



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 下半年宏观经济分析报告

内容提要:

上半年国内经济增长情况相当低迷，拉动经济增长的三驾马车均出现增长乏力的态势，目前为止仍未出现止跌迹象。工业生产情况不容乐观，官方 PMI 与汇丰 PMI 出现较大程度背离，6 月汇丰 PMI 创三年新低，反映中小企业经营状况全面恶化。预计 2 季度 GDP 同比增速将进一步回落，或低于 8%。

基于经济增长形势的超预期恶化，管理层已经推出多项保增长措施，预计将自三季度起对经济增长产生实际拉动作用。我们认为：第二季度 GDP 增速将见到年内最低点，第三季度起触底回升。全年呈现 V 型走势。

上半年 CPI 涨幅总体趋向回落。我们认为：6、7 月份 CPI 将继续回落，CPI 拐点有较大概率出现在 7 月份。之后 CPI 将逐渐回升，而自 11 月份开始，CPI 存在大幅反弹的可能。

央行下半年将不断加大放松货币政策的力度。下半年存款准备金率仍有 2—3 次的下调空间，并存在降息可能。其中，7 月份存在调降存款准备金率的要求。同时央行仍将主要依赖公开市场操作，增加市场流动性。

在中国已经推出、欧洲即将推出、美国最后推出宽松货币政策的背景下，三季度的金融市场走势将倾向于多头方向。由于季节性因素，四季度则可能趋向小幅回落，或者维持震荡走势。

6 月份是 2012 年期货市场非常重要的时间节点。既是风险集中释放的阶段，同时危机中又孕育着机会，有较大概率演绎成重要拐点。从宏观策略的角度，6 月底之前是欧债危机风险集中释放的阶段，投资者宜以规避风险为主。之后，无论商品期货还是股指期货市场，要逐渐向多头思维转变，注重把握逢低建立战略多单的机会。商品期货中，结合供求基本面因素及季节性特征，我们认为豆类油脂的机会更大。而股指在三季度也存在较大机会。

第一部分 中国宏观经济

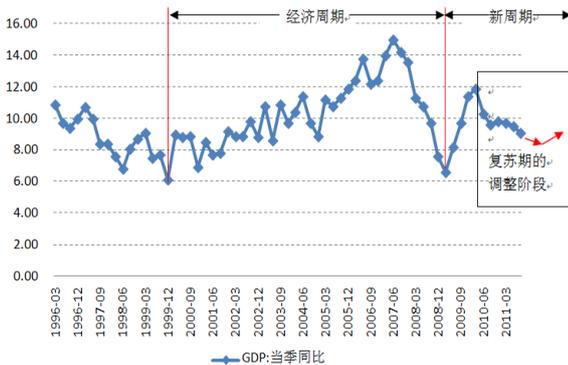
宏观经济主要从经济增长和货币条件两个方面影响期货市场。其一，经济快速增长将带动需求的上升，从而拉动大宗商品价格上涨。其二，宽松的货币政策及过多的流动性将推升大宗商品抗通胀的需求。

一、经济增长

我们在 2012 年度报告中的观点是：2012 年中国经济处于复苏期的调整阶段，经济增速先抑后扬（图 1）。一季度将延续下滑的趋势，第二季度见到年内 GDP 增速的最低点，第三季度起触底回升，呈现先回落再弹升的 V 型走势。

从一季度经济数据看，经济增长情况相当低迷，一季度 GDP 同比增速仅为 8.1%，较上年四季度 8.9% 的数据大幅回落（图 2）。更为严重的是，一季度 GDP 环比增长 1.8%，折算年率仅为 7.4%（图 3）。如果按照此速度发展，将无法完成温家宝总理在 2012 年政府工作报告中提出的 7.5% 的 GDP 增长目标。

