

负责人：詹向阳 樊志刚

国内宏观经济研究团队：

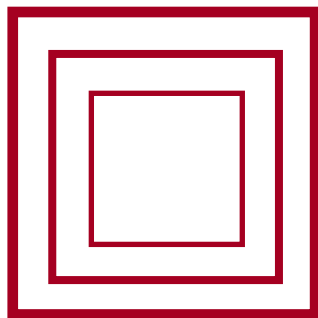
樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮

物价调控成效初显 部分领域资金紧张

——2011年前三季度中国经济金融走势分析及展望

2011年11月2日

中国经济



知音 知道 知胜
Readings Foresights Strategies

相关研究：

2011/9/26 《广西分行跨境人民币业务发展和中国—东盟人民币跨境清算（结算）中心运行情况调研报告》

2011/9/21 《通胀拐点或已到来“定向宽松”效果初现——2011年9月国内金融动态月报》

2011/8/31 《人民币国际化发展与我行跨境人民币业务开展情况报告》

2011/8/17 《资金收紧超过预期 物价水平再创新高——2011年8月国内金融动态月报》

要点：

2011年，我国经济增长由政策刺激向自主增长有序转变，物价上涨势头初步得到控制，同时经济增长呈平稳减速态势。与此同时，中国经济运行中仍然存在一些问题，突出表现在整体物价上涨态势和部分领域资金紧张并存，深入分析，其实质均为中国当前转型经济面临困境的体现，具体症结主要有三：一是高端产业的缺乏；二是农业生产组织方式的落后；三是金融监管及利率市场化改革的滞后。预计全年GDP同比增长9.2%，CPI同比上涨5.5%。2012年，受国内外多种因素影响，我国将呈现经济增速和物价涨幅的小幅“双降”态势。

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。

Analysis and Outlook for China's Economy and Macro-economic Policy in the First Three Months of 2011: Policy are showing effect on price, however some areas are facing capital crunch.

Key words: inflation, liquidity crunch, economy forecast

Executive Summary

In 2011, China's economic growth has transferred from policy driven one to self-driven one orderly. The rising trend of prices has been initially contained, and the economic growth slows down stably. In the meanwhile, there are still some problems existing in China's economy manifested in rising overall price coexistence with the capital shortage in certain economic areas. Deep down, these problems reflected the difficulties facing transformation economy of China. The sticking points responsible for the difficulties include the lack of high-end industries, the backward agricultural production mode, and the lag on the reform of financial supervision and interest rate liberalization. We expect a 9.2% growth rate of GDP and a 5.5% growth rate of CPI in 2011. Influenced by multiple domestic and overseas factors, the growth rate of economy and price are expected to decline by small margin.

目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、经济金融运行总体良好，诸多领域呈现平稳减速..... | 1 |
| (一)经济增长速度放缓，结构调整稳步推进..... | 1 |
| (二)货币供应增速总体下降，货币金融环境回归常态..... | 3 |
| (三)进、出口增速双回落，贸易顺差进一步缩小..... | 6 |
| (四)欧债危机和汇率法案推高人民币贬值预期..... | 7 |
| (五)唱空论调拖累股市，汇金出手释放“救市”信号..... | 8 |
| 二、当前中国经济运行中存在的问题和矛盾..... | 8 |
| (一)问题表象：通货膨胀和部分领域资金紧张并存..... | 8 |
| (二)问题的症结：中国转型经济的困境..... | 11 |
| 三、下一阶段宏观经济和政策走势..... | 14 |
| (一)下一阶段宏观经济金融政策走势..... | 14 |
| (二)下一步经济形势预判..... | 15 |

