

温和复苏，迎接改革

——2013 年宏观经济报告


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2012 年 12 月 24 日

证券分析师

邵宇

021-63326032

shaoyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511110001

联系人

周科

010-66210253

zhouke@orientsec.com.cn

相关报告

《经济增长出现加速下滑态势—3 季度经济增长数据点评》	2011 年 10 月 19
《通胀下行阶段的库存冲击》	2011 年 11 月 11
《工业企业进入主动去库存阶段》	2011 年 12 月 28
《经济底部将推迟至 3 季度以后—地产调整与经济周期专题研究》	2012 年 5 月 8
《库存调整与经济增速》	2012 年 5 月 17
《短期就业问题不大，政策力度有限—劳动力拐点后就业问题研究》	2012 年 6 月 19
《库存周期将结束，经济增速会反弹—7 月主要宏观经济数据点评》	2012 年 8 月 10
《尴尬的局面或将不断出现—我国潜在经济增速研究》	2012 年 10 月 12
《经济出现企稳回升的迹象—9 月主要宏观经济数据点评》	2012 年 10 月 19
《潜在增速下降过程中大类资产表现》	2012 年 11 月 2
《宏观经济数据全面好转—10 月主要宏观经济数据点评》	2012 年 11 月 12
《经济好转可能会持续到明年 1 季度—11 月主要宏观经济数据点评》	2012 年 12 月 10

研究结论：

- 库存调整造成的经济快速恶化阶段已经过去，明年经济将温和复苏；全年经济波动幅度相对较小，政策成为经济走势的主导因素。明年经济工作的重心在经济结构调整和深化改革，但预期经济结构调整难度较大。

主要逻辑

- **库存冲击造成 2012 年经济显著下滑。**今年以来经济增速明显下滑、通货膨胀大幅下降，但终端需求增速基本平稳，库存调整是经济形势恶化的主因。考虑到当前工业企业主动去库存阶段基本结束，去产能压力下未来企业补库存动力不会太强，因此库存调整对 2013 年宏观经济的影响将比较小。政策和内生增长动力将成为 2013 年宏观经济的主导因素。
- **政策的逻辑。**价格粘性造成经济偏离出清状态是政府干预经济的根本原因，产能缺口是决定政策方向和力度的主要因素。我们通过直接测算和间接判断两种方法估计发现，当前经济的产能负缺口尚未明显，因此预计短期内政策难以大幅度放松。2013 年政策的重心在经济结构调整和深化改革，预计只有等到失业风险暴露的时候，政府才会出台较大力度的刺激政策。
- **经济内生增长动力不足。**尽管政策可以影响短期经济走势，但中长期的经济增长完全取决于经济内生增长动力。种种迹象表明，当前我国经济内生增长动力严重不足，过去几年来我国企业经营成本大幅上涨可能是经济内生增长动力不足的重要原因，未来我国经济将面临去产能的压力。短期来看，当前工业企业利润率明显低于融资成本且存在严重的过剩产能，这意味着工业企业投资意愿严重不足，2013 年工业投资增速面临下行压力。
- **2013 年宏观经济形势展望。**库存调整造成的经济快速恶化阶段已经过去，明年宏观经济可能会在政策和内生增长动力博弈间呈 V 型波动。上半年，预计宏观经济政策仍然偏紧，经济内生增长动力不足将造成经济有所下滑；下半年随着政策更加积极，经济增速有望企稳略有回升。考虑到明年经济波动幅度较小，但潜在经济增速持续下滑，产能缺口收缩将使得通货膨胀稳步回升，4 季度通胀压力可能相对较大。明年政策操作难度非常大，对地产调控、政府债务问题和影子银行体系的治理等政策风险不小。
- **债券投资策略：违约风险与通胀风险之间切换。**去产能压力将持续存在，政策会在失业与通货膨胀之间徘徊，债券投资者需要在违约风险和通胀风险之间做好切换，失业问题暴露至通胀风险显现前债市将有一次很好的机会。短期来看，2013 年的债券市场略显尴尬，我们建议“警惕信用风险、等待配置机会”