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

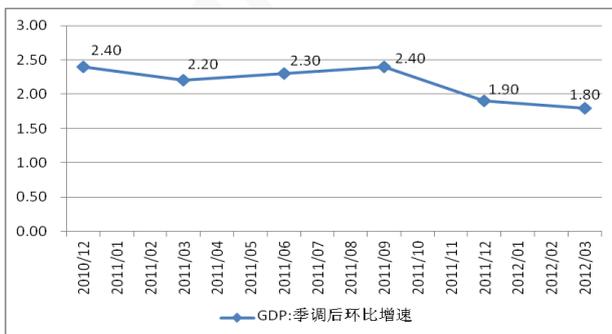
图 2. 一季度 GDP 同比增速大幅下滑



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

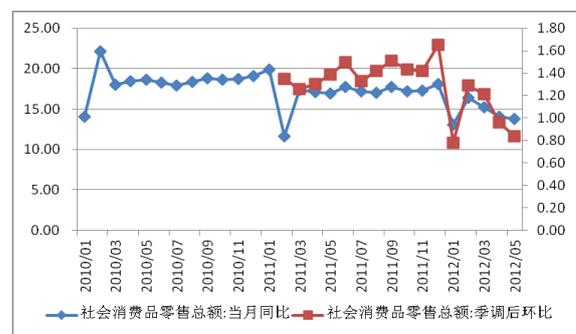
2012 年上半年，国内消费未能承担起带动经济增长的重任。前五个月消费形势低迷，月度同比增速不断下滑。特别是 4、5 月份下降幅度更大，5 月份消费总额同比增速跌至 13.8% 的历史低位（图 4）。投资方面，前 5 个月国内固定资产投资增速持续下滑，5 月份数据仍未止住下滑势头，固定资产投资累计同比增速仅为 20.1%，降至三年来最低位。表明投资对经济增长的拉动能力趋弱，且未有好转迹象，预示 2 季度经济增长前景黯淡（图 5）。2012 年上半年，对外贸易形势依旧低迷。出口增速在历史低位徘徊，最近 2 个月有了初步企稳迹象（图 6）。通过上述分析，我们发现拉动经济增长的三驾马车均出现增长乏力的态势，目前为止仍未出现止跌迹象。

图 3. 一季度 GDP 环比增速继续下滑



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

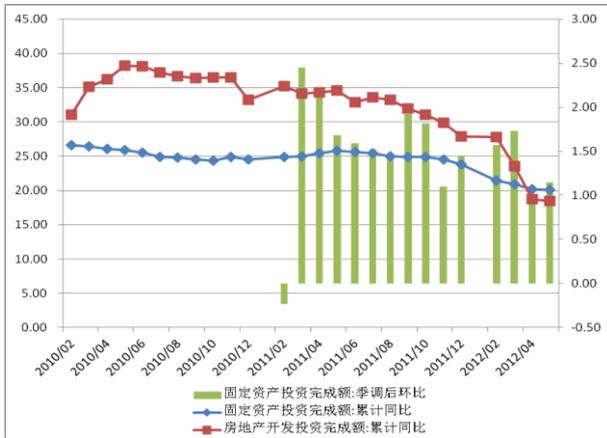
图 4. 上半年消费增速不断下滑



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

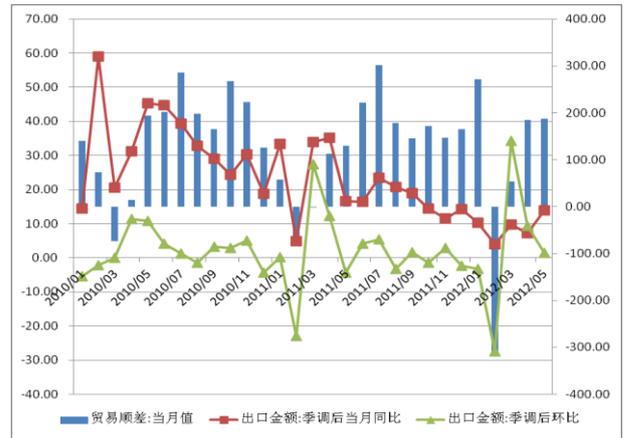
从经济运行实际情况来看，上半年工业增加值增速大幅下滑，已由上年末的 12.8% 回落至 9.6%。5 月份比 4 月有所回升，但仍在 10% 以下的低位（图 7）。工业生产情况不容乐观，预示 2 季度经济增速可能继续下行。