图表目录

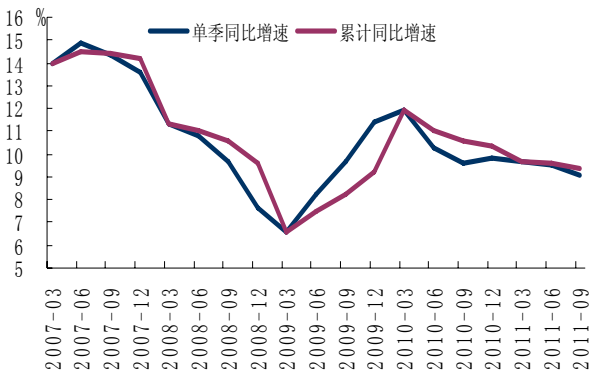
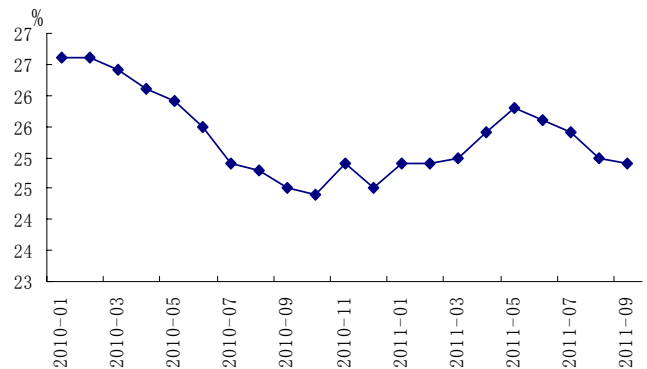
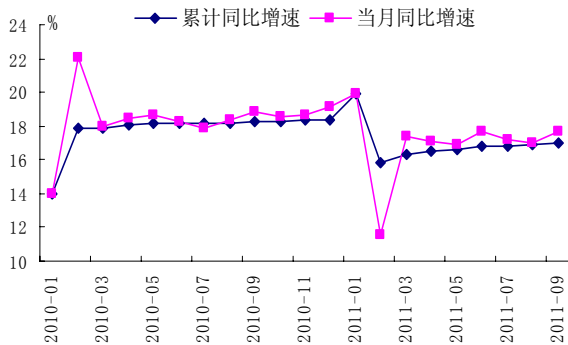
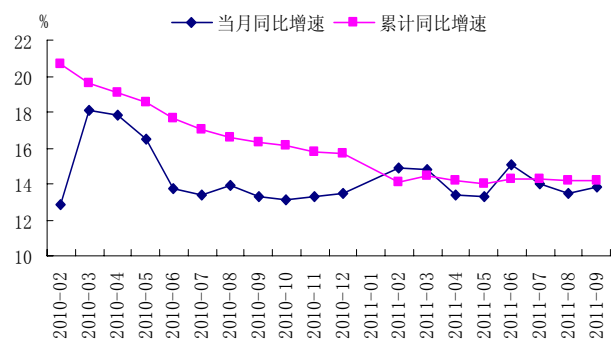
| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1 GDP 同比增速图..... | 2 |
| 图 2 固定资产投资增速..... | 2 |
| 图 3 社会消费品零售总额增速..... | 2 |
| 图 4 工业增加值增速..... | 2 |
| 图 5 货币供应量增速..... | 5 |
| 图 6 新增存款和存款增速..... | 5 |
| 图 7 企业新增存款..... | 5 |
| 图 8 新增中长期贷款占比..... | 5 |
| 图 9 贷款增速和新增贷款..... | 5 |
| 图 10 货币市场主要利率走势..... | 5 |
| 图 11 对外贸易增速..... | 7 |
| 图 12 CPI 食品和非食品消费价格单月同比增速..... | 10 |
| 图 13 CPI 和食品类价格指数年度增速..... | 10 |
| 图 14 今年各月固定资产新开工项目投资和 PMI 走势图..... | 17 |
| 表 1 我国对主要贸易伙伴国的出口月增速..... | 7 |

2011 年，我国经济增长由政策刺激向自主增长有序转变，物价上涨势头初步得到控制，同时经济增长呈平稳减速态势。与此同时，中国经济运行中仍然存在一些问题，突出表现在整体物价上涨态势和部分领域资金紧张并存，深入分析，其实质均为中国当前转型经济面临困境的体现，凸现出我国进一步深化改革以及推进经济结构调整的紧迫性与必要性。受国内外多种因素影响，预计 2012 年我国将呈现经济增速和物价涨幅的小幅“双降”态势。

一、经济金融运行总体良好，诸多领域呈现平稳减速

（一）经济增长速度放缓，结构调整稳步推进

一、二、三季度 GDP 同比分别增长 9.7%、9.5%和 9.1%，尽管三季度降幅有小幅扩大，但连续三个季度稳定在 9%以上；受刺激政策影响最大的工业生产去年三季度到今年三季度保持平稳运行，规模以上工业增加值分别同比增长 13.5%、13.3%、14.4%、13.9%、13.8%，连续五个季度处于 14%左右；前三季度固定资产投资累计同比增速 24.9%，比上半年回落 0.7 个百分点，但连续三个季度稳定在 25%左右；社会消费品零售总额累计同比增长 17%，今年来基本稳定在 17%左右；出口累计同比增长 22.7%，今年来各季增速均保持在 20%以上。总体上看，经济增速的放缓节奏处在平稳合理水平，没有超出预期。

图1 GDP同比增速图
(2007.3-2011.9)

 图2 固定资产投资增速
(2010.1-2011.9)

