

## 国内经济回顾与展望：2013 年改革是最大的红利

### 一、2012 年整体经济状况回顾

2012 年，中国经济主要受到两方面因素的挤压，其一是来自外部环境包括：欧洲深陷欧债危机泥潭、全球贸易规模萎缩等。其二是来自国内的一系列调控政策，其中主要是针对房地产行业一系列调控，包括限购、加强房地产公司的资金监管、限制房价过快上涨等。受到两方面因素的影响，2012 年中国宏观经济承受了巨大的压力，一、二、三季度是下降的，前三季度 GDP 增长分别为 8.1%、7.6%和 7.4%。

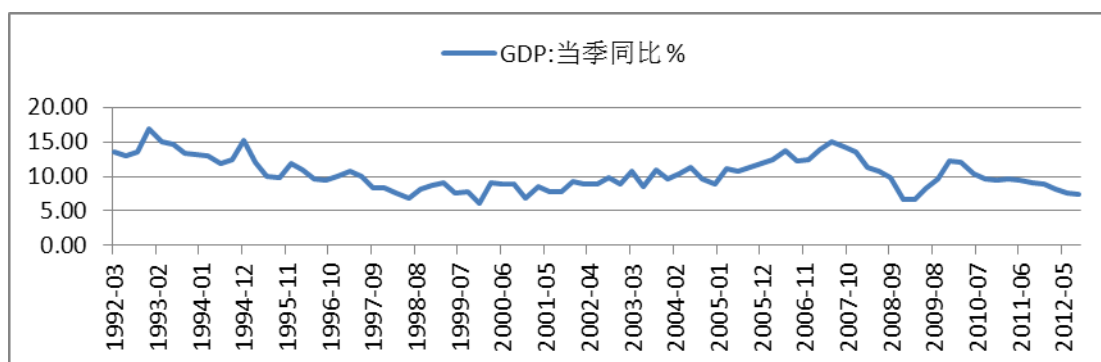


图 1：中国 GDP 走势

2012 年受经济放缓需求减弱、输入性通胀减小和翘尾因素变小等影响，上半年物价水平整体呈现下行态势，CPI 从 1 月份的 4.4%回落到 7 月份的 1.8%，8 月份回升至 2%，9、10 月份又出现回落，11 月份再度回升至 2%。整体 CPI 的表现来看，下半年随着 GDP 下滑速度放缓 CPI 也呈现出探底企稳的状态。

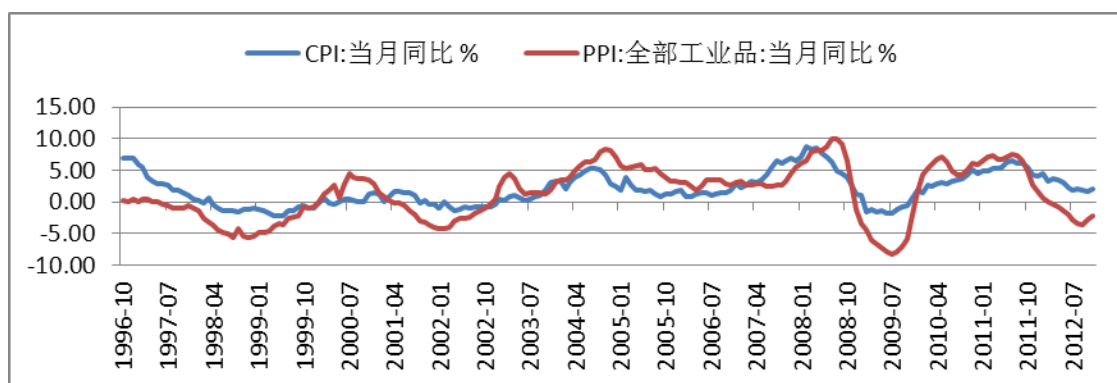


图 2：中国 CPI 和 PPI 走势

### 二、2012 年需求整体表现疲软

2012 年中国拉动经济的三架马车出口、消费、投资均表现疲软。出口方面：2012 年以来，受外需放缓、成本上升和国内需求减弱等因素的影响，我国外贸

进出口出现大幅下滑。据海关统计，1-11月，我国进出口总值35002.8亿美元，比去年同期增长5.8%。其中，出口18499.1亿美元，增长7.3%；进口16503.7亿美元，增长4.1%；贸易顺差1995.4亿美元。受欧洲经济疲软的影响，前11个月，中欧贸易额累计4950多亿美元，比去年同期下降约4%，中国对欧出口下降7%。虽然10月份外贸数据开始反弹，但是11月份，出口同比仅增长2.9%，低于10月11.6%的同比增幅，中国对发达经济体的出口在11月普遍转弱。对美国出口同比下滑近3%（10月同比增长9%），而对欧洲出口同比大跌18%（10月同比下跌8%）。从中可见，外部的需求依然存在较大的不稳定性。

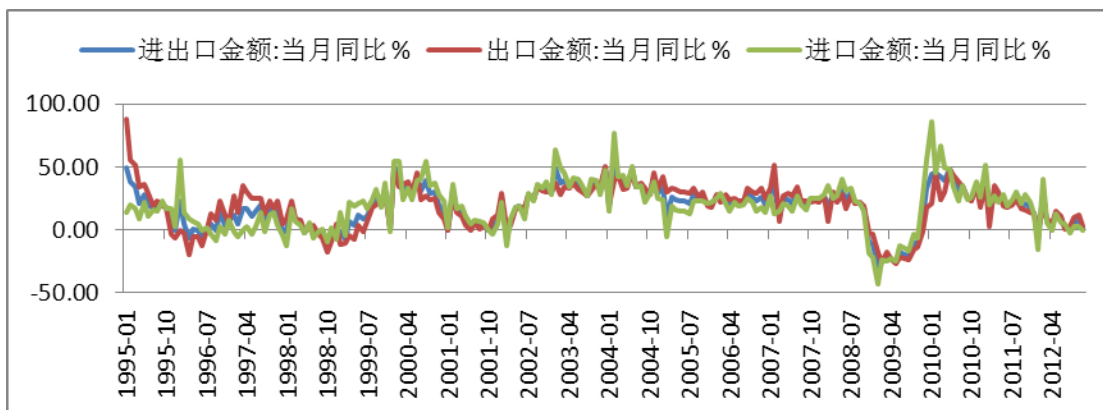


图 3：中国进出口情况

投资方面：2012年我国固定资产投资增长有所下滑，但整体依然保持在20%以上的增幅。前11个月，全国固定资产投资（不含农户）326236亿元，同比增长20.7%，增速与1至10月份持平。

分地区看，1-11月份，东部地区投资153209亿元，同比增长18%，增速比1-10月份回落0.2个百分点；中部地区投资91538亿元，增长26.2%，加快0.2个百分点；西部地区投资78432亿元，增长24.2%，增速与1-10月份持平。从上述分地区的数据可以看出，未来我国在中西部地区的投资增长潜力还是有的。

