





魏 刚

宏观分析师

从业资格证： F0264451

 0516-83831185

 wg968@sohu.com

 www.neweraqh.com.cn

中央财经大学经济学博士，研究方向为国际资本流动。新纪元期货公司研究所所长，目前主要从事宏观经济金融期货研究。

2012 年一季度宏观经济分析报告

内容提要：

2012 年，中国经济处于复苏期的调整阶段，经济增长明显放缓。GDP 呈现 V 型走势，在二季度见到年内低点。

出口方面，一季度中国外贸形势低迷，二季度出口增速下滑的情况有望改善，但仍存不确定性。投资方面，一季度投资增速下滑，二季度料将维持低迷状态，大幅回升概率较小。我们预计一季度经济增速将呈回调态势，同比增速可能在 8.7%，低于预期。二季度经济增长仍然乏力，但趋稳迹象渐趋明显。预计经济增速在一季度末，最迟二季度见底的概率较大。

2012 年将实施适度宽松的货币政策，货币供应比上年有所放松，但幅度不会太大。一季度货币供应相当低迷，预计 2 季度将有 1—2 次下调存款准备金率的机会，但利率下调的可能性仍不确定。预计 2 季度信贷规模将逐渐增大，市场流动性将逐渐改善。

目前美国经济已经步入温和复苏，经济形势好于预期。但是，美国失业率仍然高企，房市也处于低迷状态，复苏进程仍显脆弱，不可过于乐观。欧元区经济增长乏力，并面临轻度衰退的可能，目前欧债危机出现缓和与解决的积极信号，LTRO 的推出很可能成为欧债危机的重要转折点。

根据目前形势演变，我们倾向于认为：一季度末的欧债危机高风险时间节点有可能被化解了。

第一部分 中国宏观经济

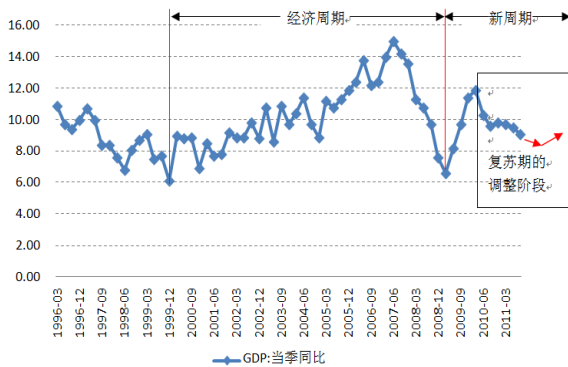
一、经济增长

我们在《新纪元期货 2012 年度宏观经济报告》中指出，自 2010 年 1 季度到目前，乃至整个 2012 年，中国经济处于自 2009 年 1 季度开始的新一轮经济周期中的复苏期的调整阶段，2012 年经济增长将明显减速，并将实现软着陆。2012 年第一季度将延续 2011 年经济下滑的趋势，GDP 增速继续回落，第二季度见到年内 GDP 增速的最低点，第三季度起触底回升。（图 1）全年经济运行呈现先回落，再弹升的“V”型走势。

2012 年 3 月 5 日温家宝总理在政府工作报告中将今年国内生产总值增长的预期目标下调为 7.5%，证实了我们对于经济增速下滑的判断。截止 1 季度末的宏观经济数据也基本验证了我们在年报中的上述观点。对于 2012 全年的经济形势，我们仍然坚持年报中的观点。

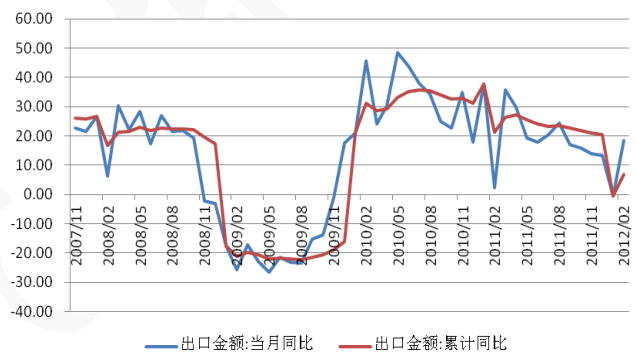
在总需求中，投资和净出口波动较大。下面我们着重分析投资和净出口的情况，以期把握未来短期经济增长前景。

