



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 年度宏观经济分析报告

### 内容提要:

中国新一轮经济周期增长率的中枢将由上一周期 10% 过渡至 9%。2012 年，中国经济处于复苏期的调整阶段，外需疲软、房地产低迷、投资增速下滑将导致经济增长明显放缓，平均增速达 8.7%。GDP 呈现 V 型走势，在二季度见到年内低点。

2012 年，中国 CPI 增速将回落至 3.7%。其走势为上半年平稳回落，三季度见到低点，之后小幅回升。

“稳增长”成为中国 2012 年宏观调控的重点任务，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并不成熟，2012 年将采取渐进的方式放松货币政策。央行将更多地使用公开市场操作和存款准备金率的工具，较少使用利率工具。

2012 年，美国经济形势将好于预期，经济增速将达到 2.0% 左右。我们判断，2012 年美联储推出 QE3 的概率较小，美元指数将脱离底部走强。欧洲经济将受困于欧债危机的蔓延与恶化，经济增长乏力，并存在轻度衰退的可能。

2012 年，全球经济运行的不稳定性、不确定性增大。世界经济的主要风险表现为经济增长乏力并存在衰退的可能性，欧债危机的扩散与恶化等。就时间节点而言，2012 年第一季度是风险期，国际金融市场出现动荡的概率较大。

## 第一部分 中国宏观经济

### 一、经济增长

对于市场分析人士而言，进行经济增长分析的首要目的是了解当前及未来一段时间国民经济运行处于什么周期，以及周期中的哪个阶段。

#### (一) 新周期增长率中枢下移

自上世纪 90 年代中国建立市场经济体制以来，经济增长呈现明显的周期性波动特征。上一轮经济周期（1999 年 4 季度——2009 年 1 季度）持续十年，是中国经济的高速增长期，其增长率的中枢位于 10%。自 2009 年 1 季度开始，中国经济进入了新一轮经济增长周期。如果对新周期进行细分，自 2010 年 1 季度至今，乃至 2012 年，都处于复苏期的调整阶段（图 1）。

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. 加入 WTO 后对外开放度上升空间有限



资料来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

新周期的显著特征在于，增长率的中枢将由上一周期 10% 的高速增长过渡至 9% 的中高速增长。原因在于下列因素：

#### 1、转变经济增长方式将改变以往高增长的基础

“十二五”规划明确提出，以加快转变经济发展方式为主线，坚持把经济结构调整作为转变经济发展方式的主攻方向。这将改变过去依靠资源和投资拉动的粗放型经济增长方式，而经济结构调整的影响必然是经济增速的放缓。

#### 2、生产要素制约

在“十二五”期间，生产要素的供给情况都发生了重大变化。经过多年的高速增长，资源、环境等因素成为制约经济增长的瓶颈。农村可供转移的青壮年劳动力越来越少，劳动力的无限供给情况已经结束，刘易斯拐点已经到来。

#### 3、加入 WTO 的红利效应逐渐减弱

本世纪初加入 WTO 后，中国对外开放度迅速提高，由入世前的 40% 上升至 07 年的 65%。中国成为全球化的最大受益国，这也成为上一轮周期中国经济高速增长的重要推动力量。但是，对于中国这样的大国而言，如此高的对外开放度已经到达极限，并存在巨大风险，难以继续提升和维持。金融危机后对外开放度已经显著回落，目前在 50%（图 2）。加入 WTO 带来的红利效应已经逐渐消散，经济增长将更加依赖内需。

## （二）2012 年处于复苏期的调整阶段，经济增速先抑后扬

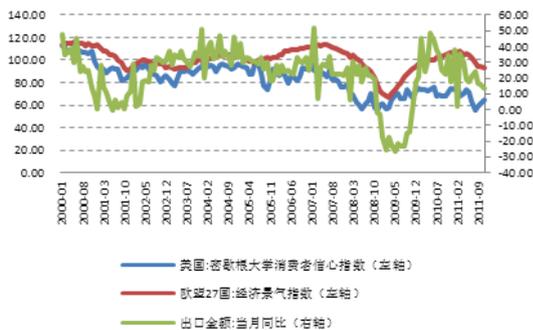
如果对 2009 年 1 季度开始的新周期进行细分，自 2010 年 1 季度至今，乃至 2012 年，中国经济都处于复苏期的调整阶段，经济增长将明显减速。（见图 1）