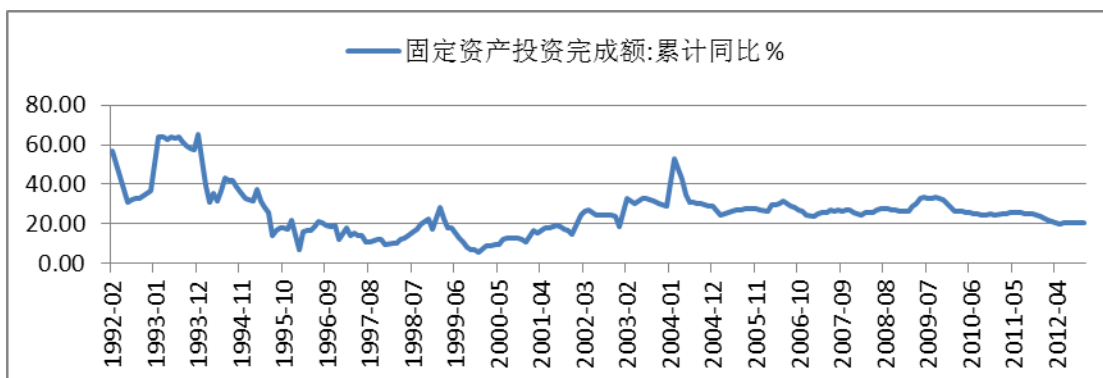


图 4：中国固定资产投资

消费方面基本保持平稳，2012年1至11月份，中国社会消费品零售总额186833亿元，同比增长14.2%，扣除价格因素实际增长12%。从环比看，11月份

社会消费品零售总额增长 1.47%。

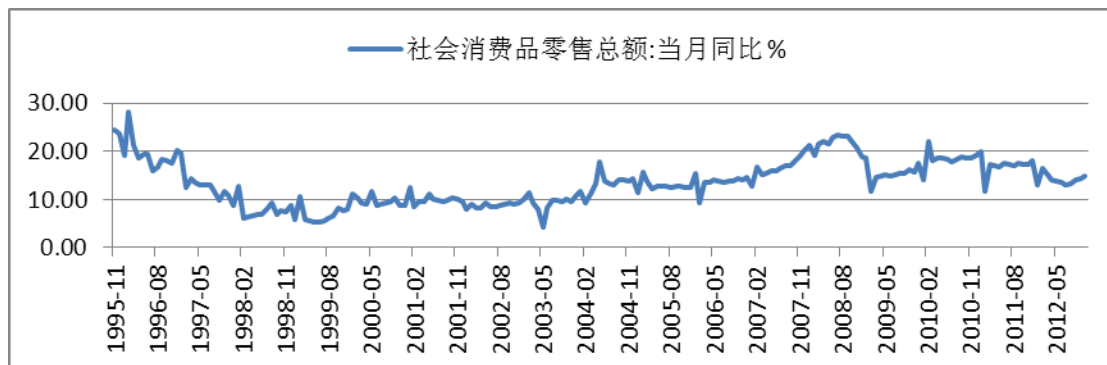


图 5: 中国社会消费品零售总额

### 三、2012 年的宏观政策回顾

针对 2012 年我国经济上半年呈现出逐步下滑的情况，政府也是出台了一系列的宏观经济政策。其一是降息和降准。2012 年分别有两次降息和降准的动作，2 月 24 日和 5 月 18 日分别下调存款准备金率 0.5 个百分点，6 月 8 日和 7 月 6 日分别下调存款基准利率 0.25 个百分点。两次降息降准后货币供应略有放宽松，但整体来看，M1 和 M2 的剪刀差仍处于偏大的状态，这表明虽然货币供应量有所增加，但资金的活跃度偏低。

2012 年央行除了分别两次的降息和降准动作外，下半年，央行在操作上更多的采取了逆回购的手段以抚平资金波动对市场的影响。从今年端午节后开始发力，截至 12 月 25 日央行逆回购已连续操作 88 期，总量达到 54390 亿元，期限包括 7 天至 28 天 4 个品种，利率区间为 3.30%至 4.20%。央行通过对逆回购操作规模、品种期限结构的灵活调整，使得今年以来市场资金面更加稳定。