风险提示

- 影子银行”治理、地方政府债务及房地产调控政策风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一. 库存调整造成 2012 年经济明显恶化	4
1、今年以来经济形势明显恶化	4
2、去库存压力是今年经济恶化的主因	5
二. 宏观经济政策调控的逻辑	6
1、产能缺口是宏观经济调控的依据	6
2、当前产能负缺口尚未严重，政策刺激力度相对有限	8
3、经济增速下降至 7% 以下将触发较大力度政策刺激	10
三. 经济内生增长动力评估	11
1、近年来我国经济内生增长动力不足	11
2、去产能压力持续存在	13
3、制造业投资增速将继续下滑	14
四. 2013 年经济形势展望	15
1、经济增速呈现 V 型波动	15
2、通胀压力下半年显现	16
3、政策操作失误的风险较大	18
五. 债券投资应在违约风险与通胀风险之间切换	18

图表目录

图表 1：今年以来经济形势明显恶化.....	4
图表 2：今年以来终端需求增速平稳震荡，但工业名义增速明显下降.....	5
图表 3：今年以来终端需求增速平稳震荡，但工业名义增速明显下降.....	6
图表 4：产能缺口与存款准备金率	7
图表 5：产能缺口与存款基准利率	8
图表 6：日本的通货膨胀走势也基本与 GDP 增速一致	9
图表 7：当前 CPI 环比增速仍处于历史均值附近	10
图表 8：就业状况整体良好.....	10
图表 9：近年来我国资本存量加速增长，但潜在经济增速却明显下滑.....	12
图表 10：本轮 PPI 同比负增长期间 PPI 正增长的行业非常多	13
图表 11：企业利润率明显低于贷款成本时制造业固定资产投资增速往往会持续下降	14
图表 12：2013 年主要宏观经济数据预测	15
图表 13：2013 年 GDP 走势	16
图表 14：产能缺口是通胀走势的主要影响因素	17
图表 15：2013 年 CPI 走势预测.....	17

一、库存调整造成 2012 年经济明显恶化

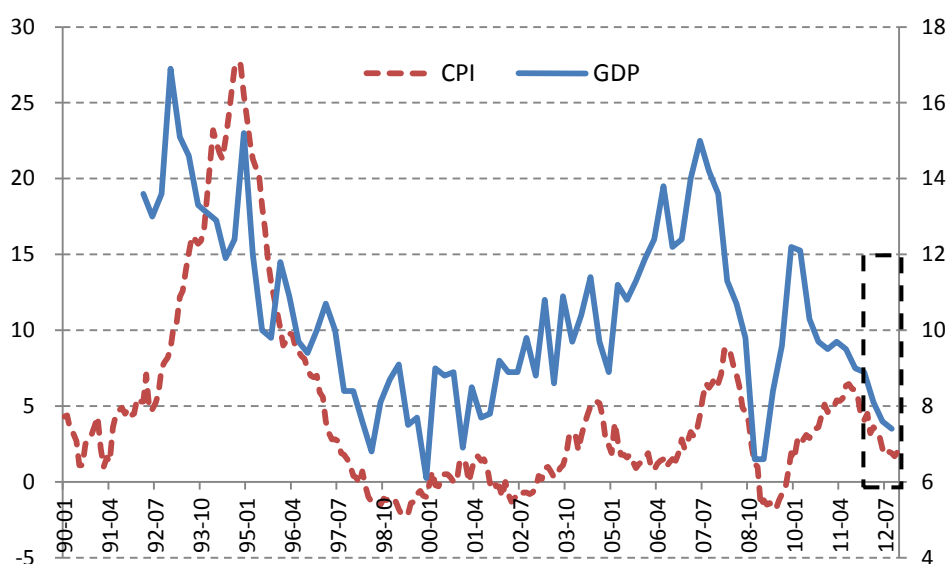
1、今年以来经济形势明显恶化

经济增速大幅下滑，工业增加值再现个位数增长。今年以来的经济形势远远低于去年年底市场的预期，经济增速大幅下滑，工业企业盈利出现负增长。今年前 3 个季度 GDP 增速不断下降，GDP 增速从 1 季度的 8.5% 下降至 3 季度的 7.4%，（剔除 2008 年底经济危机期间外）当前经济增速已经回落至上个世纪末本世纪初的水平。规模以上工业增加值同比增速连续 7 个月处于个位数增长，这仅在经济危机和本世纪初出现过。经济增速明显下滑使得企业盈利显著恶化，今年前 9 个月规模以上工业企业利润持续负增长，10 月份才回升至微弱的正增长状态。

