

2010 年二季度中国宏观经济形势分析

(中国人民银行调查统计司 2010 年 7 月 27 日)

二季度，GDP 同比增长 10.3%，CPI 同比上涨 2.9%，人民币贷款新增 2.03 万亿元，国民经济运行朝着宏观调控预期的方向发展，基本面进一步回升向好。我们对中国经济的发展趋势仍持谨慎乐观看法。今后一段时期，仍将保持宏观经济政策的稳定性与连续性，提高宏观调控的灵活性与针对性，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的关系。

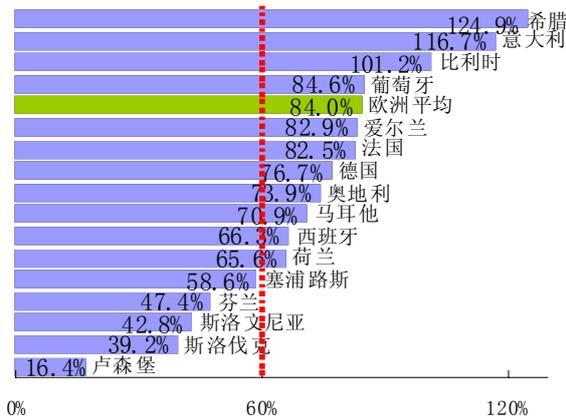
一、欧洲主权债务危机使中国经济增长的外部环境趋于复杂

今年以来，希腊主权债务危机愈演愈烈，葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙等国公共债务风险持续加大，引发全球对欧洲主权债务危机的担忧。根据欧盟统计局数据计算，2009 年欧洲各国负债率平均为 84.0%，财政赤字占 GDP 比值平均为 6.3%，均远超马斯特里赫特条约^①的规定，其中希腊债务是其 GDP 的 1.25 倍、赤字占 GDP 的比值为 13.6%（参见图 1 和图 2）。

欧债危机对全球经济的影响主要表现为：一是直接影响了欧元区经济复苏步伐，使欧洲经济增长乏力，一季度欧元区 GDP 同比增长 0.5%，IMF 预计今年欧元区 GDP 增速为 1.0%，低于发达经济体总体 2.6% 的增长水平。二是造成全球股市、汇市和债市的剧烈波动，国际初级产品价格指数下滑。道琼斯欧洲 50 价格指数在 6 月末比年初下

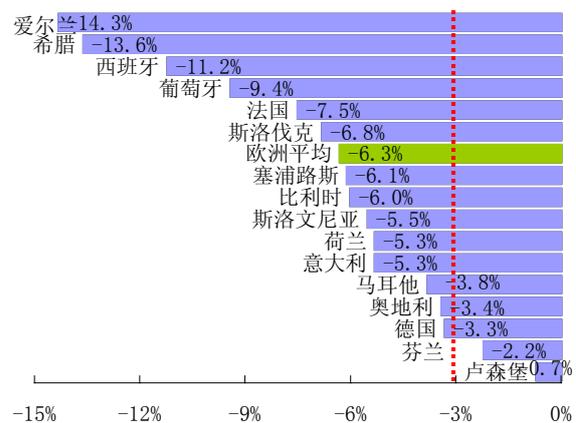
^① 根据《马斯特里赫特条约》，欧洲经济货币同盟成员预算赤字不能超过国内生产总值的 3%，负债率应低于国内生产总值的 60%。

图 1 2009 年欧洲各国债务与 GDP 比值



数据来源：欧盟统计局，红线为马斯特里赫特条约标准

图 2 2009 年欧洲各国公开赤字与 GDP 比值



数据来源：欧盟统计局，红线为马斯特里赫特条约标准

跌 8.73%，截至 7 月 9 日伦敦金融时报 100 指数比年初下跌 5.17%，6 月末欧元兑美元汇率比年初贬值 15.11%，CRB 现货价格指数 5 月份环比下降 4.8%，6 月份环比略上涨 0.3%。三是冲击市场信心，给全球经济复苏带来了一些不确定性。对主权风险的担忧扩散至欧洲的银行部门，融资压力再次出现并通过银行间市场传播。欧央行预测今年和明年欧元区银行将面临 1950 亿欧元的资产减记。

