

定期报告

于无声处听惊雷

2012 年 12 月 3 日

2013 年宏观经济展望

主要预测

%	11	12E
GDP	9.3	7.8
CPI	5.4	2.7
PPI	6.3	-1.9
社会消费品零售	17.1	14.2
工业增加值	13.9	10.1
出口	20.3	8.1
进口	24.9	6.6
固定资产投资	23.8	20.4
M2	13.6	14.0
人民币贷款余额	15.8	14.4
1 年期存款利率	3.50	3.00
1 年期贷款利率	6.56	6.00
人民币汇率	6.30	6.24

最新数据 (10 月)

工业	9.6
城镇投资	20.7
零售额	14.5
CPI	1.7
PPI	-2.8

资料来源: CEIC, 招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090511030013

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理:

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点:

1、根据我们的测算,中国经济潜在增速呈缓慢下降趋势,同时中期内产出缺口都可能为负。在潜在增速缓慢下滑的背景下,我们有几个推论:首先,逆周期政策仍然有效,只要有一定力度的逆周期政策,经济就有可能逐步缩小产出缺口;其次,结合全球流动性情况和国内货币条件,通胀压力要大于通缩压力。

2、实施逆周期管理的约束主要来自两个方面:政府财政能力和潜在通胀压力。这会制约政府对于经济的干预能力,但是从 2012 年的情况外推明年,我们有理由相信借助债券直接融资,政府逆周期管理仍有空间可为。

3、从逆周期管理的逻辑出发,稳增长仍然是宏观调控的主基调。从宏观调控依然关注稳增长出发,我们就可以推断财政政策将继续积极。同时,我们推断地方投资冲动将有所释放。

至于货币政策,我们的判断是,明年货币政策总体思路与今年大体相近,由于通胀压力仍然存在,从稳增长角度出发货币政策的空间要小于财政政策。

对于未来货币政策工具的选择和运用,我们认为央行仍然以数量工具为主,利率工具的运用概率较低,公开市场操作仍是首选,存准调整存在一定空间。

关于具体目标,我们认为 M2 增速大约 14%,信贷规模控制在 9 万亿左右,非金融企业债券融资估计将超过 3 万亿,规模增长接近 30%。

4、结合当前主要经济指标的表现,我们相信当前经济已阶段性企稳,需求企稳带动经济进入被动去库存阶段。在政府明年继续维持稳增长的逆周期管理政策影响下,按照库存周期的基本模式外推,2013 年整体应该处于被动去库存向主动加库存转变的过程中,而发生库存行为进一步转化的可能时间为明年二季度。

受到经济主体加库存的推动,经济形态应该呈现前低后高的走势。

全年 GDP 增速大约 8.1%,工业企业盈利增速可能 7%左右。

5、通胀作为经济变动的结果,2013 年的平均水平将略高于今年。我们估计全年 CPI 大约 3.1%,趋势逐季走高。

6、在人民币汇率已接近均衡汇率的背景下,我们认为无论从利差、贸易盈余规模和经济增速等方面考虑,人民币汇率尚不具备贬值的条件,整体上仍将维持升值趋势。全年预估升值幅度大约 2%。

7、至于外汇占款,全年增量 1.5 万亿左右,按照季节因素呈两头高中间低走势。

8、风险因素:由于当前经济中如地方政府债务、信用风险等不稳定因素仍在,因此需要密切关注政策的变化。

正文目录

一、中期背景判断:	3
(一)、为了缩小产出缺口, 逆周期管理虽然受到约束但仍然可为	3
(二)、可能的转机与突破	5
二、政策选择: 稳增长仍然是宏观调控的主基调	6
(一)、逆周期管理要求政策继续维稳	6
(二)、从稳增长角度出发, 货币政策空间小于财政政策	7
三、经济状况: 走势前低后高, 全年 GDP 增速大约 8.1%	9
(一)、经济走势判断: 前低后高	9
(二)、2013 年 GDP 增速大约 8.1%	11
(三)、企业盈利可能逐步好转, 全年工业企业利润增速预估为 7%	14
四、预计 2013 年通胀小幅上升至 3.1%	15
(一)、货币供给因素决定通胀走势	16
(二)、对于 2013 年通货膨胀走势的判断	17
五、2013 年汇率与外汇占款的走势	20
(一)、预计全年人民币汇率升值 2%	20
(二)、预计 2013 年新增外汇占款 1.5 万亿	21
六、2013 年中国主要经济数据预测	23

一、中期背景判断：

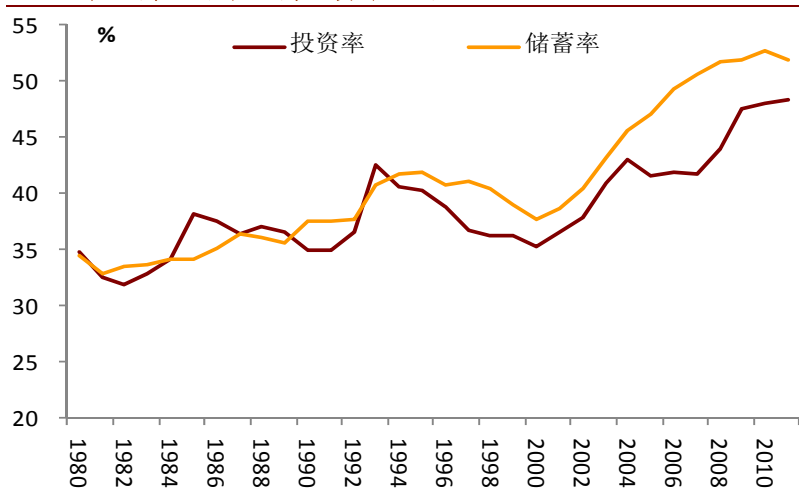
根据我们的测算，中国经济潜在增长率的下降是缓慢的，甚至在一定时期内可能变化不大。潜在增速揭示的是供应面的生产能力，而总需求能否支持这么一个高速增长速度呢？显然，回答是否定的。在外围需求放缓，而内部消费不足的长期背景之下，潜在增长速度越高，产能过剩越严重，产出缺口越大，经济发展的质量越差。换言之，中期内中国的产出缺口都可能为负。

（一）、为了缩小产出缺口，逆周期管理虽然受到约束但仍然可为

由于一直以来，中国经济的传统发展模式是依靠政府投资带动或者说政府推动经济扩张。这种模式下，高储蓄率支撑着高投资率。但是如果从未来十年的角度看，由于人口红利因素的消散和老龄化社会的到来，中国的储蓄率必将降低，从而导致投资率下降。但是，这是一个长期和缓慢的变化因素。这就意味着在短期内产出缺口为负的情况下，需求端管理仍有其必要性。

此外，恰如我们在《2012 年四季度宏观经济展望——却道天凉好个秋》一文中所分析的，潜在增速缓慢下滑中，周期因素对经济的影响和解释力会强于结构性因素，因此可以推论，政府逆周期管理不仅需要而且有用。

图1：中国高储蓄率与高投资率相伴随



资料来源：WIND，招商证券

当然，逆周期管理还有一个度的问题。由于传统发展模式被发挥到了极致，弊端正在逐步显露，为了保持经济发展的潜力，逆周期政策会部分让渡给结构转型，当然最大的约束还不是在此。

当下，逆周期管理的约束主要来自两个方面：政府财政能力和潜在通胀压力。

政府逆周期管理的重心是固定资产投资，而投资又表现出政府行政驱动和银行贷款支持的特征。多年来，政府推动经济发展的资金主要来源于土地财政的运营和政府负债经营。随着地产调控的推进、地方融资平台的整顿和经济的下滑，财政能力对于政府的约束日益明显。从下表中可知，政府收入的关键决定因素还是税收和土地出让金收入两项。

而从当前经济情况观察，土地出让金收入和税收收入下滑的趋势仍将持续。

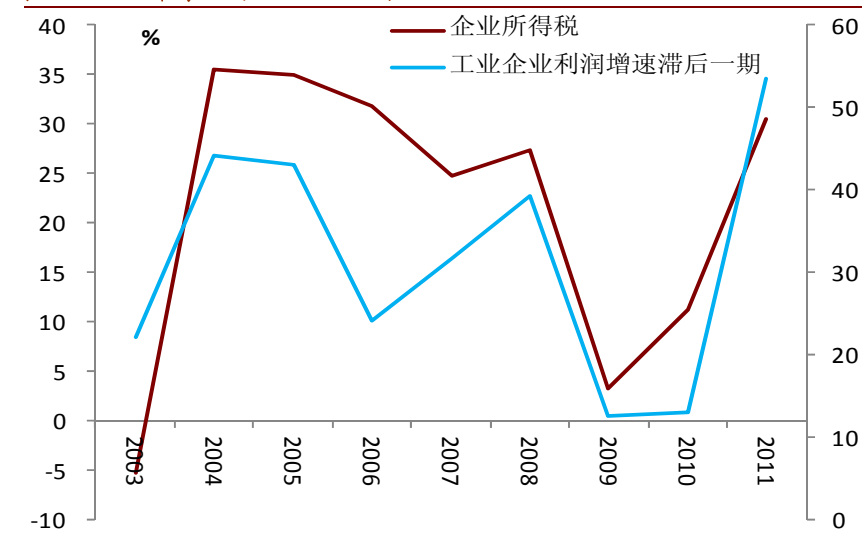
表 1: 2010 年全国财政收入情况:

	金额 (亿元)	占比 (%)
国家公共财政收入	83101.51	61.40
其中: 税收收入	73202.30	54.09
非税收入 (纳入一般预算部分)	9890.72	7.31
全国政府性基金收入	36785.02	27.18
其中: 国有土地使用权出让收入	30108.93	22.25
中央国有资本经营收入 ¹	558.67	0.41
中央国债收入 ²	5823.34	4.30
全国社保收入 ³	3760.71	2.78
预算外非税收入	5310.64	3.92
国家财政收入总计:	135339.89	100.00

资料来源: WIND, 招商证券

特别是考虑到税收还是经济成果的滞后变量，以企业所得税为例，企业所得税的税基是企业利润总额。从分析结果来看，滞后一期的工业企业利润增速与企业所得税增速相关性较高。2012 年工业企业利润出现明显下滑，可以简单推论，2013 年企业所得税将在 2012 年的基础上进一步下滑。

图 2: 企业所得税与工业企业利润



资料来源: Wind, 招商证券

另一方面，融资平台的贷款依然受到约束。根据草根信息汇总，银行对于平台贷依然持相对谨慎的态度。

此外，考虑到潜在通胀压力如影随形，货币规模必将会有所控制。根据货币主义的逻辑，在近年来货币超发的背景下，虽然产出缺口为负，但是短期内通胀压力依然要大于通缩压力。加之主要发达经济体如美、欧、日都在持续膨胀其央行的资产负债表，全球货币

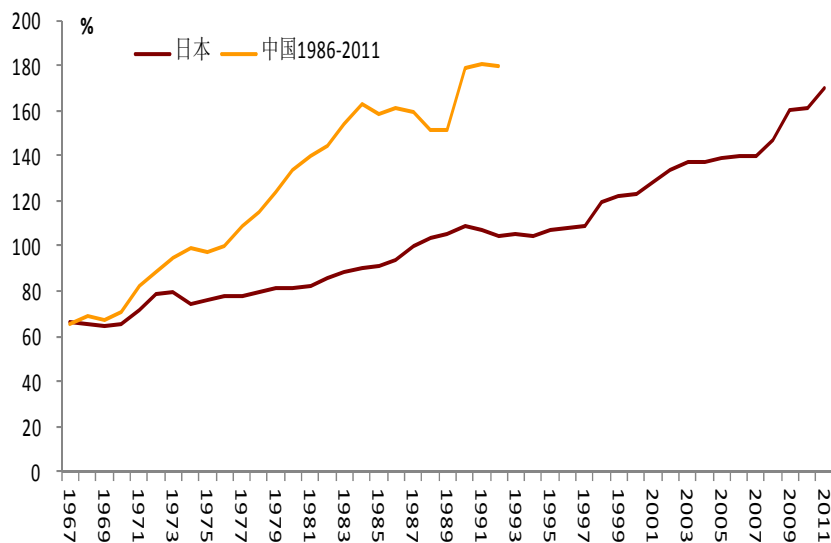
¹ 由于在数据搜集过程中发现，部分地方国有资本经营收入已经纳入一般预算管理，故简化处理，只列中央数据。