图 1. 经济增长处于复苏期的调整阶段



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2. 2012 年 1 季度中国出口形势低迷



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

（一）一季度中国外贸形势低迷，二季度出口增速下滑的情况有望改善，但仍存不确定性。

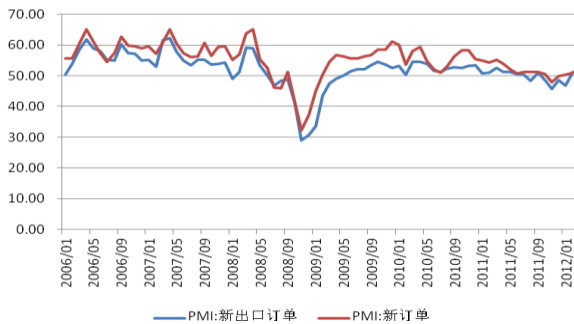
2012 年全球经济增长乏力，位居我国贸易出口国前列的欧洲、美国和日本和新兴市场国家经济发展均面临巨大挑战，这将导致外部需求严重下滑。年报中我们预测，2012 年我国出口增速将继续下滑至 12%—14%，净出口对 GDP 贡献为负。就一季度的数据而言，1—2 月我国出口金额累计同比增速仅为 6.9%，远低于历史同期数值（而去年同期水平为 21.3%），并且累计出现贸易逆差 42.4 亿美元（图 2）。显然，一季度中国对外贸易形势相当低迷，主要原因在于世界经济增长乏力。其中，欧盟外需萎缩的影响最大：2 月份中国对欧盟出口同比下降 1.1%，其中对德国同比下降 3.7%，对意大利同比下降 31.1%，对法国零增长，显示欧洲经济低迷对我国出口冲击愈加强烈。而 2 月我国对美国、东盟、韩国、日本、俄罗斯和巴西出口增速相对稳定。

为了对 2 季度我国外贸情况进行展望，我们首先来看先行指标——中国制造业采购经理指数（PMI）。2 月份的新出口订单指数为 51.1%，比上月大幅回升 4.2 个百分点，是在连续 4 个月低于 50% 之后重返临界点以上，表明外部需求开始恢复（图 3）。然后我们分析主要贸易伙伴的经济景气情况。目前，美国经济形势相对较好，进入了稳定复苏阶段，密歇根大学消费者信心指数 1、2 月份持续回升，显示消费需求已经企稳回升；欧债危机出现了缓和的迹象，但欧元区依旧消费低迷、失业率高企。可喜的是欧盟 27 国经济景气指数在一季度没有进一步恶化，出现了企稳迹象。欧元区消费者信心指数在低位徘徊，显示消费需求基本触底，但相当低迷。日本的消费者信心指数 1、2 月份出现了企稳并开始反弹的迹象（图 4）。

综合分析，我们认为 2 季度中国出口增速下滑的情况有望改善，较大概率出现企稳并低位震荡的形势，

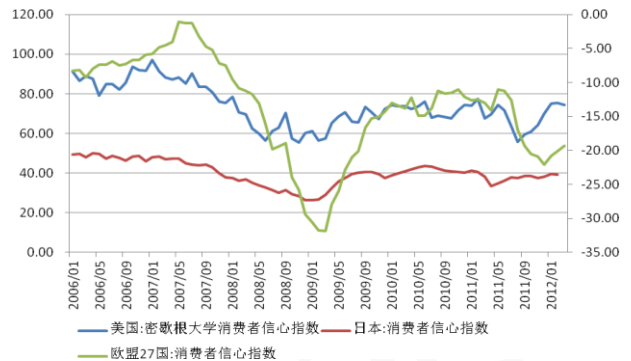
但受限于外部需求的影响，仍存在不确定性。

图 3. 出口订单指数企稳回升显示外部需求将有所恢复



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 4. 美日欧消费者信心有企稳迹象



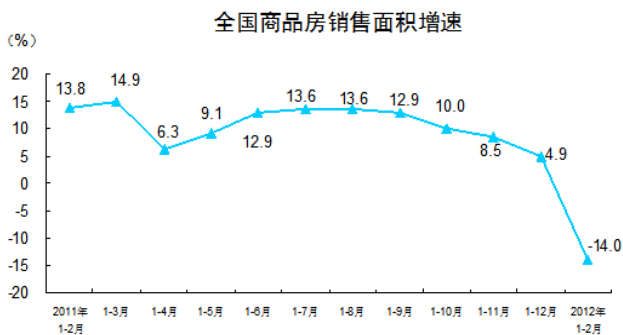
资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