通胀持续下降，但潜在压力常存。伴随着经济增速的恶化，今年以来通货膨胀水平明显下滑，CPI 同比增速从年初的 4.5% 下滑至 10 月 1.7% 的低位，今年 3 月份以来 PPI 同比增速持续处于负增长。尽管当前处于本轮通胀周期的底部，但潜在的通货膨胀压力非常明显。首先，本轮通货膨胀的底部比前几轮经济周期的低点明显要高；其次，分项 CPI 里面，劳动力密集型的衣着和服务类 CPI 环比增速明显高于历史同期均值；第三，尽管过去一段时间 PPI 明显负增长，但 PPI 同比正增长的行业数据明显比前几轮周期要多；最后，本轮通货膨胀的回升拐点很有可能同步甚至略微领先于经济拐点，这与以往的“通胀周期滞后于经济周期”完全不一样。本轮经济下滑过程中通货膨胀的潜在压力比较大主要受过去几年来企业经营成本大幅抬升以及潜在经济增速下降有关。

政策放松力度低于预期。尽管今年以来经济形势明显恶化，但政策放松的力度相对有限。货币政策方面，央行仅下调了两次存贷款基准利率和两次存款准备金率，新增信贷规模在 8.5 万亿左右并且基本按照三三二二的节奏投放。财政政策方面，由于受制于财政收入增长缓慢以及土地出让收入下滑，今年的财政支出增速不算太高，基建投资增速回升幅度有限。

图表 1：今年以来经济形势明显恶化



资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

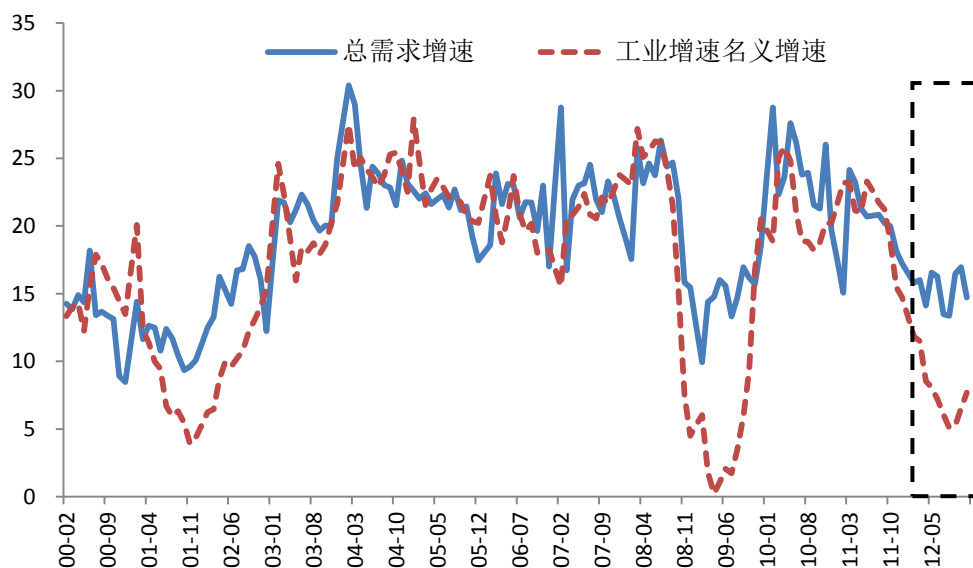
2、去库存压力是今年经济恶化的主因

终端需求增速基本平稳。从经济冲击的来源来看，短期经济波动主要来源于需求冲击，中长期经济走势取决于供给冲击。但是，尽管今年以来经济形势明显恶化，但从固定资产投资、社会消费品零售额以及出口这三大终端需求来看，社会终端需求增速基本保持平稳震荡，但工业增加值增速和通胀明显下滑。因此，终端需求并不是今年以来经济恶化的主要驱动因素。