² 此处本应列示政府整体债务收入，但是由于地方政府债务收入不明确，同时中央债务收入中较为规范的是中央国债收入，故仅列示中央国债收入（扣减当年还本付息后余额）。

³ 全国社保基金收入为全年收入减去支出以后的结余项，主要是考虑到社保收入支出属于专项资金，2010 年全国社保收入 1.7 万亿，支出 1.33 万亿。

超发的趋势预计还会延续一段时间，整体通胀压力不容忽视。

图 3：从 M2/GDP 角度观察，当前中国通胀压力不容忽视

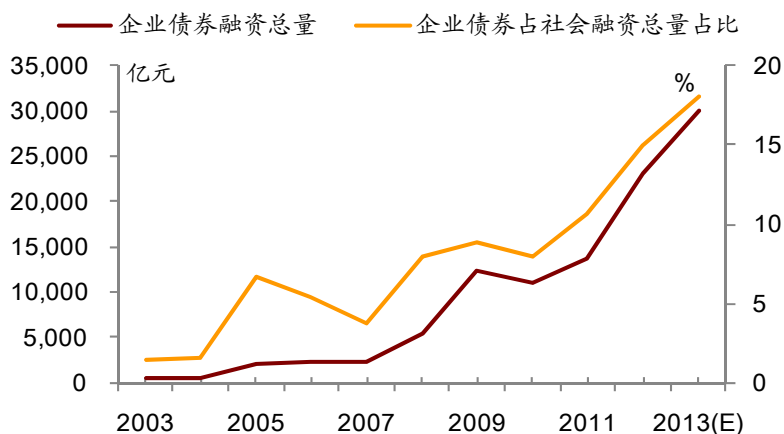


资料来源：Wind，招商证券

上述这些因素都制约了政府对于经济的干预能力。

在这一背景下，突破口就是通过发债来缓解政府和相关企业的资金压力。今年以来，无论是和政府融资平台相关的城投债还是其他企业的公司债、短融、中票等，都有相当明显的增幅。在整个社会融资总额中，非金融企业债券融资的占比在快速上升。

图 4：非金融企业债券融资上升很快



资料来源：Wind，招商证券

从目前的情况外推明年，我们有理由相信，借助债券直接融资这种方式政府逆周期管理仍有空间可为。

(二)、可能的转机与突破

对于中国而言，在日益紧密的全球化背景下，面对结构转型和财政约束的重重压力，单靠自身逆周期政策很难克服当前的困难。可能的转机在于：一方面还是需要依赖于外部需求的恢复，特别是美国经济的改善；另一方面，则需要自身结构性变革的实施。

在我们一贯的全球视角中，全球分工体系尚未发生根本性变化，中国作为主要制造大国的地位短期内还难以被他人所替代，而美国仍将是全球经济的领跑者和最终需求国。我们对于明年美国经济的看法相对乐观，弱复苏的趋势应该可以持续，结构调整和新的关键产业的培育可能正在进行，很有可能对中国产生正面的影响。

而国内方面，转机则来自于自身结构变革的实施。

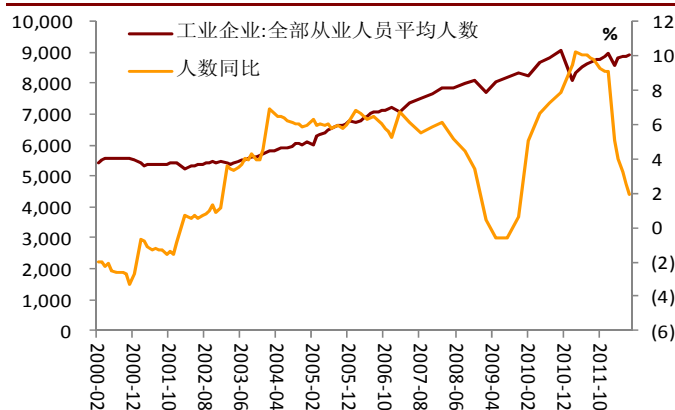
目前观之，户籍改革、收入分配制度改革、国企改革、财税体制改革、金融改革、农村土地制度改革等将在未来陆续推进，如果结构性改革逐步顺利实施，则有可能带来新的效率释放，新的经济增长点能够不断得以培育。

二、政策选择：稳增长仍然是宏观调控的主基调

（一）、逆周期管理要求政策继续维稳

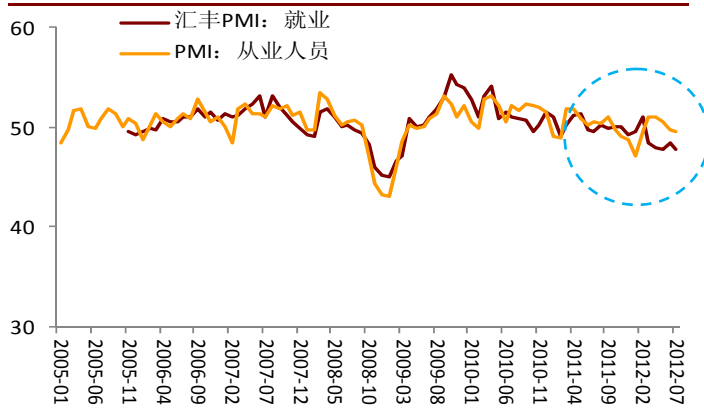
根据上文分析，中国在未来很长一段时间内都需要推行逆周期管理以缩小产出缺口。因此，展望 2013 年，我们认为整体宏观政策的逻辑出发点仍然是维稳。从 2011 年三季度以来，在房地产、政府投资紧缩调控以及外需疲弱负面的影响下，中国部分领域已经出现了严峻的就业问题和社会问题。因此，政府对经济增长一定存在底线要求，只要对经济有下限要求，那么稳增长就仍然有其必要性。

图 5：工业企业用工人数同比增速持续下滑



资料来源：CEIC，招商证券

图 6：先行指标显示就业情况在恶化

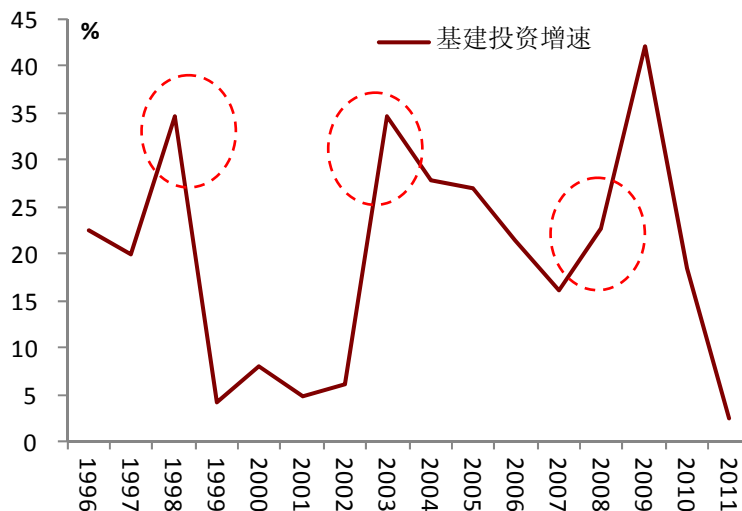


资料来源：CEIC，招商证券

从宏观调控依然关注稳增长出发，我们就可以推断 2013 年的财政政策将继续持积极态度。同时，我们推断地方投资冲动将有所释放。

地方投资冲动有所释放来自于三个方面的原因：首先，稳增长的调控要求给地方投资冲动的释放提供了政策空间；其次，地方政府的债务和资金链条只有在运营的过程中才能有所缓和，如果继续控制地方投资，则资金无从滚动，在沉重的流动性压力面前债务危机的可能性反而会上升；最后，大换届结束，地方政策趋于稳定，有利于投资冲动的释放。

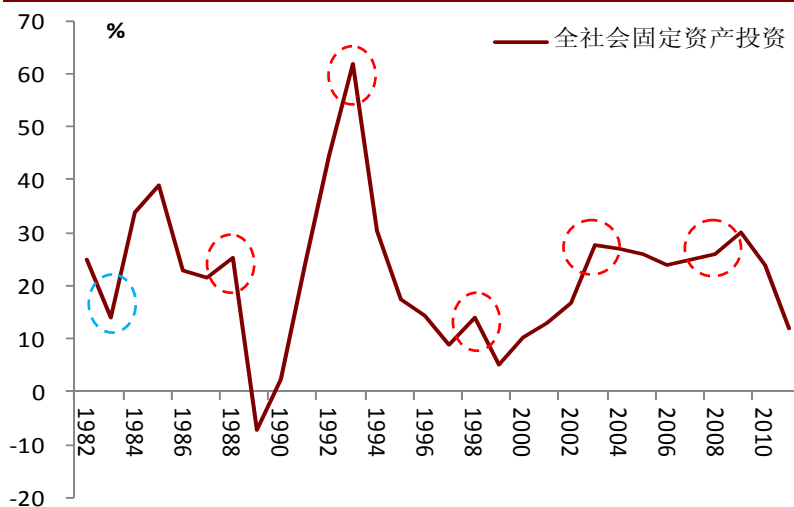
图 7：大换届之后一年基建投资显著回升



资料来源：Wind，招商证券

此外，2013 年是十二五规划的第三年，从改革开放后的历史来看，五年规划的第三年（比如 1988、1993、1998、2003、2008），其投资的开工速度和完工进度都将较前两年有所加快，具体体现就是全社会固定资产投资增速的较快增长。因此，客观上也会推动除政府基建投资以外相关投资的上升。

图 8：五年规划的第三年一般投资增速会高于前两年



资料来源：Wind，招商证券

（二）、从稳增长角度出发，货币政策空间小于财政政策

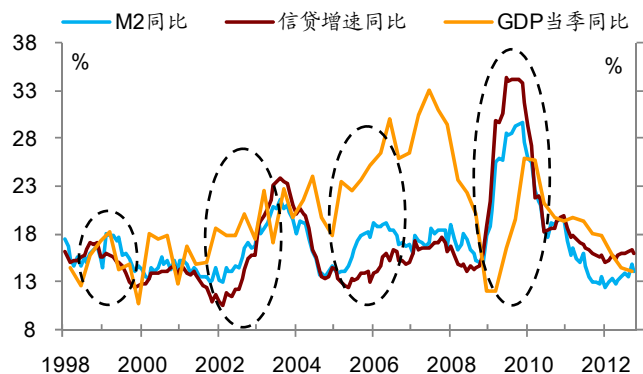
至于货币政策，我们的判断是，明年货币政策总体思路与今年大体相近，由于通胀压力仍然存在，从稳增长角度出发货币政策的空间要小于财政政策。

央行在《2012 年第三季度中国货币政策执行报告》中强调，下一阶段的货币政策将“重在保持货币环境的稳定，为市场经济自身的调整 and 稳定机制发挥作用创造条件。”回顾 2012 年，货币政策基本围绕“稳中求进，预调微调”的原则。2013 年也将延续总量稳健、结构积极的调控基调；总量上与今年大体相近，同时货币政策会更为关注流动性的结构问题。

我们预测 2013 年的信贷增速在 14.3% 左右, 信贷规模在 9 万亿。信贷投放节奏前高后低, 从不同时期新增贷款占全年贷款的比重来看, 信贷节奏仍会应该延续 3: 3: 2: 2 的格局。信贷增速相比 2012 年 15.0% 而言偏低一些。从贷款结构来看, 中长期贷款的占比会较今年年初的情况继续好转。从历史经验来看, 信贷增速, 特别是中长期贷款的增速对于经济复苏的推动力最强。随着债券融资也逐渐成为非金融企业获得资金的一种重要方式, 是银行贷款的有力补充, 也推动着经济的复苏和改善。预计今年的债券融资规模将达到 2.3 万亿的。其中, 企业债和中票等中长期债券的占比超过七成, 占社会融资总量的占比超过 15%。明年非金融企业债券融资将超过 3 万亿, 规模增长接近 30%。

