

2012.8

金融统计与分析

中国人民银行调查统计司 编

宏观经济形势

2012年二季度宏观经济形势分析

周期下行和刺激政策较快退出是投资减速的主要原因

国际经济金融

2012年上半年全球宏观经济运行综述

人民币汇率逐步趋于均衡

村镇银行

对山东省村镇银行经营管理状况的调查

海南省村镇银行“脱农化”现象值得关注

2012.8

金融统计与分析

中国人民银行调查统计司 编

责任编辑：贾 真 肖丽敏

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目(CIP) 数据

金融统计与分析(Jinrong Tongji yu Fenxi) (2012.8)/中国人民银行调查统计司编.—北京：中国金融出版社，2012.8

ISBN 978-7-5049-6559-2

I. ①金… II. ①中… III. ①金融统计—统计分析—研究报告—中国—2012 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 198590 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网 上 书 店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 8.5

字数 156 千

版次 2012 年 8 月第 1 版

印次 2012 年 8 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978-7-5049-6559-2/F.6119

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

宏观经济形势

2012 年二季度宏观经济形势分析

中国人民银行调查统计司经济分析处 001

周期下行和刺激政策较快退出是投资减速的主要原因

中国人民银行调查统计司经济分析处 008

区域经济

2012 年上半年重庆经济运行中值得关注的几个问题

中国人民银行重庆营业管理部调查统计处 013

当前实体经济流动性压力突出和中长期资金需求不足

中国人民银行营业管理部调查统计处 016

2012 年上半年湖北省社会融资规模运行特点与问题

中国人民银行武汉分行调查统计处 019

当前山西省煤炭行业现状及未来走势判断

中国人民银行太原中心支行调查统计处 023

中国轻纺城中低端纺织服装订单向东南亚转移

中国人民银行绍兴市中心支行调查统计科 027

当前河北省经济运行情况调查

中国人民银行石家庄中心支行调查统计处 029

新疆棉花生产情况调查

中国人民银行乌鲁木齐中心支行调查统计处 032

金融支持青海省小微企业发展情况调查

中国人民银行西宁中心支行调查统计处 034

国际经济金融

2012 年上半年全球宏观经济运行综述

中国人民银行长春中心支行调查统计处 038

人民币汇率逐步趋于均衡

中国人民银行南京分行调查统计处 041

国际信用卡“假消费”暴露监管盲点

中国人民银行贵阳中心支行调查统计处 045

我国经常账户失衡的趋势特征及影响因素分析

中国人民银行齐齐哈尔市中心支行调查统计科 048

物 价

当前物价运行及其未来发展趋势

中国人民银行调查统计司经济分析处 051

当前四川省粮食价格走势及关注的问题

中国人民银行成都分行调查统计处 057

粮食价格上涨压力有限

中国人民银行吉安市中心支行调查统计科 060

专题研究

中央银行宏观金融模型的国际发展及启示

中国人民银行成都分行调查统计处 062

机遇与挑战并存

中国人民银行拉萨中心支行调查统计处 066

金融危机救助中财政部门 and 中央银行的职责分工探讨

中国人民银行济南分行调查统计处 070

危机救助中货币政策和财政政策分工与合作的思考

中国人民银行银川中心支行调查统计处 076

通货膨胀目标制在中国的适用性研究

中国人民银行南昌中心支行调查统计处 中国人民银行太原中心支行调查统计处 081

村镇银行

对山东省村镇银行经营管理状况的调查	中国人民银行济南分行调查统计处	086
海南省村镇银行“脱农化”现象值得关注	中国人民银行海口中心支行调查统计处	090
影响村镇银行稳健发展的几个问题	中国人民银行南宁中心支行调查统计处	092
村镇银行存贷比偏高现象调查	中国人民银行徐州市中心支行调查统计科	094

民间融资

2012年以来河南省民间融资状况及趋势分析	中国人民银行郑州中心支行调查统计处	096
不动产抵押登记机制存在不足是导致企业民间融资规模大、利率高的一大主要原因	中国人民银行重庆营业管理部调查统计处	099
典当行大量参与房地产民间借贷引起风险高度集中	中国人民银行贵阳中心支行调查统计处	102
鄂尔多斯市出台国内首部民间借贷办法	中国人民银行呼和浩特中心支行调查统计处	104

小额贷款公司

五因素制约小额贷款公司改制设立村镇银行	中国人民银行洛阳市中心支行调查统计科	107
小额贷款公司信贷投放“弃小放大”趋势值得关注	中国人民银行西安分行营业管理部货币信贷统计处	109
小额贷款公司出资人与银行关联应加以注意	中国人民银行抚州市中心支行调查统计科	110
小额贷款公司发展中的风险隐患	中国人民银行安康市中心支行调查统计科	112
对完善小额贷款公司金融统计制度的思考	中国人民银行朝阳市中心支行调查统计科	113