 图3 社会消费品零售总额增速
(2010.1-2011.9)

 图4 工业增加值增速
(2010.2-2011.9)


产业结构进一步升级，高耗能和产能过剩行业盲目扩张势头得到抑制。前7个月，高技术产业增加值同比增长16.2%，比全部工业快1.9个百分点；六大高耗能行业投资增长17.2%，增幅低于整体投资8.2个百分点。区域发展协调性进一步增强，区域产业转移更趋活跃，一大批企业将生产基地转移到中西部地区，带动了当地经济发展。前三季度，中部地区规模以上工业增加值和投资同比分别增长18.3%和29.9%，西部地区分别增长17.1%和29.5%，均高于全国平均水平。

房地产市场调控取得积极成效。一是房地产市场需求得到初步遏制。前三季度全国商品房销售面积同比增长 12.9%，较 1-8 月份回落 0.7 个百分点。二是房地产的价格出现了松动，前期价格过快上涨势头得到明显遏制。2011 年 9 月，70 个大中城市中新建商品住宅价格环比下降和持平的城市有 46 个，与 8 月份持平，比 6 月份增加 20 个，且价格上涨的城市中，环比涨幅均未超过 0.3%。三是保障房的建设进度在快速推进，目前保障房安居工程的开工率超过 90%，进展迅速。

(二) 货币供应增速总体下降，货币金融环境回归常态

今年以来，我国货币供应增速整体呈下降态势，尤其进入下半年以后，政策的累积效应逐步释放，货币供应增速持续显著下滑。9 月末，M1、M2 分别同比增长 8.9% 和 13%，分别创下 2009 年 2 月和 2002 年 2 月以来的最低，而 M1 增速在近 32 个月以后再度降至个位（见图 5）。总的来看，旨在消除通货膨胀货币因素的货币政策已经取得了预期效果。需要指出的是，随着金融业态的多元化发展，货币供应量对全社会资金总量的表征作用正在逐步下降。

从存款增速来看，企业资金状况仍然较紧。9 月末，人民币存款同比增长 14.2%，为 2002 年 4 月以来最低。其中 9 月新增人民币存款并未出现以往（比如今年 3 月和 6 月）新增存款季末大幅提升的情况，主要源于当月企业存款的大幅下降（见图 6）。

9 月企业存款净减少 3053 亿，环比少增 6862 亿。其实自今年 4 月以来，除 6 月企业存款同比明显多增之外，其余月份一直维持同比少增或低增的状态（见图 7），反映企业资金吃紧的局面仍在延续。从贷款增速来看，中长期贷款需求降温明显。前三季度金融机构人民币贷款同比增速整体呈逐月下降态势，截至 9 月末，人民币贷款同比增长 15.9%，为 2008 年 11 月以来最低。前三季度人民币新增贷款 5.68 万亿元，其中中长期贷款为 2.88 万亿元，占比 50.6%。进入 5 月以后，中长期贷款占新增贷款比重持续低于 50%（见图 8）。我国传统主要依靠中长期贷款拉动的信贷增长模式正在发生转变。从部门结构看，今年以来居民和企业中长期贷款均呈增长放缓态势。其中，9 月新增居民中长期贷款仅 881 亿，创下 2009 年 3 月以来最低，主要受房地产调控政策对居民的房贷需求抑制的影响；而企业部门新增贷款主力自今年 4 月以来就一直被短期贷款和票据融资所充当（见图 9），说明企业的短期流动性需求有所增强。从货币市场利率来看，银行间市场资金面仍不宽裕。如我们预期，尽管自今年 4 月以来，央行已连续 6 个月实现公开市场净投放以缓解银行体系流动性不足压力，但在准备金缴款范围扩大、季末考核、债券市场继续扩容以及节前等多因素影响下，目前银行间市场流动性仍然较紧，主要货币市场利率环比均出现上升。9 月，SHIBOR 隔夜加权平均利率为 4.893%，环比上升 1.539 个百分点；同业拆借月加权平

均利率 3.74%，环比上升 0.44 个百分点；债券质押式回购加权利率 3.75%，环比上升 0.37 个百分点（见图 10）。

图 5 货币供应量增速
(2007. 1-2011. 9)

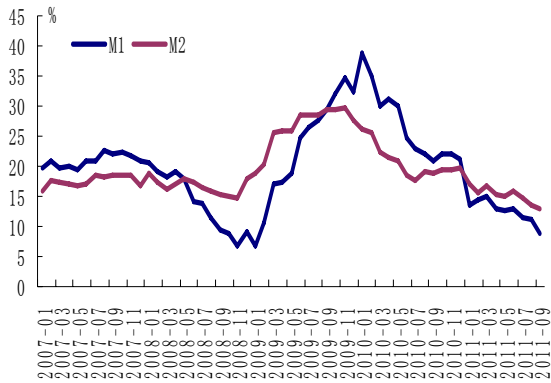


图 6 新增存款和存款增速
(2007. 1-2011. 9)