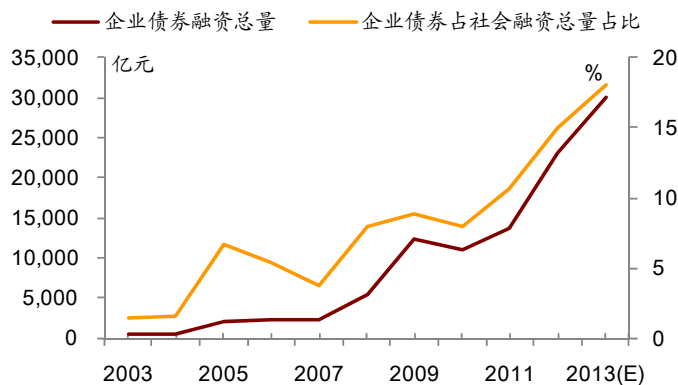
预计明年 M2 同比增长 14%, 与 2012 年货币供给增速目标一致。今年 10 月 M2 同比增速 14.1%, 基本圆满完成年初制定 14% 目标值。随着金融脱媒的加剧, M2 衡量流动性和货币供给的有效性有所降低。

图 9: M2 和信贷对经济的拉动作用



资料来源: CEIC, 招商证券

图 10: 企业债券融资快速增长



资料来源: CEIC, 招商证券

对于未来货币政策工具的选择和运用, 我们认为央行仍然以数量工具为主, 利率工具的运用概率较低, 公开市场操作仍是首选, 存准调整存在一定空间。

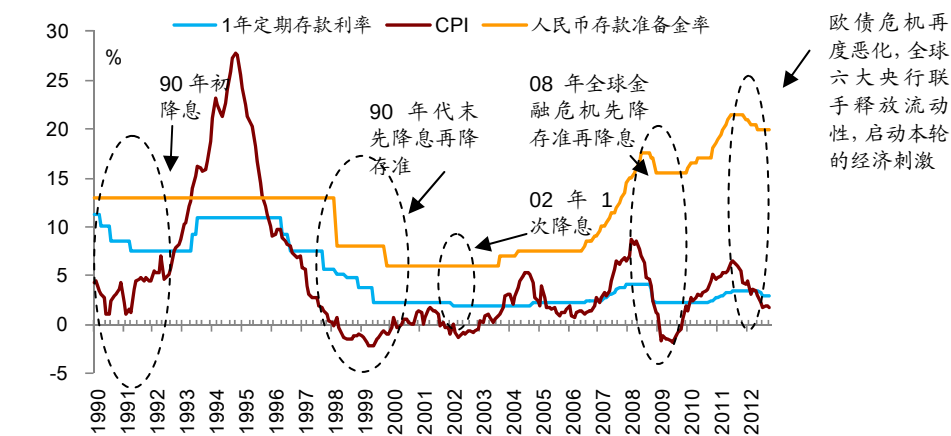
首先是公开市场操作, 即合理安排工具组合、期限结构和操作力度, 保持银行体系流动性处于适当水平, 合理引导货币市场利率。2012 年下半年央行主要是通过调控逆回购的期限结构来引导银行间的流动性, 同时影响短期资金利率水平。2013 年央行预计会延续这一操作思路。

对于存款准备金, 我们认为可能下调 1 至 2 次。央行当前不下调存款准备金率的顾虑有两点: 一方面, 2012 年前三季度的银行超额准备金率在季末的水平均超过 2%, 处于高位, 表明银行的存款资金量较为宽裕; 另一方面, 从 4 月份汇率改革以来, 央行已经连续半年较少干预外汇市场, 即金融机构外汇占款的增加和减少均不改变基础货币的供应量。不过在金融脱媒的影响下, 银行每个季度末均上演着存款大搬家, 所以季末超额率较高并不能说明平日银行的资金量宽裕。央行不参与外汇市场, 而市场参与者又容易形成一致预期。当前人民币汇率持续升值的原因之一, 在于商业银行整体购入外汇的意愿较低, 外汇市场成交规模大幅萎缩, 外汇价格失效。因此, 央行陷入尴尬的境地, 我们认为未来央行不得不重新干预外汇市场。央行通过逆回购的公开市场操作投放的资金受到限制, 不利于商业银行资金头寸的管理以及长期投资。此外, 从国际货币体系调控演变过程比较研究来看, 中国银行的存款准备金率位于世界高位。在日本金融自由化的深入过程中, 日本央行在具体货币政策调控和流动性管理方面更加依赖公开市场操作, 存

款准备金率的调整也成为调控银行信贷规模的重要方式。

利率调整的概率较低。预计 2012 年第四季度的 CPI 小幅上涨至 2.3%，2013 年通胀会进一步上升至 3.1%，通胀的压力仍在，这限制了利率工具的调整空间。同时，利率调整对于资产价格的刺激作用较为明显。在经济企稳复苏阶段，各类资产价格敏感度增加，同样限制利率调整的空间。

图 11: 1990 年以来降息和下调存款准备金情况



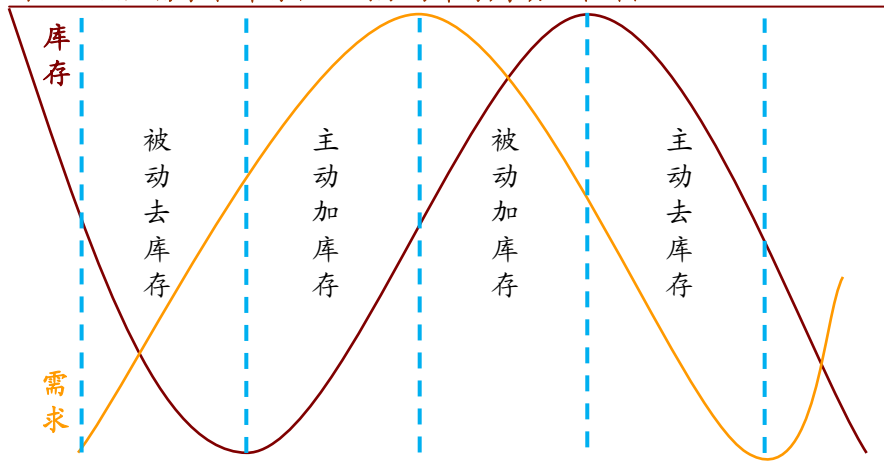
资料来源：WIND，招商证券

三、经济状况：走势前低后高，全年 GDP 增速大约 8.1%

（一）、经济走势判断：前低后高

中长期的经济形势在本文第一部分中已有较为明确的推论。至于一年以内的经济走势，则主要取决于对库存调整的周期判断。在供给层面因素相对稳定的情况下，需求端政策将决定总需求的变化，并通过供需力量的对比变化影响价格水平波动，进而决定经济主体的库存行为。

图 12: 按照需求和库存状况划分的库存周期四个阶段



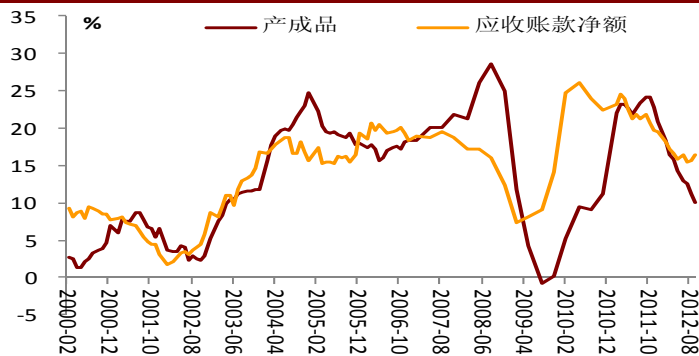
资料来源：招商证券

在政府明年继续维持稳增长的逆周期管理政策影响下，结合当前主要经济指标的表现，我们相信当前经济已经阶段性企稳，需求企稳带动经济进入被动去库存阶段。

从历史数据来看，应收账款净额是产成品资金的领先指标，一般领先 2-3 个季度，6 月应收账款净额增速出现半年来的首次回升，而 8 月、9 月出现再次回升，虽然从趋势上分析，尚难以判断库存调整完全结束，但是可以推论主动去库存应该已经告一段落。

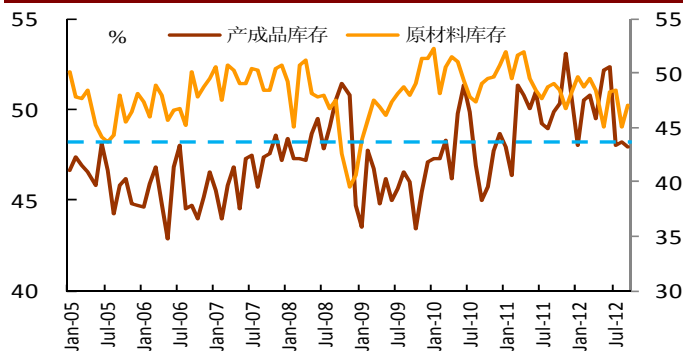
需要提示的是，7 月的数据对此前的判断造成干扰，究其原因，在于当前的需求状态和政策行为影响了企业的库存行为。去库存或者说库存调整的进程较为复杂。

图 13: 企业应收账款同比增速继续回升



资料来源：CEIC，招商证券

图 14: PMI 库存指数显示当前库存水平仍有下降空间



资料来源：CEIC，招商证券

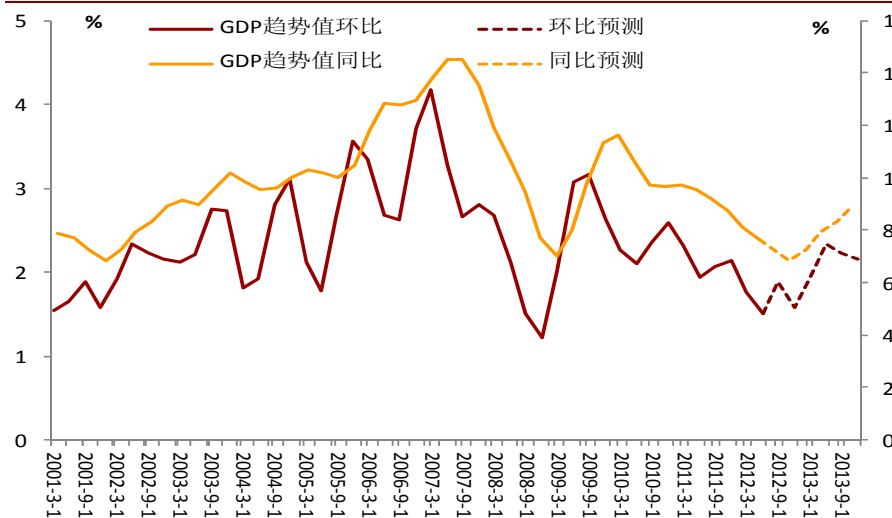
当然，更进一步的验证指标来自 PPI 环比等价格变化，从目前相关生产资料价格的变动情况来看，基本可以确立环比已见底，同时可以验证需求的企稳已经开始影响生产领域。

于是，我们可以按照库存周期的基本模式进行外推。一般一个库存周期大约 2-3 年，一个库存周期中每个阶段平均大约 2-3 个季度。那么，2013 年整体应该处于被动去库存向主动加库存转变的过程中，而发生库存行为进一步转化的可能时间为明年二季度。

