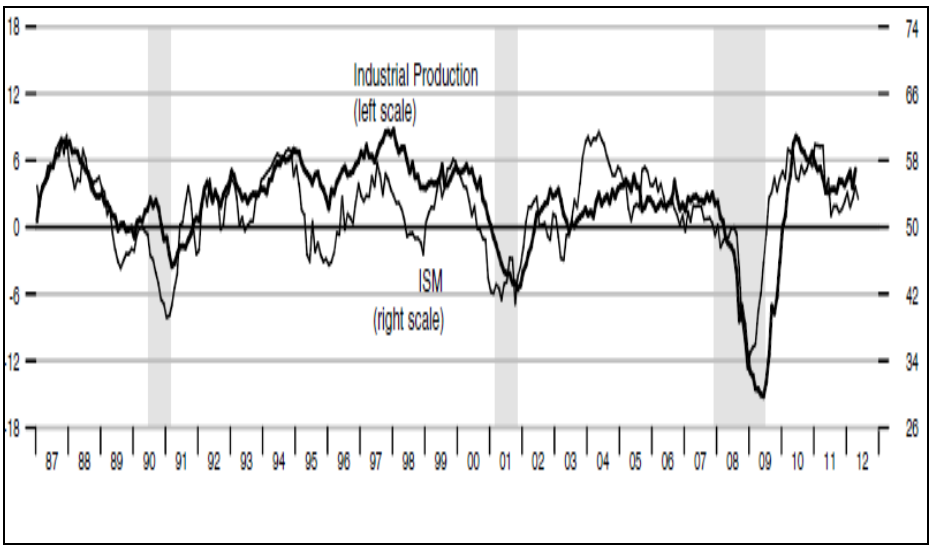
1）虽然5月份失业率有所反弹，但就业状况依然处于持续改善的进程中。4月份失业率降至8.1%，虽然5月又回升至8.2%，但新增就业的增速却保持了持续上升的势头。失业率的抬头主要因素是重新进入劳动力市场的人数有所增加。失业率的持续回落将成为美国经济下一步复苏的核心基础。

图50：美国就业数据处于改善进程之中



2）包括工业生产和ISM等美国先行指数虽然存在小幅波动，但依然在“枯荣线”上之上保持了上升的趋势。其中五月ISM持续上扬达到1个百分点。这表明美国产业基本步入一个持续复苏的轨道之中。

图51：ISM和工业生产持续改善



3）房地产市场触底反弹，逐步开始摆脱2007-2011年的底部运行态势，2011

年3季度以来美国新房销售和新开工率都出现持续回升。。如图52和53所示，4-5月美国的新屋与成屋销售均增加了超过3%，分别达到35万套和430万套。同时，3月以来房屋销售价格指数(基于GSE 抵押贷款支持的房屋销售交易)跳升了1.8%。这是自1991 年以来最大增幅。住房市场指数5月达到29.3，超过了2008年。美国房地产市场的稳定不仅有利于私人投资，更重要的是为金融市场的全面复苏打下了基础。

图52：美国住房销售有所好转

图53：新开工和住房指数也逐渐好转

4）美国私人储蓄下幅度回落，消费需求开始回升，消费信贷已恢复到危机前的水平，消费信心持续改善。美国私人储蓄从2008年的8.1%下降到3,5%，这充分说明美国消费已经开始恢复到危机前的状态，其中最好的说明就是2012年1季度美国实际消费增速达到2.9%，美国密执根消费信心指数连续9个月上扬，到2012年5月达到80，与2007年的水平相当。

图54：美国实际消费增速（折年率%）

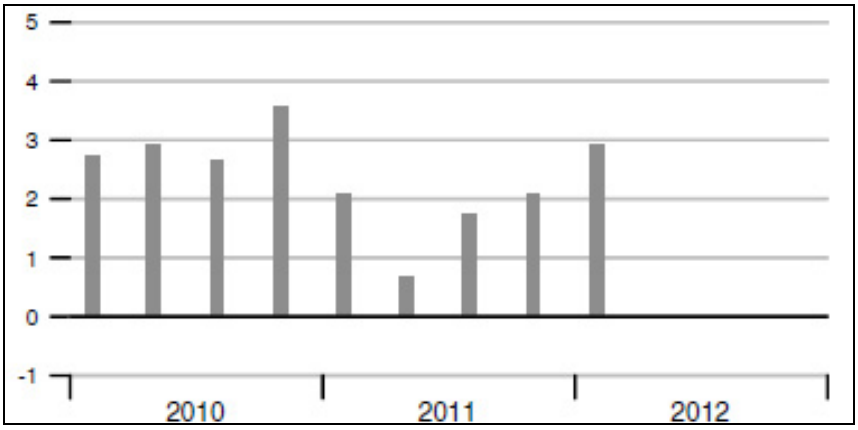
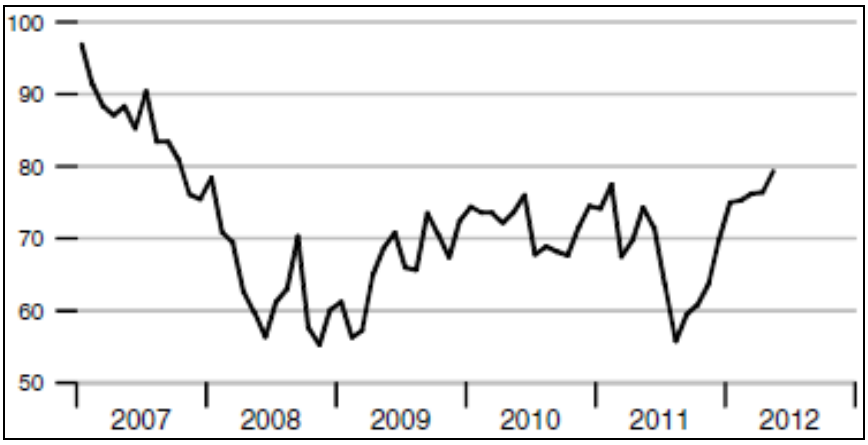


图55：美国密执根消费信心指数



5）投资增速持续改善，基本步入常态化的水平。更为重要的是，美国存货投资的小周期力量开始在2011年底发生逆转，美国2010年中期以来的“去库存”开始告一段落。

图56：居民实际固定资产投资增速（折年率%）

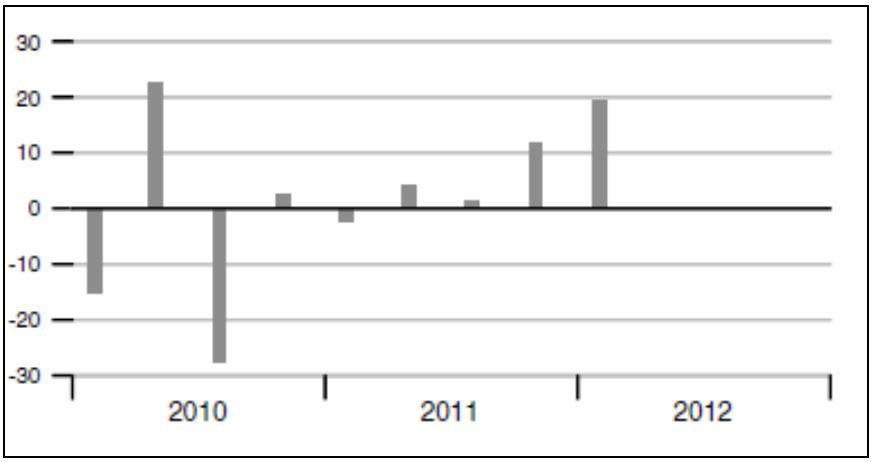
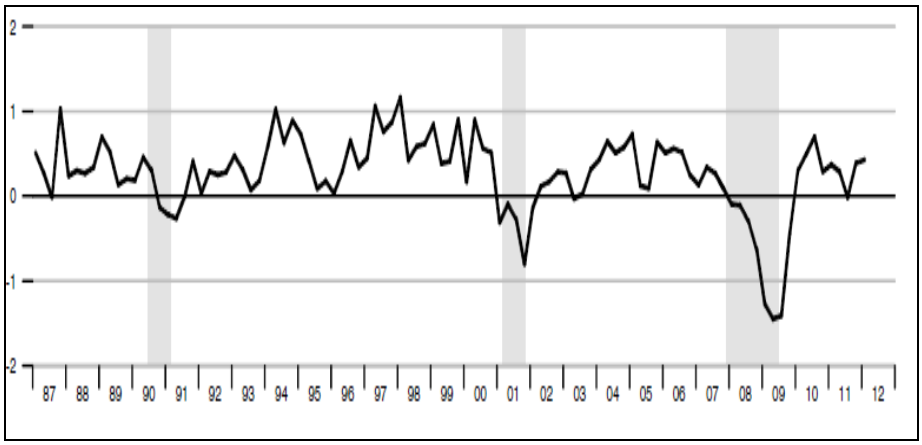
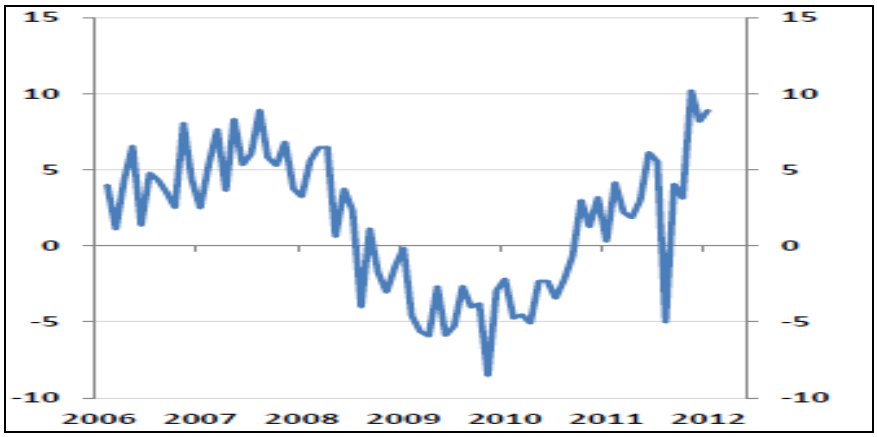