农村经济

期货农业的实践及启示	中国人民银行绥化市中心支行调查统计科	115
中原经济区农村金融改革创新情况调查与分析	中国人民银行安阳市中心支行调查统计科	118
农田水利建设项目融资的新尝试	中国人民银行枣庄市中心支行调查统计科	121

金融统计数据

金融机构人民币信贷收支表	124
金融机构本外币信贷收支表	125
金融机构外汇信贷收支表	126
金融机构(含外资)人民币信贷收支分地区表	127
货币当局资产负债表	130
货币供应量统计表	130
存款性公司概览	131
社会融资规模统计表	131

2012 年二季度宏观经济形势分析

中国人民银行调查统计司经济分析处

2012 年二季度，宏观经济在本轮经济周期的谷底运行。当季 GDP 增长 7.6%，处于本年度的最低点，工业生产快速下行，物价水平明显降低，企业效益下滑，经济主体未来预期较为悲观。但就业形势总体良好，最近两个月经济运行中已出现企稳的苗头：一是基础设施投资增长加快；二是房地产市场回暖，成交量增加，价格趋稳甚至止跌回升；三是贷款明显多增，货币增速回升。

从趋势上看，当前经济正处于触底企稳的阶段，预计未来数月经济可能有所回升，但复苏动力难以强劲，全年有望实现 GDP 增长接近 8%、CPI 增长接近 3% 的运行态势。“稳增长”应更好地落实积极的财政政策，谨慎地运用数量型和价格型货币政策工具，着眼于长远的制度建设，坚持房地产市场调控政策，切

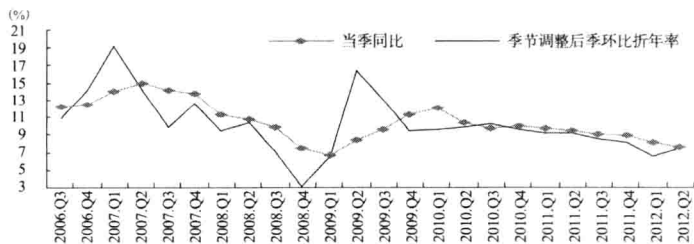
实处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系。

一、经济在本轮周期谷底运行

（一）经济同比增速快速下滑，但环比出现企稳迹象

2012 年二季度 GDP 同比增长 7.6%，比上季度低 0.5 个百分点，比上年同期低 1.9 个百分点。自 2010 年一季度以来，GDP 同比增速基本呈逐季度下滑趋势。季节调整后 GDP 环比增速企稳。二季度

图 1 GDP 增速继续放缓



数据来源：国家统计局、中国人民银行。

GDP 环比增速为 1.8%，较上季度高 0.2 个百分点，结束了自 2010 年四季度以来 GDP 环比增速逐季度下滑的趋势。

从结构上看，第一产业和第三产业回升超预期，工业生产加速下滑。

上半年，第一产业和第三产业同比增长 4.3% 和 7.7%，分别比一季度高 0.5 个和 0.2 个百分点。

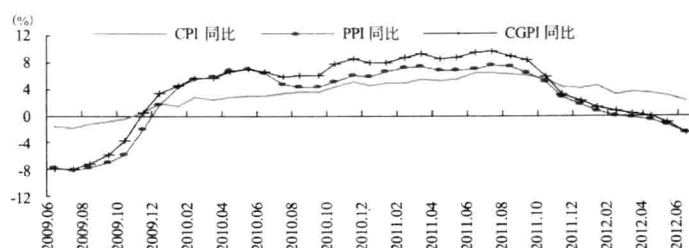
其中，房地产业同比增速从一季度的 -0.4% 回升至上半年的 0.6%。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 10.5%，增幅较一季度低 1.1 个百分点。重工业增速开始快于轻工业，6 月重工业增加值同比增长 9.6%，轻工业增加值同比增长 9.0%，重工业增速快于轻工业 0.6 个百分点。季节调整后，6 月工业增加值月环比增长 0.76%，增幅比上月低 0.14 个百分点。

（二）CPI 同比涨幅回落，上游价格持续下降

2012 年 1 月受春节因素影响出现明显反弹后，CPI 同比涨幅总体呈现下降趋势，6 月降至 2.2%，创 29 个月以来的新低，比上年同期低 4.2 个百分点。当月 CPI 环比上涨 -0.6%，涨幅比上月低 0.3 个百分点。上半年，CPI 同比上涨 3.3%，比上年同期低 2.1 个百分点。