目前我国经济已由供给不足型转为供给过剩型，业已存在的产能过剩问题在“四万亿”计划的推动下，变得更加严重。因此，需求成为制约经济增长的主要因素。在总需求中，投资和净出口波动较大，是上轮高速增长的主要推动力量。在目前的经济增长方式下，分析投资和净出口的情况是把握未来短期经济增长的主要途径。

### 1、外部需求疲软导致出口减速

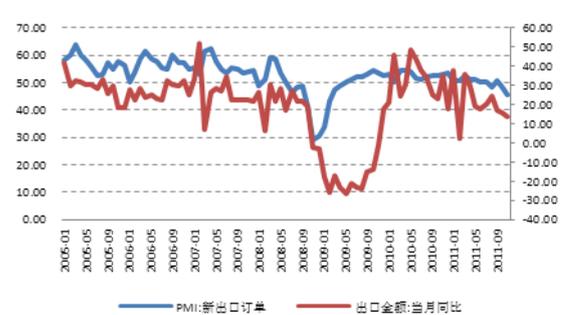
从中国经济发展历史看，外部需求冲击是经济大幅波动的重要原因之一。比如，1998 年金融危机与 2008 年金融危机均导致外需急剧萎缩，造成 1999 年与 2009 年经济大幅滑坡。2012 年欧洲主权债务危机有望继续深化和蔓延，世界经济下行风险加大。欧洲陷入衰退的可能性正在加大，美国仍将受困于严重的失业问题，作为中国重要贸易伙伴的欧洲和美国的经济发展均面临巨大挑战，这将导致外部需求严重下滑（见图 3）。历史数据表明，中国制造业 PMI 新出口订单指数对于中国出口增速具有显著的领先意义，2011 年 11 月新出口订单指数已降至 45.6，环比大幅下降 3 个百分点，外需下滑势头相当猛烈，这预示着未来 1-2 个季度我国出口都将面临巨大下行压力（见图 4）。我们预测，2012 年我国出口增速将继续下滑至 12%—14%。受国家鼓励进口政策的影响，进口增速将超过出口，贸易顺差规模继续下降，净出口对 GDP 贡献为负。

图 3. 欧美经济黯淡预示中国出口增速下滑



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 4. 出口订单指数继续下滑预示出口增速将继续下降



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

### 2、房地产低迷及制造业投资减速导致 2012 年投资增速下滑

在上一轮经济周期（2000—2009）中，资本形成对 GDP 增长的贡献率均值高达 50.3%，是三驾马车中份额最大的。同时，资本形成的波动幅度相当大，对 GDP 增长的贡献最高达到 8.4，最低为 1.9，是影响经济增长的最重要因素。资本形成包括房地产投资、基础设施投资、制造业投资和存货。总体来看，房地产投资下滑是影响 2012 年投资增速的主要因素，基础设施投资增速回升，制造业投资增速放缓，从而导致 2012 年固定资产投资增速下滑至 17%—19%。

#### （1）房地产投资

- 房地产销售量决定房价，房价和销售量影响房地产投资。

根据中国房地产市场统计数据，商品房销售面积增速与房价增速表现出高度一致性，商品房销量决定房价涨跌。而房价涨幅决定了房地产新开工面积，同时房地产销售量也会影响房地产新开工面积。