目前来看，欧洲债务危机还没有出现在全球范围内扩散到实体经济的迹象，欧洲融资条件收紧的负面影响也被欧元贬值的作用所抵消。主要国际金融机构对欧洲主权债务危机救助计划及全球经济复苏仍持乐观态度。IMF 在 7 月初将今年全球 GDP 增速调高至 4.6%，比 4 月份的预测增加了 0.4 个百分点，其中对发达经济体的增速调高 0.3 个百分点至 2.6%，对新兴市场增速调高 0.5 个百分点至 6.8%。

欧盟是我国第一大贸易伙伴，2009 年对欧盟出口比重达 19.7%。截至 6 月末，欧元兑人民币汇率中间价比年初贬值了 18.04%。因此短期看，欧债危机使我国需求下降，订单减少，成本压力加大。但综合衡量，考虑到我国出口弹性较小，我国对外依存度自去年以来已有明显下降，即便是今后一段时期对欧盟出口下降，也可能被其他经济体需求的复苏所弥补，欧债危机对我国经济总体产生较大冲击的可能性不大。

二、经济增速有所放缓，经济运行基本面依然良好

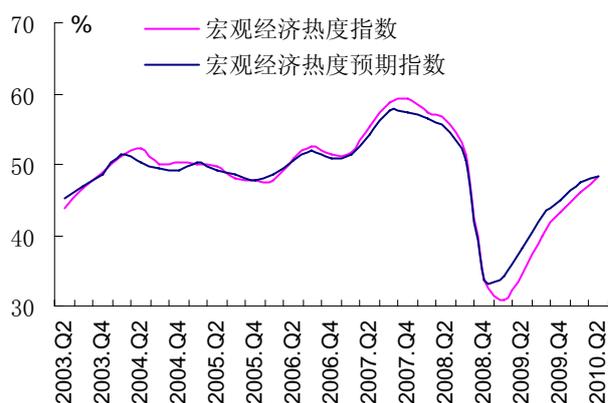
据国家统计局初步核算，二季度 GDP 当季同比增长 10.3%，增速比上季下降 1.6 个百分点，比去年同期高 2.2 个百分点；上半年累计增长 11.1%，增速比去年全年高 2 个百分点，比 2009 年同期高 3.7 个百分点。从季节调整后的环比分析来看，GDP 增速也有所放缓。

图 3 GDP 增速放缓



数据来源：国家统计局，中国人民银行

图 4 5000 户企业宏观经济热度指数涨幅趋缓



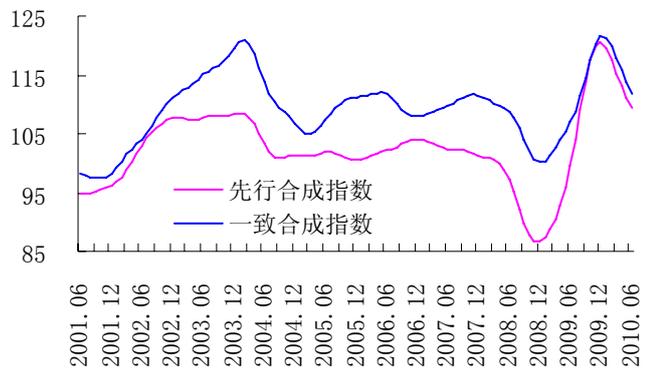
数据来源：中国人民银行

人民银行企业家问卷调查显示，二季度企业家信心指数结束了自去年二季度以来连续攀升的势头，出现高位小幅回落，较上季下降 0.5 个百分点，达到 83.4%。宏观经济热度指数持续回升至 48.4%，但增幅较上季回落 0.3 个百分点，其中小企业宏观经济热度指数出现下滑。宏观经济热度预期指数自 2008 年底以来首次低于宏观经济热度指数 0.1 个百分点，宏观经济出现降温迹象。

虽然当前经济增长表现出一些放缓迹象，但目前中国经济的基本面仍然良好。未来经济放缓趋稳的可能性较大，但出现二次探底的可能性不大。主要依据是：（1）制造业景气指数（PMI）虽然有所回落，但仍在 50% 以上运行；（2）城镇新开工项目计划总投资仍处于历史相对较高水平；（3）社会消费品零售总额保持较快增长，居民消费稳定增长态势不变；（4）全球经济总体保持复苏态势，我国外部环境好于去年，6 月份出口规模创历史新高；（5）从人民银行调查统计司测算的经济景气指数看，目前经济一致合成指数和先行合成指数呈下行态势，但从指数水平看，仍然处于历史高位。

