

#### 编者按

即将过去的2011年,全球经济复苏步履蹒跚,欧债危机发酵蔓延;中国经济增长有所放缓,物价显露回落态势。2012年,严峻复杂的国际经济形势如何演化,我国经济如何稳中求进,股市能否迎来“龙抬头”?本报今起推出“年终聚焦”系列报道,从国际经济以及我国宏观经济、资本市场、产业公司等多个角度,回顾2011年,展望2012年。

# 2012宏观经济十大猜想

## 1 GDP 增速创十年新低

受欧债危机等因素影响,2012年中国经济增速将有所放缓,全年GDP同比增速预计在8%-9%之间,或创2002年以来的新低。但在投资结构改善、外贸顺差减小、消费稳中趋旺等因素带动下,我国经济增长的可持续性正在巩固,新一轮经济上升周期进一步孕育。

明年的经济增长将主要由内需拉动。固定资产投资方面,明年房地产、基建等投资增速可能有所放缓,从而在一定程度上拉低总体投资速度。同时,制造业尤其是新兴产

业、农田水利、西部开发等领域投资仍将保持较快增速,这有利于改善投资和经济结构。总体来看,“十二五”时期,各地的投资热情仍然很高,投资增长的回旋余地很大。消费增长局面将较为稳定,在房地产调控以及部分城市限购政策的影响下,今年的消费品零售总额增速受到了一定影响,但这也积蓄了消费潜力。如果明年有政策适当引导,消费实际增速可能快于今年。2012年,消费可能成为中国经济的首要拉动力。

2012年,国内外经济形势复杂多变。世界经济复苏的不稳定性、不确定性上升,我国经济发展中不平衡、不协调、不可持续的矛盾和问题仍较突出。我国经济增速放慢将呈现怎样的轨迹、货币政策将如何应时而变、房价会否如愿回落至合理区间、欧债危机能否逐步平息、各国汇率战火会否重燃……对于这些备受关注的财经话题,我们在理性分析的基础上,逐一作出预测。

## 2 物价 全年上涨3%-4%

与前两年相比,明年我国的物价稳定存在不少有利因素。首先,经济景气度的下行有利于抑制需求型通胀,稳健货币政策的实施很大程度上消除了物价上涨的货币基础。其次,从近年来的实际情况看,国际大宗商品价格如果出现明显上涨,需要宽松流动性和经济需求的双重推动,短期来看世界经济不具备这一条件。这意味着我国输入性通胀压力暂时放缓。再次,目前猪肉、粮食等重要食品供给较为充足,居住类价格在房地产调控的

影响下涨幅趋稳,国内新的物价上涨“推手”并不明显。

在上述因素的综合作用下,预计明年CPI涨幅在3%-4%之间,比今年明显回落。但在劳动力成本上升、油气电等资源产品价格改革等因素带动下,当前我国通胀水平的“底部”可能已经抬高。“十二五”乃至更长时期,除非出现经济明显下降导致短期的通缩风险之外,我国将长期面临一定的通胀威胁。

## 3 外贸 进出口增长20%左右

明年上半年,进出口将延续今年下滑的态势,继续出现回落。下半年由于全球经济增长潜在不利因素基本被市场消化,全球经济再次步入缓慢增长复苏通道,进出口将重回较快增长轨道。预计明年上半年进出口增速在15%左右,下半年保持在20%-25%,全年将在20%左右。

明年外贸面临的国内外环境将更加复杂,新问题和新的挑战将继续出现,保持外

贸平稳较快增长的难度较大。从国内来看,明年国内企业经营成本上升压力仍较大。劳动力供求的结构性短缺成为常态,工资上涨不可逆转。从国际来看,各国对全球贸易市场的争夺加剧,保护主义升温。海外主要经济体可能复苏乏力,欧洲主权债务危机尚未得到根治,全球可能面临无序性的宏观政策,侵蚀全球经济复苏基础。

## 4 流动性 新增信贷8万亿元

明年信贷投放可能达到8万亿元左右。货币供应量M2增幅往往在名义GDP之上加上2个百分点,假设明年GDP增速保持在8.5%的水平,CPI涨幅在3.4%左右,则M2增幅约为14%,由此可推算出2012年新增贷款在8万亿元左右。

从草根调研的情况看,目前企业贷款需求依然旺盛,由于银行信贷受到额度管理,企业往往需要排队等候资金下拨。企业普遍希望央行能适当放松信贷调控,以获得较多的金融资源。而央行下调存准率,已显示货币当局开始释放积极信号。明年存款准备金率以及利率均存在下调的空间,信贷市场有望更加宽松。