- 房地产调控不动摇，2012 年房地产投资增速下降至 16%。

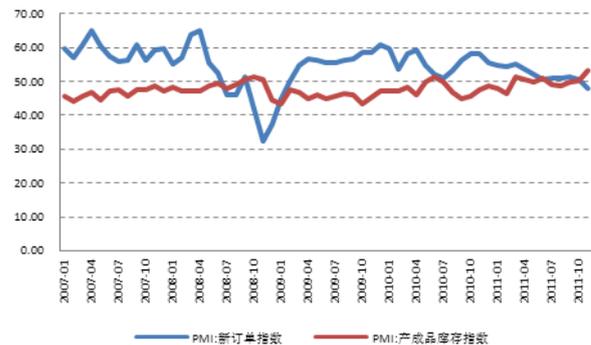
持续的房地产调控政策在 2011 年下半年终于显现效果，商品房销售增速大幅下滑，房价拐点已经显现。根据国家统计局数据，商品房销售面积累计同比增速已由 7 月份的 13.5% 下降到 11 月份的 8.5%，11 月份单月同比增速已降至 -1.7%。10 月份 70 大中城市房价环比首次下跌 0.14 个百分点，未来房价下跌会加速由一线城市向二三线城市蔓延，房价拐点已现。房地产投资累积同比增速已由 7 月份的 33.6% 降至 11 月的 29.9%，比去年同期下降 6.6 个百分点。11 月份的国房景气指数已经跌至 99.87%，低于景气临界点，同时创 28 个月新低，显示房地产行业进入萎缩阶段（图 5）。我们认为，2011 年房地产销售增速大幅下滑及房价拐点的出现，将导致 2012 年商品房新开工面积出现下降。而 2012 年保障房开工目标为 600 万—800 万套，比 2011 年大幅下降，从而导致 2012 年房地产总体新开工面积负增长。另外，12 月召开的中央经济工作会议明确提出，2012 年将“坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归”，表明中央的房地产调控政策不会有任何松动。我们预计，2012 年房地产施工面积增速将大幅回落，房地产投资增速下降至 16%。

图 5. 国房景气指数跌破临界值预示房地产投资下滑



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 6. 制造业需求低迷，库存增加



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

### （2）企业经济效益滑坡和需求下降将导致 2012 年制造业固定资产投资增速放缓

2011 年制造业固定资产投资仍然保持较快增长，1—11 月累计同比增长 27%。但是 2012 年出口及房地产业、汽车产业的下行趋势将对制造业投资造成较大负面影响。首先，工业企业经济效益大幅滑坡。2011 年 10 月份的工业企业利润累计同比增速仅为 25%，与去年同期的 49% 大幅下降。其次，制造业先行指标不断恶化。2011 年 11 月制造业 PMI 降至 49%，新订单指数仅为 47%，均跌破临界值，而产成品库存指数却攀升至 53%，表明制造业需求低迷，库存增加（图 6）。这些因素都将抑制制造业企业的投资冲动，导致 2012 年制造业固定资产投资增速放缓。

### （3）基础设施投资增速回升，以对冲房地产和制造业投资下滑的风险

2012 年是“十二五”规划第二年，规划项目将全面铺开。同时，各行业的“十二五”规划也在 2011 年陆续出台。2012 年政府宏观政策的重点将在“稳增长”上，预计将加快实施“十二五”规划项目，加大基础设施投资力度，以对冲房地产和制造业投资下滑的风险。

铁路方面，在 2011 年下降 35% 之后，2012 年投资规模将上升 30% 左右，达到 6500—7000 亿元。

公路方面，将维持 2011 年的投资水平。

水利建设方面，“十二五”规划的投资将达到 1.8 万亿元，而未来 10 年将高达 4 万亿元。2012 年水利

建设投资规模将在 2011 年 3200 亿的基础上稳步上升。具体建设方向包括：农田水利建设、防洪减灾工程建设、水资源保障和城市供水工程建设、水土保持和生态建设。

电网能源方面，国家电网的长期规划将“特高压”和“智能电网”作为主要发展方向。“十二五”规划要求建设“三纵三横”特高压骨干网络，五年内投资 1.7 万亿。

除了上述基础设施投资外，还有大量的其他方向的投资：

保障性住房：从目前的数据来看，2011 年保障房开工 1000 万套的目标是可以实现的。2012 年保障房建设融资渠道将放宽，全年新开工 600—800 万套，较 2011 年有所下降。