图 5. 上半年固定资产投资增速持续下滑



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 6. 上半年出口增速在底部徘徊，有初步企稳迹象



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

从先行指标看，上半年官方 PMI 与汇丰 PMI 出现较大程度背离，揭示出中小企业与央企等大型企业的经营形式迥异。6 月份汇丰 PMI 创三年来新低，仅为 48.1，反映出中小企业经营状况全面恶化（图 8）！预计 6 月官方 PMI 数据仍将在低位徘徊，预示经济景气程度较弱。

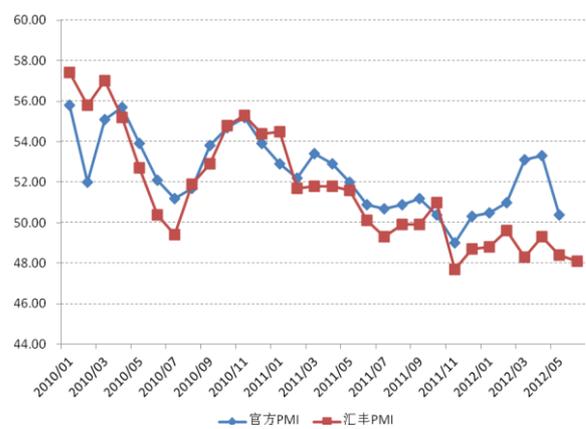
综合上述分析，预计二季度 GDP 同比增速将进一步回落，或低于 8%。这就进一步加剧了管理层对于经济增长形势的担忧。

图 7. 工业增增速大幅下滑预示 2 季度 GDP 增长不乐观



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 8. 6 月汇丰 PMI 创新低反映中小企业经营状况恶化



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

基于经济增长形势的超预期恶化，管理层已经推出多项保增长措施，预计将自三季度起对经济增长产生实际拉动作用。同时根据 GDP 的波动规律，我们认为：第二季度 GDP 增速将见到年内最低点，第三季度起触底回升。全年呈现 V 型走势。

经济增长波动对期货市场的启示意义： 三季度 GDP 将触底反弹，即三季度开始需求将逐渐回升，从宏观面支持大宗商品价格的弹升；从微观面改善企业盈利情况，对股指也将产生支撑作用。

二、通胀情况

我们在 2012 年度报告中的观点是：2012 年 CPI 走势为上半年平稳回落，三季度见到低点，之后小幅回升。中国 CPI 走势呈现明显的周期性波动特征，我们将之称为 CPI 周期。从周期波动上推断，2012 年 CPI 低点出现在 7—9 月份的概率较大（图 9）。

从前两个季度经济数据看，CPI 涨幅总体趋向回落，由去年 12 月的 4.1% 下降至今年 5 月份的 3%。而且具有先行意义的 PPI 回落幅度更大，由去年 12 月的 1.7% 下降至今年 5 月份的 -1.4% (图 10)。