受到经济主体加库存的推动，经济形态应该呈现出逐步回升的走势。

换言之，全年经济很可能呈现前低后高的走势。这一情况与 2001-2002 年类似

图 15: 以 2001-2002 年经济形态复制 2012-2013 年 GDP 走势情况



资料来源：WIND，招商证券

（二）、2013 年 GDP 增速大约 8.1%

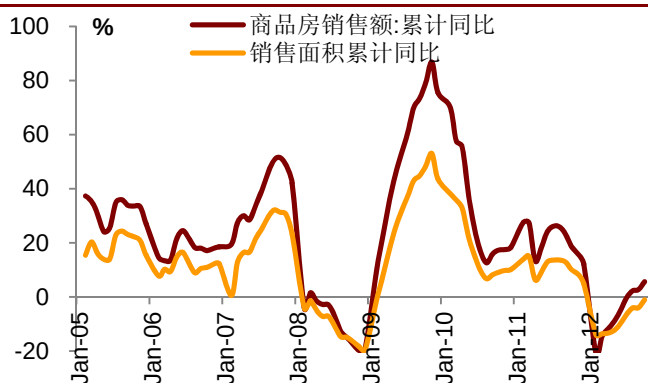
在逆周期管理下，2013 年投资增速将好于今年，初步预估可能在 22.5% 左右。投资之外，消费相对依然稳定，14.2% 的增速应该可以维持，这主要得益于城镇化推进和劳动者报酬提升的收入效应。此外，从全球视角看，外需虽然疲弱但是明年欧美经济要好于今年，受此影响不作过高估计的话，9% 左右出口增速应该可以达到。

在需求端稳定和库存调整阶段性结束的影响下，工业生产将进一步恢复，工业增加值全年预估增速大约 11% 左右。综上，2013 年 GDP 增速估计 8.1%。

1、展望 2013 年，我们对投资的总体看法是积极的

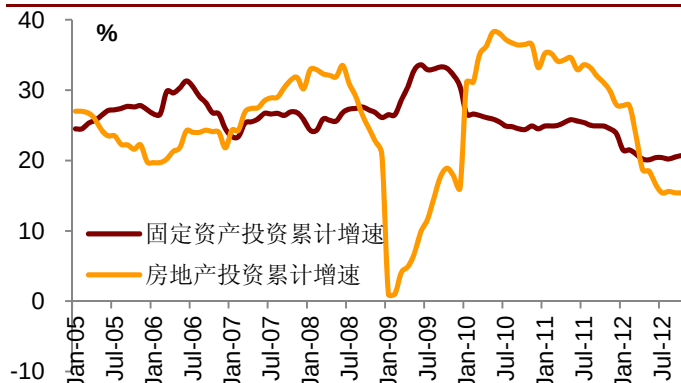
作为投资中最重要领域的房地产投资，2013 年投资增速快于 2012 年的可能性较大。持续多时的房地产调控是影响房地产投资的最重要因素，其影响一是体现在对刚需预期的修正，二是体现在对房地产企业资金的控制，三是各地的限购政策。对刚需预期的修正只是暂时性，这种修正不会导致刚需无限期地推迟购房。因此，从 2012 年 2 月起，国内商品房销售形势持续好转。销售形势的好转有利于房地产库存的去化，也有利于房企资金的回流。从 1-10 月累计数据看，商品房的销售额已超过去年同期 5.6 个百分点，房地产开发投资的资金到位情况自 7 月后显著好转，其中银行贷款是资金来源中增速恢复最快的部分。库存去化和资金回流是房地产开发投资回升的前提条件，从目前看这两个条件已在逐步具备的过程中。对于限购政策，我们的看法是：随着完成进度的提高，当保障房项目逐步具备制衡商品房价格的能力之后，限购政策进一步放松的可能性将会逐步提高。从目前保障房项目的进度看，保障房开工数量已达到“十二五”计划的 65%，而截止到 2012 年 10 月保障完成数量已超过 1300 万套，按照 3600 万套的计划数量，未来三年内保障项目将进入项目完成的高峰期，其对商品房价格过度上涨的抑制作用将会初步具备。另外，从中央政府与地方政府的博弈角度分析，限购政策对地方政府收入具有较大的影响，今年以来许多地区的限购政策实质上出现了放松。

图 16：商品房销售形势好转有利于房地产库存去化



资料来源：CEIC，招商证券

图 17：房地产投资是固定资产投资的重要组成部分



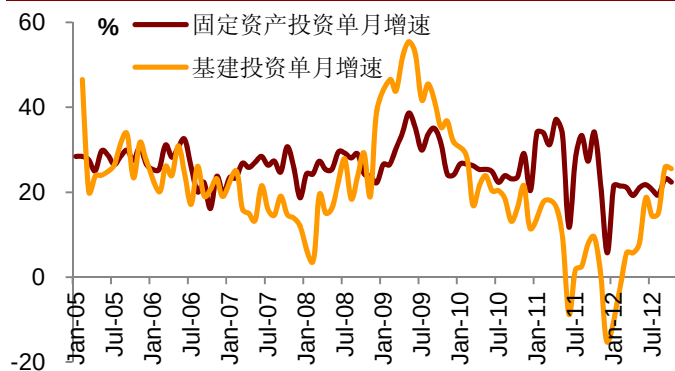
资料来源：CEIC，招商证券

总之，随着刚需的逐步释放，今年以来商品房销售形势逐月好转，库存去化和资金回笼对房地产投资的恢复有积极的促进作用，而房地产调控政策将会随着保障房项目的逐步完成和中央、地方政府的博弈而逐步松绑。所以，目前房地产开发投资增速快速下滑的趋势已得到遏制，增速已企稳。我们预计明年的房地产投资形势将会好于今年，增速将在 15%-20% 之间。

基建投资方面，我们认为有如下原因支撑明年基建投资增速不低于今年水平。原

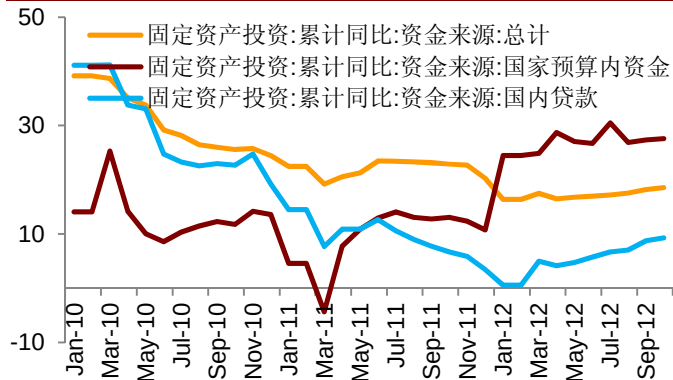
因之一：基于稳增长的考虑，稳定投资仍然是保证 2013 年经济平稳运行的重要因素。短期看，由于库存去化的阶段性完成，总需求有所恢复，一股自发向上的力量将会推动经济的缓慢回升。但是这股力量动能有限且持续时间短，因为库存去化并不能解决长期的产能去化问题，内外需的疲弱不能支持经济主体加库存的行为存续一段较长的时间，产出缺口为负还将维持数年。未来两到三年内，内生复苏力量不足以推动经济自主走出低迷状态。我们预计短期内的库存行为转化能够推动经济在 2012 年四季度和 2013 年一季度的缓慢回升。原因之二：2012 年和 2013 年是中央和地方政府的集中换届之年，随着政府人事安排的逐步明朗化和人员到位，地方政府的投资冲动必然将有所释放，而中央政府稳增长的政策基调为地方投资冲动的释放提供了政策空间。原因之三：2013 年是“十二五”规划的第三年，从过去看，“八五”计划至今，五年计划的第三年均是投资的高峰，为了完成“十二五”规划的投资计划，2013 年政府投资的开工和完成进度都必然会加快。

图 18: 基建投资发力是投资增速企稳主要原因



资料来源：CEIC，招商证券

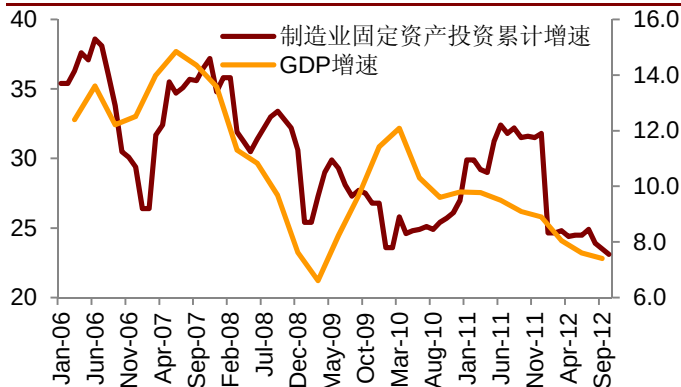
图 19: 资金到位情况好转支撑投资企稳



资料来源：CEIC，招商证券

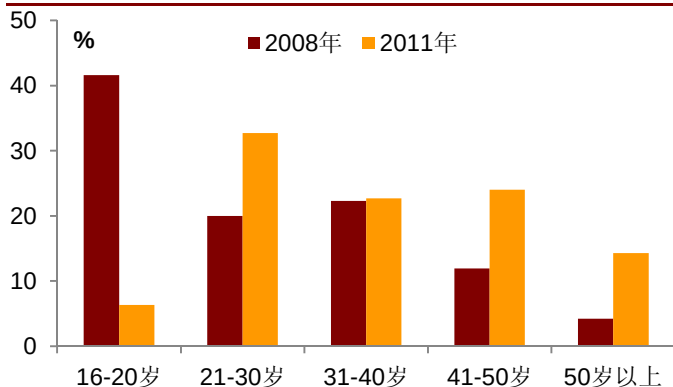
资金来源是困扰基建投资的主要问题，近期资金到位情况的好转主要来源于国家预算内资金和国内贷款。我们认为在稳增长政策的背景下，2013 年国家预算内资金到位情况不会比 2012 年差。另外，银行信贷支持也是稳增长政策起效的关键，债务融资规模明年也会持续增加，而且工业增速的回升有利于改善政府收入状况，中央政府的转移支付收入也是明年地方政府扩大投资规模的重要资金来源。综上，稳增长背景下，政府有必要也能力支持 2013 年基建投资形势的进一步改善。

图 20: 经济低迷终致制造业投资热情的褪去



资料来源：CEIC，招商证券

图 21: 18-20 岁农民工人数占比显著回落



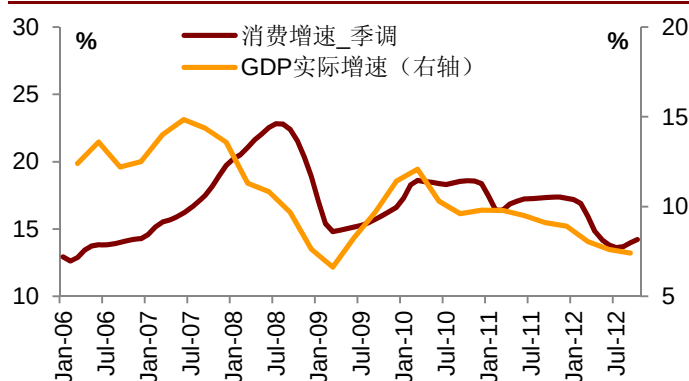
资料来源：国家统计局，招商证券

制造业投资方面，2012 年以来，制造业投资增速随着经济增速下滑而持续回落，经济低迷是影响今年制造业投资的主要因素。但是，随着中国人口结构的老龄化进程加快和人力成本的不断攀升，机器替代人是制造业企业降低成本提高效率的必经之路。2013 年是“十二五”计划的关键时点，对七大战略新兴产业的投资也将进入关键时期，“十二五”计划中所规划的投资重点对投资的拉动作用将逐步显现。在城镇化进程尚未完成而人口老龄化正加快来临的背景下，我们认为制造业投资增速尚不具备显著回落的条件，预计明年制造业投资增速将维持在 22% 左右

2、消费依然稳定

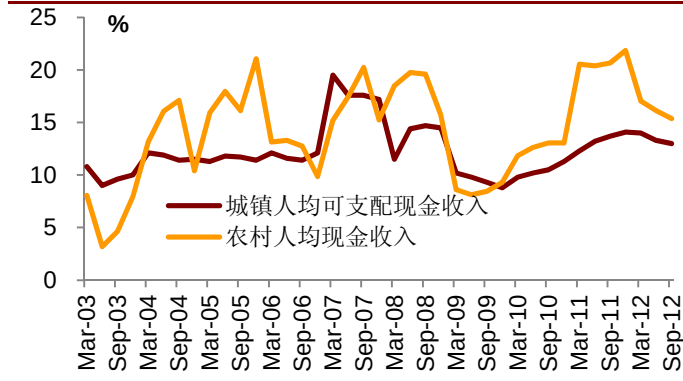
十八大报告中提出到 2020 年城乡居民收入比 2010 年翻一番，收入提高将有利于提高消费水平。不过短期看，收入翻一番的规划对 2013 年消费增速的边际影响不会太大。我们认为 2013 年经济增速和通胀水平都较之于 2012 年会有温和回升，社会零售总额增速也会温和回升。若按照“十二五”规划五年时间社会零售总额翻一番测算，年均消费增速应达到 14.9% 左右。据此，我们预计 2013 年消费增速约为 14.2%。