图57：美国“去库存”可能已经结束



6）金融层面虽然受到欧债危机的冲击，但依然保持相对稳定的态势，其中最为突出的就是信贷增速保持7-10%常态水平。

图58：美国信贷增速（%）



5、欧洲经济持续疲软，虽然 2011 年预测的全面进入萧条的极端情况并没有出现，但主权债务危机与银行风险上扬、经济恶化与政治重构之间的恶性循环已产生严重的外溢效应，欧洲经济步入技术性的停滞状态已基本成为定局。这将严重拖累世界经济，成为世界经济复苏进程中的最大阻碍和不确定性，6-10 月是考验欧元的另一个关键时期，但极端状况发生的概率依然很小。

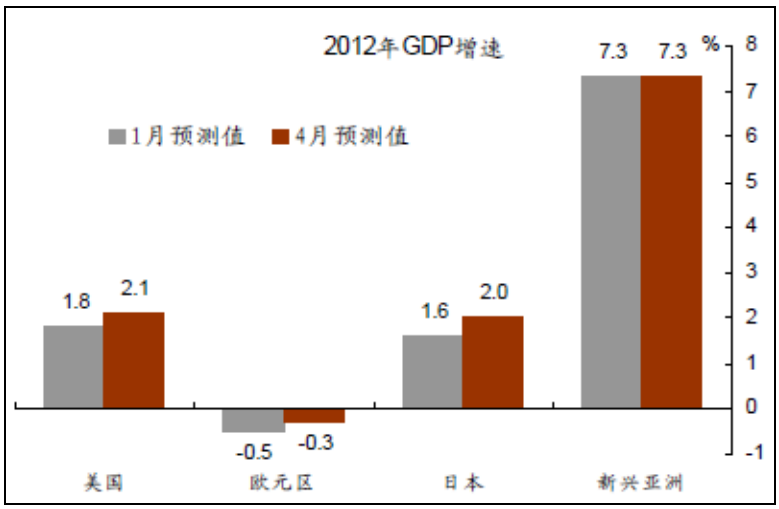
随着希腊第二轮 1300 亿美元的救助方案达成、希腊私人债务置换的实施、长期再融资工具（LTRO）的持续实施以及低利率政策的持续等因素，欧洲金融开始趋于稳定。其核心指标体现在;1)各国的国债收益率趋稳；2)对私人部门的贷款开始轻微上涨，从 2011 年 12 月的 1.2%增速提升到 1 月的 1.5%；3）金融条件指数（MFI）也有所改善；4）M3 增速也从 2011 年底的 1.5%提升到 4 月的 2.5%。

但是，这种稳定是短暂的，欧洲货币一体化与财政分散化、短期市场稳定与

中期增长态势、经济稳定与政治稳定之间的内在冲突决定了欧洲主权债务危机在中期范围内会此消彼伏、连绵不断。欧洲问题对于世界经济的冲击将在未来 3 年内持续。随着西班牙债务问题的显化、法国大选向左转、希腊大选组阁的失败以及近期欧洲经济数据的恶化，2012 年下半年依然是考验欧洲主权债务危机关键时期。

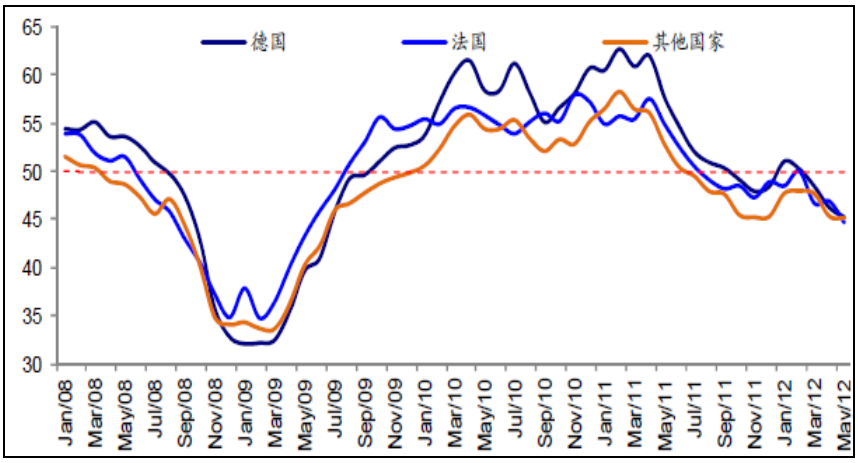
1） 从目前的宏观数据来看，一季度欧洲GDP已经步入增长停滞区间，但从失业数据和生产数据来看，GDP在二季度和3季度很可能步入负增长状态，从而在技术上宣布欧洲步入衰退。

图59;IMF在乐观假定下的世界GDP增速预测



第一、从PMI指数看，5月份欧元区综合PMI指数进一步降至45.9， 远低于区分经济扩张与收缩的50点关口，欧洲制造业可能出现萧条。更为重要的是，目前欧洲经济的核心支柱德国5月份的数据也出现超预期的疲软。而英国已经在4月份宣布步入经济衰退期。

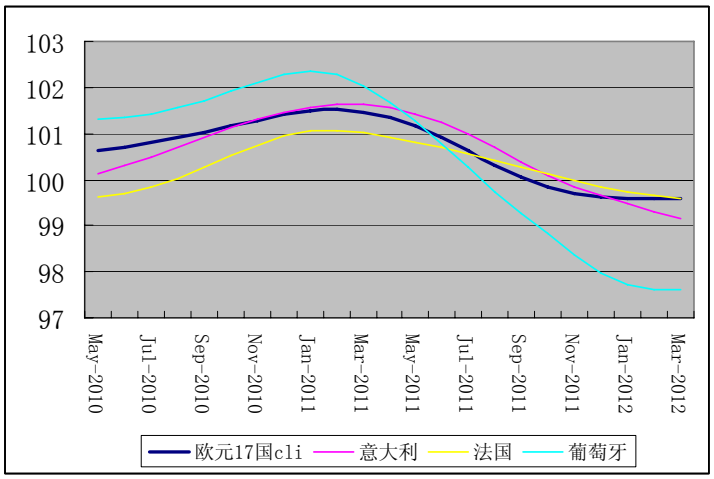
图 60：欧洲 PMI 指数持续下滑



第二、从 OECD 公布的欧元区 17 国的综合先行指数 CLI 来看，虽然在扩张性

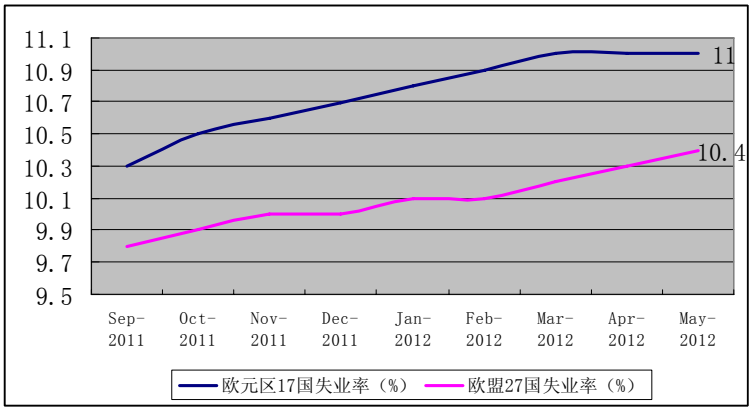
的货币政策的作用下下滑幅度有所减缓，但今年以来一直处于底部运行，还没有出现反弹的迹象。而意大利和葡萄牙等南欧国家基本处于下滑之中。因此，从正常的推算来看，未来 4 个月左右，欧元区经济将处于持续下滑的状态。