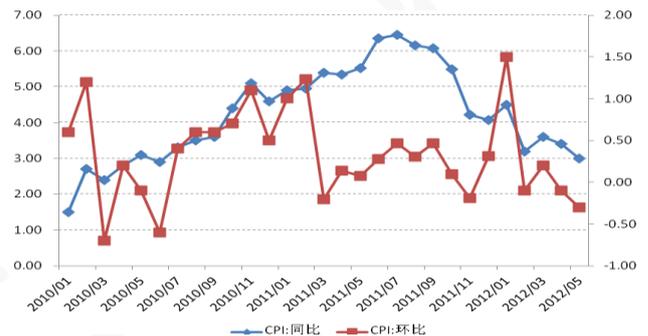
根据 CPI 周期波动规律，结合经济数据的最新变化，我们认为：6、7 月份 CPI 将继续回落，CPI 拐点有较大概率出现在 7 月份。6 月份 CPI 可能跌破 3%，7 月见到年内低点，逼近 2%。之后 CPI 将逐渐回升，而自 11 月份开始，CPI 存在大幅反弹的可能。控通胀或将再次戏剧性地成为发改委的重要工作。通胀的回稳为货币政策的宽松留出了政策空间。

图 9. 2012 年 7 月形成 CPI 低点概率大



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 10. 上半年 CPI 涨幅总体趋向回落



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

CPI 周期对期货市场的启示意义：上半年 CPI 的持续回落为货币政策的逐渐宽松留出了政策空间。根据历史数据分析，CPI 与大宗商品价格存在相当高的正相关性（图 11），CPI 拐点与大宗商品价格的拐点基本同步，或者大宗商品价格略提前一个月。CPI 在今年 7 月份形成拐点的判断启示我们：6 月末、7 月初是重要时间窗口，很可能迎来大宗商品重要价格拐点，形成阶段性低点概率很大。

三、货币条件

在 2012 年度报告中我们认为：“稳增长”是宏观调控重点，货币政策将以“稳健”之名行“宽松”之实；但货币政策大幅放松的条件不成熟，2012 年将采取渐进的方式放松货币政策。从定量的角度分析，根据央行货币政策执行报告，2012 年广义货币供应量 M2 的增长目标为 14% 左右，仅比 2011 年年末 M2 实际增长值 13.6% 略有提升。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，仅比 2011 年 7.47 万亿元略有提升。因此，2012 年的货币政策比 2011 年略有宽松，但幅度不会太大。

从 2012 年上半年的实际情况看，货币政策及货币供给基本按照此预期在发展。M1、M2 增速分别在 3%-4%、12.4%-13.4% 的底部震荡，并没有出现明显回升。1-5 月新增贷款为 3.93 万亿元，同比增长 10.93%，呈现平稳增长态势。

今年以来两次下调存款准备金率基本都是针对外汇占款减少情况的对冲性调整，对于基础货币投放的增加并没有太多实际意义。而 5 月的降息则更多体现了在稳增长成为重点任务后，货币政策取向发生重大转变，央行主动加强金融对实体经济保增长的支持力度。

对于下半年的货币政策及货币条件，我们认为，在国务院常务会议强调了稳增长的态度后，各个部委都

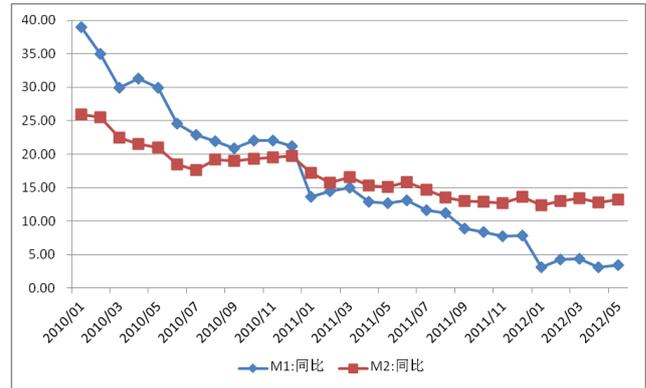
要推出落实措施，央行下一步将不断加大放松货币政策的力度。下半年存款准备金率仍有 2—3 次的下调空间，并存在降息可能。其中，7 月份存在调降存款准备金率的要求。同时央行仍将主要依赖公开市场操作，增加市场流动性。