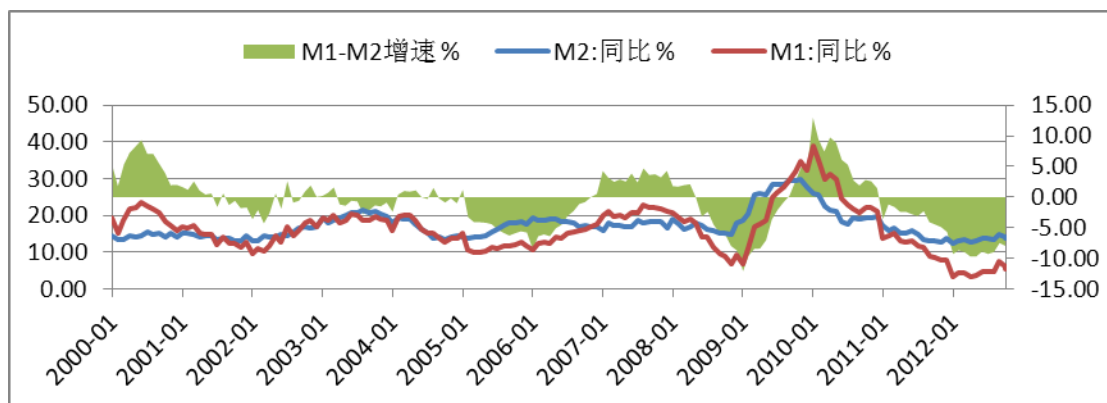


图 6: M1 和 M2 增速

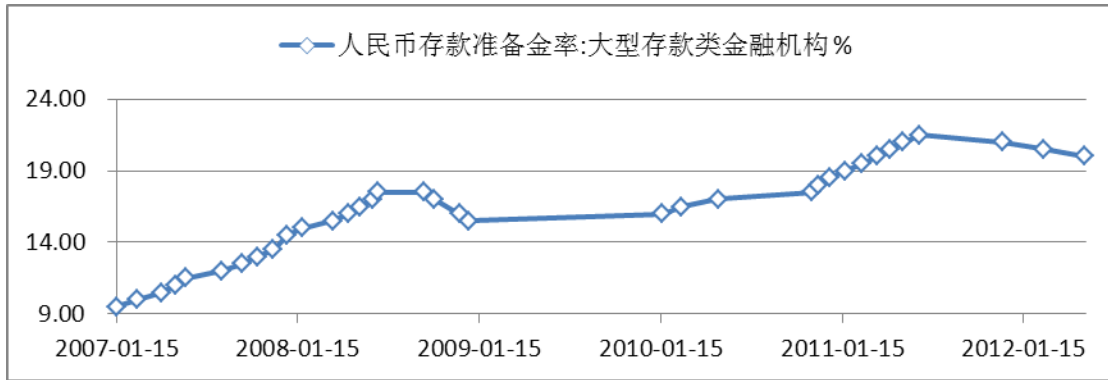


图 7：存款准备金率变化

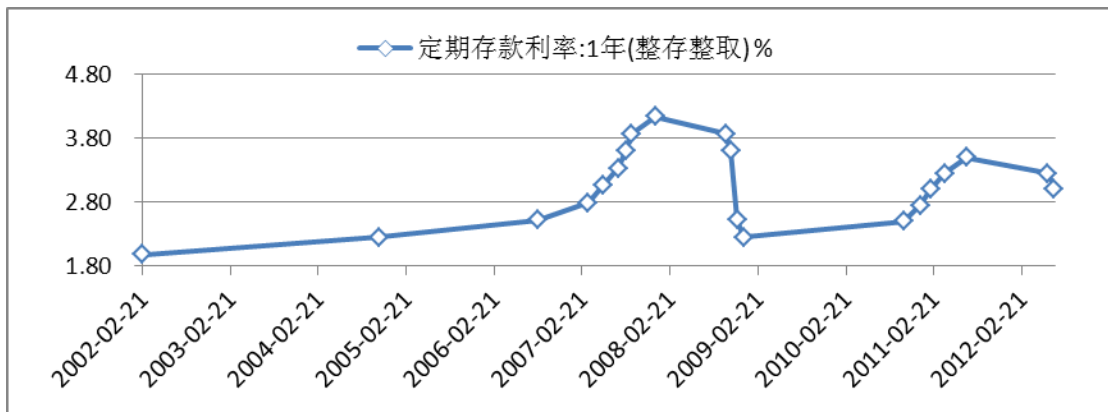


图 8：基准利率变化

2012年5月23日，国务院总理温家宝在主持召开国务院常务会议时指出，当前经济下行压力加大，要根据形势加大预调微调力度，强调把稳增长放在更加重要的位置。2012年9月5日发改委公布批复总投资规模逾7000亿元的25个城轨规划和项目后，6日发改委再次公布批复13个公路建设项目、10个市政类项目和7个港口、航道项目。保守估计，发改委在两天内集中公布批复的这些项目总投资规模超过1万亿元。同时，根据统计，仅在今年三季度获得审批的投资项目总额就超过5万亿元。发改委审批投资项目的进度明显加快表明国家对经济政策风向的转变。

当然，由于项目从获批到落实需要3个月到半年的时间，因此，一方面当前的经济数据可能尚未反映出这些建设项目的影 响。另一方面，投资者后期也可以重点关注中长期贷款数据是否会出现明显的增长。

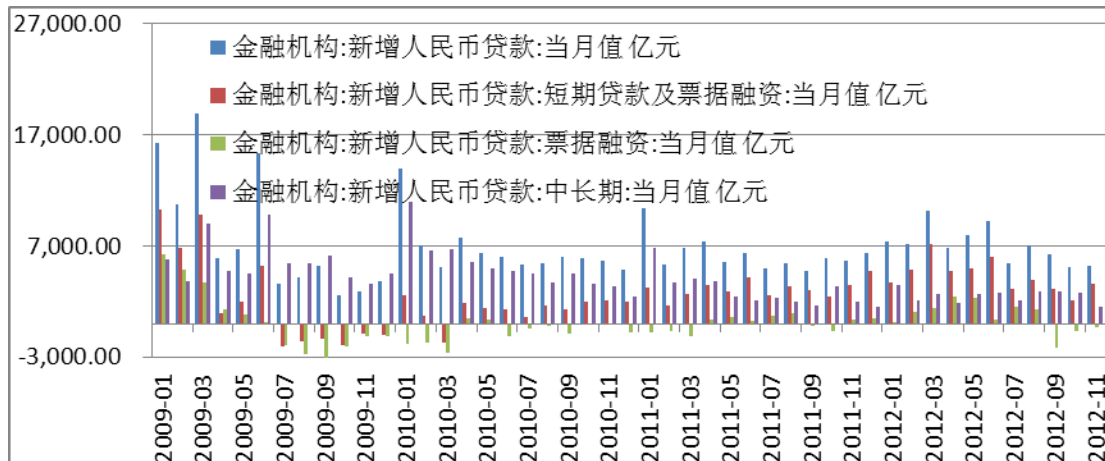


图 9：新增人民币贷款

受到上述经济政策的影响，下半年经济下滑速度有所下降，市场对四季度的经济期望上升。各项经济指标也开始好转，特别是 PMI 再度回升至荣枯分界线之上。整体来看，2012 年中国经济确实经历了一轮相对困难期，随着下半年经济政策的调整，经济还是有望走出先抑后扬的走势。

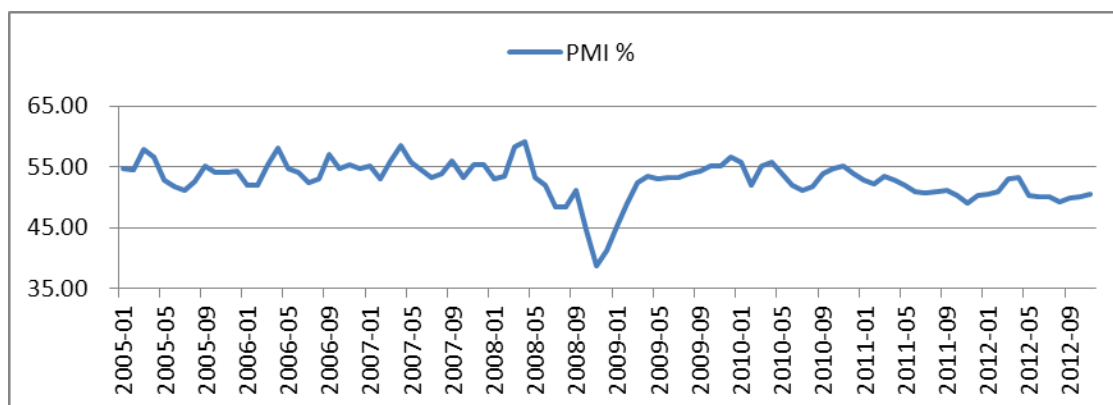


图 10：中国 PMI 数据

## 四、2013 年中国宏观经济展望

### 1、周期性复苏机会来临

2012 年下半年经济的稳增长放在更加重要位置后，一系列的宏观经济政策开始落实，笔者估计到 2013 年上半年，整体国内经济仍将处于反弹格局中，各项经济指标仍有望进一步回升。世界银行 12 月 19 日发布的《东亚与太平洋地区经济半年报》预测称，中国今年经济增长预计可达 7.9%，比上年的 9.3% 低 1.4 个百分点，为 1999 年以来最低增速，但预计 2013 年，中国经济增速可达 8.4%。这是在世界银行连续三次下调对中国 2012 年增长预测后首次上调，这表明市场对中国 2012 年四季度和明年的经济增长还是保持谨慎乐观态度，明年中国的经济环境将比 2012 年好很多。

从经济周期的角度来看，中国 CPI 的周期非常有规律性，一般下降周期最长

是在一年半左右，而此轮下降周期，从2011年6月开始至2012年9月已经达到周期性底部，因此，接下去的上升周期还是值得投资者期待。同时，中国的GDP在三季度下降速度也有所放缓。因此，总体来看，短波段的周期性的见底行情已经到来。