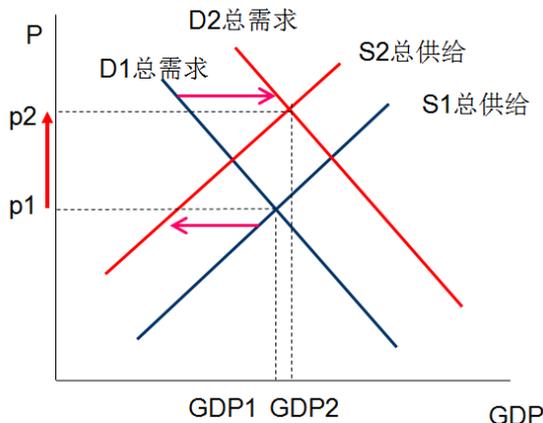
### 3、2012 年 GDP 走势预判

通过上述分析，结合货币政策的变动和经济增长的周期性规律，我们认为，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。全年平均增速达 8.7%，呈现先回落，再弹升的“V”型走势。

## 二、通胀情况

始自 2009 年 7 月的本轮通胀，高点已经在 2011 年 7 月出现，之后将步入逐渐回落的阶段。回顾本轮通胀，其原因是多重因素混合作用的结果。有国内的因素，也有输入型的因素；有总供给的拉动，也有总需求的推动。如果从总供给总需求角度分析，总供给的原因包括：国际原油、大宗商品价格上涨，劳动力成本上升，气候异常导致农产品减产等；总需求的原因包括：货币超发、投资拉动、人口增长、收入提高导致消费升级等。下图揭示了总供给和总需求变动共同导致物价上涨的过程（图 7）。

图 7. 总供给总需求变动导致通货膨胀



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 8. 货币供应迭创新低，消除了通胀的货币条件



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## （一）2012 年 CPI 走势的影响因素

### 1、食品价格上涨压力将逐渐减弱

食品价格上涨是历次通胀的主要影响因素，2011 年食品价格上涨对 CPI 的贡献率平均高达 60% 以上。猪肉价格上涨是 2011 年食品价格上涨的重要推手，相比年初价格，年内最高涨幅高达 40%。从生猪养殖周期分析，生猪存栏数自 3 月以来一直在稳步提高，经过 5 个月的生猪育肥周期，猪肉的供需矛盾已经缓解，到 2011 年末将逐渐恢复平衡。虽然在元旦春节期间猪肉需求比较旺盛，但预计价格回升幅度将有限。而春节过

后，猪肉价格将明显回落，对 CPI 的拉动作用将显著下降。根据统计局的初步统计数据，中国全年粮食总产量有望突破 1.14 万亿斤，实现连续八年增产已成定局。因此，2012 年食品价格上涨压力将逐渐减弱。

## 2、流动性紧缩改变了通胀的货币条件

2009 年以来的流动性过剩导致需求膨胀，是驱动本轮通胀的重要因素。但是，在目前及 2012 年这些因素已经不复存在。2011 年货币供应量迭创新低，11 月末狭义货币 M1 增速仅为 7.8%，跌至历史低谷；广义货币 M2 增速降至 12.7%，大幅低于 15% 的临界值（图 8）。货币供应紧张的特征十分明显，并且已经严重影响到实体经济。此外，出口下滑导致外汇占款减少，及国际资本回流美国导致热钱流出，都将在 2012 年对国内的货币供应产生持续的负面影响。

## 3、总需求缺口的存在导致通胀的基础发生改变

2012 年出口低迷、投资增速下滑将导致总需求缺口的存在，将改变导致本轮通胀的供求失衡的矛盾，从而大大缓解 2012 年通胀压力。

## 4、输入型通胀压力有所减弱

国际大宗商品价格的连续上涨是 2009 年以来的本轮通胀的重要输入性因素。我们预计 2012 年这种影响将有所缓和。原因在于：其一，美元保持强势将是大概率事件；其二，全球经济不景气导致需求萎缩。

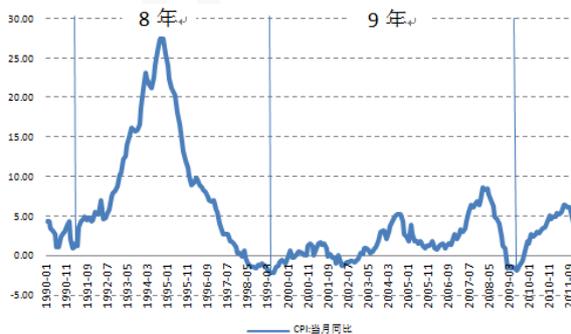
除了上述有利于减轻通胀压力的因素外，劳动力成本上升、人口增长，及消费升级等因素将成为控制通胀的主要不利因素。总体来看，抑制通胀的因素将在 2012 年占据主导地位，CPI 增速逐渐下降是大概率事件。