食品价格的剧烈波动是 2012 年以来 CPI 同比涨幅明显波动的主要原因，但近

图 2 上下游物价变化



数据来源：国家统计局、中国人民银行。

两个月非食品价格同比涨幅也出现明显下降。6 月 CPI 中食品价格同比上涨 3.8%，比上月低 2.8 个百分点，上半年同比上涨 6.9%，对 CPI 的贡献度为 2.2 个百分点。非食品价格同比上涨 1.4%，涨幅与上月持平，比 4 月低 0.3 个百分点，上半年同比涨幅为 1.6%，对 CPI 的贡献度为 1.1 个百分点。

上游价格近来持续下降。PPI 同比涨幅连续 11 个月下降，且降幅较大，6 月同比涨幅为 -2.1%，比上月低 0.7 个百分点，连续 4 个月同比负增长；从环比看，6 月 PPI 环比涨幅为 -0.7%，涨幅比上月低 0.3 个百分点。工业生产者购进价格同比上涨 -2.5%，涨幅比上月低 0.9 个百分点，连续 11 个月下降，连续 3 个月同比负增长；环比涨幅为 -0.8%，比上月低 0.5 个百分点。

人民银行监测的 CGPI 同比涨幅也连续 11 个月下降，6 月为 -2.5%，比上月低 1.4 个百分点，连续 3 个月同比负增长；环比上涨 -1.1%，比上月低 0.6 个百分点。上游价格同比负增长显示需求明显减弱，但当前 PPI、工业生产者购进价

格和 CGPI 同比涨幅均明显高于前期最低水平,三者比 2009 年 7 月水平分别高 6.1 个、9.2 个和 5.5 个百分点。

(三) 企业经济效益继续下降

1~5 月累计,全国规模以上工业企业实现利润 18434 亿元,同比下降 2.4%,增幅较上年同期低 30.3 个百分点。人民银行 5000 户企业监测显示,前 5 个月企业实现利润总额同比下降 17.1%,企业主营业务利润率^①和成本费用利润率^②分别为 10.4%和 6.1%,与上月基本持平,较上年同期分别下降 1.2 个和 1.8 个百分点。其中,大型企业实现利润总额同比减少 14.8%,中型企业减少 29.5%,小型企业减少 27.8%,同比增幅分别较上年同期下降 28.8 个、63.2 个和 70 个百分点。当前工业企业利润下降,与经济增速下滑,需求下降,企业产品销售增长乏力有关。

(四) 企业家经济增长预期下调,居民收入增长信心回落

二季度,人民银行调查的企业家宏观经济学热度指数为 37.3%,较上季度下滑 1.9 个百分点,较上年同期大幅下降 13.4 个百分点,连续 4 个季度位于 50%的临界值以下;银行家宏观经济学热度指数为 33.6%,较上季度下滑 6.4 个百分点,较上年同期大幅回落 32 个百分点,并已连续 3 个季度位于 50%的临界值以下。受此影响,企业家信心指数为 67.5%,较上季度下降 2.7 个百分点;银行家信心指数为 58.4%,较上季度下降 6.6 个百分点。但这两者仍明显高于 2008 年国际金融危机时期。

二季度,居民当期收入感受指数为 50.1%,分别低于上季度和上年同期 1.8 个和 2 个百分点;对下季度,居民未来收入信心指数为 53.2%,较上季度和上年同期分别下降 1.7 个和 2.1 个百分点,是 1999 年有调查以来同期值中的次低水平。

二、经济初显企稳,部分行业稳中有进

(一) 就业形势总体稳定,劳动收入显著提高

自 2010 年三季度以来,城镇登记失业率均为 4.1%,比 2009 年^③低 0.2 个百分点。2012 年二季度全国劳动力市场求人倍率^④为 1.05,虽比上季度有小幅回落,但仍比 2009 年二季度高 0.17,劳动力市场已连续 7 个季度供不应求。上半年,城镇新增就业岗位 600 万个左右,在城市打工 6 个月以上的外出农民工增长 2.6%,就业形势总体平稳。

根据人民银行调查统计司上半年农民工专项调查显示,72.1%的样本企业表示 2012 年新招工人成本将有不同程度的增加;2011 年农民工外出务工平均月收入达到 2650 元,较 2009 年增长 48.6%。统计局数据也显示,上半年城镇居民人均工资性收入同比增长 13%,增速比上

① 主营业务利润率=主营业务利润/主营业务收入×100%。

② 成本费用利润率=利润总额/(主营业务成本+销售费用+管理费用+财务费用)×100%。

③ 2009 年 4 个季度城镇登记失业率均为 4.3%。

④ 求人倍率为劳动力市场需求人数与求职人数之比,求人倍率大于 1,说明供不应求。

年同期提高 1.5 个百分点；外出务工人员劳动月均收入 2200 元，同比提高 14.9%。

（二）基础设施投资增速回升

5~6 月，基础设施^①投资增速明显加快。二季度，基础设施投资同比增长 11.4%，比一季度提升 9.6 个百分点，其中 6 月当月基础设施投资同比增长 18.7%。在全部的固定资产投资中，基础设施投资占 22%，基础设施投资维持较快增速，将对工业增长的回升起到积极的拉动作用。