当前经济增长放缓是前期过快上涨的回调，有基数的原因；同时，也是抑制房价过快上涨、约束地方债务膨胀、管理通胀预期的宏观政策调控的结果，有利于国民经济结构的调整和经济可持续增长。

图 5 经济增长合成指数

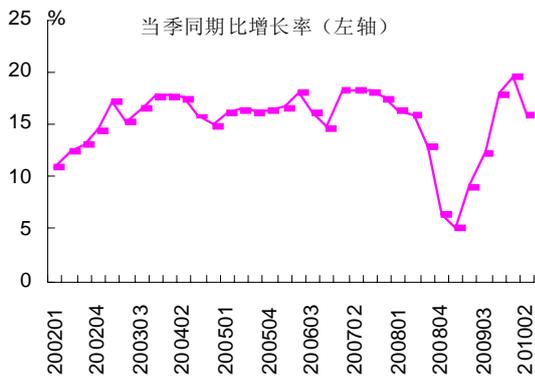


数据来源：中国人民银行

三、工业生产增长放缓，产出缺口缩小

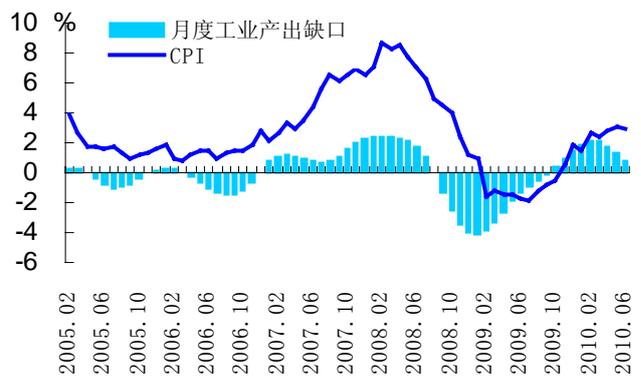
二季度，规模以上工业增加值同比增长 15.9%，增幅比上年同期高 6.8 个百分点，较上季低 3.7 个百分点。上半年累计，规模以上工业增加值同比增长 17.6%，增幅较上年同期高 10.6 个百分点。从季环比走势看，剔除季节因素后，工业增加值季环比增速回落，略低于上季水平。

图 6 工业增加值(不变价)增长趋势



数据来源：国家统计局，中国人民银行

图 7 工业产出缺口趋势



数据来源：国家统计局，中国人民银行

一些重要生产指标也显示出当前工业生产增长放缓：(1) 产出缺口缩小。同工业的潜在产出相比，6 月份，人民银行调查统计司测算的工业增加值产出缺口^②为 0.82%，这是工业增加值产出缺口 7 个月以来首次回落到 1% 以下。(2) 轻重工业增速差继续缩小。6 月份，轻

^② 工业增加值产出缺口为 (实际产出-潜在产出)/潜在产出。此数据为人民银行调查统计司内部测算。

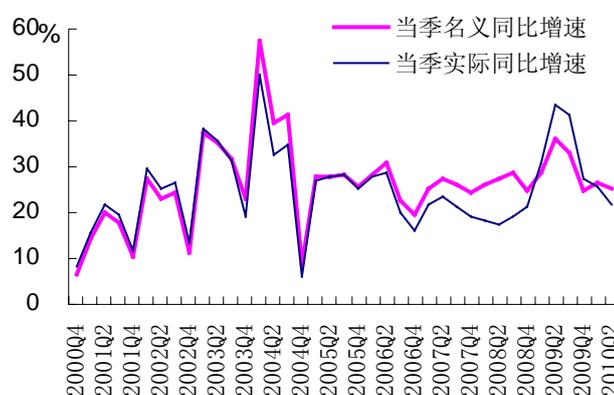
工业增加值增长 12%，重工业增长 14.5%，重工业生产增长仍快于轻工业，但轻重工业增加值增速差已回落到 3 个百分点以下，这是 10 个月以来的首次。（3）反映工业生产活跃程度的发电量增长趋缓。6 月份发电量同比增长 11.4%，季节调整后发电量月环比增速为-1.83%，增幅较上月低 2.17 个百分点。1-6 月，发电量增长 19.3%。