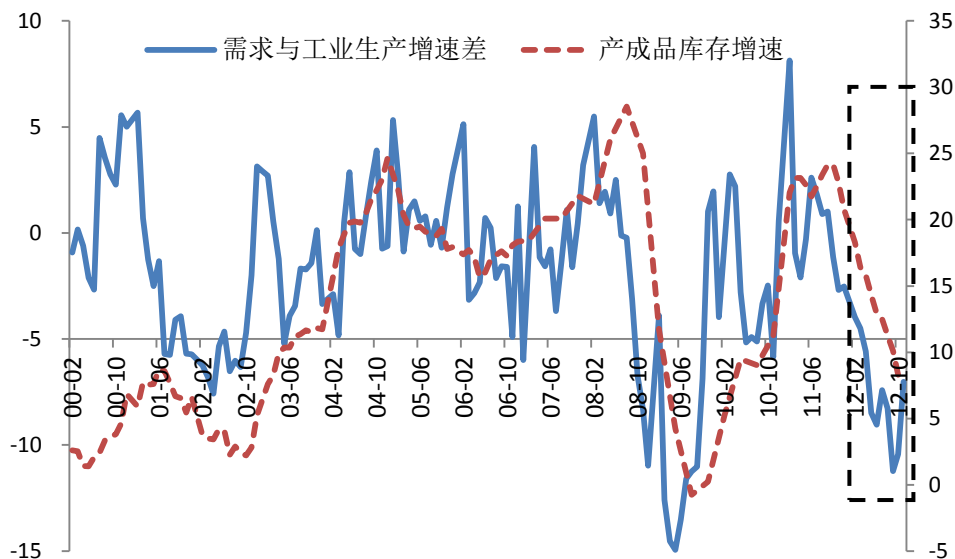
库存冲击是经济形势恶化的主因。终端需求和库存扰动是短期经济走势的主要影响因素，今年以来终端需求增速基本平稳，但工业企业经历了快速去库存过程，因此企业库存调整是今年经济形势恶化的主要原因。规模以上工业企业产成品库存累计增速从去年10月份的24.2%持续下降至今年10月份的8.3%，库存增速跟终端需求与工业增加值名义增速偏差的走势基本一致。

库存冲击基本结束，库存扰动对明年经济的影响将比较小。经过了一年多的调整，当前工业企业库存水平逐渐回归至合理水平。10月规模以上工业企业产成品累计同比增长8.3%，产成品增速已经下降至历史较低的水平。从产成品库存与主营业务收入占比来看，工业企业产成品库存进一步接近正常状态。此外，从主营业务收入和产成品增速来看，工业企业主动去库存阶段基本结束。考虑到未来我国将面临去产能的压力，当库存调整遭遇产能调整时补库存的空间将非常小，因此预计库存调整对明年经济的影响比较小。

图表 2：今年以来终端需求增速平稳震荡，但工业名义增速明显下降



资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

图表 3：今年以来终端需求增速平稳震荡，但工业名义增速明显下降


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

二、宏观经济政策调控的逻辑

基建投资增速回升是近期经济出现明显好转态势的重要原因，政策仍然是影响明年经济形势的主要影响因素。我们将结合理论和历史情况来分析我国宏观经济政策调控的逻辑，并对明年的政策动向做一定的展望。

1、产能缺口是宏观经济调控的依据

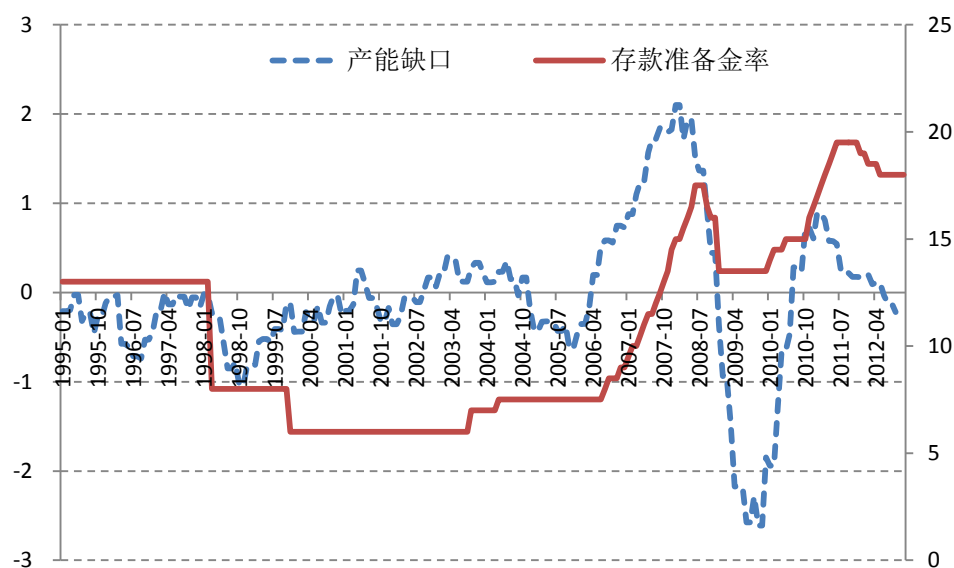
短期内经济会偏离出清状态是宏观经济政策调控的根本原因。凯恩斯主义认为，现实经济中存在种种的价格粘性，这使得短期内经济经常会偏离出清状态，因此政府需要通过管理最终需求来保证经济基本处于出清状态。政府管理最终需求的手段主要有两大类：财政政策和货币政策，当经济过热时政府往往会采取稳健的财政政策和紧缩性货币政策来压制终端需求，反之当经济步入衰退时政府会采取积极财政政策和宽松的货币政策来刺激终端需求。