（三）房地产市场回暖，房地产贷款增速全面回升

3 月重点城市新建住宅销售率先出现回暖，4 月、5 月回暖态势持续，价格出现连续小幅回升。5 月，人民银行调查统计司监测的 30 个城市新建住宅成交面积同比增长 32.8%，环比增长 23.2%。重点城市房价指数已止降，4 月、5 月连续两个月小幅回升，分别环比上涨 0.4% 和 0.3%。

目前房地产市场回暖态势有向全国扩张的趋势。5 月、6 月全国商品房单月销售面积分别环比增长 15.3% 和 52.4%，单月销售额环比增长 20.3% 和 41.5%。尽管 6 月单月销售面积同比仍下降 3.3%，但销售额同比已由负转正，同比增长 6.9%。

6 月末，全国主要金融机构房地产贷款增速连续两个月回升；其中，地产开发贷款、房产开发贷款和个人购房贷款增速均出现全面回升，分别比上月末提高 6.7 个、0.5 个和 0.1 个百分点。

（四）货币信贷增速触底回升，社会融资规模有所扩大

自 2012 年以来，我国两次下调法定存款准备金率合计 1 个百分点，两次降息，合计下调一年期存款基准利率 50 个基点，下调一年期贷款基准利率 56 个基点。同时，扩大了存贷款利率的浮动区间，允许存款利率上浮 10%，贷款利率下浮 30%，迈出了我国利率市场化的重要一步。

6 月末，广义货币（M2）余额 92.5 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上月末高 0.4 个百分点，连续 2 个月回升；狭义货币（M1）余额 28.76 万亿元，同比增长 4.7%，增速比上月末高 1.2 个百分点，连续两个月回升。

初步统计，上半年，社会融资规模为 7.78 万亿元，比上年同期多 135 亿元。其中，人民币贷款同比多增较多。上半年，新增人民币贷款 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。6 月末，金融机构人民币贷款余额 59.64 万亿元，同比增长 16.0%，比上月末高 0.3 个百分点，自 2012 年以来增速呈波动上升态势。

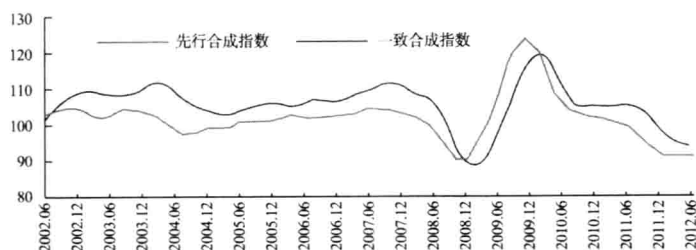
三、经济发展趋势

（一）经济增长趋势

依据人民银行调查统计司测算的经济景气指数，自 2011 年 7 月以来工业增加值的一致合成指数持续下滑，先行合成指数从 2012 年 1 月开始企稳，并持续

① 基础设施行业包括交通运输、仓储和邮政业，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业等。

图3 经济增长合成指数



数据来源：中国人民银行。

低位徘徊，预计下半年经济增长将平稳回升，但大幅反弹的可能性不大，全年GDP增长7.8%~8%。

从投资看，下半年固定资产投资增速将企稳回升，但回升幅度不大。一是房地产调控政策没有进一步从紧，地方政府反而有松动迹象，房地产投资将底部回稳。二是新开工项目计划总投资增速回升，1~6月新开工项目计划总投资13.8万亿元，同比增长23.2%，增速较1~5月提高1.2个百分点。但由于当前内外需不足，企业未来投资意愿不强。人民银行二季度5000户企业家问卷调查显示，下季度企业固定资产投资、设备投资和土建投资预期指数分别为49.2%、48.3%和46.4%，均较上季度下滑。

从消费看，二季度政府出台多项刺激消费政策有利于下半年消费需求增长。石油价格回落也将刺激石油制品消费复苏。预计下半年，实际消费增速将较上半年有明显上升，但由于价格回落，名义消费可能不会有大的回升。

从进出口影响因素看，全球经济增长动力不足，国内外市场需求萎缩，且

贸易保护主义抬头，我国贸易环境趋紧。虽然二季度出口增速出现回升，但下半年继续快速回升的可能性不大。从增长趋势看，二季度季节调整后出口额在长期趋势线上下波动，

说明当前出口处于相对均衡状态；而进口受加工贸易订单减少、国内需求回落的影响，增长疲软，已经连续5个月位于长期趋势线之下。预计下半年出口将延续二季度水平；而进口随着内需企稳，增速将较二季度回升；全年贸易顺差在1500亿美元左右。