(二) 一季度投资增速下滑，二季度料将维持低迷状态，大幅回升概率较小。

2012 年 1-2 月份国内房地产开发投资完成额累计同比增长 27.8%，较去年全年增速回落 0.1 个百分点。其中，住宅投资增速回落 7 个百分点。2012 年 1-2 月份房屋新开工面积同比增长 5.1%，增速回落 11.1 个百分点；商品房销售面积同比下降 14.0% (图 5)。从上述数据可以看出，商品房销售面积大幅下降以及房价的下跌导致了一季度房地产投资增速的回落 (图 6)，2 月份，全国房地产开发景气指数为 97.89，比 2011 年 12 月份回落 1 个点。显然，1 季度房地产投资持续低迷、增速下滑。由于 2012 年政府工作报告中明确指出，坚持房地产调控不动摇。而且温总理在不同场合多次强调了坚持房地产调控的决心以及要求房价回归到合理价格，再加上一季度房屋销售和土地购置面积都呈负增长，我们预计 2 季度房地产投资仍将处于低迷状态，增速将继续放缓。

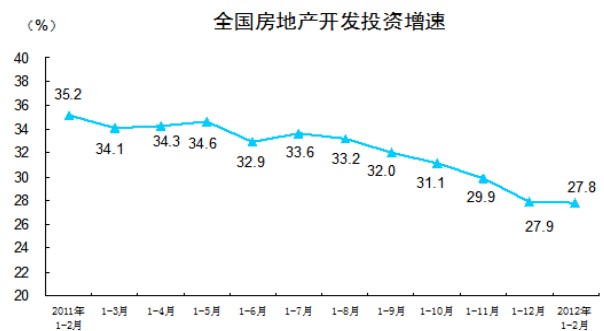
2. 2012 年 1-2 月份国内固定资产投资完成额累计同比增长 21.5%，较去年同期值 24.9% 下降了 3.4 个百分点，较去年全年回落 2.3 个百分点。其主要原因在于：1-2 月份基础设施投资同比出现下降，制造业投资增速大幅回落，以及房地产投资的低迷。预计 2 季度固定资产投资仍将维持低迷状态，大幅回升概率较小。

图 5. 商品房销售面积大幅下降



资料来源：新纪元期货研究所 国家统计局

图 6. 销售下降、房价下跌导致房地产投资增速回落



资料来源：新纪元期货研究所 国家统计局

(三) 经济增速一季度将低于预期，二季度仍然乏力，但将见底。

2012 年 2 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.0%，比上月上升 0.5 个百分点，连续三个月位于 50% 的临界点以上。从历年 PMI 数据来看，2 月份数据比上月平均下降 0.37 个百分点，而今年 2 月份数据比

上月上升 0.5 个百分点，显示出经济回稳的态势。从分项指数来看，我们最关注的新订单指数和新出口订单指数均出现回升，显示出制造业向好趋势。新订单指数为 51.0%，比上月回升 0.6 个百分点，连续 2 个月位于临界点以上，显示制造业市场需求温和回升。我们认为官方 PMI 连续三个月回升，且超出历史平均值，显示出中国经济探底企稳趋势愈加明显。

根据上述对于出口、投资的分析，结合先行指标的走势，我们预计一季度经济增速仍将呈回调态势，同比增速可能在 8.7%，低于预期。二季度经济增长仍然乏力，但趋稳迹象渐趋明显。预计经济增速在一季度末，最迟二季度见底的概率较大，全年 GDP 增速将呈现 V 形走势。