产能缺口是决定政策方向和力度的主要因素。经济偏离出清状态是政府干预宏观经济的逻辑基础，我们可以用产能缺口来度量经济偏离出清状态的情况。当实际 GDP 增速高于潜在 GDP 增速时，产出缺口为正；反正，当实际经济增速低于潜在增速时，产出缺口为负，实体经济中存在资源利用不足的问题。因此，当产出缺口为正时，政府需要采取紧缩性政策，且产出正缺口越大、政策紧缩力度越强；当产出缺口为负时，政府往往会采取刺激性政策，且产出负缺口越大，政策刺激力度越强。从历史数据来看，我国经济的产出缺口与政策的方向非常一致，当产出正缺口快速下降或产出缺口持续为负时，央行往往会降息和降准；反之，当产出缺口持续为正或者产出负缺口大幅收窄时，央行往往会采取紧缩性政策；政策调整的力度与产能缺口的幅度以及持续时间的长短密切相关。

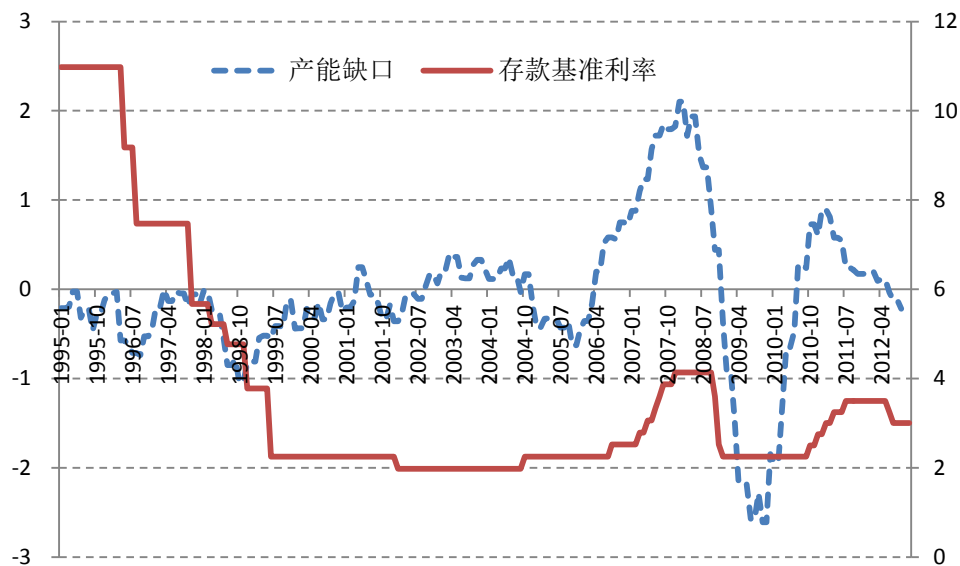
通胀和就业是判断政策方向的观察指标。尽管产能缺口是决定政策方向和力度的主要因素，但由于产能缺口很难及时准确的观测，因此产能缺口很难成为政策实际操作的主要依据。国内外的学术研

究显示，产能缺口与通胀和就业有着密切的关系，当产能缺口比较明显的时候，通货膨胀压力比较大，同时就业市场非常好、失业率比较低。菲利普斯曲线和奥肯定律阐述的产能缺口与通胀和就业的关系在我国也是成立的。历史数据显示，当经济增速明显低于潜在增速时，我国 CPI 环比增速往往会明显低于历史同期均值、失业的压力会比较明显；反之，经济增速高于潜在增速时，通胀压力较大，就业状况很好。因此，在实际操作上，各国政府将通货膨胀和失业当成政策操作的主要观察指标，当通胀压力比较大时、政府往往会出台紧缩性政策，当失业现象明显出现时政府会出台较大力度的刺激性政策。