（二）物价变动趋势

依据人民银行调查统计司测算的物价景气指数，CPI一致合成指数已经触顶并显著回落，目前通胀压力已明显降低；先行合成指数在出现小幅波动后继续快速下行，表明未来一段时期内物价仍将低位徘徊，初步预计全年CPI上涨2.8%~3%。

当前物价上涨压力减小，通胀预期回落。一是从食品价格看，虽然中长期仍存在上涨因素，但2011年粮食丰收有利于稳定食品价格，且猪肉价格处于低位，预计下半年食品价格将有小幅上涨；从非食品价格看，上游价格涨幅下降明显，将带动非食品价格涨幅回落。二是从物价走势看，受政策滞后效应和上年同期基数效应影响，近几个月物价将会

保持在较低水平；同时，随着政策微调 and 宏观经济热度回升，四季度物价可能有所回升。三是从景气指数看，企业销售价格指数和购进价格指数均较上季度和 2011 年同期下降，价格预期指数也大幅低于上年同期。

（三）货币供应和信贷增长趋势

依据人民银行调查统计司测算的货币供应量景气指数和信贷增长景气指数，M2 一致合成指数于 2012 年 2 月平稳回升，而先行合成指数于 2011 年 5 月反弹，且回升速度呈现先快后慢态势。从历史数据看，先行合成指数领先一致合成指数 6 个月左右，预示在下调存款准备金率和降息等宽松货币政策下，M2 增速短期内会加快回升，其后逐渐变缓，预计全年增长 14%。

人民币贷款的一致合成指数于 2009 年 12 月持续下降，但 2012 年 5 月止跌回稳；先行合成指数于 2012 年 1 月跌至谷底并快速反弹，先行合成指数目前的发展趋势预示短期内信贷增长将较快回升，预计全年新增人民币贷款为 8.5 万亿元。

从景气数据看，人民银行银行家问卷调查显示，银行家判断当前货币政策“适度”的比例近三个季度连续大幅上升，二季度在上季度提高 16.6 个百分点的基础上，提高 8.6 个百分点，达到 67.9%。对下季度，银行家预期货币政策“适度”的比例为 58.3%，比本季度大幅下降 9.5 个百分点。

四、政策建议

（一）应更好地落实积极财政政策

2012 年上半年，全国财政收入增长 12.2%，增速比上年同期低 19 个百分点；财政支出同比增长 21.3%，增速比上年同期低 10.1 个百分点，财政收支盈余为 0.99 万亿元。

当前，我国债务规模与赤字规模不大，积极财政政策仍有较大扩充空间。2011 年我国财政政府决算赤字 8500 亿元，占 GDP 比重为 1.8%，2012 年财政预算赤字 8000 亿元，占 GDP 比重预计为 1.5%。截至 2011 年末，中央国债余额 7.2 万亿元，占 GDP 比例为 15.3%。2011 年 G20 国家总债务占 GDP 的比重平均达 64.8%，而我国总债务占 GDP 比重仅为 25.8%，远低于各国平均水平。

同时，从现实可动用财力看，6 月末，财政在中央银行的结余有 2.39 万亿元，为实施积极财政政策，落实结构性减税的既定方针，提供了充足的财力保障。面对当前财政收入增长的放缓，特别是地方政府基金收入的下降^①，应着力防止地方政府为增加收入，加重企业税负，收过头税。

（二）稳健的货币政策不应走向过度宽松

从量上看，货币政策有宽松的空间。自 2012 年以来，外汇占款下降，基础货币增速随之回落。二季度，外汇占款减

^① 2012 年上半年累计，全国政府性基金收入 15191 亿元，比上年同期下降 20.8%，主要是地方土地出让收入减少较多。

少 610 亿元。6 月末基础货币同比增长 12.1%，比上年末低 11.1 个百分点。在当前中央银行对冲压力减弱的环境下，适当调整存款准备金率并不意味着货币政策的过度宽松。

从价上看，货币政策也有调整的余地。当前我国市场利率水平仍然较高，没有西方零利率国家所面临的货币政策“零利率约束”的困境。同时，随着物价涨幅的快速下降，实际存款利率于 4 月转正，且呈逐渐扩大趋势，6 月，实际存款利率为 1.05%，比上月提高 0.55 个百分点，利率也有下调空间。

但考虑到我国货币存量非常高，M2 与 GDP 的比例在 2010 年达到历史最高值 1.808，2011 年小幅下降至 1.806，这一比例不但高于已经完成货币化进程的发达国家（2011 年日本为 1.723，韩国为 1.416），也高于正处于货币化进程之中的发展中国家（2011 年印度为 0.19，巴西为 0.39），且在过去三年中我国货币集中投放较多，目前市场流动性总体充足，物价长期上涨的压力仍然存在，不宜过