二、货币条件与货币政策

1. 2012 年货币供应比上年略有宽松，但幅度不会太大。

央行 15 日发布的《2011 年第四季度货币执行报告》指出，2012 年广义货币供应量 M2 的增长目标为 14% 左右，比 2011 年年末 M2 实际增长值 13.6% 略有提升。2011 年 13.6% 的 M2 增速对应的 2011 年新增贷款为 7.47 万亿元，经过测算 2012 年 14% 的 M2 增速目标对应的全年新增信贷在 8 万亿元左右。因此，2012 年货币供应比 2011 年略有宽松，但幅度不会太大。2012 年的货币政策可能呈现“紧平衡”格局，政策放松有限。

2. 一季度货币市场资金流动性相对宽松

2012 年春节之后，由于一年期央票一直停止发行，并且 2 月份下调一次存款准备金率，银行间市场的流动性有所改善，利率出现回落。2 月份同业拆借利率较上月有较大幅度下降，同业拆借加权平均利率为 3.38%，较 1 月份下降 99 个基点；2 月份回购利率较上月也有较大幅度回落，债券质押式回购加权平均利率为 3.58%，较 1 月份下降 110 个基点（图 7）。结合目前较高的超储率，可以判断银行间市场的流动性相对宽松。但

3. 1-2 月份新增贷款远低于目标值

2 月份人民币新增贷款 7107 亿元，比 1 月份数据 7381 亿元还要低，可以说远远低于市场预期。根据央行制定的货币供应目标，可以测算全年新增信贷在 8 万亿元左右。按照以往“3：3：2：2”的信贷投放节奏来判断，今年一季度的信贷投放量在 2.4 万亿元左右，平均每月 8000 亿元左右。而 1-2 月份数据已经低于这一目标值。

4. 一季度货币供应相当低迷

1 月末广义货币（M1）、狭义货币（M2）同比增速分别创出惊人的 3.1% 与 12.4% 的低值，为 2008 年 10 月份以来的新低。随着春节效应的消失，2 月末 M2 余额同比增长 13.0%，比上月数据提高 0.6 个百分点；M1 余额同比增长 4.3%，比上月数据上升 1.1 个百分点（图 8）。货币供应情况有所改善，但仍处于历史底部区域。

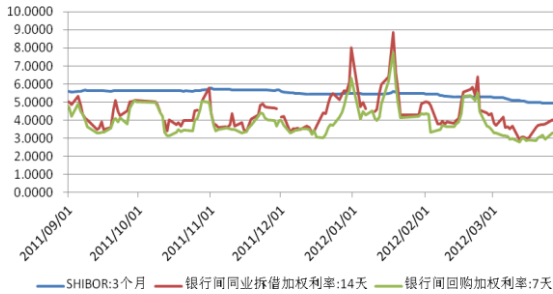
5. 1-2 月份新增贷款远低于目标值，直接导致了货币供应增速的下滑与低迷。这种情况发生在银行间市场的流动性相对宽松的背景下，表明实体经济对信贷资金的需求不旺。主要原因在于经济增长呈下行趋势，导致企业对信贷资金的需求趋弱。同时，银行业监管要求以及存贷比的严格限制也是造成这种情况的原因之一。

6. 货币政策展望

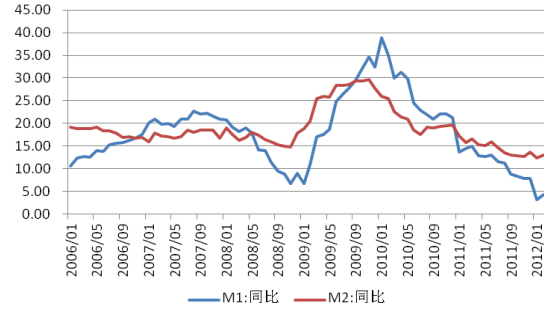
2012 年将实施适度宽松的货币政策，货币供应比上年有所放松，但幅度不会太大。随着经济增长动能的弱化，经济下行风险逐渐加大，同时通胀逐渐回落，不再成为宏观调控的主要矛盾，因此，2 季度开始，货币政策进行预调微调、实行逆周期操作的概率正逐渐加大，以期通过调节货币供应，熨平经济波动。预计 2 季度将有 1—2 次下调存款准备金率的机会，但利率下调的可能性仍不确定。如果央行调整利率的话，有可能采取单方向下调贷款利率的方式。由于 1 季度新增贷款大大低于预期，低于全年信贷目标，预计 2 季度信贷规模将逐渐增大，市场流动性将逐渐改善。