当前，工业增加值同比增长率已连续下滑 3 个月，其主要原因：一是国内外需求下滑，PMI 分类指数中，反映国内外需求的新订单指数和新出口订单指数已连续两个月下滑；二是节能减排政策的实施，部分企业为达到减排指标而减产，部分“两高”产品产量增长下滑。二季度，水泥、钢材、氧化铝、十种有色金属和粗钢产量同比增幅分别较上季下降 2.5-8.4 个百分点。

四、内需平稳增长，外需持续恢复

投资增速回落，中央项目作用减弱，民间投资增速持续提升。二季度，城镇固定资产投资名义同比增长 25.2%，增速比上季低 1.3 个百分点；实际同比增长 21.5%，增速比上季低 4.0 个百分点。上半年累计，城镇固定资产投资名义同比增长 25.5%，实际增长 23.2%，增速分别比上年同期低 8.1 和 15.2 个百分点。上半年累计，中央项目、地方项目投资同比增速均比上年同期减缓，两者增速差收窄 8.2 个百分点，显示今年中央项目在投资增长中的作用减弱。从结构上看，民间投资（非国有及国有控股投资）增速持续提升，累计增速连续 4 个月超过国有及国有控股投资增速。上半年累计，民间投资增长 28.6%，国有及国有控股投资增长 21.5%。

图 8 城镇固定资产投资名义与实际当季增速

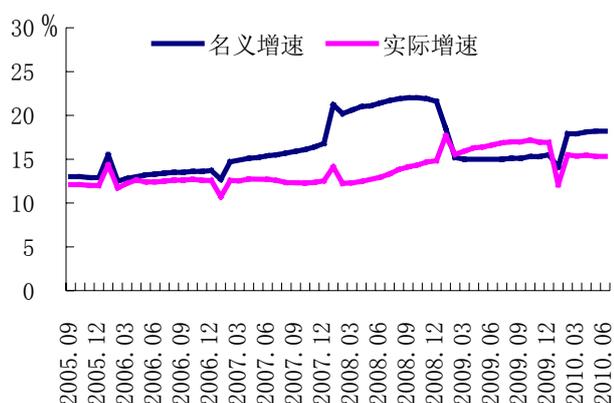


数据来源：国家统计局

消费平稳增长，城镇消费增长快于乡村。二季度，社会消费品零

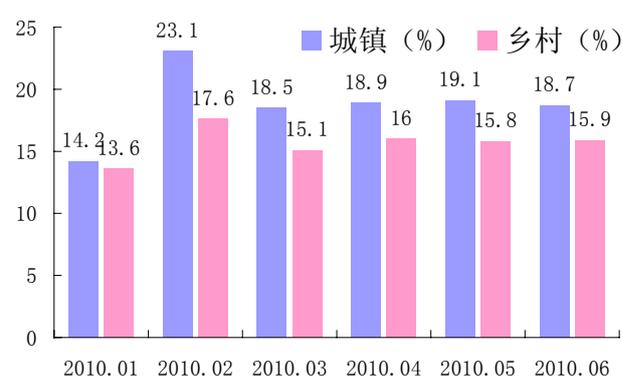
售总额同比增长 18.5%，比上季提高 0.6 个百分点，比上年同期提高 3.5 个百分点^③；扣除价格因素后，社会消费品零售总额实际同比增速为 15.2%，比上年同期降低 2.2 个百分点。上半年累计，社会消费品零售总额名义同比增长 18.2%，比上年同期提高 3.2 个百分点；扣除价格因素后，实际增长 15.3%，比上年同期低 1.3 个百分点。从季环比分析来看，剔除季节性因素后的社会消费品零售总额增速比上季有所下降。按经营地域划分，上半年累计，城镇消费名义同比增长 18.6%，实际同比增长 15.9%；乡村消费名义同比增长 15.6%，实际同比增长 12.2%^④。

图 9 社会消费品零售总额当月增速



数据来源：国家统计局，中国人民银行

图 10 城乡社会消费品零售总额月度名义同比增速



数据来源：国家统计局

出口保持强劲增长，进口增速放缓，顺差大幅回升。二季度，出口同比增长 40.9%，增速比上季提升 12.2 个百分点；进口同比增长 43.7%，增速比上季回落 21.0 个百分点；顺差 411.6 亿美元，比上季增加 269.1 亿美元。特别是 6 月份出口 1374.0 亿美元，创历史新高。季节调整后，6 月份进出口规模均比上月减小，且进口由处于长期趋势线上回落到趋势线下。上半年累计，出口 7050.9 亿美元，同比增