图 61：欧元区的综合先行指数底部运行



第三、从失业率来看，欧元区处于高位持续恶化的状态，到 5 月底，欧元区 17 国的失业率达到 11%，而欧盟 27 国失业率达到 10.4%，PIGS 国家平均失业率达到 20%，年轻人失业率也接近 23%。这不仅给未来欧洲经济的总需求蒙上阴影，更为重要的是它将使欧洲的财政赤字恶化，并带来政治上的巨大动荡，以反对结构性调整方案的实施。

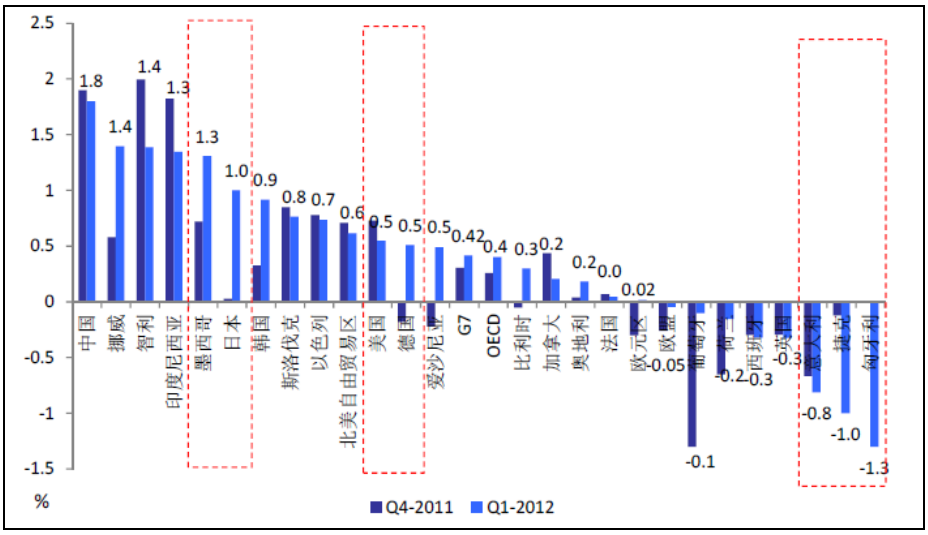
图 62：高位持续上扬的欧洲失业率



第四、从目前公布的欧洲经济增长数据来看，欧盟和欧洲边缘国家已经步入衰退。特别是从环比数据来看，欧盟 2012 年 4 季度环比负增长-0.3，而 2012 年 1 季度为-0.05%，葡萄牙、荷兰、西班牙、捷克、匈牙利、意大利以及英国都处于衰退阶段，且水平低于平均水平。更让人担心的是，法国经济比预期差很多，环比经济增速仅为 0%。只有德国 1 季度水平比预期好，但其 4-5 月的数据出现

疲软。欧洲经济出现持续下滑已成为趋势。

图 63：单季环比增速来看，欧盟和欧洲边缘国家已经步入衰退



2）技术性经济衰退的出现，将对目前德国和欧洲中央银行主导的结构调整方案带来根本性的冲击，加剧中期财政紧缩与短期经济反弹、短期财政恶化与短期金融稳定之间的冲突，致使财政紧缩方案的流产，导致市场进一步动荡。

按照欧洲中央银行自身的财政调整的预测，未来欧洲财政即使在经济不出现衰退时，也会出现持续恶化的情况。只是财政赤字率将从 2010 年的高位逐步回落。但是目前的经济运行已经宣布这种相对乐观的预测可能过度乐观了。2012 年的停滞已成为定局。2013 年可能是欧洲国家财政赤字的新高年。因此财政赤字与经济刺激、政治动荡和市场信心之间的冲突将在 2012-2013 年处于高发期，甚至出现激化的可能。

表 7：发达国家的政府债务将在中期内持续恶化

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2014	2015
德国	1.3	-3.3	-1.6	0.2	0.0	-3.3	-5.7	-5.1	-2.3	-1.7
希腊	-3.7	-5.1	-3.1	-3.7	-7.7	-13.6	-8.1	-7.6	-2.6	-2.0
冰岛	1.7	4.9	6.3	5.4	-0.5	-12.4	-9.4	-5.3	2.7	2.7
爱尔兰	4.8	1.6	2.9	0.1	-7.2	-11.4	-12.2	-11.0	-6.3	-5.3
意大利	-0.9	-4.4	-3.3	-1.5	-2.7	-5.3	-5.2	-4.9	-4.7	-4.6
日本	-7.6	-4.8	-4.0	-2.4	-4.1	-10.3	-9.8	-9.1	-7.6	-7.3
葡萄牙	-3.0	-6.1	-3.9	-2.7	-2.8	-9.4	-8.8	-7.6	-4.8	-4.4
西班牙	-1.0	1.0	2.0	1.9	-4.1	-11.4	-10.4	-9.6	-8.0	-7.7
英国	1.3	-3.3	-2.6	-2.7	-4.8	-10.9	-11.4	-9.4	-5.2	-4.3
美国	1.6	-3.2	-2.0	-2.7	-6.6	-12.5	-11.0	-8.2	-6.0	-6.5

3）在经济持续下滑之中，欧洲击鼓传花地出现主权债务与银行风险之间的恶性循环、财政缩减与政治动荡的冲突将是一种常态。因为欧洲主权债务不仅关系到政府信用和财政的可持续问题，更为重要它涉及到银行的资产，涉及到整体流动性和资本流动的问题。主权债务与银行风险之间的恶性循环是欧洲主权债务危机的核心。

图 64：欧洲主要银行的 CDS 再次全面上扬

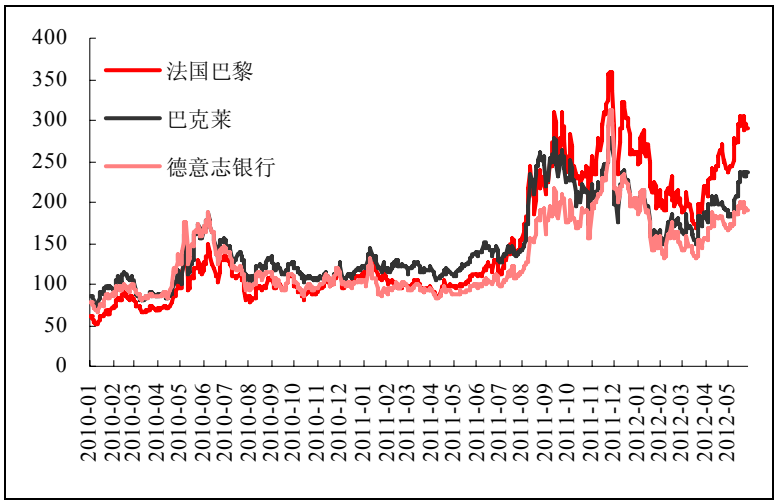
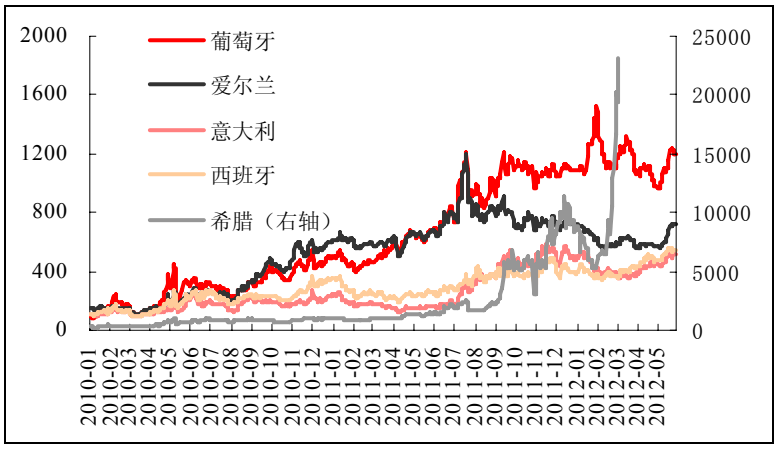