图 7. 一季度货币市场资金流动性相对宽松

图 8. 2 月份货币供应有所回稳，但仍处低位



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

第二部分 国际宏观经济分析

一、美国经济步入温和复苏，经济形势好于预期

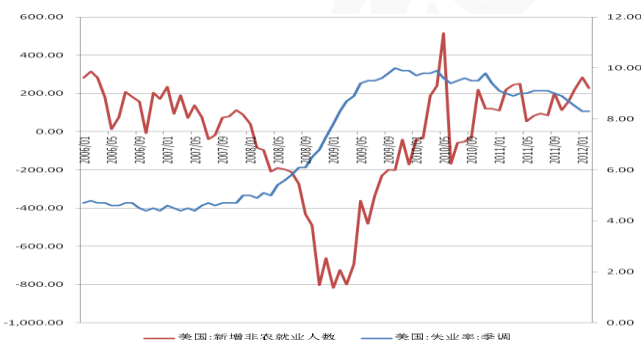
1. 美国 1 月非农就业人口大增 24.3 万，失业率降至近三年最低 8.3%

就业市场的持续低迷一直是困扰美国执政党的难题。2011 年以来，美国的失业率持续在 9% 以上的高位运行，但自 6 月份始出现了就业市场改善的迹象。2012 年 1 月美国季调后非农就业人口增加 24.3 万人，创 2011 年 4 月以来最大增幅，2 月季调后非农就业人口较上月增加 22.7 万人，超过此前预期(预期增加 21.0 万人)。美国 1-2 月失业率为 8.3%，创近三年(2009 年 2 月以来)最低水平。一季度数据显示美国就业市场出现较大改善，失业率已呈现趋势性下降，将十分利好于 2012 年美国经济增长形势(图 9)。

2. 就业改善导致消费者信心指数不断攀高

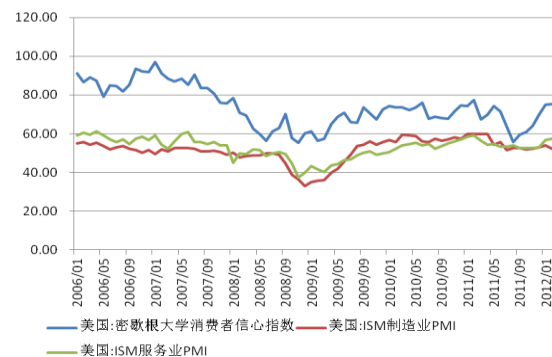
就业状况的改善带来消费数据的提升。美国一季度消费者信心指数出现连续回升的良好势头，1, 2, 3 月密歇根大学消费者信心指数分别为 75.0, 75.3, 74.3，较去年下半年有大幅提升，创 2011 年 5 月以来新高。从领先指标来看，1-2 月制造业 PMI 与服务业 PMI 都在 50 以上不断攀升，预示 2012 年经济复苏前景较好(图 10)。

图 9. 美国就业市场逐渐改善



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 10. 美国经济复苏势头良好



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

3. 美国经济步入温和复苏，经济形势好于预期

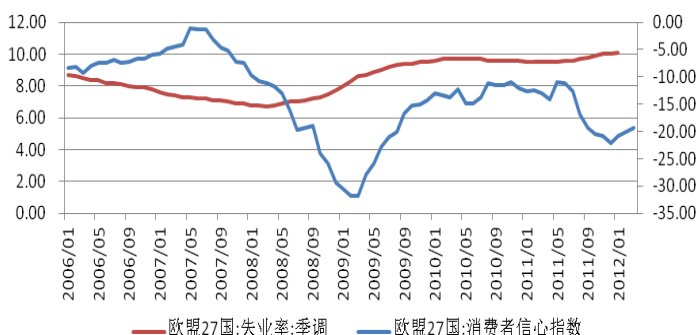
失业率高企和消费低迷一直是困扰美国经济复苏的重要问题。目前，这两个问题都出现了好转的迹象，如能延续此势头，将为美国经济复苏带来内生生活力。目前美国经济已经步入温和复苏，经济形势好于预期。但是，无论如何，美国失业率仍然高企，房市也处于低迷状态，复苏进程仍显脆弱，不可过于乐观。