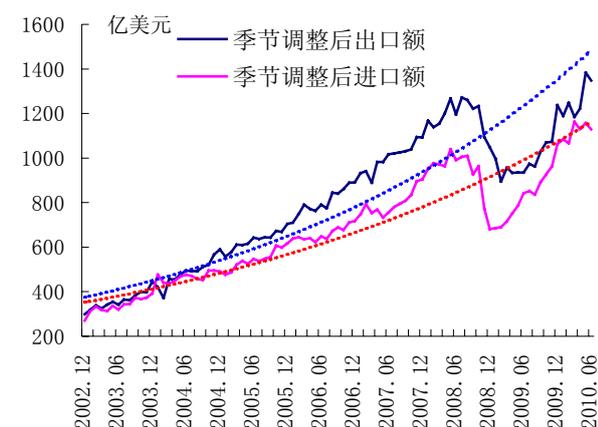
③ 国家统计局根据第二次经济普查结果，对 2009 年社会消费品零售总额月度数据进行了调整，但未披露调整后的数据。据我们测算，统计局将 2009 年 1 月至 6 月社会消费品零售总额绝对额分别上调了 391 亿元、778 亿元、277 亿元、370 亿元、465 亿元和 481 亿元，2009 年其余月份的数据也会进行调整。

④ 根据统计局 2009 年 10 月开始进行的城乡划分清查工作和贸易统计改革方案，社会消费品零售总额从 2010 年 1 月开始采用新的分组，即按经营地分为城镇（含城区和镇区）和乡村，原按地区划分为市、县及县以下的分组方法不再继续使用。由于两种划分方法之间没有严格对应关系，2010 年城乡消费总量、结构数据无法与历史数据进行比较。

长 35.2%，增速比上年同期提高 57 个百分点；进口 6497.9 亿美元，同比增长 52.7%，增速比上年同期提高 78 个百分点；贸易顺差 553.0 亿美元，比上年同期减少 409.1 亿美元。

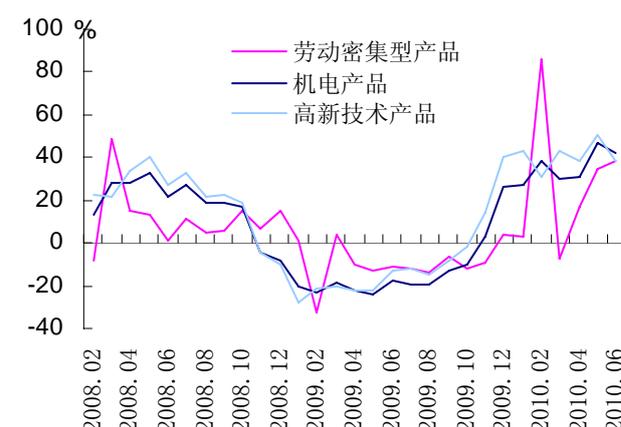
产品结构改善推动了外贸持续复苏。上半年，机电、高新技术产品出口同比分别增长 35.9%和 40.9%，快于同期出口增速（35.2%）。

图 11 进出口持续回升



数据来源：中国人民银行

图 12 主要出口商品同比增速



数据来源：中国人民银行

二季度当季，劳动密集型产品^⑤出口也逐渐恢复，同比增长 29.9%，增速比上季提高 14.4 个百分点；资源类商品进口数量高位回落，铁矿砂、原铜和初级形状的塑料进口数量连续 3 个月下滑。美日欧仍是我国主要出口目的地，但份额呈下降趋势，我国对外贸易多元化格局日益强化。