图 65：PIGS 国家的五年期 CDS 上升



从表八可以看到，欧洲银行业持有大量其他国家的国债，例如，欧洲银行业持有的西班牙、意大利、希腊、爱尔兰和葡萄牙的国债分别为5129.44亿美元、6451.33亿美元、904.73亿美元、3304.32亿美元和1640.06亿美元，共计17430亿美元。某一个国家的国债危机将使整体银行出现危机。而某几个银行进行国债的抛售，又将直接导致该国国债收益率大幅度上扬，国家债务的CDS率将大幅度上扬，进一步导致这些国家进一步发行国债的成本上升，甚至出现难以发债的风险。而资本外逃将进一步加剧银行和经济的动荡。

表 8：2011-2012 年银行业所持有其他国家的债务（单位：亿美元）

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	意大利银行业	西班牙银行业	英国银行业	美国银行业	日本银行业	欧洲银行业
比利时		2239.28	278.78	37.11	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39
希腊	7.22	443.53	133.55	21.86	9.69	105.37	44.55	9.35	904.73
爱尔兰	218.61	274.62	953.29	154.57	78.44	1273.80	443.03	186.45	3304.32
意大利	123.88	3323.45	1339.54		309.70	593.56	365.88	305.07	6451.33
葡萄牙	27.65	217.60	302.08	31.83	759.51	209.40	45.27	12.00	1640.06
西班牙	131.23	1147.02	1460.96	277.26		831.29	458.50	216.91	5129.44
德国	138.33	2099.96		2344.34	544.89	1877.55	1752.37	1318.49	10946.39
法国	583.91		1748.62	430.13	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39

4）从债务分布、危机发酵国的规模以及政治周期来看，2012 年 7-10 月依然是市场急剧动荡的时期，在金融市场动荡的持续冲击下，欧洲经济在 3-4 季度出现深度变化的可能很大。

第一、从欧猪五国 2012 年的债务到期分布来看，除了 2-4 月是偿还债务的高峰期和密集期，但是今年 7 月和 10 月的到期债务分别高达 401.03 亿欧元和 473.47 亿欧元，分别比 4 月份高 50 亿欧元和 121 亿欧元。因此，7-10 月依然考验欧洲救助机制和欧债稳定机制的功能。而对于目前日益发酵的西班牙问题，7 月和 10 月依然是其还债高扬的时期，分别达到 200 亿欧元和 236 亿欧元。

表 9：2012 年欧元区各国到期债务（百万欧元）

	希腊	爱尔兰	葡萄牙	西班牙	意大利	法国	德国	2012年PIIGS到期债务合计
2012 年 1 月	316	474	-	5,992	492	-	37,598	7,274
2012 年 2 月	178	-	225	1,454	35,673	-	-	37,530
2012 年 3 月	15,964	6,209	-	7	1,753	-	-	23,933
2012 年 4 月	362	1,303	575	15,917	16,933	35,541	-	35,090
2012 年 5 月	9,468	-	-	-	4,243	-	-	13,711
2012 年 6 月	889	339	12,015	7	1,485	-	225	14,735
2012 年 7 月	2,897	-	-	20,036	17,170	16,533	39,730	40,103
2012 年 8 月	9,612	1	-	-	9,269	-	-	18,882
2012 年 9 月	806	19	531	7	17,170	-	771	18,533
2012年10月	1,113	1,201	1,487	23,605	19,941	34,757	-	47,347
2012年11月	68	-	-	-	4,316	-	-	4,384
2012年12月	2,054	-	-	7	20,170	5,952	-	22,231

1-4 月到期债务	16,820	7,986	800	23,370	54,851	35,541	37,598	103,827
合计	43,727	9,546	14,833	67,032	148,615	92,783	78,324	

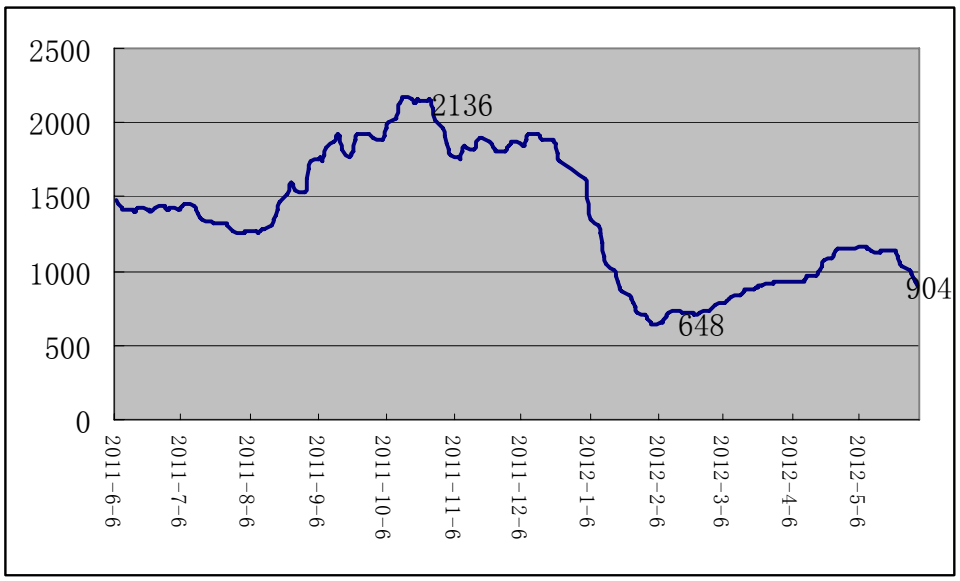
第二、到 5 月以来，欧洲开始对新一轮的政治风波和债务问题开始做出反应，很多金融风险指标都出现了较大幅度的上扬。欧洲主要银行的 CDS 全面上扬，PIGS 国家的国家 CDS 也出现明显反弹。如果希腊大选导致希腊退出欧元、如果法国新政府在发行欧元债券上坚持与德国不合作，如果西班牙银行国有化进程不理想，这些状况都可能导致 6-10 月欧洲出现极端的情况。

5)但是，必须明确的是，欧洲出现极端状况的概率依然很低。

第一、目前很多金融风险参数大幅度上扬，但是本轮上扬的幅度除腊和西班牙外的大部分国家并没有超过 2011 年秋天的最高水平。第二、目前欧洲的救助机制比 2011 年底要完善，到位的救助资金更为庞大。第三、各类政治谈判的结果虽然具有不确定性，但由于不合作带来的成本巨大，希腊脱离欧元、西班牙拒绝接受援助以及法国和德国关于欧元债券的冲突，都不可能选择极端情况。

5、BDI 指数低迷预示全球贸易增速还将在低水平徘徊。自 2012 年 BDI 指数跌破 1000 点大关，直达 648，在 3-5 月虽然有小幅度上升，但这种上升势头在 5 月中下旬被中止了。这种底部波动的态势预示了全球海运状况将持续处于低迷、回落的状态。

图 66：BDI 指数底部波动



图表 10 可以证实 BDI 指数的预测。世界各个板块的出口增速从 2011 年 4 季度开始出现持续回落，到 2012 年 3 月仅增长了 1%，而高收入国家出口增长步