图 22：经济不振也会抑制消费增速



资料来源：CEIC，招商证券

图 23：提高收入增速有利于刺激消费

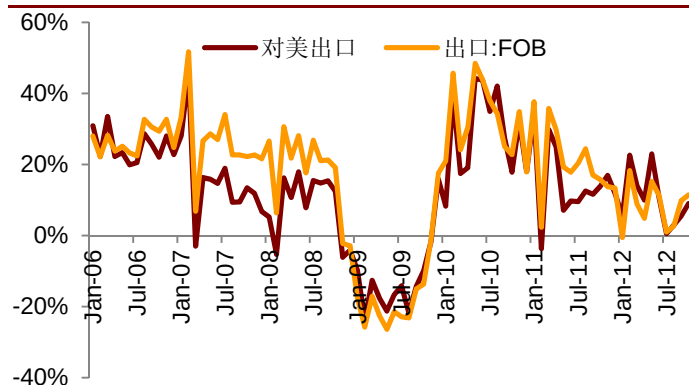


资料来源：CEIC，招商证券

3、出口仍有望维持 9% 左右的增速

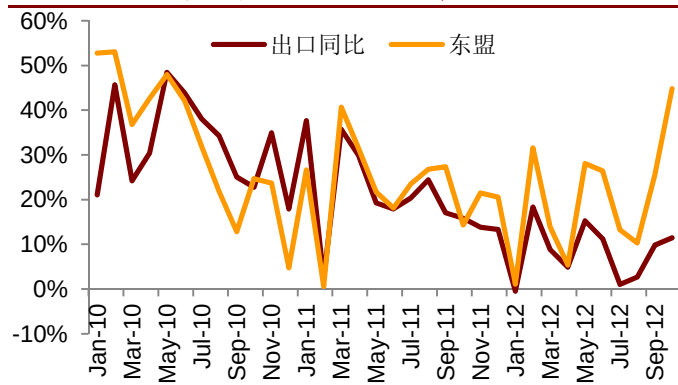
由于外需不振，2012 年我国出口增速显著下滑且各月之间波动较大。从产品类型看，机电产品和高新技术产品波动相对较小，基本维持出口正增长；劳动密集型产品出口增速则起伏较大，波幅往往远大于整体出口的波动范围，即整体出口恶化时，劳动密集型产品出口更加恶化，而整体出口好转时，劳动密集型产品出口会有更大程度的改善。从贸易伙伴看，我们维持出口总量看欧美，增量看新兴市场经济体的观点。增量方面，除金砖国家依然重要之外，东盟等区域内贸易伙伴在外贸低迷之时仍保持了较快的增长，今年以来对东盟出口平均增速依然维持在 20% 的水平上，仅较 2011 年下滑 1 个百分点，而东盟、日本、韩国等东亚贸易伙伴占我国的出口比重已超过 20%。由此可见，未来区域内贸易对我国外贸形势的影响将不断增强。

图 24: 出口总量看欧美



资料来源: CEIC, 招商证券

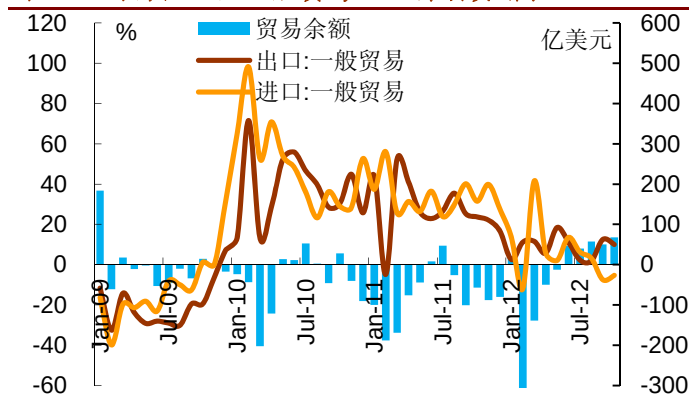
图 25: 2012 年以来对东盟出口显著好于整体出口形势



资料来源: CEIC, 招商证券

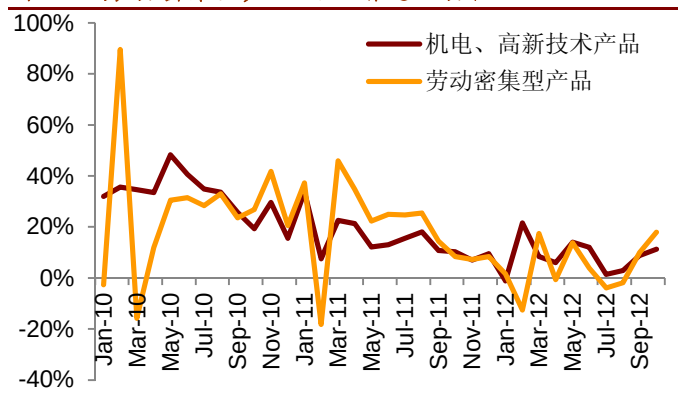
展望 2013 年, 我们认为美国经济将维持温和复苏趋势, 经济增速与 2012 年大致相同; 而欧洲经济仍零增长的附近徘徊。因此, 明年外需仍然比较低迷但欧美经济应不比今年形势差, 而人民币汇率的波动可能对出口发挥更大的作用, 我们预计 2013 年出口增速约为 9.0%。

图 26: 内需低迷, 一般贸易进口持续负增长



资料来源: CEIC, 招商证券

图 27: 劳动密集型产品出口增速波动较大



资料来源: CEIC, 招商证券

2012 年的进口增速严重低于市场预期, 主要原因是国内经济增长放缓导致的内需回落。另一方面, 受全球需求不振影响导致的大宗商品价格回落也放大了进口增速的下滑程度。展望 2013 年, 由于国内经济增速将有所恢复, 基建投资、房地产投资形势将会有所改善, 我们认为与反映内需强弱的一般贸易增速将会好转, 而欧美经济略好于 2012 年也意味着加工贸易进口也会出现小幅回升。综上, 我们预计明年进口增速约为 7.8%。

按照支出法分解, 三驾马车的贡献如下: 投资对经济拉动大约 4.0%, 消费大约拉动 4.2%, 净出口大约拉动 -0.1%, 因此, 2013 年全年经济 GDP 增速可能为 8.1%。

（三）、企业盈利可能逐步好转, 全年工业企业利润增速预估为 7%

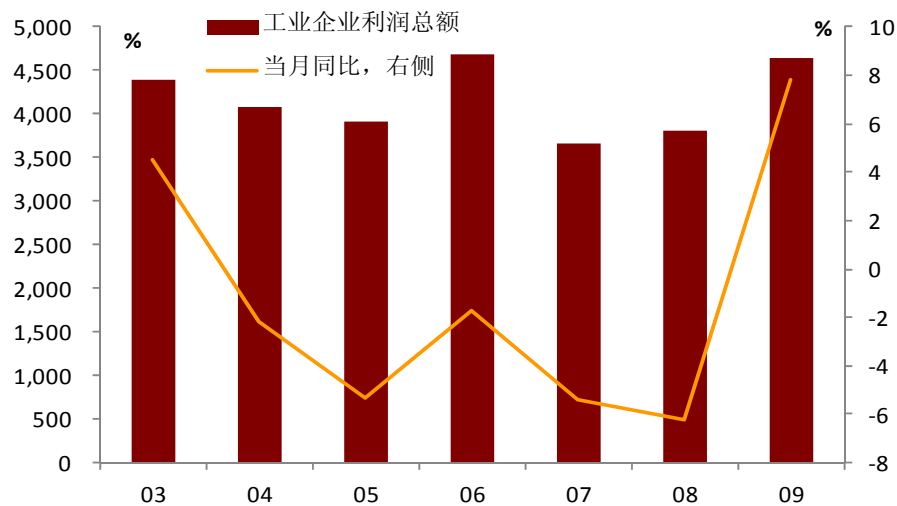
至于企业盈利未来走势的判断, 还是要取决于政策的走势和总体需求的变化。总体上, 按照我们的一贯逻辑和未来政策展望, 如果总需求在今年 3 季度末逐步企稳, 则企业盈利可能在 4 季度见底。特别是结合当月企业利润增速走势, 展望未来 1-2 个季度, 受库

存调整影响,企业盈利总体下滑的趋势应该会逐步收敛,同比增速走势可能会逐步企稳。

结合三季度的宏观数据情况,我们认为上述判断基本可以成立。换言之,在经济阶段性企稳之后,特别是需求端的改善开始向生产端传导,工业企业的盈利可能会在四季度内出现逐步企稳的迹象。并且这一趋势可以在 2013 年得以延续,直接的领先指标就是 PPI 环比的变化。

结合企业库存周期的调整,我们预计 2013 年全年工业企业利润增速可能为 7%左右。

图 28: 2012 年工业企业利润当月同比增速走势



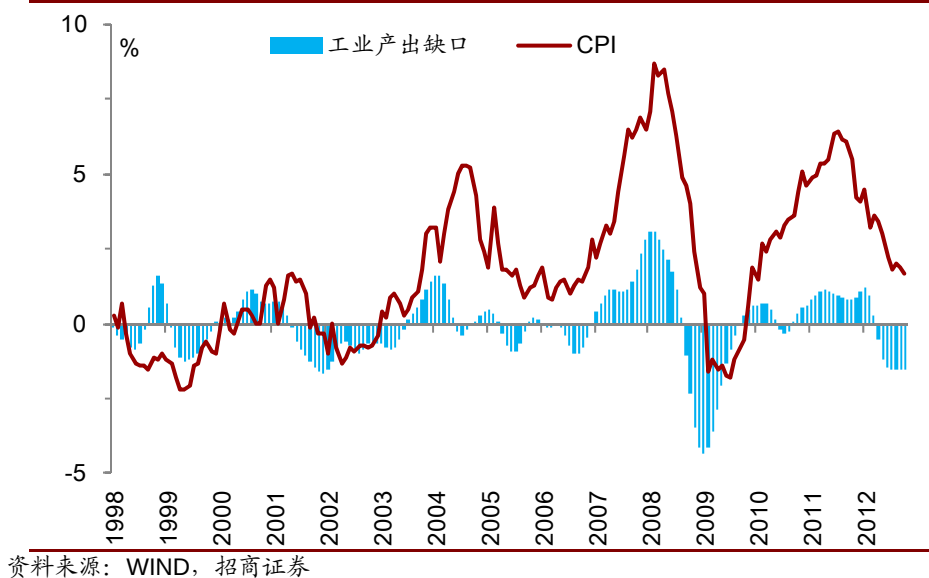
资料来源: WIND, 招商证券

四、预计 2013 年通胀小幅上升至 3.1%

通胀作为经济变动的结果,2013 年的平均水平将略高于今年。根本而言,通胀的走势取决于经济的走势和流动性环境。一方面是世界经济的未来走势(主要指美国和新兴市场)与国内经济情况;另一方面是主要经济体的货币政策取向和力度,这个主要包括美国的货币政策、欧债危机的演进、与国内宏观政策。我们认为 2013 年美国仍维持温和复苏的趋势,美联储将维持宽松的货币政策以有效的减轻财政悬崖问题对经济的影响;欧洲领导人明确将维护欧元区金融稳定,维持宽松的流动性环境以确保金融体系的正常运转和刺激经济的恢复,以上措施有助于欧元区经济走出衰退的阴影;新兴市场国家经济也会维持较为宽松的货币环境以有效刺激经济和就业,经济出现弱复苏。全球范围内宽松的货币政策注入了大量的流动性,形成输入型通胀的隐忧。