## （二）2012 年 CPI 走势判断

### 1、CPI 周期

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。从图 9 可以明显看出，自上世纪 90 年代初我国开始建设市场经济体制以来，CPI 经历了两次大的周期：1991 年 2 月—1999 年 5 月，持续 8 年；1999 年 5 月—2009 年 7 月，持续 9 年（图 9）。如果放大波动曲线，我们发现 1999 年 5 月—2009 年 7 月的周期存在明显的阶段性特征。此周期包含三个小的周期，波动具有明显规律：CPI 从低点到阶段性见顶的平均时间为 26 个月，从高点到本周期结束的平均时间为 13 个月。而目前所处的本轮 CPI 周期自 2009 年 7 月开始，2011 年 7 月见顶，由低点见顶时间为 25 个月，基本上述符合规律。按此规律测算，本轮 CPI 周期结束时间点应在 2012 年 8 月为中心的前后一个月。因此，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 10）。

图 9. CPI 呈周期性波动



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 10. 2012 年 8 月前后形成 CPI 低点概率大



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## 2、CPI 走势预判

2012 年 CPI 翘尾因素在 1 月份最高，上半年基本保持稳定，下半年后快速下降。结合季节性分析及上述周期性规律，我们预计，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。全年 CPI 涨幅为 3.7%。

## 三、货币政策

纵观中国改革开放以来的发展历程，每年中央宏观经济政策的取向总是在保增长与控通胀之间进行权衡，转换。2011 年我国实行的是“积极的财政政策和稳健的货币政策”，其政策重点在于控通胀。因此，所谓的“稳健”的货币政策其实质是紧缩。利率、存准率和公开市场操作三箭齐发，央行不断从市场回收流动性。2011 全年 3 次加息，6 次上调存款准备金率，其中最令人叹为观止的是存准率最高达 21.5% 的创纪录高位。持续的紧缩政策逐渐消除了通胀的货币条件，控通胀的效果非常显著：CPI 增速在 7 月份触顶后开始快速回落，通胀压力逐渐减弱。在此背景下，2012 年的宏观经济政策趋向于哪一方呢？

### （一）“稳增长”成为宏观调控的重点任务，货币政策将以“稳健”之名行“宽松”之实

2011 年 12 月召开的中央经济工作会议明确提出，2012 年将“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系。”2012 年面临的经济形势与 2011 年相差甚远，通胀压力快速趋弱，经济增长下行风险加大，实体经济受困于流动性紧张与外需下滑。因此，如何保持经济稳定增长成为主要矛盾，中央宏观调控政策的重点在于稳增长。与 2011 年相比，同为“稳健的货币政策”，但其内涵却相距甚远。2012 年货币政策之“稳健”将以“货币政策逐渐宽松”体现出来，即以稳健之名，行宽松之实。

目前我国宏观调控政策的实质是总需求管理，货币政策表现为以逆周期为特征的相机抉择，试图通过调节货币供应，熨平经济波动。为了避免经济增长大幅下滑的风险，在 2012 年通过放松货币政策以支持内需，应对外部冲击，应是符合决策逻辑的正确选择。

### （二）货币政策大幅放松的条件不成熟

虽然货币政策的放松已成定局，但是，目前的市场环境决定了大规模放松货币政策也是不现实的。2008 年过度宽松货币政策的负面效应仍是值得关注的经验教训。虽然目前货币供应增速相当低了，但货币存量仍相当巨大；通胀压力虽然减轻，但仍处于高位，实际利率仍然是负利率；房地产调控初见成效，若货币政策过度放松导致房价反弹，则将前功尽弃。为此，12 月召开的中央经济工作会议明确提出，“要根据经济运行情况，适时适度进行预调微调，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷总量合理增长，优化信贷结构，发挥好资本市场的积极作用，有效防范和及时化解潜在金融风险。”因此，2012 年央行将采取渐进的方式放松货币政策，并根据经济运行状况适时调整，贯彻“预调微调”的要求。