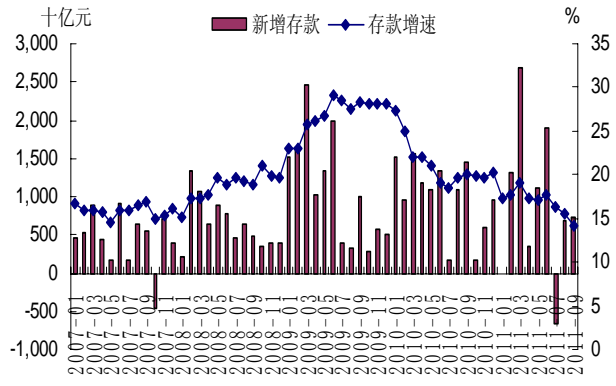


图 7 企业新增存款
(2010. 1-2011. 9)



图 8 新增中长期贷款占比
(2010. 9-2011. 9)

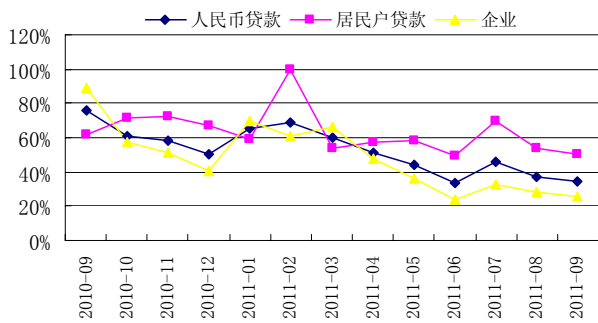


图9 贷款增速和新增贷款
(2007. 1-2011. 9)

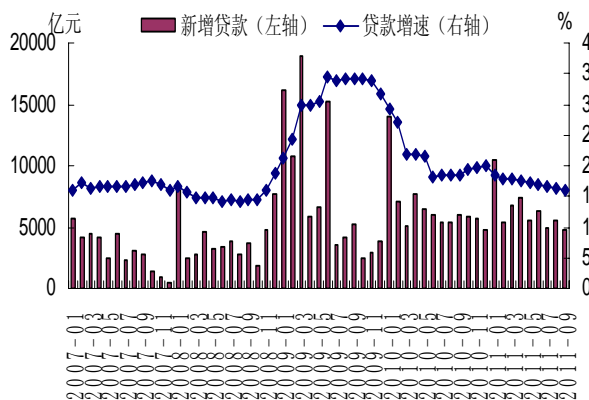
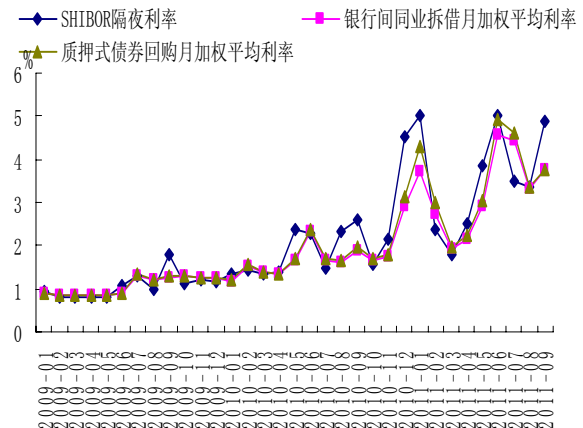


图10 货币市场主要利率走势
(2009. 1-2011. 9)



（三）进、出口增速双回落，贸易顺差进一步缩小

今年前 3 季度，我国贸易总额同比增速呈高位回落态势，9 月出口（经季调）同比增长 18.9%，环比回落 1.8 个百分点，进口增长 24.9%，环比回落 0.2 个百分点。受进口增长快于出口的影响，9 月末贸易顺差进一步缩小至 145.1 亿美元。进、出口增速（经季调）连续两个月双下滑（见图 11）反映了目前外需风险加大的同时国内需求也有所放缓。首先，从我国对主要贸易伙伴国的出口月增速看，9 月我国对美、日、欧出口增速均出现下滑，其中对欧盟和日本下滑尤为明显，这与 8 月以来欧债危机快速恶化和日本经济增长乏力有关（见表 1）；其次，从我国主要进口商品增速看，9 月份我国大豆、原油、成品油和铁矿砂等主要商品进口增速均出现回落，进口增速下滑固然与近期国际大宗商品价格下跌有关，但从海关总署公布的 31 种重点进口产品看，有 21 种产品的进口数量增速较上月下降，反映出国内需求可能有所萎缩。我们认为，欧债危机恶化和全球经济复苏乏力将使我国出口贸易继续面临外需放缓的考验，同时重在控制通胀的宏观经济政策可能已经对国内需求形成抑制。值得一提的是，前三季度我国一般贸易进出口增长 31.7%，高出同期进出口增速 7.1 个百分点，占进出口总值的 52.9%，同比提升 2.9 个百分点，贸易结构进一步改善。