图 11. CPI 与大宗商品价格存在相当高的正相关性



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 12. 上半年 M1、M2 增速并未出现明显回升



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

货币条件对期货市场的启示意义：货币政策的真正转变，利率的下调、流动性的改善将提升企业贷款需求，微观层面上企业经营环境也将得到改善。因此，货币因素将对商品期货和股指都构成向上的推动力。

四、宏观经济政策分析

每年中央的经济政策取向无非就是在“保增长”和“控通胀”两者之间进行权衡与抉择。2012 年初，政府的政策基调是强调“预调微调”，两个目标都要兼顾，适度宽松，力度有限。但是在目前通胀压力逐渐减轻，经济下行风险加大的背景下，决策层已经坚定地站在了保增长的一边。5 月 20 日温家宝在湖北考察，提出把稳增长放在更加重要的位置，这已经预示宏观政策将发生重大转变。5 月 23 日国务院常务会议上明确提出，“把稳增长放在更加重要的位置”，要根据形势变化加大预调微调力度。从而表明宏观政策取向出现了正式转向。

我们认为，此次会议具有重大转折意义，新一轮依靠投资拉动的刺激经济计划将影响后期的金融市场走向。稳增长的必要手段之一，就是扩内需。而对于内需则强调消费和投资并重，且更注重投资的拉动作用。促进消费的政策措施包括：扩大节能产品惠民工程实施范围，支持太阳能等新能源产品进入公共设施和家庭，加快普及光纤入户。促进投资的政策措施主要是“铁工机”，即以铁路、西部基础设施为代表的一系列投资项目。

中国宏观政策对期货市场的启示意义：中国出台新一轮刺激经济增长政策，属于重大转折性事件。中国的宽松政策已经确定，新一轮放水已经开始。中国再次走上了依靠投资拉动经济增长的老路，未来政策及市场演化路径，可参考 2008 年情况（刺激计划——资产泡沫——物价上涨——泡沫破灭——经济低迷），但力度无法与之相提并论。这将从需求和防通胀两个方面为三季度开始的大宗商品价格和股指的上扬打下基础。

第二部分 全球金融格局的演变

5、6 月份法国、希腊的大选是影响全球金融市场走向的重大转折性事件。到 6 月底之前，都是欧债危机风险集中释放的时期。欧债危机在今年上半年本就是高风险时期，集中到期债务就非常集中。但去年底今年初两次 LTRO 操作，稳定了欧债局势，但仍属于危机的暂时缓解，欧债危机的根本问题并未得到有效解决。

由于实施了近两年的紧缩政策并没有使欧债问题得到解决，欧元区经济反而在进一步恶化，欧元区外围国家老百姓也日渐难以忍受紧缩措施对生活的影响，因此，紧缩政策在欧元区受到的抵制越来越多。根据时局演变，我们判断，欧洲必将由财政紧缩转向保增长、扩货币的方向。保增长、弃紧缩的思路正受到越来越多的民众支持，也必将成为欧元区的主流思想。

而美联储一直在等待推出 QE3 的时机。美国最近的通胀数据不断下滑，经济复苏出现减速，其实是为 QE3 的推出提供了良好的环境。在欧债问题导致全球经济大幅动荡之时，就是美国推出 QE3 的良好时机。我们判断，下半年美国推出 QE3 的概率较大。

结论：

2012 年下半年全球经济运行的不稳定性、不确定性仍然较大。在中国已经推出、欧洲即将推出、美国最后推出宽松货币政策的背景下，第三季度的金融市场走势将倾向于多头方向。由于季节性因素，四季度则可能趋向小幅回落，或者维持震荡走势。

6 月底之前是欧债危机风险集中释放的阶段，投资者宜以规避风险为主。之后，无论商品期货还是股指期货市场，要逐渐向多头思维转变，注重把握逢低建立战略多单的战机。商品期货中，结合商品供求基本面因素及季节性特征，我们认为豆类油脂的机会更大。而股指在三季度也存在较大机会。