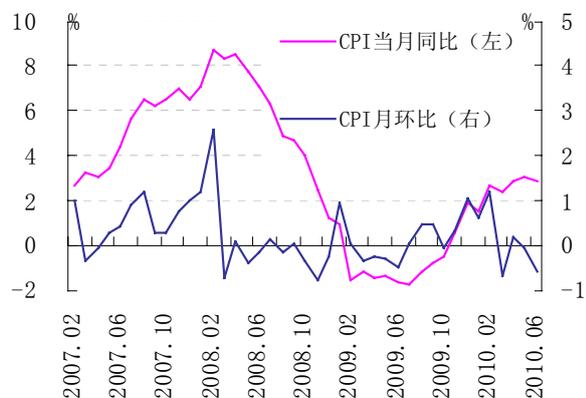
五、物价上行压力有所减缓，未来价格翘尾因素减小

二季度，CPI 同比上涨 2.9%，比上季高 0.7 个百分点。上半年累计，CPI 同比上涨 2.6%，比上年同期高 3.7 个百分点，总体呈上涨趋势。但 6 月份 CPI 同比上涨 2.9%，比上月低 0.2 个百分点；环比下降 0.6%，物价上行压力减缓。上游 PPI、CGPI（企业商品价格）涨幅也有回落，有利于下游物价的稳定，物价上涨压力略趋缓解。6 月份，PPI 同比上涨 6.4%，比上月降低 0.7 个百分点，涨幅在连续 5 个月上升后回落；人民银行监测的 CGPI 同比上涨 6.6%，比上月降低 0.5 个

⑤ 劳动密集型产品出口增速按照纺织、服装、鞋类、箱包和家具 5 类产品出口合计值计算。

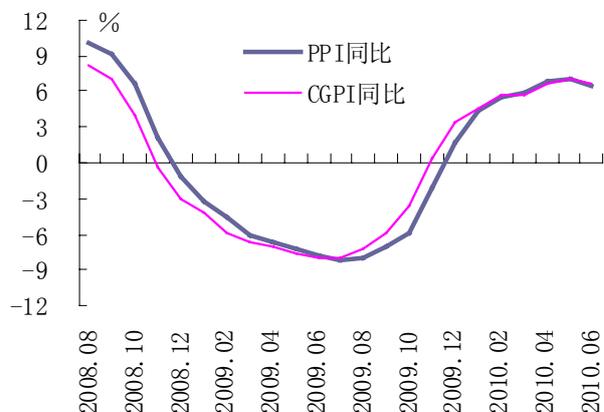
百分点，涨幅在连续 6 个月上升后回落。

图 13 CPI 同比及环比变动



数据来源：国家统计局

图 14 PPI、CGPI 同比变动

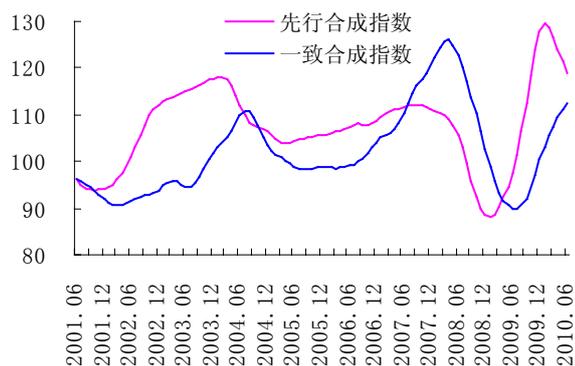


数据来源：国家统计局，中国人民银行

对物价上涨的可能性仍要保持警惕。一是食品价格的涨幅可能回升；二是前期货币信贷高增长的时滞效应还未完全显现；三是劳动力价格的提高也会推高物价水平；四是通胀预期仍较高。人民银行监测的 5000 户工业企业产品销售价格景气指数从上季的 53.2% 上升至第二季度的 54.2%，已经连续六个季度上升；人民银行储户问卷调查显示，2010 年二季度未来物价预期指数达 70.3%，比上季上升 4.7 个百分点。

依据人民银行调查统计司测算的物价景气指数，CPI 一致合成指数继续上扬，与先行合成指数在 2009 年上半年的触底回升形成呼应。目前，CPI 先行合成指数已经触顶后出现了小幅下降趋势，但指数水平仍然居于高位，未来仍存在上涨可能。

图 15 通货膨胀合成指数



数据来源：中国人民银行

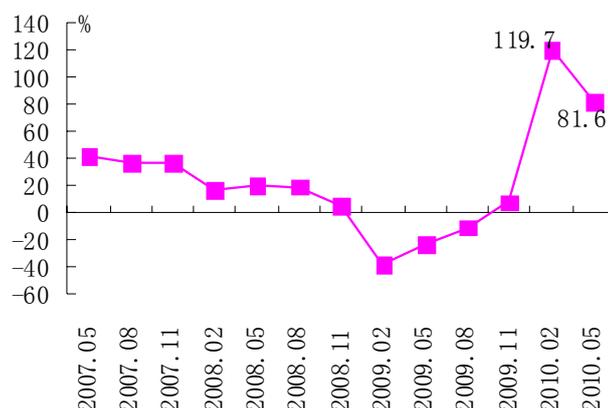
总体来看，据初步测算，2010 年翘尾因素将拉动 CPI 上升 1.2 个百分点，其中，6、7 月份，CPI 翘尾因素均为 2.1%，达到全年最