表 1：中国 CPI 升降周期

周期时间	CPI 周期特征	历时
2001 年初-2002 年 3 月	下降	1 年 3 个月
2002 年 3 月-2004 年 9 月	上升	2 年半
2004 年 9 月-2006 年 3 月	下降	1 年半
2006 年 3 月-2008 年 3 月	上升	1 年
2008 年 3 月-2009 年 6 月	下降	1 年 3 个月
2009 年 6 月-2011 年 6 月	上升	2 年
2011 年 6 月-2012 年 9 月	下降	1 年 3 个月

另一方面，笔者认为2013年中国经济8.4%的增长还是符合预期的，虽然8.4%的增长比前几年还是有所下降，但是这种下降是客观的经济规律。国外研究统计发现，人均GDP超过7000美元经济的增速都会出现放缓（目前中国的人均GDP快接近7000美元），因此，8.4%的增长依然是一个可以接受的数值。同时，虽然GDP的增速未来并不会像前几年这么快，但是对商品的需求可能仍将保持旺盛。从图11和图12可以看到，同样日本70年代、韩国80年代末当经济增速见顶后开始下滑时CPI却保持偏强的增长，从图13和图14可以看出，日本、韩国汽车和用电量的增速开始下滑但是人均用电量和人均汽车保有量继续保持较高的增长。因此，8.4%的GDP增长对市场的影响笔者认为还是偏乐观的。

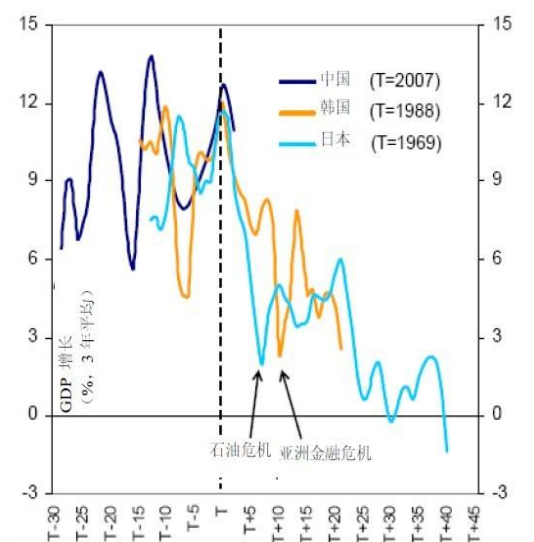


图 11：中日韩 GDP 增速对比

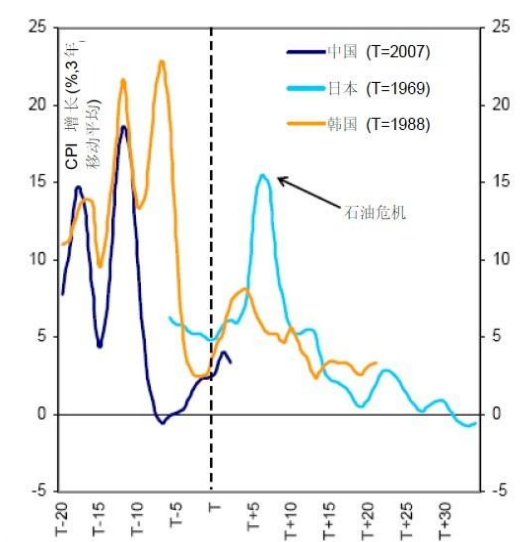


图 12：中日韩 CPI 走势对比



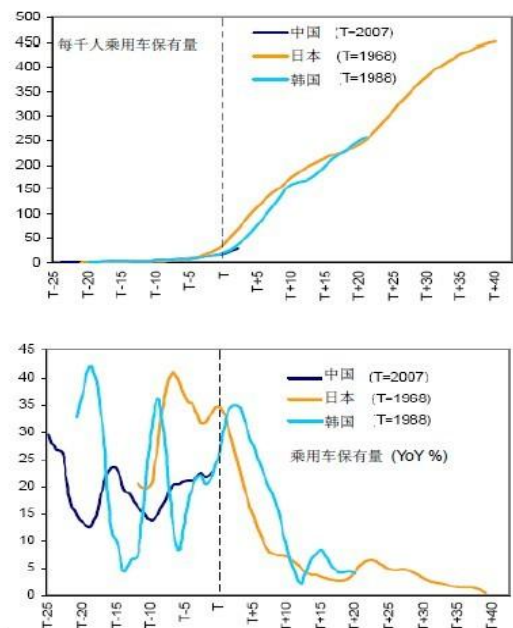


图 13：中日韩乘用车消费对比

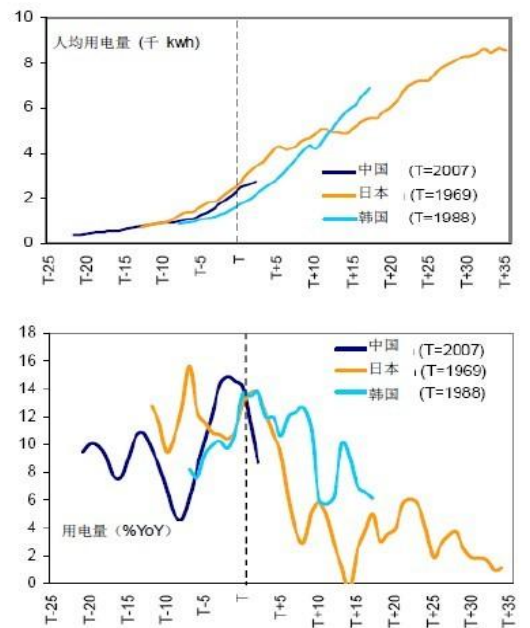


图 14 中日韩用电量对比

## 2、期待中国更多改革

2012 年中国政府换届，市场对新一届政府在改革方面有更多的期待。比如习主席视察广东首站选择深圳，国务院 24 日向全国人大常委会提交了关于授权国务院在广东省暂时调整部分法律规定的行政审批的决定草案。这一行为意味着我国行政审批制度改革将进一步深化，也体现出了“简政放权”的思路。此外，财政部等部委近日联手发文，取消 30 项行政事业性收费为居民和企业减负，每年可减轻企业和居民负担约 105 亿元。从上面几项可以看出，接下去的改革无论是在力度还是效率上都是非常高的，改革值得期待。应该来说我们国家的改革空间还是比较大的，比如我国财政支出中行政支出占 GDP 的比重过大，我们中央财政杠杆空间依然存在等等。相信改革依然是中国经济增长最大的红利。

中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在北京举行。该会议为今后的发展奠定了主基调，会议指出，“做好明年经济工作，要以提高经济增长质量和效益为中心，稳中求进，开拓创新，扎实开局，进一步深化改革开放，进一步强化创新驱动，加强和改善宏观调控，积极扩大国内需求，加大经济结构战略性调整力度，着力保障和改善民生，增强经济发展的内生活力和动力，保持物价总水平基本稳定，实现经济持续健康发展和社会和谐稳定”，“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。可见，明年宏观政策仍可能相对积极，同时会保持物价水平的基本稳定。