此外,今年监管机构对地方融资平台贷款、房地产企业贷款管控非常严格,导致两方面信贷总量均在下降。而明年信贷调控可能适当放松,项目续建资金、保障房资金都可能成为未来信贷投放的突破口。“三农”、中小企业等也将成为信贷定向宽松的重要领域。

## 5 房价 先跌后稳

明年房地产调控将力促房价合理回归。这意味着房价明显反弹的可能性不大,但下半年部分地区可能出现政策微调。从相关部门的表态来看,抑制投机将成为房地产行业的一项中长期目标。在房产税试点工作进行进一步完善、个人住房信息系统基本建成之前,一线城市的楼市限购政策不会轻易退出。明年全国总体房价将继续向合理水平回归。尤其是在上半年,随着商品

房库存水平继续上升,开发商“以价换量”的行为将有所增加,届时全国房价同比涨幅可能出现负增长,部分城市房价调整幅度将超过2008年。

明年年中以后,在调控效果明显显现的基础上,少数城市可能对房地产政策进行微调。同时,较长时间积累的刚需购房需求也将逐步释放,届时楼市成交将有所反弹,房价有望趋于稳定。

## 6 汇率 升值幅度在3%以内

今年以来至11月末,人民币升值幅度逾4%。人民币汇率正向均衡汇率迈进。明年人民币升值步伐将放缓,预计升值幅度在3%以内。

贸易顺差收窄将减缓人民币升值压力。2012年,全球主要经济体复苏不确定性增加。欧元区技术性衰退难以避免,欧洲经济疲软将拖累中国出口下行。美国复苏势头略有回升,但房地产市场低迷、消费者和企业信心缺失等问题仍无明显改善。发达国家消费市场萎缩将对我国出口造成一定的负面影响。

人民币升值带来一定冲击。欧洲金融机构普遍面临补充资本金的要求,这需要欧洲银行业回抽全球资金,由此引发的国际资本波动将加剧。美元若持续走强,将导致资金撤离高风险的新兴市场,风险资产包括新兴市场货币有贬值压力。

尽管明年中国经济增速会有所放缓,但与全球主要经济体相比,中国依然是全球资金的最佳投资地。从长期看,资本流入趋势不会改变。同时,由于中国出口产品具有较强的竞争实力,整体而言,明年我国仍将出现贸易顺差。

## 7 货币政策 至少降准三次 有可能降息

未来货币政策可能有所放松,如果通胀水平进一步降低,明年不排除降息可能,二季度开始,降息压力加大。

最近一次加息周期始于2010年10月,当时CPI为4.4%。回顾历次加息和降息周期,央行都是在CPI上升和下降趋势明确后,才作出加息和减息的动作。当CPI出现趋稳态势时,央行会进入观望期。2011年11月,全国居民消费价格总水平同比上涨4.2%,为年内低点。未来物价下行的趋势较为明显。

明年二季度开始,央行或面临较大的降息压力。央行的利率政策不仅要考虑CPI涨幅情况,还要考虑利率政策对投资、消费和出口以及资本流动的影响,但利率决策的主要目的还是将利率调整到与投资回报率基本一致的中性利率水平。明年,随着经济增速放缓,企业投资回报率也将下滑。考虑到今年的宏观调控使企业融资成本大幅提高,一旦融资成本高于企业投资回报率,央行将可能采取降息行动。另一方面,未来物价走势仍有不确定性,物价稳定的基础还不牢固。同时,当前实际利率依然为负。因此,央行在降息问题上必将慎之又慎。

今年11月30日,央行宣布下调存款准备金率0.5个百分点之后,大型商业银行存款准备金率仍处在21%的历史高位。明年预计新增外汇占款将进一步萎缩,为了对商业银行提供流动性支持,央行势必降低准备金率来应对。预计全年央行将下调存款准备金率3-4次,明年下调的第一个时点可能在1月。

## 8 美国经济 QE3不会推出

QE3不会推出

从美国实体经济复苏、前两轮量化宽松货币政策实际效果、美联储内部意见等方面看,美联储明年推出第三轮量化宽松货币政策(QE3)的可能性不大。

从经济数据来看,除了房地产,其他经济数据还不错,表明美国经济处于缓慢复苏的阶段。今年11月美国非农业部门失业率较10月下降0.4个百分点,降至8.6%,为2009年3月以来最低水平。经修正后的三季度美国国内生产总值(GDP)环比增长2.0%,为今年以来最佳表现。尽管欧债危机确实对美国经济增长造成拖累,但总体来说美国经济不会陷入衰退,而将呈现缓慢增长态势。