度放松货币控制。

（三）适时调整监管要求，防范银行风险与稳定经济增长并重

在经济下行阶段，一味地追求不良贷款继续“双降”，不利于经济的增长复苏。首先，建议监管部门酌情放宽对不良贷款的容忍度。当前银行业不良贷款余额和不良贷款率均处于历史较低水平。2012 年 5 月末，银行业不良贷款余额 1.06 万亿元，不良贷款率 1.7%，分别比 2008 年末低 0.49 万亿元和 3.19 个百分点。其次，适当放松存贷比 75% 的上限约束，提升金融支持实体经济的能力。

（四）继续贯彻房地产调控政策

继续贯彻房地产调控政策，正确引导房地产市场预期，遏制市场异常波动和过度投机行为。同时尽快制定、出台有利于房地产行业长期健康发展的制度性措施。例如，合理征收物业税，降低地方政府对土地出让金的依赖，增加房地产持有成本，鼓励二手房交易以盘活房屋存量，从而建立长远的、市场化的房地产运行机制。

周期下行和刺激政策较快退出是投资减速的主要原因

中国人民银行调查统计司经济分析处

回顾改革开放以来的三轮固定资产投资周期,我们发现:当前,以城市化和出口导向驱动的投资周期正处于下行阶段。2012年前5个月,名义投资同比增长20.1%,增速分别比上月和上年同期低0.1个和5.7个百分点,延续2011年5月来的下行走势。其主要原因有:(1)周期性因素下行;(2)刺激政策退出,市场需求衔接不力;(3)房地产调控政策持续显效,房地产投资意愿不足;(4)企业库存压力较大,企业投资意愿不足。我们预计,未来受房地产调控政策及周期性下行因素影响,全年投资增速约20%。

一、固定资产投资周期的历史回顾

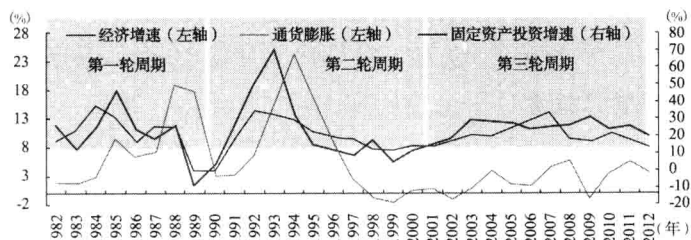
按照制度改革和主导行业变动,我国改革开放以来的固定资产投资增速大体可以分为三个阶段。

第一轮增长阶段(改革开放至1990

年)。此轮投资增长始于改革开放,终于1990年,标志为乡镇企业异军突起。1985年达到峰值,全年固定资产投资(不含农户)1886亿元,同比增长45.9%,比上年提高19.8个百分点。主要特点有:一是从制度层面看,改革开放标志着我国经济开始转轨。二是从需求层面看,由于改革开放,居民收入迅速提高,计划经济时代压抑的购买需求得到释放。为满足人们日常用品需要,轻工业生产迅速扩张,轻工业投资快速增长。三是从政策层面看,为满足固定资产投资快速增长的需求和解决企业的资金短缺问题,中央政府从1986年开始加大财政支出力度,1988年全国财政支出同比增长10.1%,比1987年提高7.5个百分点。四是从资金层面看,货币信贷高速增长,流动性明显过剩。1988年人民币贷款增长21.9%,超过GDP实际增速10.6个百分点,流动性宽松。

随着商品价格的放开和工资改革的

图 固定资产投资周期的历史回顾



数据来源：国家统计局、中国人民银行。

推进，“价格闯关”和经济结构中不合理因素引发高通胀和“抢购风”。针对物价高涨的局面，人民银行1988—1989年实行“紧缩银根”政策，抑制社会总需求膨胀。1989年固定资产投资（不含农户）净下降8.7%，增速比上年回落34.4个百分点。

第二轮增长阶段（1991年至2000年）。此轮投资始于邓小平同志南巡，终于亚洲金融危机，标志为国企改革。1993年达到峰值，全年固定资产投资（不含农户）1.03万亿元，同比增长69.5%，比上年提高19.7个百分点。主要特点有：一是从制度层面看，邓小平同志的南巡讲话回答了1989年政治风波后社会对市场取向改革的责难，1994年我国正式确立市场经济体制目标。二是从需求层面看，国企改革淘汰落后产能，企业的设备更新需求增加。三是从政策层面看，针对1988年经济过热的宏观紧缩措施“一收就死”，为刺激经济增长，宏观调控重点转向放松投资，还采取了刺激消费的宏观经济政策，如储蓄存款保值贴补率和调低利率等刺激消费的措