### （三）2012 年货币政策工具的选择

预计 2012 年货币政策的放松将按照：货币放松——信贷放松——微观经济流动性改善——经济触底反弹的脉络演进。首先是通过公开市场操作，减少货币回笼，增加基础货币；其次是降低存款准备金率，扩大货币乘数，增加货币供应量。

就货币政策工具的选择而言，2012 年央行将更多地使用公开市场操作和存款准备金率的工具，较少使用利率工具。

#### 1、存款准备金率将多次下调，最少下调 4 次。

原因在于：

第一，目前国际资本流动已经出现趋势性变化，开始向美国回流。此外，2012 年全球爆发金融危机和大动荡的可能性相当大，若此将强化此趋势。因此，国际资本流出中国将导致外汇占款减少，造成流动性缺口，需要调降 RRR 进行对冲。

第二，虽然央行 12 月下调了一次 RRR，但目前仍处于 21% 的历史高位，有较大下调空间。

第三，存款准备金率的调整具有趋势性特征。12 月份的下调是 RRR 下行周期的开始，之后将进入下行通道。

## 2、利率下调空间有限，甚至存在不下调的可能

虽然通胀压力减弱，但 CPI 绝对值仍然在 3.5% 以上，仍处于负利率状态。若下调利率，将导致更多资金脱离银行体系，且有助于通胀反弹。因此，2012 年基准利率下调空间有限，甚至存在不下调的可能。

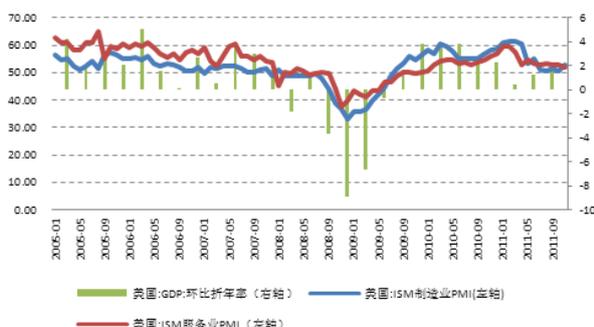
## 第二部分 国际宏观经济分析

### 一、美国经济

#### (一) 2012 年经济形势好于预期

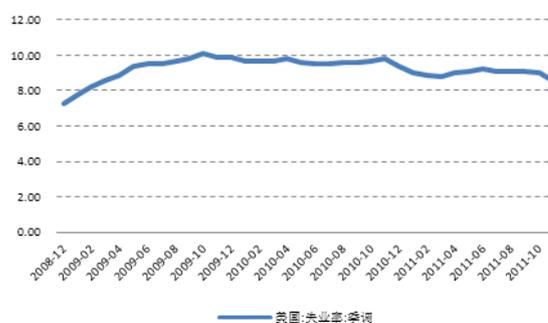
2010 年一季度美国 GDP 增速为 3.9%，之后逐渐回落，到 2011 年一季度竟跌至 0.4%。从二季度起 GDP 增速开始回升，三季度已经上升至 2%，经济增长势头表现不错。从领先指标来看，11 月制造业 PMI 为 52%，环比上升 2 个百分点，预示 2012 年经济复苏前景较好（图 11）。

图 11. 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

图 12. 美国失业率出现下降势头



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

美国经济的核心问题是消费、房地产和就业。下面就从这三个方面对美国经济进行分析。

#### 1、消费复苏势头良好

美国在 3 季度的消费支出总额环比折年率为 2.3%，比 2 季度上升 1.6 个百分点，显示出良好的复苏态势。但是，美国居民的个人收入增长有下降的趋势，反映出消费恢复的基础还不牢固。

#### 2、房地产

08 年金融危机后，虽然美联储连续推出总额达 2.3 万亿的量化宽松政策，但是三年过去了，美国房地产

市场没有好转，新屋开工数、新屋销售数等指标依然处于历史低位。我们预计，2012 年美国房地产部门会出现一定程度的企稳回升，但是增长依然非常有限。

### 3、就业

就业市场的持续低迷一直是美国领导人感觉相当棘手的事情。2011 年以来，美国的失业率持续在 9% 以上的高位运行，但是 6 月份之后出现了温和下滑的势头，特别是 11 月份失业率降至 8.6%，大幅回落 0.4 个百分点，显示出就业市场好转的迹象。对于美国而言，若想显著降低失业率，每月的新增就业岗位至少要达到 25 万个，而在经济繁荣期，每月平均增加的职位也难以达到 25 万个。因此，2012 年美国的就业问题难以根本解决，仍将继续困扰美国经济。