国内方面,经济阶段性企稳也带来通胀向上的压力。从我们一贯的逻辑来看,分析核心通胀未来的走势,首先要看产出缺口。产出缺口在今年 7 月到达底部后,已经连续三个月收窄上行。随着经济温和复苏,我们预计 2013 年工业增加值处于回升趋势。虽然产出缺口依然为负,但有收窄的迹象,推动未来通胀水平小幅上行。同时结合当前货币条件的走势,初步预估 2013 年 CPI 同比增长 3.1%。

图 29: 预计 2013 年工业产出缺口转而上行



（一）、货币供给因素决定通胀走势

从一个相对较长的时间来看，货币供给影响总需求，货币增速的下降会拉低通胀水平，M2/M1 领先通胀水平 2.5 年，该值在 2010 年 1 月触底后逐渐回升至 2012 年 1 月触顶，据此推测通胀在今年 7 月筑底后也将在 2013 年处于上升的趋势；CPI 季调后趋势值领先通胀 9 个月，我们可以看到该值在 2011 年 11 月见底，而 9 个月后 2012 年 7 月通胀触底。从这些领先指标来看，2013 年通胀处于回升的趋势中，不过由于 2011 年下半年至 2012 年，中国人民银行执行的货币政策稳中偏紧，因此货币供给因素带来的本轮通货膨胀的压力较为温和。

图 30: M2/M1 领先通胀水平 2.5 年

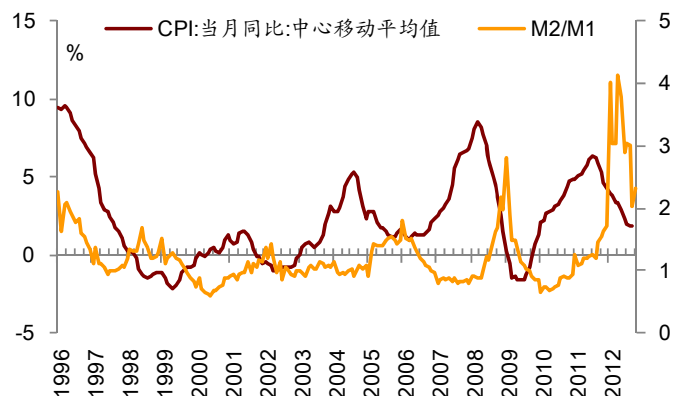


图 31: CPI 季调后趋势值环比增速领先通胀 9 个月

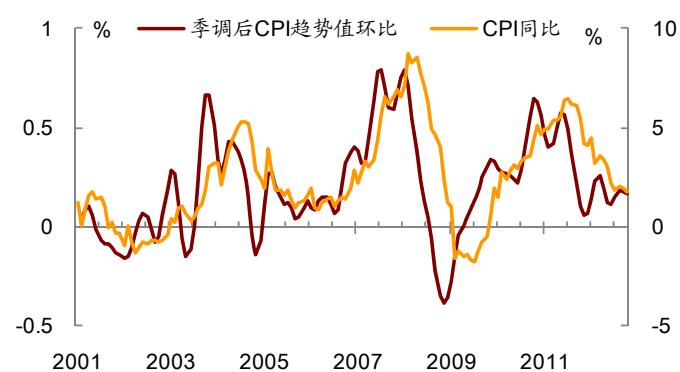
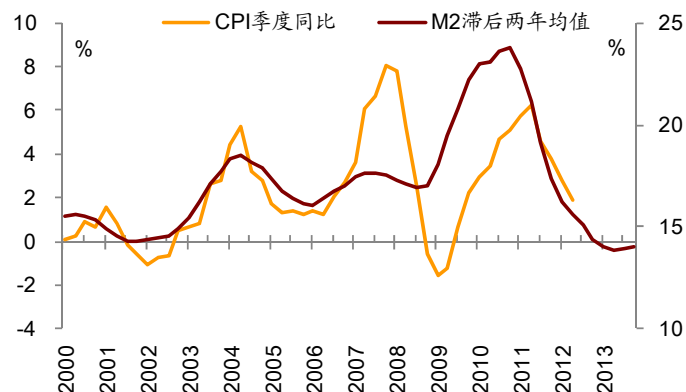
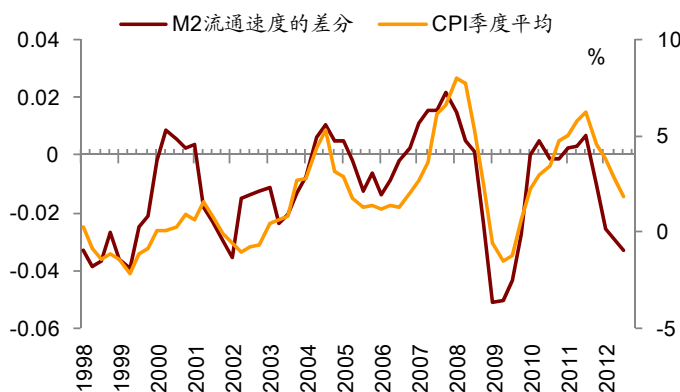


图 32: 货币供应量传导至通胀有滞后性



资料来源: CEIC, 招商证券

图 33: M2 流通速度的差分

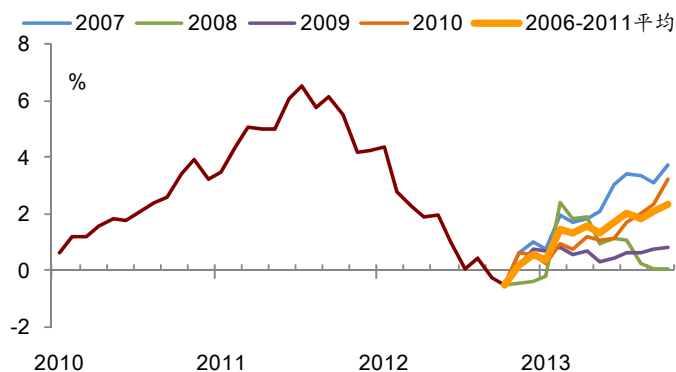


资料来源: CEIC, 招商证券

（二）、对于 2013 年通货膨胀走势的判断

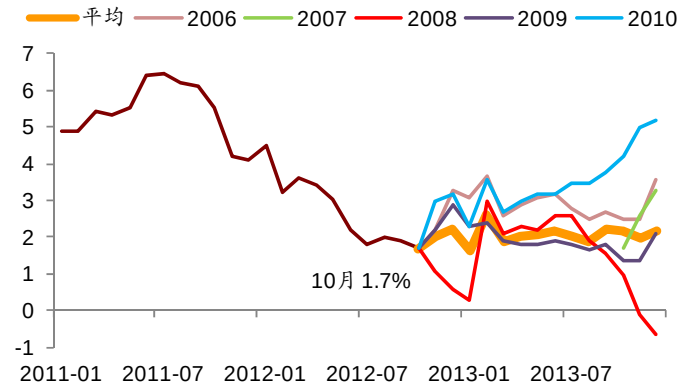
对于 2013 年 CPI 走势形态,总的判断逻辑是:通胀上行,预计全年通胀同比增长 3.1%,通胀走势逐季走高,各季度同比增速分别为 2.4%, 3.0%, 3.3%, 3.5%。

图 34: 历年数据预测食用农产品价格走势



资料来源: CEIC, 招商证券

图 35: 历年数据预测 CPI 走势



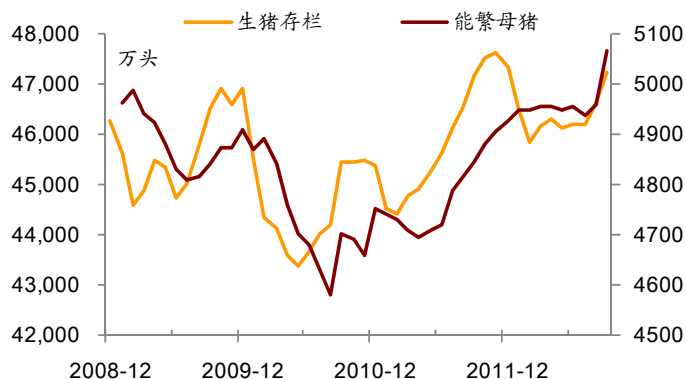
资料来源: CEIC, 招商证券

从食品价格的走势来看, 2013 年是新一轮食品价格周期的起点。具体来看, 我们预测 2013 年 CPI 食品同比涨幅为 6%, 非食品价格同比涨幅为 1.8%。

预计 2013 年下半年猪肉价格出现上涨。目前生猪存栏量和能繁母猪存栏量都位于历史高位, 从能繁母猪到产下仔猪, 再到仔猪育肥出栏上市成为商品猪需要 9 个月, 换句话说, 直到明年年中猪肉价格大幅走高的可能性较低。我们需要关心的是明年年中至年底的猪肉价格走势。我们以猪粮比为 6 的官方惯例作为盈亏平衡点, 从今年 4 月份至 9 月份, 由于猪肉价格维持稳中走低、而美国大旱导致猪饲料中玉米和大豆的价格不断上涨, 导致养殖户出现过短暂的、程度有限的亏损期, 随着 9 月中旬以来玉米和大豆价格的小幅下降, 养殖户的盈利情况有所好转。一般而言, 当养殖户面临的亏损情况较为严重、持续时间较长时, 大量的养殖户才可能无法承受亏损, 不再从事该行业, 直接退出市场。但这样的情况今年并没有出现过, 而且目前生猪存栏量和能繁母猪存栏量均位于历史高位, 市场调整的幅度有限。那么未来就有两种可能情景: 一是淘汰落后产能就此结束, 猪粮比不会深度下跌, 新一轮猪周期开始, 未来供给较充分, 猪肉价格稳中由升,

但涨幅有限，如 2007 年；二是淘汰落后产能并未结束，春节过后猪粮比还会大幅下跌，养殖户会面临深度亏损，如 2010 年上半年。猪肉价格持续下跌，大量能繁母猪和生猪被淘汰，导致 2010 年下半年出现猪肉价格上涨，至 2011 年 5 月涨幅近 50%，此后又开始步入疯狂的价格上涨期，短短四个月又上涨超过 50%。对于前一种情况，明年下半年猪肉价格稳步上升，后一种情况，则先跌后涨，涨幅的前期价格缓步上升。两种情况下，2013 年下半年猪肉价格均会出现一定幅度的上升。

图 36: 生猪存栏量和能繁母猪存栏量均位于历史高位



资料来源：WIND，招商证券

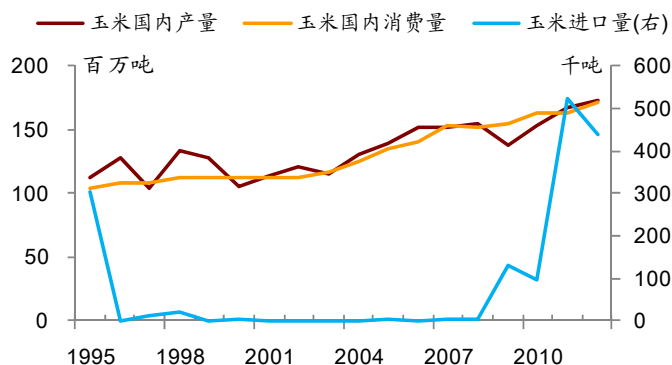
图 37: 猪粮比位于盈亏平衡点附近



资料来源：WIND，招商证券

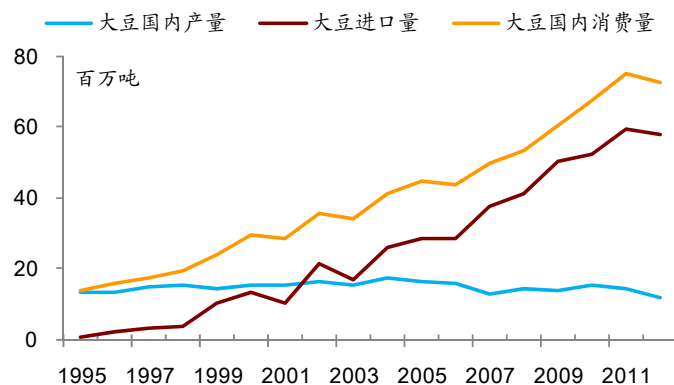
粮食和油脂类农产品价格将维持稳中有升的格局。从国际农产品的收成情况来看，关注的焦点集中于玉米、大豆和小麦。今年夏天干旱造成美国玉米和大豆产量降低；不过好的方面是，南美玉米和大豆春季有望丰收以增加粮食库存，同时，美国农业部的最新报告显示，今年美国大豆的产量超过了市场预期的高点。可能存在的风险是南美天气恶化，收割工作不达预期。对于小麦而言，全球的主要小麦出口国均受到不同程度的干旱影响。前苏联地区的小麦出口占世界总出口的五分之一。其中，俄罗斯今年的小麦收成预计只有 3800 万吨，跌至 9 年低点，甚至还不及 2010 年夏季干旱时期的产量；而乌克兰政府虽然称尚未对限制出口作出正式决定，但是已经要求自 11 月 15 日起停止小麦出口。此外，同样是主要小麦出口国的阿根廷和澳大利亚的小麦产量也不及此前预期，再加之美国中西部关键冬小麦种植区的干旱也仍在持续。从中国农产品进口量与国内消费量的占比来看，除大豆占比近八成外，2012 年玉米和小麦的占比分别仅为 2.6% 和 4.6%。玉米和小麦的进口量并不高，国内和国际价格的走势相关性也不高。今年 6 月国际玉米期货价格出现大幅上涨，而同期国内集贸市场玉米同比价格反而走弱。