施，推动需求进一步扩张。四是从资金层面看，1993年6月末，货币供应量M1和M2同比分别增长36.5%和54.1%，货币供应非常宽松。

投资过度增长的直接后果是投资品短缺，价格大幅度上

升。1993年采取了16条以治理通货膨胀、消除经济过热为首要任务的综合治理措施，以整顿金融秩序为突破口。1997年受亚洲金融危机冲击，中国经济开始进入衰退时期，固定资产投资增速降至9.3%，全国累计产品库存约3万亿元人民币，机械和家电行业设备闲置达40%以上。

第三轮增长阶段（2001年至今）。此轮投资始于中国加入世界贸易组织，标志为城市化和出口导向。该轮增长的特点有：一是增长较为平稳，在区间[15%，30%]内波动，不存在“大起大落”；二是从制度层面看，主导行业是出口导向行业和房地产业，以满足外需和城市化建设需要；三是调控政策总体稳健。

从三轮固定资产投资增长阶段看，影响固定资产投资的四个主要因素有制度性改革、需求发现导致的盈利增长、宏观政策调控以及库存变化。

二、当前我国的固定资产投资正处于下行通道

(一) 2012 年前 5 个月固定资产投资增速明显放缓

2012 年 1~5 月, 固定资产投资 (不含农户) 延续了 2010 年以来总体放缓的趋势, 固定资产投资 (不含农户) 完成 10.89 万亿元, 名义同比增长 20.1%, 增速分别比上月和上年同期低 0.1 个和 5.7 个百分点, 延续 2011 年 5 月以来的下行走势。

分结构看, 房地产开发投资、基础设施^①投资以及制造业投资占固定资产投资 (不含农户) 比重达八成以上, 是决定固定资产投资变动的主要因素。

一是房地产开发投资回落趋缓, 土地购置投资初显见底反弹。2012 年 1~5 月累计, 房地产开发累计投资 2.8 万亿元, 同比增长 18.5%, 增速分别比上月和上年同期低 0.2 个和 16.1 个百分点。其中, 建安投资累计 1.59 万亿元, 同比增长 19.4%, 分别比上月和上年同期低 1 个和 20.1 个百分点; 土地购置投资累计 3809 亿元, 同比增长 6.7%, 比上月提高 3 个百分点, 初显反弹。

二是基础设施投资低位反弹。2012 年 1~5 月, 基础设施累计投资 2.1 万亿元, 同比增长 4.6%, 低于上年同期 10.4 个百分点, 高于上月 1.3 个百分点, 呈底部反弹趋势。其中, 电力、燃气及水的生产和供应业累计投资 4941 亿元, 同比增长 19.4%, 分别比上月和上年同期高

0.4 个和 15.1 个百分点, 2012 年以来呈持续上升态势; 水利、环境和公共设施管理业累计投资 7981 亿元, 同比增长 9.3%, 分别比上月高 0.9 个百分点, 低于上年同期 5.4 个百分点, 2012 年以来持续上升; 交通运输、仓储和邮政业累计投资 8049 亿元, 同比下降 6.4%, 比上月少降 1.6 个百分点。

三是制造业投资增长有所减缓。前 5 个月累计投资 3.94 万亿元, 同比增长 24.5%, 与上月 (24.4%) 基本持平, 比上年同期低 6.7 个百分点。其中, 投资占前十的分行业中, 电气设备制造、通信及计算机制造同比分别增长 9.5% 和 10.8%, 分别比上年同期低 43.2 个和 40.3 个百分点; 化学原料及制品、专用设备制造同比分别增长 34.8% 和 51.1%, 分别比上年同期高 11.5 个和 17.9 个百分点。

(二) 周期性因素下行是固定资产投资增速下降的主要因素

从拉动此轮经济周期的驱动力来看, 一是我国外需有所萎缩, 出口市场份额下降。2012 年前 4 个月累计, 我国出口美、欧、日商品占美、欧、日进口商品的比例分别为 17.4%、6.2% 和 20.4%, 分别比上年全年低 0.9 个、0.6 个和 1.1 个百分点, 呈下降趋势, 相应外向型行业投资增速回落。二是劳动力供给增速下行, 储蓄率下降。2011 年末, 我国从业人员 7.64 亿人, 增长 0.4%, 呈逐步回落态势。同期, 我国储蓄率 51.8%, 比上年下降 0.8 个百分点, 要求投资增速适度下降。

^① 基础设施行业包括交通运输、仓储和邮政业, 电力、燃气及水的生产和供应业, 水利、环境和公共设施管理业。

（三）应对危机的刺激政策较快退出，新的投资力量尚未衔接

为了应对危机导致的总需求过快萎缩，政府常常扩大投资，但是这种依赖刺激政策的复苏十分脆弱，往往在市场自生需求和企业及家庭资产负债表没有完全恢复时，由于担心通货膨胀或者财政赤字，刺激政策过快退出，市场的自主投资不能弥补政府投资的缺口，导致固定资产投资下行。