高水平。下半年，CPI 翘尾因素逐月减小，新涨价因素会扮演更重要的角色。

六、经济主体收入增速趋缓，收支盈余小幅下降

企业盈利保持高位增长。1-5 月，全国规模以上工业企业实现利润同比增长 81.6%，虽由于基数原因低于前两个月 119.69% 的增长水平，但仍处于历史相对高位。

图 16 企业利润同比增速

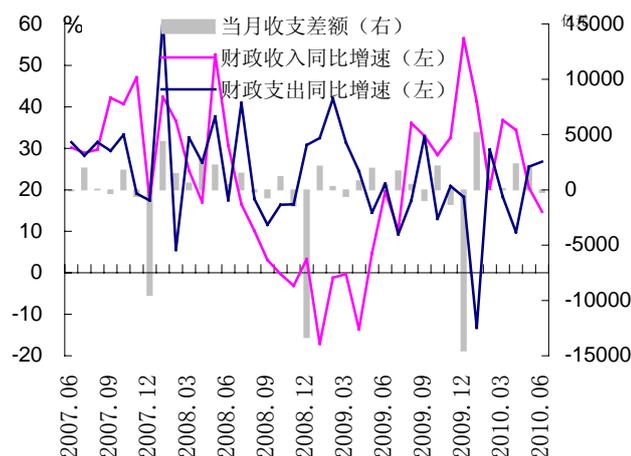


数据来源：国家统计局，中国人民银行

城镇居民收入增长有所下降，农村居民收入增加加快。上半年，城镇居民人均可支配收入 9757.1 元，实际同比增速为 7.5%，比上年同期低 3.7 个百分点，比上年末低 2.3 个百分点；农村居民现金收入为 3077.9 元，实际同比增速为 9.5%，比上年同期高 1.4 个百分点。

上半年，全国实现财政收入 43349.8 亿元，同比增长 27.6%，增速比上年同期提高 30 个百分点；全国财政支出 33811.4 亿元，同比增长 17%，增速比上年同期下降 9.3 个百分点；全国财政收大于支 9538.4 亿元，比去年同期增加 4464.9 亿元。

图 17 财政收支同比增速和当月收支差额



数据来源：财政部，中国人民银行

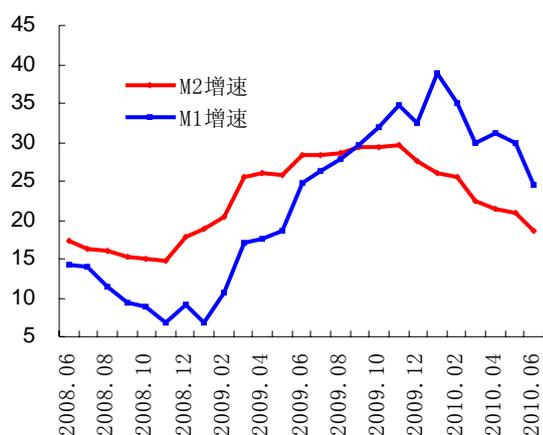
七、货币信贷增幅继续稳定回落，信贷结构进一步改善

截止 6 月末，M1 同比增长 24.6%，增幅比上年末回落 7.8 个百分

点,比历史最高值(2010.01)回落14.4个百分点;M2同比增长18.5%,增幅比上年末回落9.2个百分点,比历史最高值(2009.11)回落11.2个百分点。M2增速已连续7个月回落,M1基本回落至上年同期水平(24.8%)。M1回落幅度加大主要是由上年同期企业活期存款增加较多使基数较高所致。