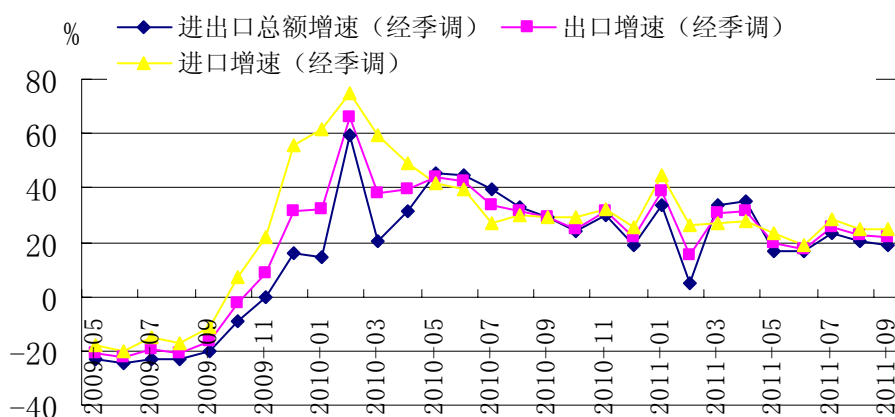
图 11 对外贸易增速
(2009.5-2011.9)


表 1 我国对主要贸易伙伴国的出口月增速

单位: %

| | 2011-06 | 2011-07 | 2011-08 | 2011-09 |
|----|---------|---------|---------|---------|
| 美国 | 9.76 | 9.54 | 12.55 | 11.63 |
| 日本 | 19.96 | 27.23 | 29.82 | 21.63 |
| 欧盟 | 11.38 | 22.29 | 22.34 | 9.76 |

(四) 欧债危机和汇率法案推高人民币贬值预期

今年以来,人民币兑美元总体保持升值态势,截至9月30日,人民币兑美元汇率中间价报收6.3549,较年初升值4.2%。值得注意的是,在全球经济复苏前景不明朗和欧债危机深化蔓延的背景下,美元的避险需求有所增强。尤其是10月11日美国参议院通过《2011年货币汇率监督改革法案》(以下简称《汇率法案》),引发市场对中美贸易战的担忧,加剧了人民币兑美元汇率的贬值预期。法案通过后,境内外汇市场人民币兑美元汇率中间价连续两个交易日大跌,跌幅均超过100个基点,累计跌幅逾250个基点。香港外汇市场,无论是离岸即期人民币汇率还是境外无本金交割人民币远期(NDF),都显示出对人民币的贬值预

期：彭博数据显示，自 9 月中旬开始，香港人民币即期汇率比内地平均低 1%；从 9 月 22 日开始，境外 NDF 两年期以内的合约出现人民币贬值预期。《汇率法案》在美国参议院通过之后，10 月 13 日人民币 NDF1 年期为 6.3730/6.3780，意味着市场预期人民币兑美元未来一年贬值 0.05%。

（五）唱空论调拖累股市，汇金出手释放“救市”信号

今年来，在我国通胀高企、经济增长放缓、房地产市场“胶着”、全球经济复苏乏力、欧债危机愈演愈烈、自然灾害频发的复杂形势下，预示中国经济硬着陆和唱空中国的声音不绝于耳。包括查诺斯、麦嘉华等在内的基金大佬纷纷发表看空中国楼市、银行业、人民币和中国经济的论调，对中国经济和银行业长期看空的国际评级机构惠誉（Fitch Rating）则再次以中国银行业为题材大肆唱衰，扬言可能在两年内调降中国主权信用评级。多重影响之下，前三季度中国股市呈持续震荡下行态势，截至 9 月末，上证综指报收于 2359.22 点，较年初下跌 19%。10 月 10 日，汇金公司宣布开始购入工、农、中、建四大行股票，并将继续相关市场的操作。此次汇金耗资逾 1.97 亿元增持四大行股票，意在释放市场维稳信号。