综合上述分析，我们认为，2012 年美国经济增长速将达到 2.0% 左右，虽不够强劲，但相对稳定。

#### (二) QE3 推出的概率较小

美联储在 2012 年是否会推出 QE3？决定因素在于经济形势是否恶化，以及通胀情况是否缓和。2012 年 CPI 同比将降至 2% 左右，不再成为推出 QE3 的阻碍，但经济增长好于预期，缺乏推出 QE3 的必要性。因此，我们判断 2012 年美联储推出 QE3 的概率较小。

## 二、欧洲经济

### (一) 欧债危机愈演愈烈

欧债危机是 08 年金融危机的延续，只是问题由私人债务转为主权债务。欧洲主权债务危机正在广度和深度两个方面发展，呈愈演愈烈之势。正在由欧元区的外围国家向核心国家蔓延，由债务危机向银行危机，金融危机转化。由于欧债危机涉及到欧元区制度设计和政治体制缺陷，中期内难以有效解决。欧债危机的根本原因在于欧元区的制度问题，欧元区只统一了货币、及货币政策，但并未统一财政政策。在一定程度上，我们可以把欧债危机看作为一种癌症，若想从根本上解决该问题，就需要做化疗，从制度上解决问题。一种方法是建立统一的欧洲财政部或财政联盟；另一种方法是缩小欧元区的范围，将经济发展水平差距较大的成员排除。

欧债危机分为两个部分，第一部分是主权债务危机，主要是指 PIIGS（葡萄牙、希腊、爱尔兰、西班牙和意大利）五国；第二部分是欧债危机衍生出来的欧洲银行体系危机。其中，主权债务危机是风险的源头，而银行体系危机则是风险的放大器。

#### (二) 2012 年 1 季度末是重要的时间节点

希腊的债务总额为 3500 亿欧元，而欧元区的 GDP 超过 8 万亿欧元。希腊的债务不是主要矛盾，而意大利才是致命问题。意大利目前负担 1.9 万亿欧元的债务，占欧元区债务总量的 23%，近乎希腊、爱尔兰、葡萄牙三国负债总额的 3 倍。负债率高达 119.9%，仅次于希腊的 142.8%。2012 年意大利将进入还债高峰期，有 2000 亿欧元债务将于明年 4 月到期。从整体上看，2012 年 3 月份是欧元区主权债务到期高峰时点，按期偿付应是一个不可能完成的任务。因此我们认为，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。

#### (三) 欧元区经济增长乏力，并存在轻度衰退的可能

2012 年欧洲经济将主要受困于欧债危机的恶化。随着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将普遍面临压力。2011 年 12 月欧元区制造业 PMI 仅为 46.9，已经连续 5 个月在 50% 的临界点之下运行。欧盟 27 国经济景气指数也跌至 92.8%，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 GDP 增速将降至 1% 以内，并存在轻度衰退的可能。

### 三、美元走势

目前国际资本流动出现了新动向，纷纷向美国回流。其中包括两个渠道：由欧洲向美国回流；由新兴市场国家向发达国家回流。原因有二：一是欧债危机愈演愈烈，导致避险资金流入美国；二是新兴市场国家资产泡沫破灭，导致资本流出。国际资本流动的新动向将提升美元需求，使美元具有了上升动力。另外，美国经济形势好转，增长前景可能好于预期，而欧元区增长乏力，避险资金的流动必然导致美元走高。因此，我们认为 2012 年美元指数将脱离底部走强。

### 结论：

2012 年全球经济运行的不稳定性、不确定性增大。中国经济将出现减速，美国经济增长有望好于预期，欧洲则将深陷主权债务危机的泥潭。世界经济的主要风险表现为经济增长乏力并存在衰退的可能性，欧债危机的扩散与恶化等。就时间节点而言，2012 年第一季度末是风险期，国际金融市场出现动荡的概率较大。