二、欧元区面临温和衰退，欧债危机出现缓和与解决的积极信号

1. 欧元区经济增长乏力，并面临轻度衰退的可能

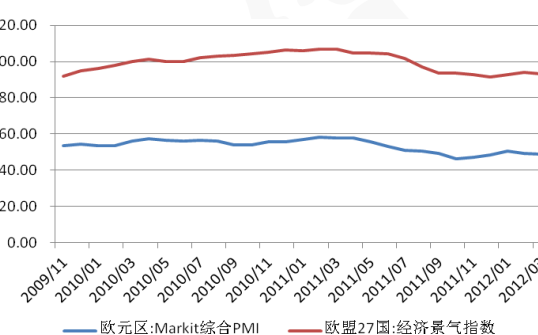
随着主权债务风险的不断扩散以及财政紧缩力度的加强，欧元区国家的经济增长普遍面临压力。欧盟失业率去年底以来一直维持 10% 的高位。失业率高企造成消费低迷，消费者信心指数一季度一直保持低位徘徊（图 11）。从先行指标看，欧元区 3 月份 Markit 综合 PMI 指数为 48.7，较上月数据下降 0.6 个百分点，连续第六个月低于 50 的荣枯分水岭，显示经济活动持续萎缩。欧盟 27 国 3 月份经济景气指数也跌至 93.2%，继续回落 1.2 个百分点，并远低于临界值。这些先行指标都反映出欧洲经济增长乏力。我们预计 2012 年欧元区一季度陷入温和衰退，在今年下半年至 2013 年逐渐走出衰退。

图 11. 欧盟失业率高企，消费者信心指数维持低迷



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 12. 欧盟经济不景气，先行指标持续低于临界值



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

2. 欧债危机出现缓和信号

截止第一季度末，欧债危机出现了不断缓和与逐步得到解决的积极信号。

首先，欧盟将在 2012 年 7 月引进被称为欧洲稳定机制（ESM）的永久性救援基金。其初期贷款能力将为 5000 亿欧元，将取代目前的暂时性救助基金——欧洲金融稳定基金（EFSF）。而 3 月 30 日举行的欧盟财长会议很可能推出 ESM 与 EFSF 合并之计划，将 ESM 的规模提高到 7000 亿欧元，该规模将一直持续至 2013 年中期。从而构筑有效的防火墙，防范希腊或其他外围国家国债违约情况的发生。

其次，欧盟 27 个国家有 25 个国家就新的财政协议达成共识，新欧洲财政协议将在 2013 年 1 月 1 日正式生效。整体来看欧盟财政协议的达成对于解决欧债问题无疑是利好的，它约束各国政府的财政支出，避免债务问题进一步恶化，是欧元区财政统一的第一步。

欧债危机趋于缓和应主要归功于欧洲央行的两次长期再融资操作（LTRO）。2011 年 12 月 21 日，欧洲央行首次通过长期再融资操作（LTRO），向银行业提供 4890 亿欧元，2012 年 2 月再次提供近 5300 亿欧元贷款。LTRO 让银行有足够的资金购买更多国债，对于危机的缓解起到了积极作用，之后欧债危机逐渐显露缓和迹象。根据目前的发展情况，LTRO 的推出很可能成为欧债危机的重要转折点。

3. 欧债危机的风险点问题

在新纪元期货《2012 年度宏观经济报告》中，笔者提到：“从整体上看，2012 年 3 月份是欧元区主权债务到期高峰时点，2012 年 1 季度末是欧债危机非常重要的时间节点，爆发危机的可能性很大。”但是，根据目前形势演变，我们倾向于认为：一季度末的高风险时间节点有可能被化解了。

三、期货品种运行轨迹

根据上述宏观分析，我们认为，2012 年 2 季度全球及中国的经济形势不会继续恶化，但大幅好转的可能性也不大，更大可能是维持低位震荡。对于商品期货和股指期货，2 季度都将处于休整期，对一季度的上涨进行修复，为二，第三季度的继续上扬行情打基础。2 季度可能走出前半段下跌整理，后半段触底回升的行情。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供了一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83731107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。