## 3、2013 年经济发展可能出现的亮点

结合中央经济工作会议传达的信息，笔者认为明年中国的经济还是有很多看点：第一、城镇化，中央政治局会议明确提出，要积极稳妥推进城镇化，有序推

进农业转移人口市民化。应该来说，城镇化有可能是未来经济发展的最大亮点，首先，中国的城市化水平依然处于非常低的水平，我们国家的城市化率只有 50% 不到，而日本 1975 年的城市化水平就达到 75.9%，每一个百分点的城镇化率，对应的都是上千万人口以及数以万亿元计的投资和消费。同时，城镇化的推进也可以在一定程度上缓解用工荒，我们以日本为例，日本 60 年代农林业就业者占总就业者比例达 24%，农业人口占比过高，导致日本经济在经历了几十年的高速增长后出现用工荒，70 年代以后，日本第一产业就业占比开始下降，日本在 70 年代第二产业就业占比达 34%—36%，他们对应的第二产业占 GDP 比值为 42%。而中国目前第二产业占 GDP 比值为 46.8%，而中国的第二产业就业占比仅为 28.7%，我们的第一产业就业人口虽然长期呈现下降，但目前依然达到 36.7%（虽然该统计数据可能会有偏差，因为我们的农民在打工和务农上没有非常明确的鉴定）。整体来看，我们农村人口向城市转移依然存在一定的空间。

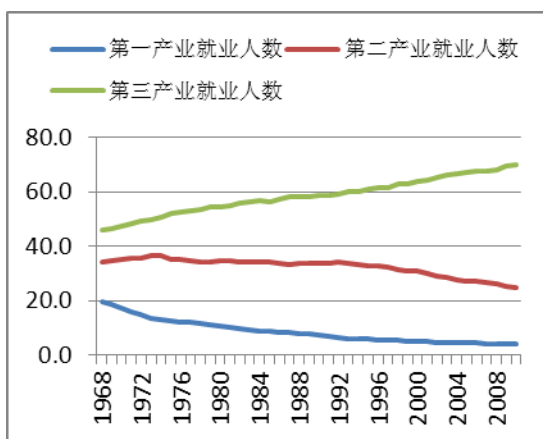


图 15：日本三大产业就业占比

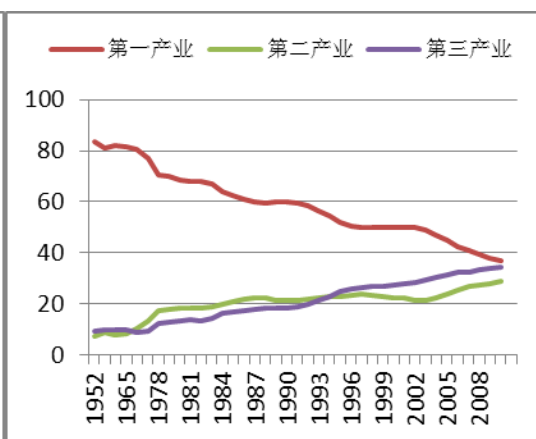


图 16：中国三大产业就业占比

我们认为，城镇化的空间未来有一个地区的转移，非常有可能从东部地区转移到中西部地区。从表 2 中可以看到，近一年多来，中西部地区 GDP 的增长速度明显快过东部地区，中西部地区近一年多都能保持两位数的增长，而东部地区的 GDP 增长则在两位数据以下。投资方面 1-11 月份，东部地区投资同比增长 18%；中部地区投增长 26.2%；西部地区投资增长 24.2%。

表 2：各地 GDP 增长表

GDP 增长 (%)							
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
上海	8.5	8.4	8.3	8.2	7.0	7.2	7.4
江苏	11.6	11.4	11.2	11.0	9.8	9.9	10.10
浙江	10.4	9.9	9.5	9.0	7.1	7.4	7.7
广东	10.5	10.1	9.9	9.6	7.2	7.6	8.7
湖北	14.4	14.1	14.0	13.8	12.4	11.7	11.2
湖南	13.9	13.4	12.9	12.8	11.9	11.5	11.2
重庆	16.3	16.5	16.5	16.4	14.4	14.0	13.8



四川	15.0	14.8	14.7	15.0	13.1	13.0	12.8
贵州	14.8	15.3	15.0	15.0	14.7	14.0	13.8

上面提到的中西部地区的投资也非常有可能是明显经济增长的亮点。虽然，我国近几年一直是以投资拉动 GDP 增长，特别是 08 年之后全社会的杠杆明显加大，贷款/GDP 的比值从 08 年的 60%左右一直上升到 2010 年底的 114%，大部分行业都面临产能过剩的局面。但是，笔者认为，中国的人均资本存量并不高，举个例子，尽管 2012 年底中国铁路系统可能突破 11 万公里，但这仅相当于美国 1870 年代的规模。美国在 2009 年铁路里程仍超过 22 万公里。中国铁路网络占世界铁路总网络的 6%左右，但运量占全球的 24%。如果说这样的数据能说明中国的投资已经见顶，那么应该是毫无说服力的。根据国家所完成的《2012-2013 年中国铁路发展报告》研究分析，未来 2013 年-2015 年期间，铁路建设投资需求规模为 1.8 万亿元，其中，2013 年需要完成投资 6000-6500 亿元。

虽然，我们国家的经济发展一直以来都是靠投资来拉动，同时，投资对 GDP 增长的贡献也在下降（根据柯布-道格拉斯模型 1979-1990 我国的资本产出弹性为 0.64,1991-2000 年资本产出弹性为 0.56,2001-2011 年资本产出弹性为 0.44,单位资本对 GDP 的贡献确实在下降，这也就是为什么笔者认为未来中国的经济增速确实会有一个自然规律性的减慢）。但是这并不能说明，我们的投资空间已经见顶，我们的资本依然具有非常大的积累空间。

除了上述两大可能出现的亮点之外，明年我国的财政政策方面的调整也值得期待，一方面今年的营改税试点明年仍有可能会扩大范围，另一方面，我们的财政支出在明年也将有所扩张，2013 年，中央政府拟安排财政赤字 1.2 万亿元，比 2012 年 8000 亿元的安排规模增加 4000 亿元，增幅达 50%。我国赤字率为此将从今年的 1.5%上升至 2.1%~2.2%。目前普遍认为，赤字扩大表明 2013 年中央会在运用积极财政政策以及推进改革方面有重要举措。笔者认为，财政支出的扩张会扩张社会的总需求，而且适度的加强财政杠杆是未来值得期待的一个利多因素，因此对比日本 70 年代的经验，可以发现，当地产周期阶段性见顶的时候，日本就是通过财政支出的增长来刺激经济。