入负增长。

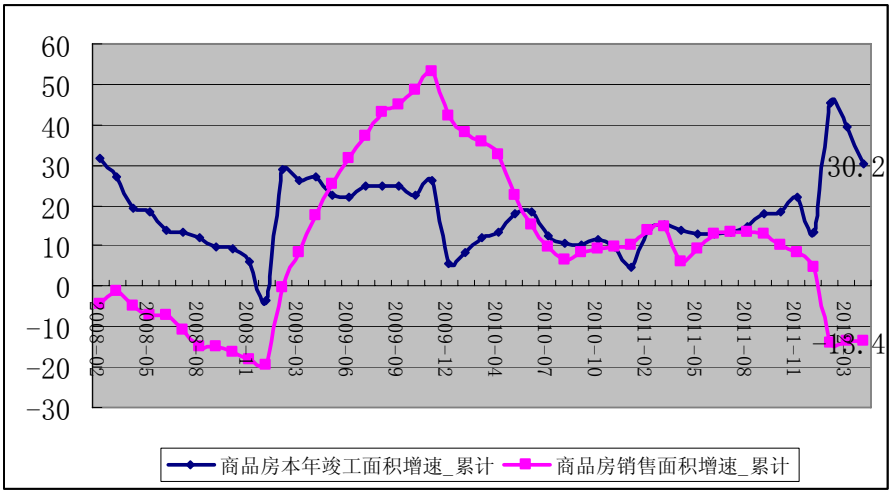
表 10：世界出口增速（%）

	2011			2012		
	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
世界	12.0	10.8	7.4	4.4	9.3	1.0
高收入国家	9.1	9.4	6.8	3.1	7.2	-1.2
发展中国家	18.1	13.7	8.7	7.1	13.3	5.1
东亚及太平洋	14.6	10.8	9.3	0.4	16.1	6.2
除中国的东亚	24.6	27.4	15.9	24.7	15.3	9.5
欧洲和中亚	18.1	15.4	9.4	10.9	12.2	4.4
拉丁美洲及加勒比海	17.3	6.7	1.6	5.5	-	-
中东及北美	23.3	4.6	-6.9	8.4	4.2	-6.9
南亚	25.5	15.9	8.5	8.6	-	-
次撒哈拉	12.0	10.8	7.4	4.4	9.3	1.0

7、房地产市场虽然发生了实质性的变化，但房地产市场恶化的总体水平并没有超越历史水平，各城市采取的微调政策和下一步可能出台相关政策，将大大延缓房地产市场调整的速度和幅度，房地产年内依然将保持低水平运行的态势，从而避免了房地产深度下滑带来的宏观经济的深度回落。但“限购”和“限贷”政策的延续必将导致房地产的深度调整在 2012 年末到 2013 年初发生。

1）房地产各种参数来看，房地产已经发生实质性变化，3-4 月出现了加速变化的趋势。

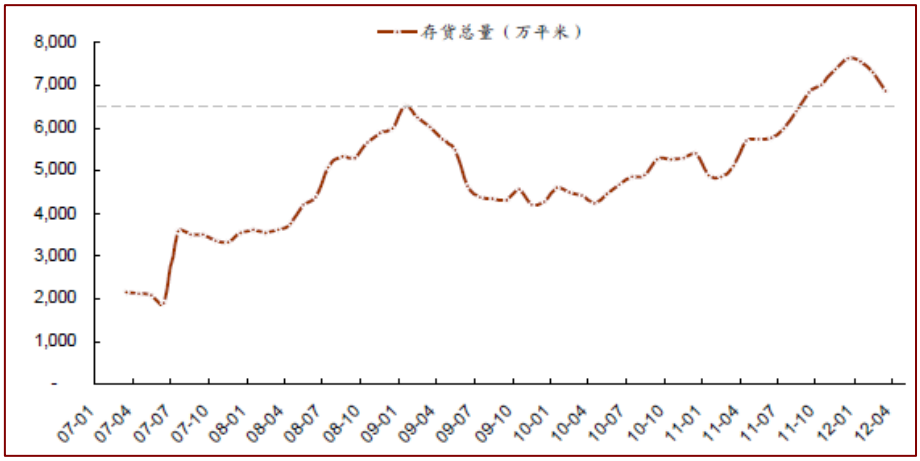
图 67：房地产市场供求关系逆转



一是供求关系全面逆转，导致库存大幅度上扬。2012 年 1-4 月竣工面积 22296 万平方米，同比增加 30.2%，而商品房销售面积仅为 21562 万平方米，同比出现了-13.4%的下滑。这导致 4 月末商品房待售面积达到 30308 万平方米，比 3 月末

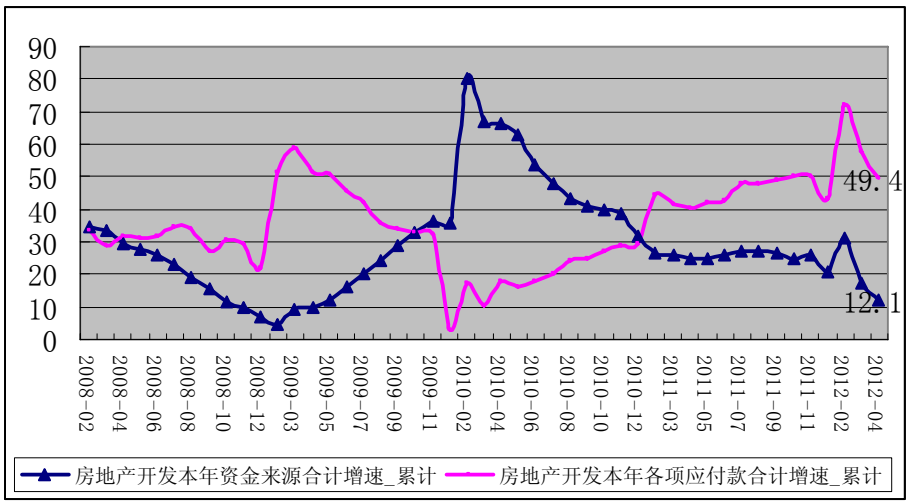
增加 186 万平方米，同比增长了 33.4%，而住宅待售面积达到 19443 万平米，比去年同期增长率 44.1%。

图 68：9 个城市的库存绝对量超过历史



二是资金链全面收紧。1-4 月份，房地产开发企业本年资金来源 26667 亿元，同比增长 5.1%，增速比 1-3 月份回落 3.1 个百分点。其中，国内贷款 5221 亿元，增长 8.8%；利用外资 127 亿元，下降 42.9%；自筹资金 11144 亿元，增长 17.5%；其他资金 10176 亿元，下降 6.2%。在其他资金中，定金及预收款 6042 亿元，下降 6.3%；个人按揭贷款 2607 亿元，下降 5.3%。与此同时，各类应付款项同比增长了 49.4%，资金来源和需求之间的缺口大幅度扩大。这导致房地产行业整体资金出现紧张。

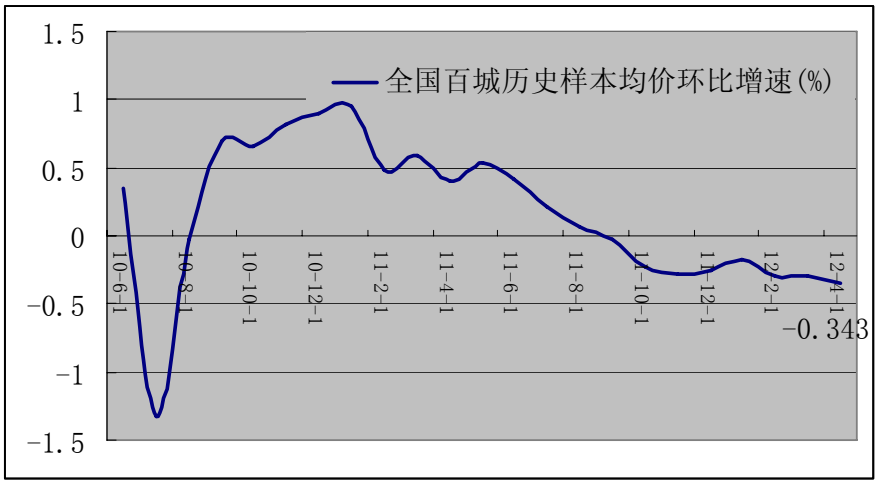
图 69：房地产资金链恶化



三是导致房地产价格出现实质性的松动。按照中国人民大学测算，全国住宅价格同比增速从 2011 年全年 5%左右下降到 1 季度的-10.4%。而按照百城样本来看，目前房地产均价已经 7 个月持续环比负增长，并且下降幅度达到了 0,343

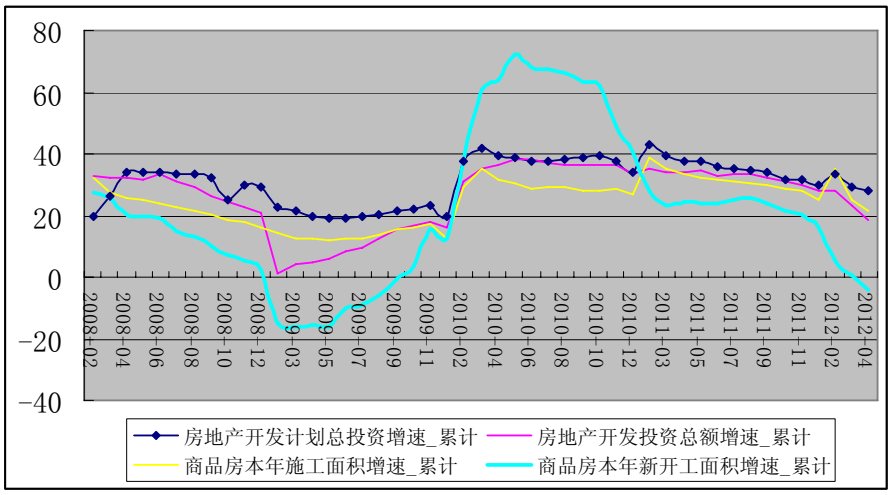
个百分点。按照统计局发布 70 个大中城市价格看，到 4 月底，有 60%的城市环比下降，69%的城市出现同比下降。