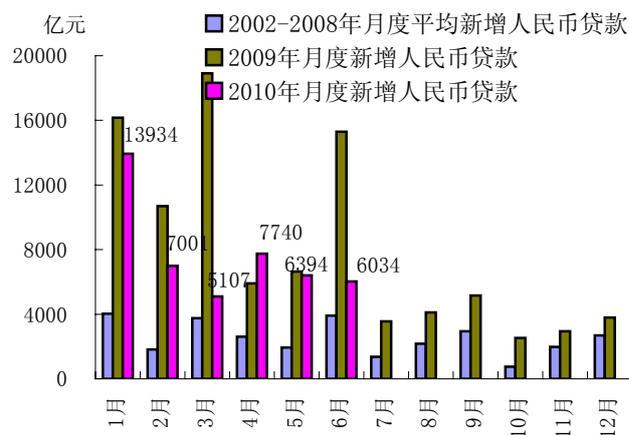
月度信贷投放逐渐回落。上半年人民币各项贷款累计新增4.63万亿元,比上年同期少增加2.74万亿元。其中,人民币贷款一季度新增2.6万亿元,二季度新增2.03万亿元。6月末,人民币各项贷款同比增长18.2%,比上月下降3.3个百分点,已连续8个月回落,低于2006年以来20%的平均水平。如果2010年人民币贷款余额增速保持6月份18.2%的水平,2010年全年新增人民币贷款将不超过7.5万亿元。

图18 各层次货币供应量同比增速(%)



数据来源:中国人民银行

图19 人民币各项贷款月增额



数据来源:中国人民银行

信贷结构进一步改善。一是对中小企业贷款增速高于大型企业贷款,中小企业贷款难问题一定程度上有所缓解。上半年,中小企业新增贷款占全部新增贷款40.6%,比上年同期和上年末分别高4.6和5.0个百分点。二是中、西部地区贷款余额同比增速高于东部地区,经济落后地区与发达地区间信贷资源不平衡的状况继续改善。6月末东、中、西部各项贷款余额同比分别增长18.7%、20.5%和24.0%,中、西部贷款增速分别比东部高1.8和5.3个百分点。三是房地产贷款增速回落,购房贷款增速连续二个月下滑,房地产调控措施初见成效。

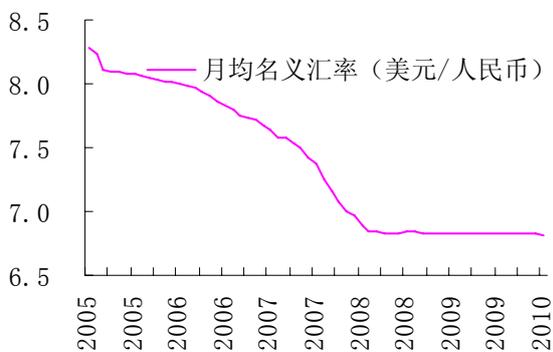
总体看，未来信贷总体需求将呈逐步趋缓态势。

八、汇率形成机制进一步完善，汇率弹性增强

在全球经济逐步复苏，我国经济运行较为平稳的环境下，人民银行于2010年6月19日宣布，进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，对人民币汇率浮动进行动态的管理和调节。此次在2005年7月21日汇改基础上进一步推进人民币汇率形成机制改革，不对人民币汇率进行一次性重估调整，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。

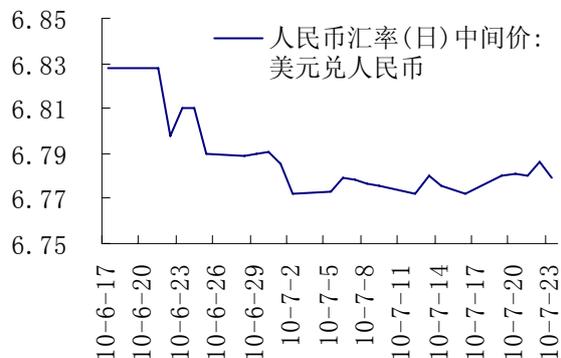
从6月21日以来的人民币汇率中间价变动情况看，双边波动明显增强。截止7月23日，25个交易日人民币兑美元已经累计升值0.72%。同时，市场对人民币升值预期明显降低。7月23日1年期NDF贴水760点，比6月18日的贴水收窄545点。

图 20 美元兑人民币汇率月度变动



数据来源：Wind

图 21 美元兑人民币汇率（中间价）日变动



数据来源：Wind

实行有管理的浮动汇率制度是促进结构调整和资源配置优化的根本要求，是加强和改善宏观调控的需要，与我国经济发展的阶段、市场体制完善进程、金融监管水平提高和企业承受能力相适应。进一步推进人民币汇率形成机制改革，是继续完善有管理的浮动汇率制度的重大举措，更有利于保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡和金融市场的稳定。（完）