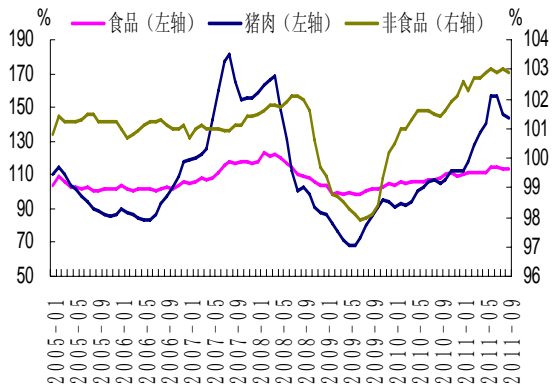
二、当前中国经济运行中存在的问题和矛盾

（一）问题表象：通货膨胀和部分领域资金紧张并存

第一，物价较快上涨势头虽得到控制，但食品价格周期性

大幅波动的深层次矛盾并未有效解决。9月，中国居民消费价格指数（CPI）同比上涨6.1%，较上月小幅回落0.1个百分点，与7月份的高点相比回落0.4个百分点（见图12）。CPI连续两个月出现同比增速回落，体现出综合的物价调控措施取得了明显成效，物价上涨势头得到初步遏制。从推动9月CPI同比上涨的因素来看，翘尾因素（2.1%）比上月降低0.6个百分点，新涨价因素（4%）比上月扩大0.5个百分点，反映出目前物价增速回落的主要原因在于翘尾影响的降低，而非新涨价因素的减小。从分项数据看，食品价格同比上涨13.4%，是推动物价上涨的主要商品。进入新世纪以来，我国已经历了三次以食品价格大幅波动引起的物价总水平大幅波动（见图13），食品价格波动越来越频繁，波动幅度和涉及面越来越大。尤其是2010年以来的这一轮价格波动中，食品价格出现了从粮食、蔬菜到猪肉、蛋制品的轮番上涨，大蒜、绿豆等小品种食品更是成为炒作对象。而9月我国食品类价格环比上涨1.1%，比8月高0.5个百分点，尤其猪肉价格同比增速达43.5%，这意味着推动食品价格上涨的深层次矛盾尚未得到有效解决。

图 12 CPI 食品和非食品消费价格单月同比增速 (2005. 2-2011. 9) 图 13 CPI 和食品类价格指数年度增速 (2000-2010)



第二，我国多个领域资金链紧张形势严峻。资金链紧张问题突出表现在中小企业、房地产、地方政府融资平台等领域。从房地产领域来看，随着房地产宏观调控力度的加大，部分中小房地产开发企业融资难度加大，资金链出现断裂迹象。上半年 124 家房地产上市公司中，有 77 家经营性现金流净额为负。从地方政府融资平台来看，随着地方政府融资平台清查整顿进程的推进，部分融资平台也因资金紧张而出现展期现象，如“滇公路”事件和上海申虹贷款展期事件。从中小企业来看，今年以来部分中小企业因资金链断裂而倒闭、老板“跑路”的消息屡见报端，凸显出中小企业资金紧张问题。部分领域的资金紧张状况使得高利贷在非正规金融体系内大量存在，这些资金活动越来越游离于监管视野之外。高利贷的资金需求方，往往需要承担极高的融资成本，反过来又会加剧资金紧张局面和资金链的断裂风险。据统

计显示，目前温州至少已有 80 多家企业老板逃跑、企业倒闭。其中 9 月就发生 26 起。而事情还不止于温州，被外界称为“宝马乡”的江苏省泗洪县石集乡就有 1500 多人卷入高利贷，涉案资金 3.1 亿元，石集乡问题最严重的李台村仅涉案本金就达 1050 万元。不可否认的是，在信贷资源紧缺的情况下，民间金融的发展对于促进经济增长发挥着积极作用，但民间资金运动往往涉及众多个人，透明度低，处于金融监管盲区，缺乏法律保障，一旦出现问题，极易诱发社会不安定问题。

（二）问题的症结：中国转型经济的困境

深入分析以上错综复杂的经济问题和矛盾，其实质均为中国当前转型经济面临困境的体现。

首先，在中国产业升级过程中，高端产业的缺乏是当前中国经济面临问题的主要症结所在。我们认为，在中国经济从低端向高端转型升级过程中，部分劳动密集型中小企业出现经营困难、高污染高能耗落后产能的淘汰是必须要度过的一个痛苦过程，房地产、融资平台的调控整顿也是必须的，资源如果过多地分配到这两个领域，则对中国的技术创新、构建有竞争力的产业体系都是不利的。但当前的关键在于，资源、资金从低端产业、高耗能产业、房地产、融资平台等领域退出了，却没有相应的高端产业来疏导、吸纳这些资源，这不仅使得社会资金游离于实体经济之外，而且也会导致我国的产业升级成为空中楼阁、无