图 70：房地产价格出现了实质性松动。



四是在销售下滑和价格下滑的预期下，房地产投资开始出现下滑，特别是 4 月出现加速的态势。2012 年 1-4 月份，全国房地产开发投资 15835 亿元，同比增长 18.7%，增速比 1-3 月份回落 4.8 个百分点。其中，住宅投资 10818 亿元，增长 13.9%，增速回落 5.1 个百分点。房地产开发企业土地购置面积 9657 万平方米，同比下降 19.3%，降幅比 1-3 月份扩大 15.4 个百分点；土地成交价款 1826 亿元，下降 13.7%，1-3 月份为增长 2.5%。这对于未来房地产供给会产生严重的冲击。

图 71：各类投资参数明显回落



2）但是，由于房地产市场比预期抗压能力要强、房地产微调政策的出台以及未来政策的进一步调整，房地产市场 1-4 月的持续回落并不意味着房地产行

业将在下半年出现进一步加速性的回落。

（1）虽然房地产业有多指标都出现了恶化，但还没有超过历史最高水平。一是虽然存货速度很快，但是目前的增速都低于 2008 年的水平。2008 年全国存货同比增速达到 43%5, 而 1-4 月为 33.4%；二是存货消化周期虽然持续上扬，但依然低于历史最高水平。2012 年 1 季度存货小伙周期接近 18 周的水平，但依然低于 2008 年底到 2009 年初的 20-22 周的水平。三是很多财务指标都出现了恶化，但是从毛利率、净利润率等指标来看，目前的水平总体来看依然犹豫 2008 年；四是从资产负债状况来看，目前上市房地产公司出现了加速恶化的态势，但行业内分化较大，一线城市和大房地产企业的资产负债状况依然很好，目前恶化较快的是小房地产企业和三线房地产业。五是从现金流来看，目前房地产行业结存资金依然很多，4 月底高达 2 万多亿，龙头房地产商的现金结余充分，上市房地产企业的现金对短期负债的覆盖率略高于 2008 年。因此，从上述这些参数来看，目前房地产调整的幅度和价格下降幅度不会高于 2008-2009 年的水平，房地产大调整还没有到来。