图 38: 玉米进口量占比较低



资料来源：WIND，招商证券

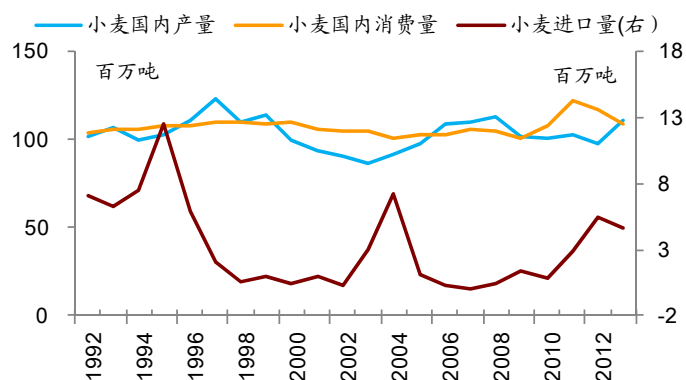
图 39: 大豆国内产量远无法满足国内需求



资料来源：WIND，招商证券

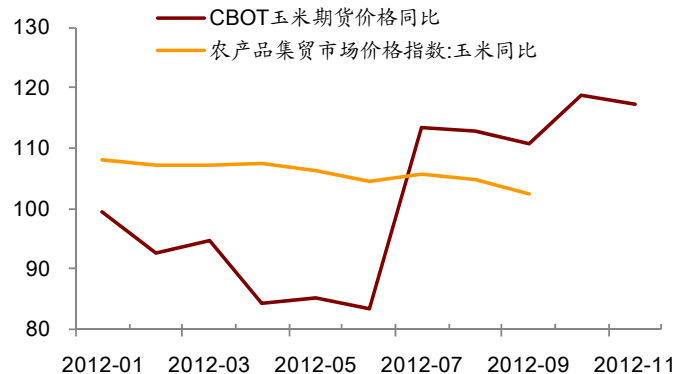
需要关注明年国内小麦的收成情况。从国内的收成情况来看，由于种植大豆的收益低于玉米，因此，不少县市存在玉米替代大豆种植的情况，玉米今年获得丰产，而大豆和小麦的产量均差于 2011 年，小麦的库存规模连续三年下降，2012 年位于历史最低位。好的方面是国内政策一直非常重视粮食产量以及安全问题，相关政策已经出台。2012 年国储收购大豆和玉米保底收购价格分别上涨 15% 和 7%；同时，有关提高 2013 年小麦收购价格的政策也已经出台，以充分调动农民种植小麦的积极性。

图 40：小麦进口量占比较低



资料来源：WIND，招商证券

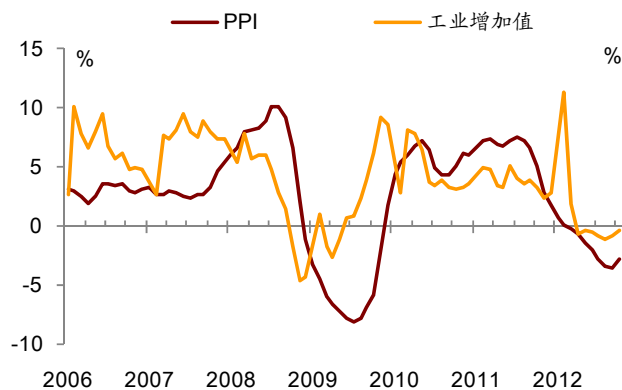
图 41：国内市场玉米价格与国际玉米价格走势不一致



资料来源：WIND，统计局，CBOT，招商证券

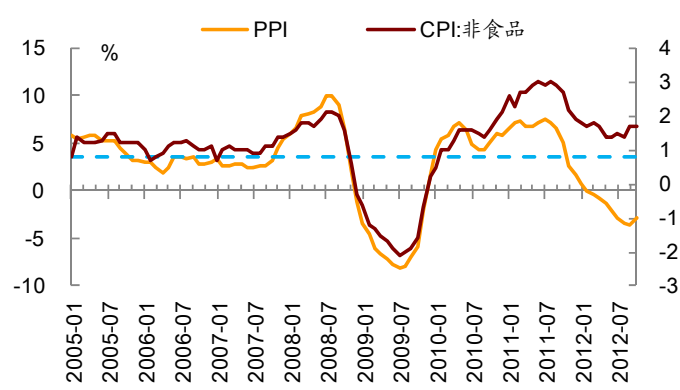
非食品价格随 PPI 同比继续上升。PPI 同比负增长会持续至 2013 年二季度，全年同比正增长 1.4%，四个季度分别为 -0.9%，0.4%，2.7% 和 3.2%。PPI 的走势与国际大宗商品价格和国内工业活动复苏的情况密切相关。国内经济活动对 PPI 的传导链条是，固定资产投资增速在今年三季度企稳，从而刺激需求企稳，企业库存行为从主动去库存转为被动去库存，有利于工业增加值的回升，从而带动 PPI 回升。因此，从 PPI 的领先指标来看，工业增加值领先 PPI 两个季度左右，投资增速领先 PPI 三个季度至一年的时间。展望 2013 年的投资增速和工业增加值的走势，维持稳步小幅上升趋势。因而 PPI 同比也会相应向上，不过由于固定资产投资改善的程度有限，以及企业产成品库存压力较高，PPI 的涨幅有限。另一方面，国际大宗商品价格的走势也会对 PPI 中原材料的价格有较大影响。虽然美联储将维持宽松的货币政策基调以减轻财政悬崖问题对经济带来的影响，但是 2013 年美国的经济仍会继续强于欧洲和日本经济，加之避险情绪的影响，美元依然会维持相对强势，因此，大宗商品的价格涨幅受到压制。在美国页岩油气的供给量增加以及全球经济弱势复苏的影响下，2013 年原油价格有较大可能稳中走低。

图 42: 工业增加值领先 PPI 半年



资料来源: CEIC, 招商证券

图 43: 非食品与 PPI 价格同比回升



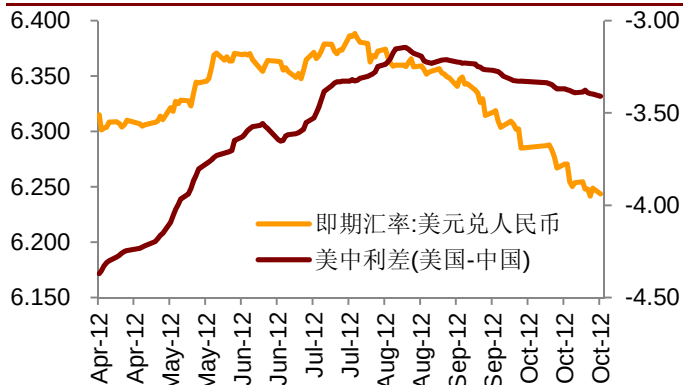
资料来源: CEIC, 招商证券

五、2013 年汇率与外汇占款的走势

（一）、预计全年人民币汇率升值 2%

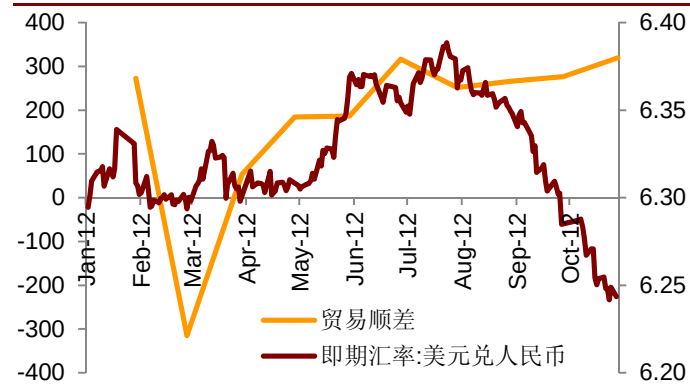
随着人民币结束单边升值趋势以及外汇占款增量的显著回落，人民币汇率波动受到市场更大的关注。近期人民币汇率快速升值，多次触及每日升值上限，我们认为主要原因是发达国家推行的宽松货币政策及其金融体系的修复，政治原因不是本轮汇率升值的主要动力，因此人民币汇率在今年四季度内仍将维持升值趋势。

图 44: 美货币政策有宽松空间，中美利差收窄可能性低



资料来源: CEIC, 招商证券

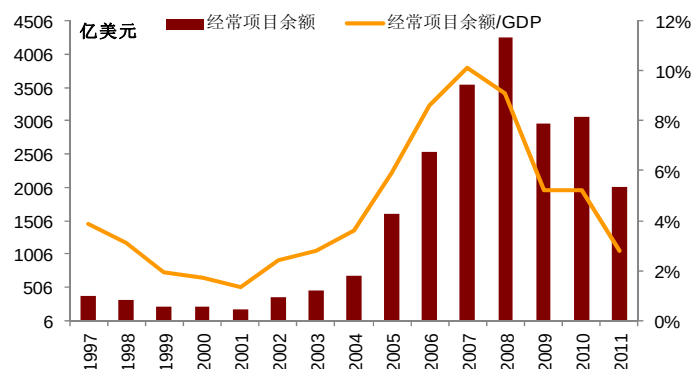
图 45: 贸易顺差的扩大也构成人民币升值压力



资料来源: CEIC, 招商证券

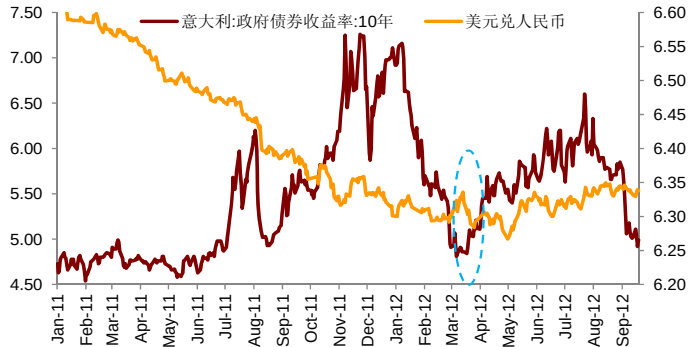
展望 2013 年，我们认为无论从利差、贸易盈余规模和经济增速等方面考虑，人民币汇率尚不具备贬值的条件，整体上仍将维持升值趋势。就利差而言，美联储 QE3 和欧洲央行 OMT 计划意味着明年外围国家的市场利率仍将维持在极低的水平，而国内由于通胀压力仍存，明年的货币政策依然以稳健为主，放松空间有限，因此全年国内外利差呈收窄趋势的可能性较低。根据我们对 2013 年进出口增速的预测，明年的贸易顺差规模不会低于 2012 年的水平，因此贸易顺差规模的扩大仍是人民币升值的动力来源之一。2013 年国内经济形势依然好于欧美等主要发达国家。综上所述我们认为 2013 年人民币升值幅度约在 2% 左右。