历史数据表明，应对亚洲金融危机的刺激政策较快退出，而新的投资力量尚未衔接，容易导致固定资产投资下行。1999年固定资产投资增速降至5.5%，下滑11.7个百分点。其中，1999年末中央项目投资下降3.7%，增速比上年降低19.7个百分点。人民银行5000户工业企业调查数据同样显示，1999年2月企业资产利润率0.4%，为亚洲金融危机后的次低点（1998年2月为最低点，仅为-0.2%）。

2011年，由于物价快速上行，我国快速撤回部分投资项目，已有的项目部分缓建和停建处理，主要是部分“铁、公、基”项目停建、部分政府平台项目快速回撤。2012年5月中央项目投资下降7.7%，增速比最高点（2009年2月为40.3%）低48个百分点。人民银行5000户工业企业调查数据显示，2012年5月末企业资产利润率和权益利润率分别为4.9%和12.7%，分别比上年同期下降1.8个和4.3个百分点。

（四）房地产调控政策陆续显效，房地产投资回落明显

一段时期以来，房地产市场价格过

快上涨成为影响经济平稳运行的突出矛盾之一。为了抑制房地产市场价格过快上涨，中央调控房地产的目标十分明确，即控房价，保刚需，增加保障房供给，改变当前市场供求结构不匹配的矛盾。调控措施主要是“限购”、“限贷”等政策，取得了明显效果。2012年前5个月，商品房累计销售面积2.89亿平方米，同比下降12.4%，增速比上年同期低21.5个百分点。统计数据表明，商品房销售是房地产开发的领先指标，房屋销售疲软直接制约了房地产开发企业的投资意愿。

（五）企业库存压力较大，企业投资意愿不足

产成品库存水平与经济周期呈非线性关系。在经济繁荣期，企业增大产成品库存，以避免销售缺货。同样，在经济萧条期，企业销售不畅而不得不增加产成品库存。此时企业面临去库存压力，而不会扩大投资。

数据表明，6月末产成品PMI为52.3%，分别比上月和上年同期高0.1个和1.3个百分点，比2005年以来的平均水平高4.9个百分点。从2010年11月以来，持续20个月高于平均水平。

总体上看，此次投资增速下行既有人口红利衰竭而必然导致投资下行的客观规律，也有政府调控房地产市场和地方政府投融资平台等，以及在危机期间刺激政策较快退出，但新领域、新主体的投资仍未主动衔接等因素影响。

三、固定资产投资趋势展望

(一) 房地产调控政策难以明显变化, 房地产投资可能底部回稳

自 2012 年以来, 关于房地产限购松绑、金融政策调整等市场预期不断, 但政策反应表明, 政府当前对于房地产市场调控的态度依然十分严谨, 近期虽然无政策继续从紧的可能, 但也无明显放松的倾向。

按照 2000 年以来此轮投资周期, 房地产投资增速最低值 19.8% (2002 年) 推测, 我们预计, 在房地产调控政策没有明显放松的情况下, 全年房地产投资增速进一步回落至 15% 左右。

(二) 投资下行周期影响, 制造业投资趋势向下

近期, 欧债危机升级, 希腊问题、西班牙问题轮番发酵, 外需不确定性严重影响企业的投资积极性。加上美国“再制造业化”战略实施, 从供求双方约束我国制造业发展。订单数据表明, 5 月我国新订单 PMI 为 49.8%, 分别比上月和上年同期低 4.7 个和 2.3 个百分点, 已经落入不景气区间 (50%); 新出口订单

PMI 为 50.4%, 分别比上月和上年同期低 1.8 个和 0.7 个百分点。

按照制造业投资增速下行趋势, 在库存消化没有启动的大背景下, 全年制造业投资增速缓慢、平稳回落, 预计增速在 25% 左右。

(三) 基础设施行业投资将预调微调, 但更多地体现为投资结构的调整

基础设施行业投资将预调微调。原因在于: 一是地方投融资平台的风险并未超预期, 部分商业银行控制投融资平台的相关贷款力度将有所弱化。二是大部分地方政府换届选举已经结束, 新一届政府有进行基础设施投资的冲动。总体来看, 尽管“4 万亿元”刺激计划的后遗症还需要一段时间解决, 但基础设施投资在 2011 年低增长的基础上, 2012 年增速有所回升。我们预计, 基础设施投资增速将回升至 10%。

综合上述因素, 伴随当前经济增长总体放缓, 2012 年固定资产投资增速也将有所回落, 初步预测 2012 年固定资产投资 (不含农户) 同比增长约 20%。

执笔: 朱微亮