图 72：房地产存货增速并没有上扬

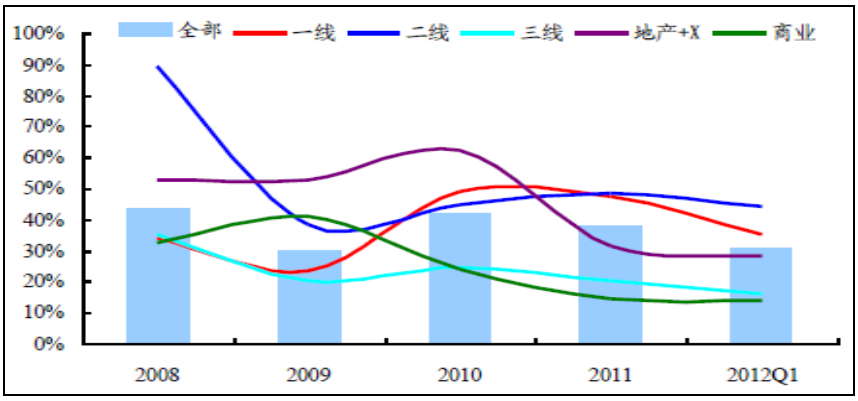


图 73：房地产库存消化周期（单位：月）

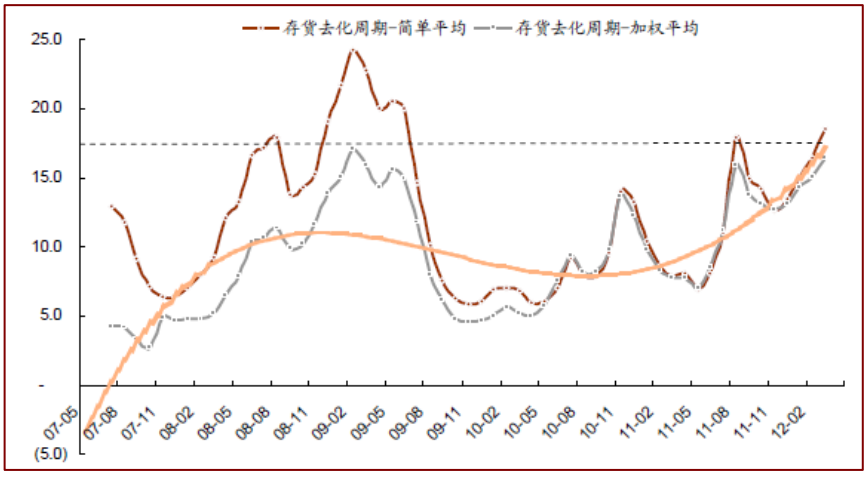


图 74：房地产毛利率没有恶化

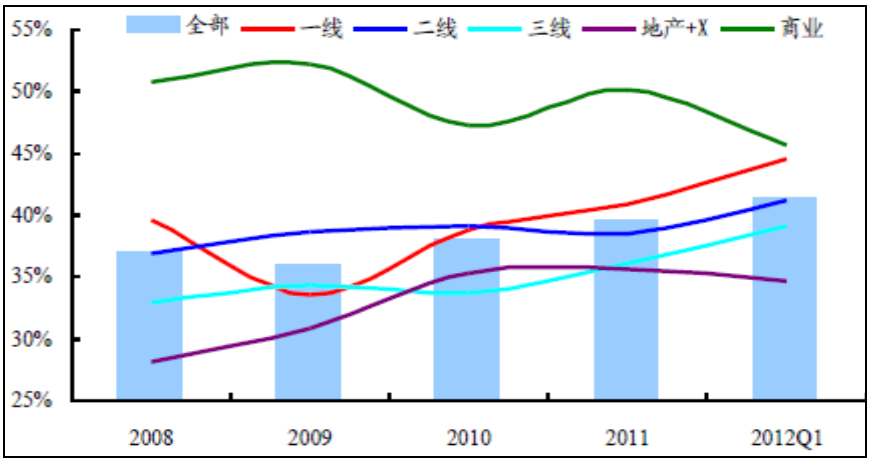


图 75：净利润率下降并不明显

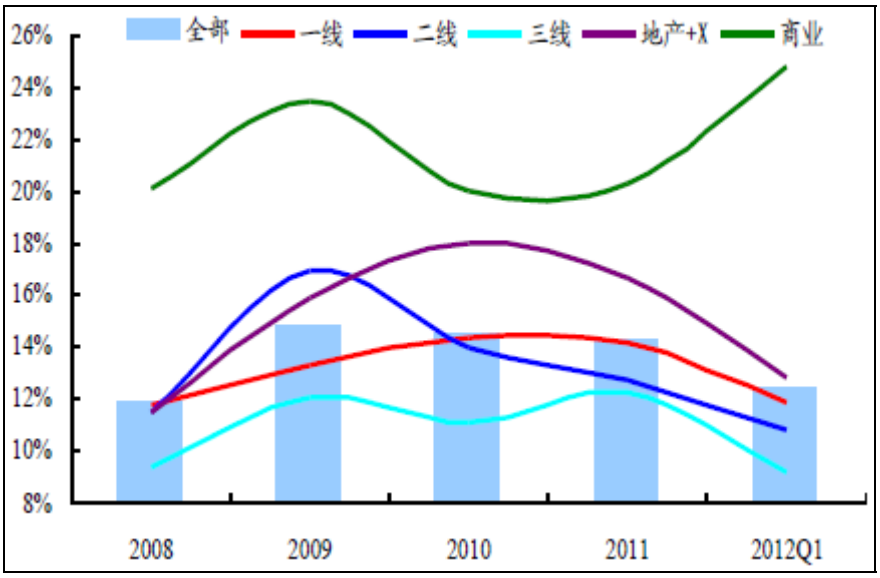


图 76：真实资产负债率出现分化

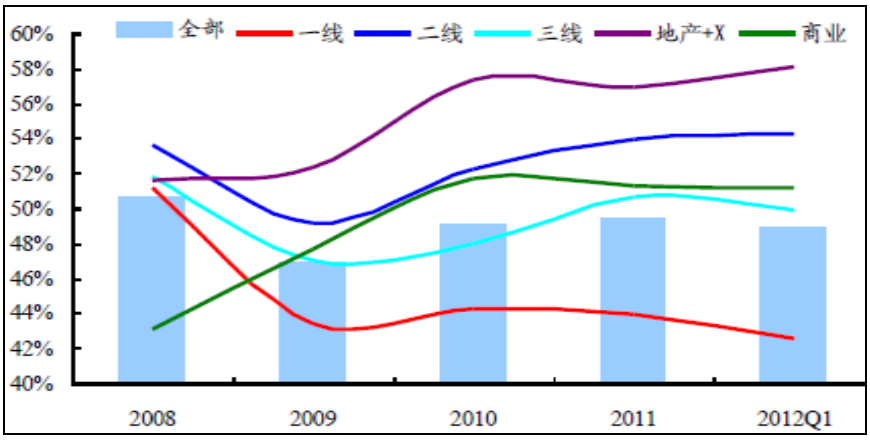


图 77：净负债率并没有上升

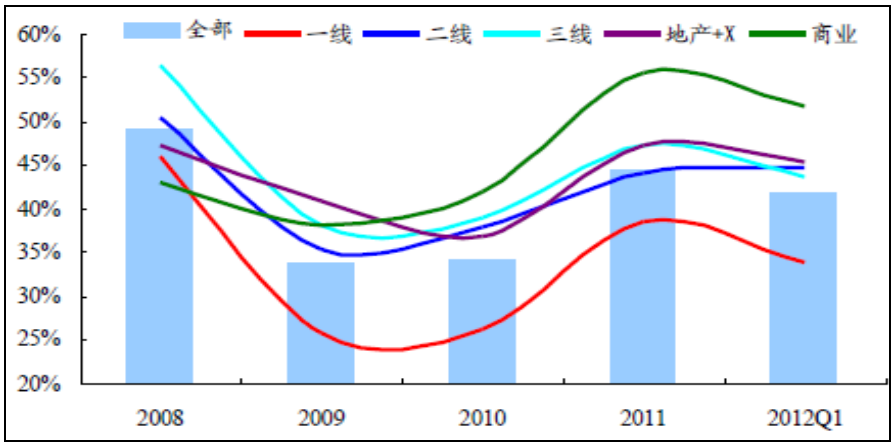


图 78：短期负债比重（%）也没有明显恶化

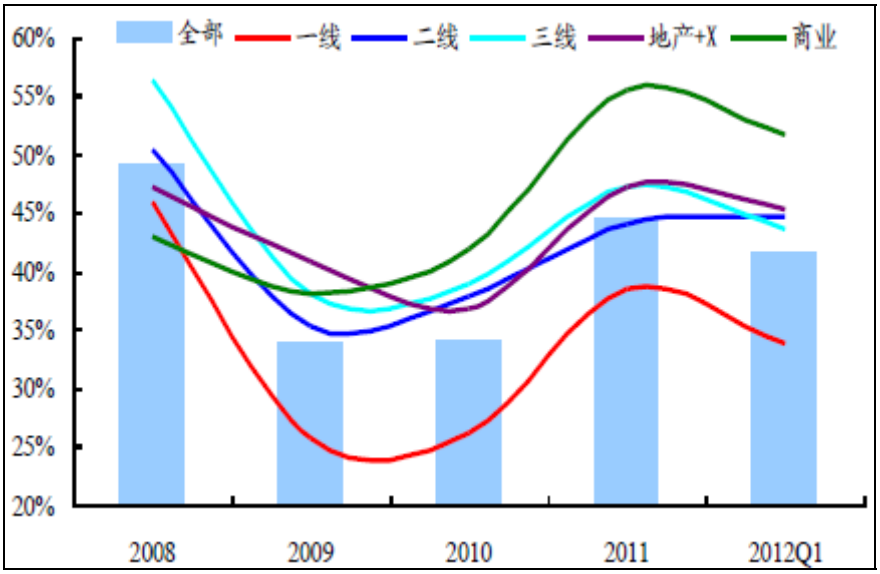


图 79：现金对于短期负债的覆盖率

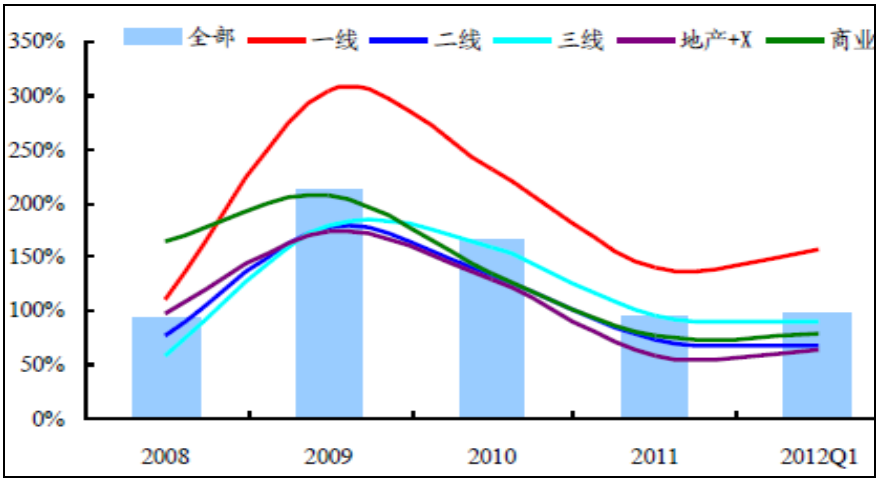
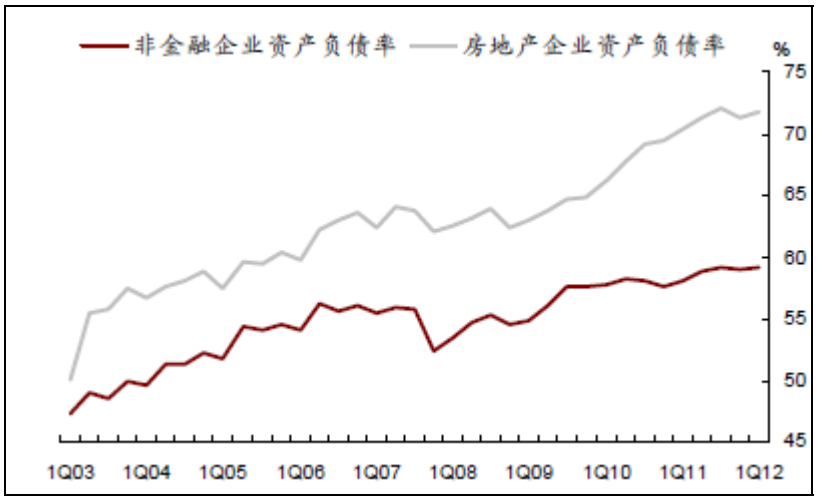


图80：上市公司资产负债率持续上扬，达到历史高点——去杠杆的时间可能较为漫长



（2）地方政府是本轮房地产调控中承受能力最差的主体，在土地财政、房地产税收和经济效应的约束下，地方政府成为房地产政策放松的先行军，各地纷纷出台的微调政策不仅扭转了房地产市场的预期，而且通过“刚性需求”的释放使房地产企业的资金紧张的局面得到了缓解，房地产市场的深度调整将大大推延。

目前是地方政府收支矛盾最为紧张的时期，一是地方政府财政收入增速回落较大。4 月份，地方本级收入 5297 亿元，同比增长 8.8%；二是地方投融资平台清理，导致 2011-2012 年是投融资平台的还款高峰期，2011 年地方投融平台贷款存量出现负增长；三是土地出让金和相关房地产契税大幅度下滑，1-4 月。这直接导致地方政府无法承受占其可支配收入比例接近 50%的房地产出现大幅度下降。因此已有 50 多个城市分别出台了各种“微调”措施，利用降低首套住房按揭利率和首付比率来刺激“刚需”。目前这些政策取得的效果是明显的。截至 5 月 30 日，30 个重点城市 5 月份新房成交量预计约为 1631 万平方米，环比上升 20%， 同比上升 28%，与今年 3 月的高点相比微增 3%。如果去除 4 月首尾两个小长假的影响，新房成交连续 3 个月保持稳定的相对高位。同时，部分一线城市的二手房市场的价格出现了反弹。