米之炊。金融危机发生后，全球经济结构加速调整，新的格局正在形成。为尽快走出危机和培育新的经济增长点，美国等发达国家重新重视实体经济发展，提出了再工业化、低碳经济、智慧地球等新理念、新战略，并纷纷加大科技投入，试图在新能源、新材料、航空航天、电子信息、生态环保、生命科学等新兴产业领域保持竞争优势，抢占未来科技进步和产业发展的战略制高点。这要求我们既要立足当前，加快传统产业改造提升；又要着眼长远，更加注重战略性新兴产业的培育和发展，用新兴产业来吸引过剩的社会资金。

其次，农业生产组织方式的落后是当前我国食品价格周期性大幅波动的症结所在。近年来食品价格屡屡成为我国物价上涨的推手，主要原因在于现行的小农家庭经营方式劳动生产率提高得较慢，难以用技术进步来消化不断上升的成本，只有靠涨价来消化成本。当农产品价格上涨受阻时，农民只能以缩小生产规模来减少风险，而缩小生产规模又成为下一轮农产品价格上涨的起点。食品价格的周期性大幅波动越来越暴露出我国农业以家庭为单位的小生产和城市化水平提高后的大市场之间的矛盾。现代技术、金融、流通和管理要素难以与非企业化的小农家庭生产方式对接，而如果没有现代技术、金融和管理要素参与到农业现代化过程中去，农业生产组织方式将束缚农业生产力的大发展，农产品价格周期性大幅波动的问题将会始终困扰我国经济。因此，必

须通过深化农业生产经营方式的改革,在充分保持农民利益的前提下,鼓励农业生产走向现代企业制度,通过现代技术、金融、流通和管理要素与农业的对接,辅以财政对现代农业设施和装备建设的一定补贴,进一步提高农业劳动生产率,才能在劳动力成本不断上升的新形势下,缩小农产品(尤其是食品)的价格波动幅度。

再次,民间金融风险频出反映利率市场化以及金融监管改革在经济转型推进过程中需要加快步伐。民间金融之所以活跃,表面上看是由于上半年监管层的窗口指导和大量数量化调控工具使得商业银行信贷资源紧张,民间融资需求难以完全通过商业银行来满足;深层次原因则是由于金融抑制¹在一定程度上的存在,使得部分经济主体的融资需求无法从正规金融渠道获得满足,在利率并未完全市场化的情况下,资金价格也不能完全发挥调节资金供需的作用。在这样的背景下,地下钱庄和高利贷的盛行,是顺应了强烈的民间融资需求,并在特定范围内真正实现了利率市场化。因此,民间金融的活跃对我国金融监管改革提出了要求,要求我国尽快降低金融行业对民间资本的准入门槛,加快利率市场化改革,消除实际负利率,并将非正规金融体系纳入监管范畴。只有这样,才能真正对高利贷起到釜底抽薪之效。

¹ “金融抑制”一般是指一国金融体系不健全,金融市场的作用未能充分发挥,政府对金融实行过分干预和管制政策,人为地决定利率和汇率并强制信贷配给,造成金融业的落后和缺乏效率,金融与经济之间陷入一种相互制约的恶性循环状态。

三、下一阶段宏观经济和政策走势

(一) 下一阶段宏观经济金融政策走势

对于未来的宏观政策预测，我们维持以前预测²，预计未来监管层仍然将物价调控放在宏观调控的首位，货币政策基调将是“整体稳健、定向宽松”，“适时适度进行预调微调”，财政政策仍然坚持积极的取向，重在调结构。我们认为，货币政策维持“稳健”取向的理由有两个：第一，是物价调控需要。尽管如我们前面分析，我国本轮物价上涨不同于历史上以货币因素为主的单一需求拉动型通货膨胀的局面，进一步收紧货币对控制物价的边际作用越来越小，但一旦货币因素和成本推动因素交织起来推动物价，则会使我国物价形势更为严峻。第二，是经济结构调整需要。具体表现在需要通过稳健的货币政策抑制地方政府的投资冲动、通过稳健的货币政策配合房地产领域的调控、通过稳健的货币政策淘汰生产率低下的落后产能等。但在“整体稳健”的基础上，将继续“定向宽松”政策，防止某些领域资金链的断裂。具体政策措施包括：一是继续运用公开市场操作等常规手段，对冲现中国经济增长模式下“不合理”的货币增量；二是信贷政策要与产业政策更好的结合，切实做到有保有压，保证国家重点在建、续建项目的资金需要，支持民生工程尤其是保障性安居工程。三是落