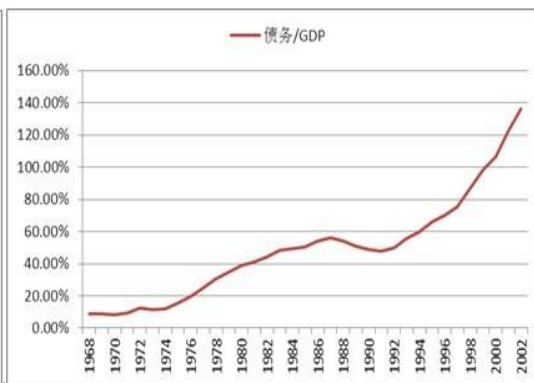


图 17: 日本财政支出占 GDP 比重

图 18: 日本债务占 GDP 比重

最后，通过上述的分析，应该来说明年中国经济还是存在非常多的亮点和空间，随着全球贸易量的复苏（香港作为传统出口地区，11 月份整体出口和进口同比分别上升 10.5%和 9%，10 月份出口同比下降 2.8%，进口上升 3.3%），中国的三季度经常项目顺差为 708 亿美元，比第二季度的 597 亿美元有所增长，第三季度资本和金融项目逆差为 517 亿美元，比第二季度 714 亿美元有所缩小，可见，上述数据说明全球贸易和中国经济都有复苏的趋势，因此，明年我们对于中国经济有更高的预期。美银美林预测的中国将引领新兴市场复苏，笔者认为还是非常值得可信的。

## **国际经济回顾与展望：欧元区风险下降，2013 年重点关注美国经济**

### **一、欧元区明年风险下降，欧元区经济将不会是明年全球经济关注的焦点**

2012 年，欧美经济也是举步为艰，2012 年是欧债危机持续发酵的一年，其对市场也是造成了极大的冲击，欧债危机恶化从年初就开始显现，年中达到高潮。年初意大利 10 年期国债收益率超过 7%的警戒线，并一路攀升。从 8 月开始一直到年底，意大利每个月都有不少于 300 亿欧元的债务到期。西班牙银行系统的资金缺口已达 573 亿欧元。而截至今年第三季度末，西班牙公共债务也升至 8171.64 亿欧元，创历史新高。6 月，希腊在得不到救助的情况下将退出欧元区的各种表态引发欧元崩溃论，而意大利和西班牙两大经济体寻求援助的消息更是让市场雪上加霜，市场对欧洲的信心在今年被打到了最低点。面对巨额债务，相关国家都选择“勒紧腰带过日子”，多国政府相继削减了养老金、福利和失业救济金。随着希腊议会宣布通过财政紧缩计划，意大利、西班牙、葡萄牙等欧洲国家的财政也进一步紧缩。但财政紧缩在缓解债务危局的同时也造成了高失业率、经济增长动力不足的弊病。

面对欧债危机，欧央行也是进行了一系列救助工作，10 月 8 日在卢森堡召开的欧元区财长会议上，酝酿已久的“欧洲稳定机制”（ESM）正式生效。这一总额高达 7000 亿欧元的“防火墙”将用于向债务危机国家提供资金援助或出资购买相关国家的国债，从而帮助这些国家在市场上融资。9 月 6 日欧央行宣布，将启动直接货币交易（OMT）计划，在二级市场无限量购买成员国国债，以压低成员国融资成本，这一举动似乎兑现了欧央行关于“不惜一切捍卫欧元区”的承诺。同时，欧盟委员会、欧央行和货币基金组织“三架马车”，近期与希腊达成了新的援助协议，放宽了援助条件。为使希腊债务降至可持续水平，上半年，该

国实施了首轮债务重组，私营部门债券人将所持希腊债务减记超 50%。12 月希腊政府又以折扣价格进行了回购债券，计划回购规模超过 300 亿欧元，12 月中旬，该国终于获得久拖不决的新一批救助贷款。在 12 月 13 日举行的欧盟财长峰会上，各国财长就统一银行监管达成协议。协议规定欧洲央行未来将有权对各国破产的大银行进行融资重组，以避免危机向其它国家扩散。统一的银行监管是今年欧盟经济一体化取得的最大进展。



图 19：欧元区 GDP 数据

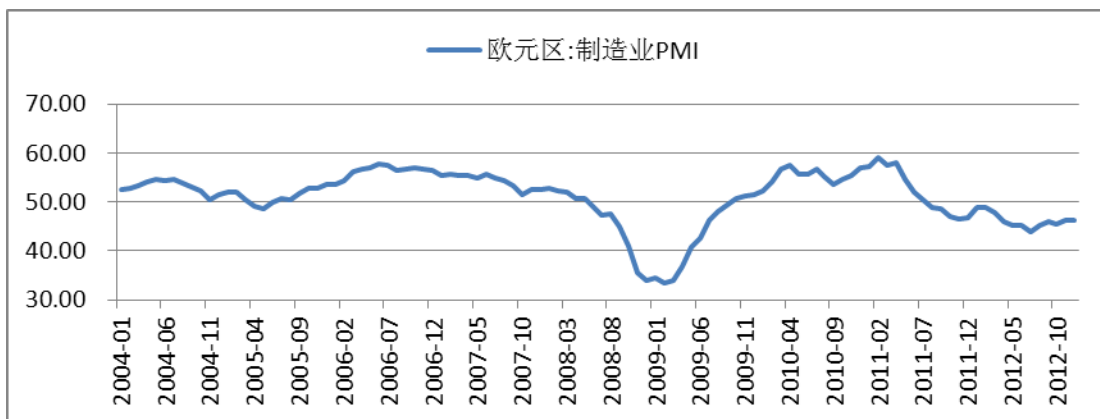


图 20：欧元区 PMI 数据

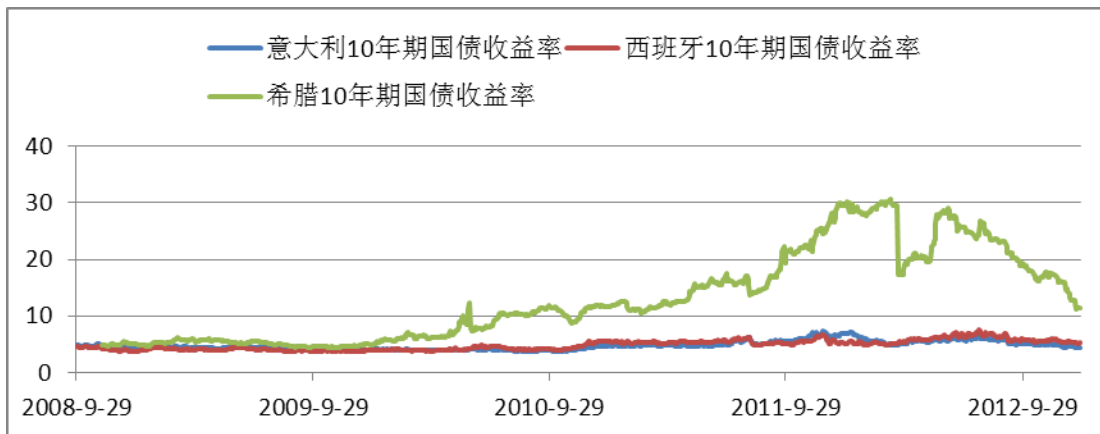


图 21：欧元区主要国家 10 年期国债收益率

整体来看，欧元区的风险正在下降，特别是欧元区的国债收益率已经相比年中有极大的降低，欧元区国家的融资成本也会有所下降，同时随着全球经济和贸易的复苏，欧元区经济困境的外部条件将有所改善，因此整体来看，明年欧元区的风险相对偏小，欧洲经济对全球经济的左右程度将明显下降，欧元区的经济不会成为明年全球经济的主要关注点。