3）不过，只要“限购”与“限贷”政策没有根本性的改变，目前的微调和未来的结构性调整不可能从根本上改变房地产调整的大趋势。

第一、大量保障性住房和商品房供应的放量，将进一步扩大房地产的库存。按照新开工和在建项目等参数测算，到 2012 年底，中国房地产的去库存周数将达到 25 周左右，超过历史最高水平。

第二、如果政府对于土地开发和房地产投资的清理和监控，将导致房地产资

金需求大幅度上扬，“刚需”释放带来的资金改善程度不足以弥补资金缺口，这将导致房地产行业在结构调整的同时，步入资金链全面收紧期。

因此，在供给大幅度持续放量的过程中，中央政府将逐步放松“限购”与“限贷”，从而达到房地产市场的软着陆。但是这依然决定了中央与地方政府、各种利益集团之间的博弈。

四、结论与政策建议

通过上述 3 大方面的分析，我们对于中国宏观经济运行可以得出以下几个方面的结论和政策建议：

1、目前中国宏观经济持续性的加速回落是多重因素叠加的产物。但输入性萧条与政策在“大放大收”调整中的紧缩效应是下滑的核心因素。世界复苏受阻和中国面临的深层次内生性结构问题决定了中国经济下滑具有中期特性。

2、输入性萧条和政策在“大放大收”调整的双重力量的作用下，中国在金融层面“去泡沫”和“去杠杆”与在实体及基层面的“去库存”相互作用，使目前经济下滑具有逐渐内生性和加速性的特征，使输入性萧条发生了变异。这决定了中国宏观经济政策有进行“再定位”的必要性。

3、“GDP 持续回落，但就业相对依然强劲”，“宏观经济景气加速回落但核心 CPI 却没有负增长”，这两大冲突的宏观现象说明了中国已经步入了“潜在 GDP 增速阶梯式回落期”。因此，较大幅度的增速回落并不等价于中国步入和萧条或滞涨，经济景气的判断标准的下滑决定了当前宏观经济政策的重新定位不宜对宏观经济增速回落做出过度的反应，宏观经济政策的转向不能过猛。

4、世界经济因欧洲主权债务危机的持续发酵和中国经济的下滑而出现复苏乏力。但总体而言，轻度改善依然是中短期的基本取向。一方面我们不宜过度看重金融市场因短期情绪变化而出现的波动，但另一方面也不能低估欧洲经济下半年陷入衰退带来的负面冲击。因此，短期内利用刺激内需弥补外需的下滑具有必要性，但刺激力度不宜过大。

5、“稳增长”的一揽子政策将有效打破投资回落和消费增速回落的趋势。同时，由于在现有利益格局和地方政府的推动下，稳增长很可能演化为“扩投资”，从而导致中国宏观经济在投资上扬的过程中快速触底。2 季度末中国宏观经济触底，3 季度出现反弹。但是，由于下行力量的释放力度依然较大且具有强烈的不确定性，世界经济的持续趋软和房地产的持续调整决定了中国宏观经济反弹的力

度不会太大。

6、输入性通缩不断加大，总需求回落力度相对强化，这决定了中国核心 CPI 将持续回落到 0.5 左右，而 CPI 回落到 3.2%左右。这为中国货币政策的转向提供了空间。但在食品价格和成本因素的冲击下，CPI 依然具有不确定性。货币政策不宜过多考虑食品价格，近年来，食品价格上扬绑架了中国货币政策是导致中国货币政策调控与宏观经济走势脱节的核心原因。

7、货币政策在经济回落出现内生性和加速性、且具有下行力度不确定性时，应当进行宽松性的再定位。

（1）为防止“去杠杆”、和“去库存”等经济加速器产生下滑的自我强化机制，流动性不能过紧，以避免出现泡沫破灭，经济出现“硬着陆”，但另一方面在“去泡沫”的过程中为了防止泡沫出现，也不宜调整过大。

（2）在中国资本流出力度有可能进一步加剧的状况下，存款准备金率较大幅度的下降具有必要性，但利率下调幅度却不宜过大。

（3）进一步降息只是降低企业财务负担的手段之一，但不是企业经营环境改善的核心。降息所产生的刺激效应一方面在于成本削减，更重要在于预期引导。降息要发挥这些作用必须建立在以下两个前提：A、对于“息改费”等不规范的银行收费必须得到很好的治理；B、银行的信贷供给要有实质性的宽松，从而缓和紧张的银企议价关系。因此，持续强化不规范收费的清查以及相应的数量型货币工具的操作具有必要性。

（4）在全球采取宽松性的货币政策的浪潮中，中国货币政策采取顺势而为是适宜的。但中国货币政策不宜把澳大利亚和新兴市场国家的货币政策作为跟随目标。美联储 6 月份的货币政策定位以及 7-10 月欧洲中央银行的货币政策调整依然是我们关注的核心。

（5）加强信贷对于实体经济的渗透性依然十分重要，依靠重点投资项目和重点投资领域的指导，采取定向放松具有一定的合理性，但对地方投融资平台的放松不宜太大。

（6）面对 2 季度经济加速回落，货币政策的节奏可以适度调整，而不宜采取均衡操作的模式。在 14%的 M2 增速的约束下，信贷供给可以在二季度适度提高，使月度信贷投放保持在 7000 左右。

（7）鉴于中国外汇市场的供给相对疲软，人民币汇率水平根据外汇供求情况进行适度的下降具有可行性。

8、面对经济下滑和财政收入下滑的局面，积极的财政定位可以做出调整。

1）其中最为重要的就是赤字率可以适度提高到2%左右，以加大中央财政支出的力度。

2）面对增值税扩容带来的结构性减税效果不佳，可以考虑推行整体性减税措施，同时在税收增速下滑的背景下，应当重点加强对于非税收入增长过快的监控。

3）重视地方政府收支恶化的问题，适度加强中央转移支付的力度。同时，部分事权需要向中央进行集中。

4）政府支出在配合稳增长的过程中，依然应当以公共服务支出、民生支出为重，投资性支出不宜太大。对于地方政府的投资饥渴症和投资膨胀，中央政府依然要加强约束、

9、“稳投资”依然是“稳增长”的核心。，但是应当注意一下几个方面：

1）“稳投资”的核心依然在于在建项目、城市生活基础设施、农业水利基础设施和公共服务等领域，要避免政府主导的产业投资过度膨胀。投资结构的关注是短期稳增长与中期调结构相契合的核心。

2）要强化信贷对于固定资产投资的渗透，在建项目资金的连续性依然十分重要。

3）要根据中国固定资产更新的朱格拉周期，有意识地、前瞻地鼓励企业进行固定资产更新和升级。因为自2002年更新周期以来，2012年是新一轮固定资产更新的开始。

4）出台设备升级的补贴政策，进一步促进东部产业在加速梯度转移过程中实现设备更新和升级，尽量避免简单搬迁。

5）在破除民间投资面对的“玻璃门”和“弹簧门”时必须要有整套的战略安排，而不是简单进行号召。启动民间投资一是必须打破传统的行政垄断的利益格局；二是必须对于现有破除现有垄断格局，创造一个良性的生存环境。民间资本的启动不宜过急。

9、对于房地产的调控也应当进行调整：

1）目前微调的力度可以适度提高，但“限购”与“限贷”不宜全面退出，房地产紧缩的政策方向不能改变。

2）为了保证未来房地产市场的健康运行，房地产商品房供给的持续放量是基础。因此，在对房地产调控主体政策不变的基础上，可以适度放松重点房地产

企业的资金控制，向其进行开发投资的定向宽松。例如开发投资贷款额度放松、企业债券发放的审批额度放松，同时强化这些资金的专项使用。

3）为落实保障性住房的分配，政府可以适度展开对于保障住房者家具购买、装修等消费扶持和补贴。

4）对于闲置土地的开发和动工的监控依然十分重要。

5）及时释放出制度调整的信号，例如房产税、小产权房改革等方面的改革方案。

10、在世界经济复苏步伐常态化、2012 年稳增长刺激政策的效应显现以及政治换届效应等因素的作用下，2013 年中国经济进一步反弹，但这种经济增速的反弹也不会太猛，并且在短期目标与中期目标之间冲突显化的作用下，2013 年很可能呈现“前高后缓”的局面。深层次结构问题和资源错配的问题依然是制约中国经济增长的核心因素。