² 详见2011年7月25日城市金融研究所研究报告《通胀压力居高不下 货币政策延续“稳健”——2011年上半年国内宏观经济金融走势、政策分析及下半年展望》

实10月12日国务院常务会议提出的“国9条”³对中小企业特别是小、微企业支持政策的基础上，进一步出台细化配套政策。四是随着上海、浙江、广东、深圳四省市被批准开展自行发债试点，地方政府阳光融资制度建设也将获得进一步发展；五是推进温州国家金融综合改革试验区建设，旨在进一步降低金融准入门槛，让民间金融真正“阳光化、合法化”；六是完善财税政策，大力推进结构性减税。

（二）下一步经济形势预判

从当前和今后一段时期看，尽管目前国际经济形势复杂性和经济复苏的艰巨性在增加，国内经济运行中的不稳定、不确定因素也在上升，但从经济先行指标和增长的动力来看，经济出现大幅回落的可能性非常小。经济先行指标在近几个月趋于稳定、回升向好。9月PMI指数为51.2%，连续31个月在50%以上，且经过前几个月的波动调整以后，最近两个月连续小幅回升；固定资产的新开工项目投资今年以来呈现逐月回升的态势，1-9月份新开工项目的计划总投资比1-8月份回升0.3个百分点（见图14），这些先行指标预示着未来经济将基本走稳。固定资产投资今后两年将保持平稳增长。从“六五”到“十一五”的经验看，一个五年规划中各年的全社会固定资产投资平均增速分别为17.2%、

³ “国9条”内容主要是关于支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施，包括银行业金融机构对小微企业贷款增速不低于全部贷款平均增速，增量高于上年平均水平；适当提高对小型微型企业贷款不良率的容忍度；对金融机构向小型微型企业贷款合同3年内免征印花税等。

24.1%、28.5%、18.9%、19.8%，受投资建设周期影响，五年规划第二年往往是建设项目进入投资高峰期。2012年作为“十二五”规划的第二年，进入投资项目集中建设阶段，将在一定程度上带动投资增长。另外，从投资结构来看，民间投资增速较高且比重在上升，说明投资的内生动力也增强了。**消费增速将小幅回落，但仍保持稳健态势。**楼市调控和城市治堵政策将使得住房相关消费和汽车消费走弱，成为削弱消费增长的主要因素，但国内消费环境的改善将促进消费的稳健增长，如国内贸易和流通体系将得益于“十二五”内贸规划即将出台而有所完善，央行关于第三方支付平台的新规定以及银联推出的无卡支付平台等政策都将为网络消费和银行卡消费等新兴消费模式提供良好环境。此外，随着个税改革的不断推进、中央针对中低收入者的补贴力度不断加大、最低工资标准的不断提高，社会保障体系的不断完善，城乡居民收入也将稳步提高，居民购买力和消费意愿也将不断加大。**出口增速将呈现放缓态势。**由于国内外环境的变化，影响中国外贸的不稳定、不确定因素在增加，预计未来我国出口增速将呈现放缓态势。**房地产市场维持相持状态，部分城市房价有望出现回落。**如果中央坚持房地产调控方向、力度不动摇，限购政策不放松，加上保障房大量建设对商品房需求的分流，预计年内或明年初房价尤其是上海、北京等一线城市以及部分热点城市房价可能出现回落。促进物价下行的有利因素在累积增多，预计中国

CPI 未来将延续下行态势。经济增速适度回调、流动性不断收紧、粮食又获新丰收、输入性通胀压力减轻以及翘尾因素不断减弱（10 月、11 月、12 月分别为 1.5%、0.5%、0，均比前期有所回落）均构成促进物价下行的有利因素。但值得警惕的是影响物价上涨的一些长期因素还没有得到根本的消除，在目前一些主要国家仍然维持宽松的货币政策的情况下，输入性通胀压力并没有根本减轻，而且由外汇占款、到期票据、前几年信贷巨额投放等因素带来的流动性充裕问题仍然存在，截至 2011 年 9 月，我国货币存量（M2）达 78.7 万亿，是 GDP 的 2.46 倍，而西方发达国家该比值一般在 1 以下，新兴市场国家一般为 GDP 的 1-1.5 倍，而如果考虑到今年以来大量的未统计进 M2 的银行表外资产，该比值则将更大。

图 14 今年各月固定资产新开工项目投资和 PMI 走势图