## 二、美国经济复苏值得关注

相比起欧元区的经济，2013 年我们更期待美国的经济状况。回顾整个 2012 年，美国经济也是跌宕起伏，第一，美联储(Fed)在 9 月和 12 月分别推出了 QE3 和 QE4，以便应对经济疲软。第二，美国大选，奥巴马顺利连任。第三，美国财政悬崖开始得到市场关注，并且在年末对市场造成一定的冲击。整体走势来看，上半年受欧债危机的不断反复和持续干扰，以及欧洲经济衰退、中国等新兴经济体增速的放缓影响，美国经济增速逐步明显放缓；三季度在欧债危机有所缓和，国防支出异常增加、以及房地产市场继续改善的拉动下，GDP 数据出现大幅增长。2012 年前两个季度，美国经济的增速分别为 2%、1.3%，第三季度 GDP 增长初值为 2%，但是终值被大幅上调至 3.1%。可见，美国三季度经济出现大幅增长。

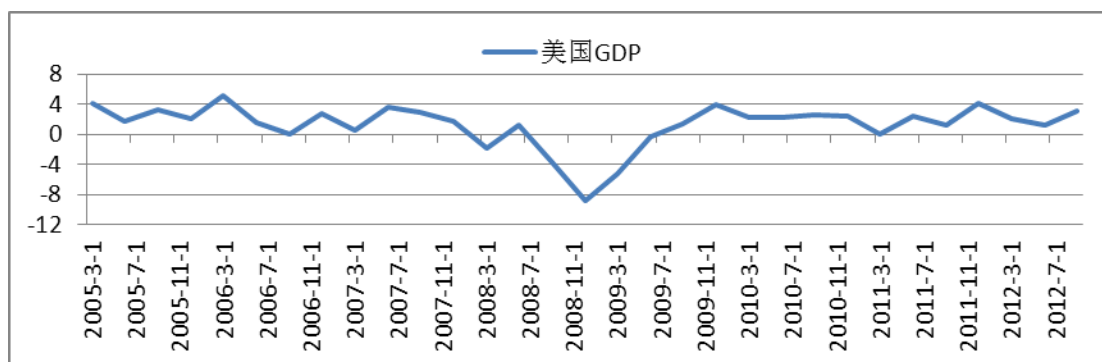


图 22: 美国 GDP 数据

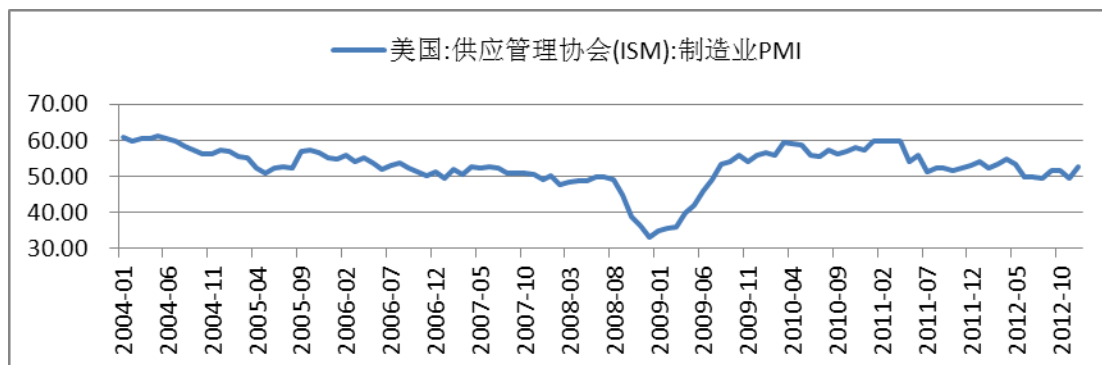


图 23: 美国 PMI 数据

对于明年美国经济的展望，笔者认为美国的经济仍处在温和的复苏过程中，一放面：美国房地产市场依然处于复苏进程中，标准普尔公司发布报告显示：管被调查的 20 个大城市房价与前一个月相比稍有下滑，但与去年同期相比仍然上