此前的两轮量化宽松政策并没有取得太好的效果,还受到广泛的批评。自美联储去年11月出台QE2以来,该政策导致美元对其他货币汇率下滑,以美元计价的商品价格走高,加大了全球的通胀压力,遭到了其他国家的诟病。许多欧美国家的投资者都将资金转移至国外,尤其是快速增长的亚洲市场,给新兴市场国家造成了很大的通胀压力。此外,美联储内部对QE3的反对声音也很多。美联储主席伯南克也指出,货币政策不是万能的,经济复苏还要靠财政政策助力。

## 9 欧债危机 欧元区迈向财政联盟

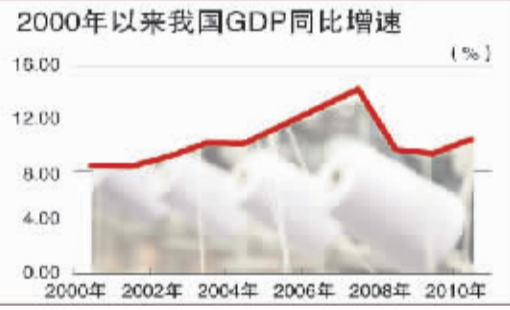
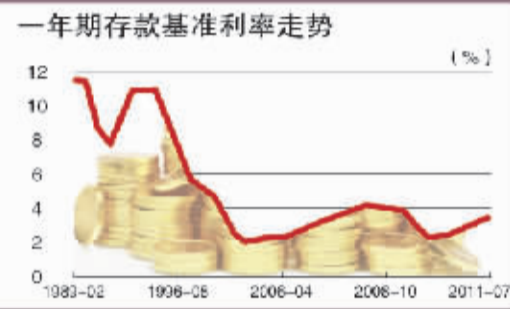
2011年,肆虐两年有余的欧债危机持续恶化、蔓延升级,成为扰动全球金融市场并威胁经济复苏的头号“杀手”。2012年,在德国、法国等核心成员国的大力倡导下,欧元区或在经历痛苦的改革、整合和博弈后,向着财政统一、经济融合的大方向迈进。在此过程中,欧元区将向更加精英化的方向发展。

一方面,12月欧盟峰会达成折中版财政新规,26个成员国有望缔结政府间条约,强化财政纪律。此举为欧元区未来发展指明了方向,即统一财政政策,加强经济融合。这是欧元区取得的重大进步,也是根治欧元区货币体系与生俱来的弊病、彻底解决欧债危机的唯一选择。然而,统一财政工作复

## 10 货币战 硝烟再起

2010年以来的情况表明,在全球经济“双轨复苏”背景下,发达经济体的“大撒把”某种程度上已成为“汇率战”的“发令枪”。而在2012年,欧央行实施量化宽松的可能性很大。

一方面,欧元区经济在欧债危机的冲击下明年陷入轻度衰退几无悬念,而欧元区“问题”经济体则正在加紧制订及落实财政整顿计划,这将迫使欧洲央行成为履行“输血”职责的最大“热门”;另一方面,虽然英国在本轮金融危



### 部分券商 2012 年中国宏观经济形势预测

券商	GDP增速	CPI涨幅	利率变动情况
银河证券	8.5%-9%	4%	可能小幅降息
国泰君安	8%	降至3%以下	可能降息
中信证券	8.5%	3.2%	-
申银万国	8.6%	3.2%	调整空间有限
长江证券	8.6%	3.1%	二三季度分别降息一次
国金证券	8.6%	3%	有降息可能

制表/苏拯

GETTY/IC图片 合成/韩景丰

杂浩繁,将是一个马拉松式的进程。2012年,欧盟各国还将就此进行更多博弈,但欧元区核心成员国谋求统一财政联盟的立场难以撼动。

另一方面,欧债危机彻底改变了市场对主权债券是无风险资产的认知。希腊等欧元区外围成员国,对内被严苛的财政紧缩扼紧咽喉,对外背负巨额债务,经济前景黯淡。少数欧元区外围成员国实已难觅“起死回生”灵药,与核心成员国经济实力的差距日益扩大,难以跟上欧元区整体发展的步伐,或将退出欧元区。而欧元区在统一财政政策的同时,也必将严格规范加入欧元区的条件,强化对违反财政纪律成员国的惩罚措施。

机中两次实施量化宽松均未引发市场关注,但考虑到欧债危机目前的深度和广度,一旦欧元区决定通过发行欧元债券拯救经济,其可能释放的流动性规模将是空前的。

在此背景下,2012年全球再陷“汇率战”绝非危言耸听。但需要指出的是,受欧债危机拖累,目前新兴经济体的经济增长态势相对减弱,甚至部分经济体进入降息周期。即使明年“汇率战”硝烟再起,其激烈程度也较前两年。(韩晓东 任晓 黄继汇 张朝晖 倪铭娅 高健)