图 46: 人民币汇率已接近均衡汇率水平



资料来源: CEIC, 招商证券

图 47: 欧洲局势左右全球风险偏好



资料来源: CEIC, 招商证券

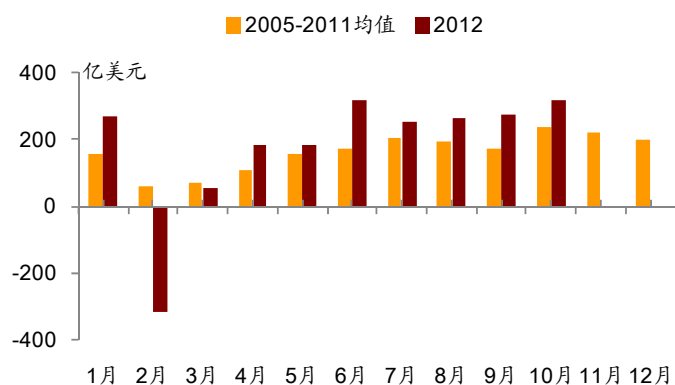
2013 年人民币汇率的主要风险因素在于: 欧洲局势的起伏。欧债危机自爆发以来一直都是影响全球风险偏好的首要因素。欧洲局势恶化, 全球资金回流欧美市场, 构成风险货币的贬值压力, 一旦欧洲局势好转, 资金又逆向流动, 重回新兴市场国家, 又导致风险货币的普遍升值。2012 年上半年人民币的弱势表现就与此相关。

（二）、预计 2013 年新增外汇占款 1.5 万亿

我们预计 2013 年外汇占款增量在 1.5 万亿左右。外汇占款增长中枢已经降低, 相对 2011 年 2.78 万亿的增量下降近一半; 但是相对于 2012 年前 10 个月增量仅为 4337 亿元, 明年的新增外汇占款将好于今年。

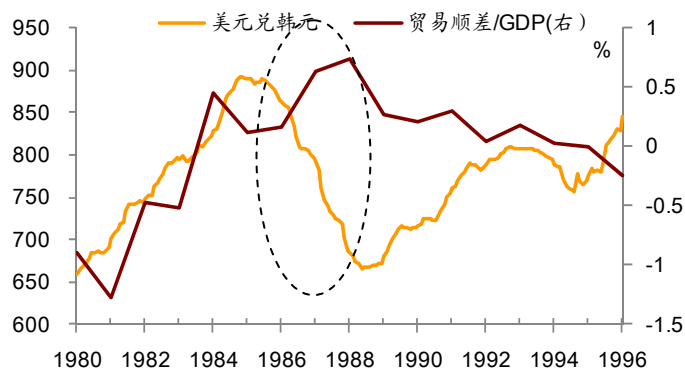
预计 2013 年的贸易顺差持续高位, 外汇占款获得企业和居民的实际需求支撑。2012 年前 10 个月贸易顺差为 1802 亿美元, 显著好于 2011 年 1549 亿美元。由于圣诞节配货, 以及目前国内进出口贸易以短单为主, 预计年内剩余 2 个月贸易顺差的增幅也不低。从 2007 年开始中国贸易顺差占 GDP 的比重开始逐年下降至 2011 年的 2.1%, 今年该比重应该转为上升, 这也支撑人民币汇率 7 月底以来的渐进升值。而展望 2013 年, 该比重也将与今年相当, 支持我们对于人民币汇率已接近均衡汇率水平, 将维持渐进小幅升值趋势的判断。从韩国的经验来看, 在 1986 年至 1989 年韩元升值, 这期间贸易顺差与 GDP 之比持续小幅增加的趋势, 进入 90 年代后贸易顺差占 GDP 下降, 韩元升值结束转而贬值。台湾的 90 年代也面临贸易顺差增加和台币升值同向波动的情况。

图 48: 2012 年贸易顺差继续扩大



资料来源: CEIC, 招商证券

图 49: 贸易顺差占 GDP 的比重上升, 韩元升值



资料来源: CEIC, 招商证券

同业代付监管规定的对涉外收付汇和外汇占款的影响在今年年底前逐渐消化。2012 年 8 月 20 日，银监会发布《关于规范同业代付业务管理的通知》。该通知规定，即日起，银行开展同业代付业务应遵循“三真实”原则，即具有真实贸易背景、进行真实会计处理以及体现真实受托支付；对于 2012 年底后到期的业务，要求于今年年底前入表。其核心条款是委托行和代付行都需要把同业代付纳入资产负债表内进行管理。同业代付业务分为境内同业代付和海外代付，后者与外汇占款和涉外收付款的变动更为相关。在海外代付受到更为严格的监管之后，商业银行主动采用海外分支机构为国际贸易结算提供的短期融资便利和支付服务的动力正在减小，表外跨境贸易融资规模已经处于到期支付、存量消化的阶段，截至 2012 年 6 月末的存量资产在 1700 亿美元，只有不到四成是 2012 年之后到期，而三季度已经减少 400 多亿美元。四季度已经到了年底前入表的最后时期，该政策的影响被逐渐消化。

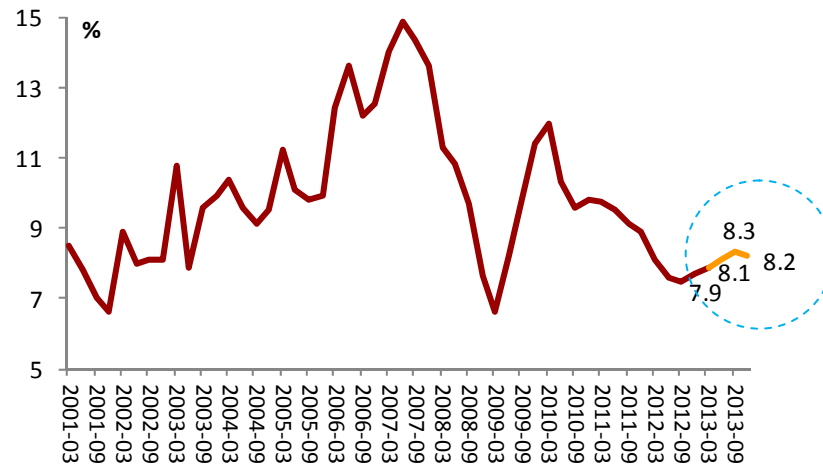
为了减轻欧债问题对欧元区经济和金融体系的冲击，欧洲将会维持宽松的货币政策，随着欧元区金融体系的修复，将推动资金流入新兴市场国家和地区。影响中国国际资本流动的国际因素进一步细分为两个，一个是欧美央行的货币政策取向，一个是欧美金融体系的稳定状况。如果将欧美央行的货币政策比喻为水泵，从源头上决定释放还是回收流动性，以及流动性的规模；那么可将金融体系比喻为水渠，决定了水泵泵出的水能否四通八达。传统的研究一般仅关注央行的货币政策，但从实践看，同样重要的还包括金融体系的稳定状况。次贷危机中的发达经济体信贷冻结和 2011 年 8 月前后出现的欧元区银行体系“美元荒”，金融体系的日常合理运作受到威胁。2011 年欧美央行多次联手推出向金融体系“注水”，但是宽松的货币政策都无法有效的传导至金融体系中，实体经济的信贷规模不断萎缩，同时欧洲银行在欧央行的隔夜存款规模不断上升。当前为了捍卫欧元区金融体系的稳定性，欧央行行长德拉吉的讲话“尽一切努力捍卫欧元区”也明确了欧央行领导人的底线和决心；随后，欧洲央行进一步搭建了稳定机制的框架，欧洲央行的直接货币交易计划（OMTs）。这些政策和措施的出台稳定市场信心，并有效推动欧元区金融体系的修复，欧洲银行在欧央行的隔夜存款规模迅速下降，欧元区银行间同业拆借利率和隔夜指数掉期利率间的利差不断收窄，今年 7 月开始资金流入新兴市场的资金明显增多。随着欧元区稳定机制框架的不断完善，以及欧元区各国财政巩固和配合、银行业联盟的建立，2013 年欧元区金融体系会继续修复的进程。

另一方面，美国宽松货币政策推动资金流向新兴市场的效果在明年会更加明显的体现出来。美联储从 9 月底宣布无上限的购买按揭抵押证券（MBS），但是其资产负债表并没有明显扩张，流动至新兴经济体的资金规模从 10 月份起不升反降。我们海外组认为，主要原因在于 QE3 流动性流入实体经济的渠道相对较长，需时也相对较久，预计 2013 年美联储的资产负债表将再度膨胀。考虑到美国经济复苏仍然疲弱，财政悬崖预计难以得到全面的解决，以及扭转操作将于今年年底到期后，美联储压低长期融资利率的力度将有所下降。在实体经济复苏面临下行风险时，美联储有可能于明年年初推出新的刺激性货币政策。

随着全球经济的企稳，投资并购活动有望继续增长。2012 年上半年，根据联合国贸易和发展会议，中国在 2012 年上半年超越美国，成为全球外资直接投资的最大标的。随着 2013 年中国经济进一步复苏，中国依然是全球外资直接投资最有吸引力的市场之一。继续投资于中国的需求有望增长，不过中国对外直接投资增速也会持续上升。因此，从投资需求方面来看，外汇占款增加存在不确定性。

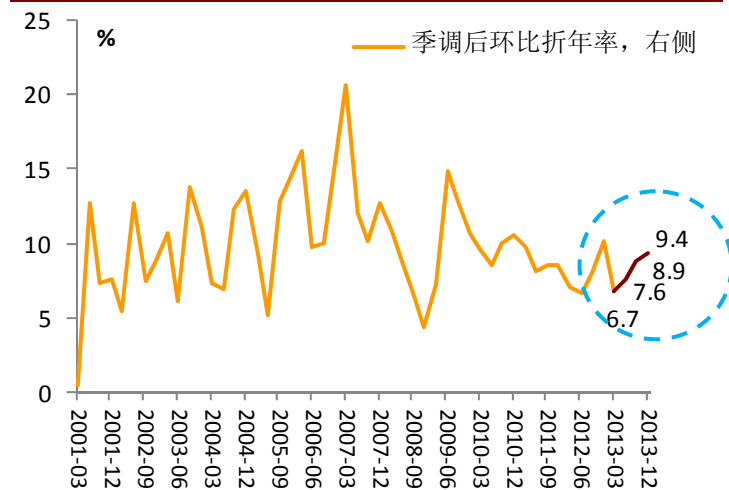
六、2013 年中国主要经济数据预测

图50: 预计2013年经济前低后高



数据来源: CEIC, 招商证券

图51: 2013年季调后环比折年率情况



资料来源: WIND, 招商证券

表 2：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）

指标	2012E	2013E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	7.8	8.1	7.9	8.1	8.3	8.2
CPI	2.7	3.1	2.4	3.0	3.3	3.5
PPI	-1.9	1.8	-0.6	0.7	3.4	3.8
社会消费品零售	14.2	14.2	14.1	14.2	14.5	14.3
工业增加值	10.1	11	10.3	10.7	11.2	11.7
出口	8.1	9.0	8.4	7.5	9.1	10.8
进口	6.6	7.8	6.8	7.8	8.3	8.0
固定资产投资	20.5	22.5	21.5	21.8	22	22.5
M2	14.0	14.0	13.6	14.4	14.1	14.0
人民币贷款余额	15.0	14.3	15.0	14.8	14.5	14.3
1年期存款利率(%)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
1年期贷款利率(%)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
人民币汇率(¥/\$)	6.24	6.12	6.21	6.18	6.15	6.12

数据来源：国家统计局，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁安华：现任招商证券副总裁兼首席经济学家。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商证券（600999）董事。1998年至2001年任职于加拿大皇家银行，拥有加拿大投资经理（Canadian Investment Manager）资格。1989年至1997年任教于华南理工大学工商管理学院。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。