涨了 4.3%，涨幅高于预期。

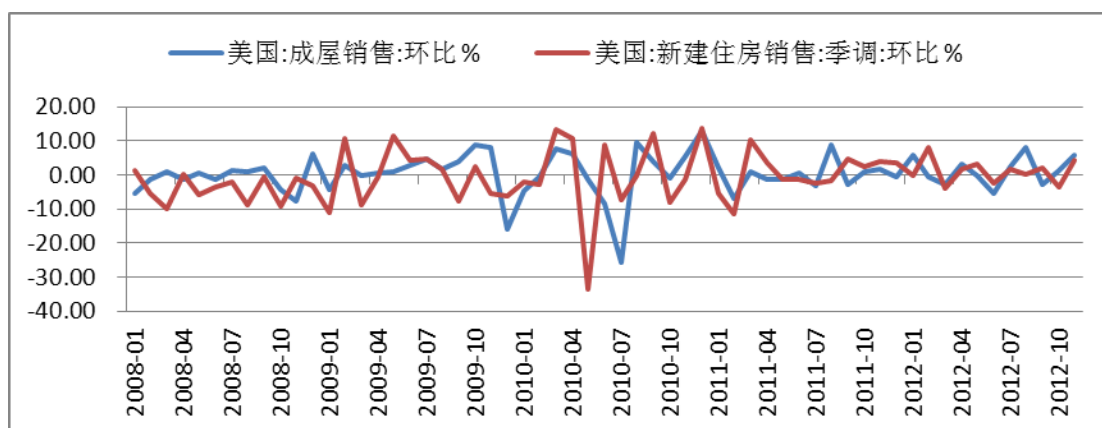


图 24: 美国成屋新屋销售环比数据

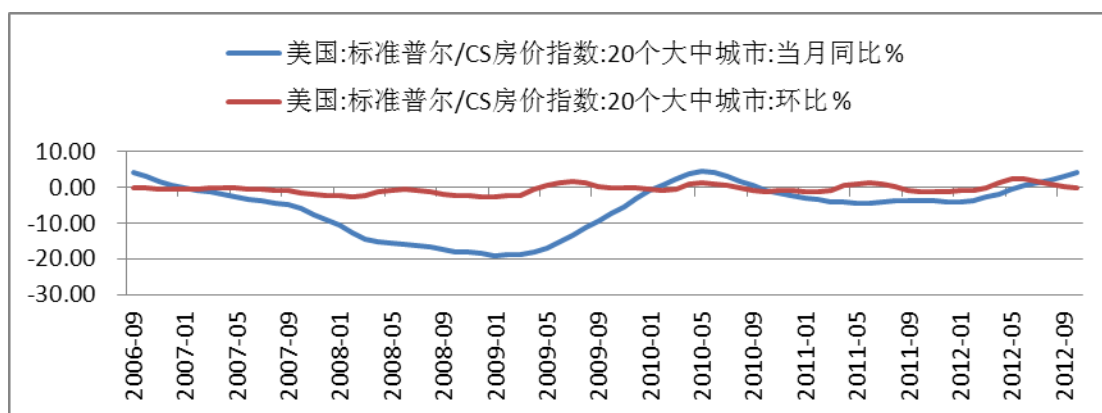


图 25: 美国 20 大中城市房价指数

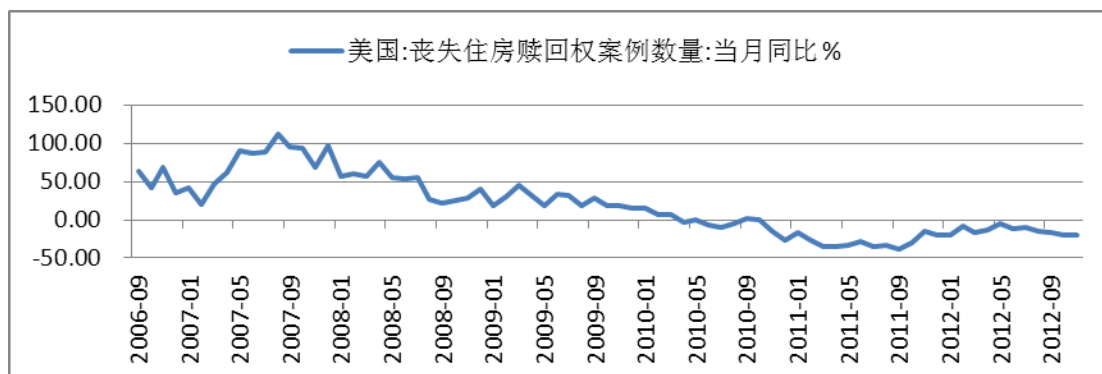


图 26: 美国住房赎回权案例数量

另一方面，美国在 08 年之后一直处于经济去杠杆的过程中，这一点在“美元 2013 年展望”中已经提到了，正是因为经济的持续去杠杆导致美国失业率高企，消费疲软。但是目前美国的产能利用率已经回到了高位，未来有加大杠杆的空间，同时如果美国产能投入的增加，那么失业率则会被不断的吸收，最后所带来的是消费的复苏，因此，笔者认为如果全球经济明年没有大的风险因素，全球的贸易规模如果能不断地扩张，那么美国的产能投入将会增强，失业率明年料将出现明显的下降，美国的消费讲有望启动。



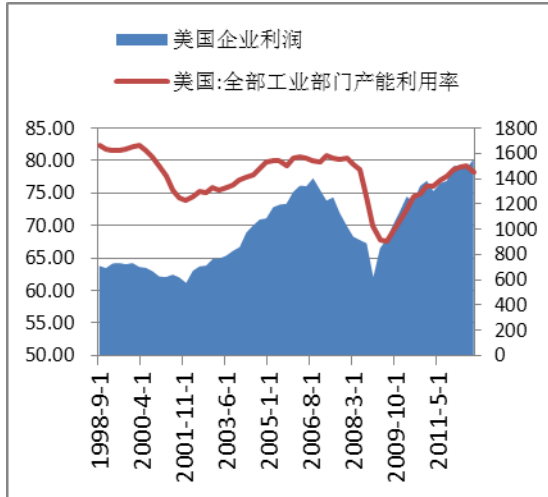


图 27: 美国产能利用率

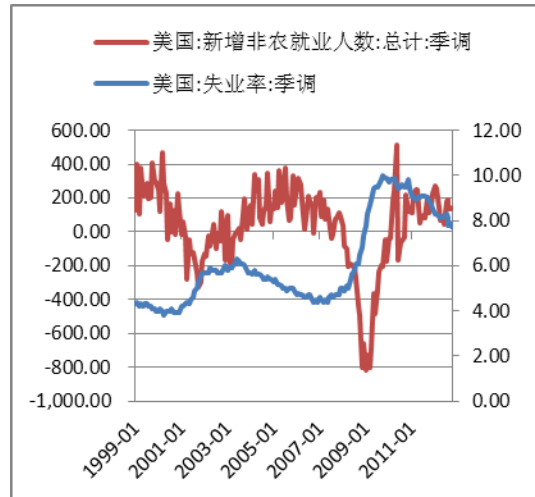


图 28: 美国失业率

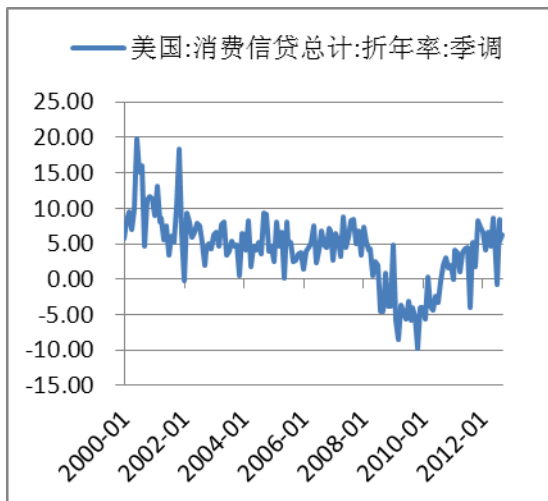


图 29: 美国消费信贷

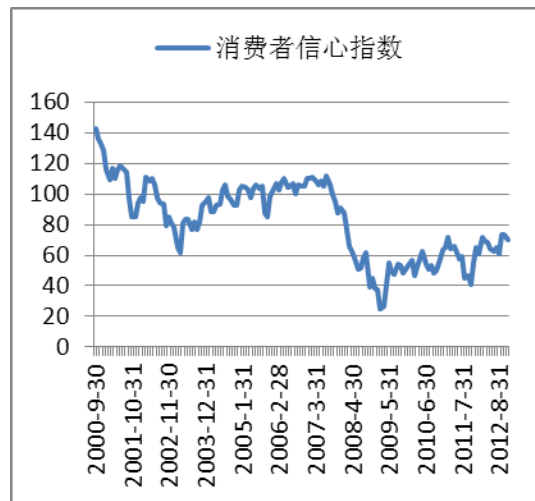


图 30: 美国消费者信心指数

最后，笔者认为，明年我们对美国的经济抱有较大的预期，FED 制定的CPI2.5%，失业率 6.5%这一目标有望在年底突破。虽然对美国的经济保持乐观的态度，但是，明年美国在财政紧缩方面的影响需要提请投资者注意，这一点我们在“美元 2013 年展望”中已经做了阐述。总体而言，明年上半年美国经济仍会呈现出温和复苏的特征，对商品的反弹支撑可能相对有限，如果下半年美国财政出现好转，那么经济增长的预期可以给予更高的评估。整体来看，2013 年底很有可能是美国财政去杠杆的尾端。