图表 4：产能缺口与存款准备金率



资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

图表 5：产能缺口与存款基准利率


资料来源：国家统计局、WIND、东方证券研究所

2、当前产能负缺口尚未严重，政策刺激力度相对有限

我国潜在经济增速处于下行通道，未来几年内潜在经济增速还将继续下降。过去几年来，我国 GDP 同比增速的波动中枢明显下降，但通胀的波动中枢明显上升，这说明我国实体经济的供给层面出现问题。根据滤波法和生产函数法测算结果显示，我国潜在 GDP 增速呈现周期性变化，2007 年以来我国潜在 GDP 增速明显下滑。考虑到我国劳动力拐点已经出现，未来劳动力对潜在经济增速的贡献将进一步下降。尽管过去多年资本存量对潜在经济增速的贡献不断上升，但最近几年来资本回报率明显下降，且当前主要行业的产能利用率比较低，短期内资本存量对潜在经济增速的贡献可能会明显减弱。制度变革使得全要素生产率对潜在增速的拉动呈现周期性上升，但短期内重大制度变革的形势还不明朗，且全要素生产率对潜在经济增速的拉动具有下降的趋势。因此，预计未来我国潜在经济增速还将继续下降。

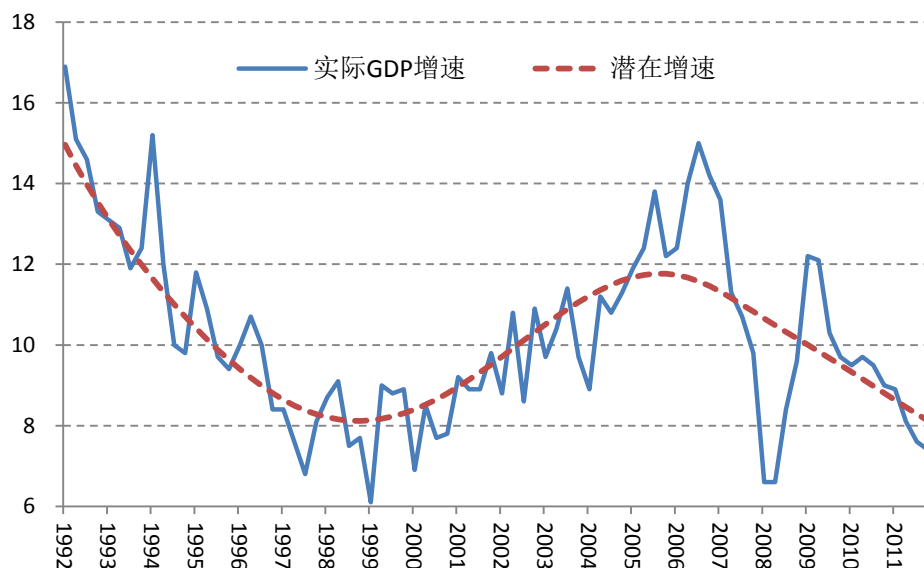
当前我国经济尚未明显低于潜在经济增速。滤波法显示，过去一段时间我国实际 GDP 增速和潜在经济增速都出现明显下降，但当前我国实际经济增速尚未显著低于潜在经济增速；历史上仅有 1997-2001 年以及 2008 年下半年至 2009 年上半年两个时间段，我国实际经济增速明显低于潜在增速。此外，历史数据显示菲利普斯曲线和奥肯定律在我国也适用，上个实际九十年代末期以及 2008 年下半年至 2009 年上半年期间我国 CPI 环比增速明显低于历史均值、失业现象也非常明显，但当前我国 CPI 环比增速基本处于历史均值附近、就业市场整体上仍然平稳，因此我们认为当前我国经济增速尚未明显低于潜在 GDP 增速。

经济增速明显回升意味着短期内政策刺激的可能性大大降低。产出缺口是政策调整的主要决定因素，当前我国实际经济增速尚未明显低于潜在经济增速，产出负缺口尚未非常明显，因此政策刺激的必要性不是特别强。此外，3 季度以来我国经济增速出现明显好转的态势，投资、消费、出口和工业增加值同比增速均出现明显回升势头。中央财政支出加大及地方政府融资渠道拓宽等因素造成新一

轮基建投资发力、通胀回落带来的购买力提升、去年同期基数效应较低以及工业企业主动去库存的基本结束等因素是近期经济形势好转的主要原因。考虑到短期内融资渠道扩宽、工业企业主动去库存基本结束和低基数效应等因素还将持续，预计未来几个月内经济增速将维持回升态势。GDP 增速持续回升将加大产能缺口上升的压力，这意味着短期内政策放松的可能性大大降低。

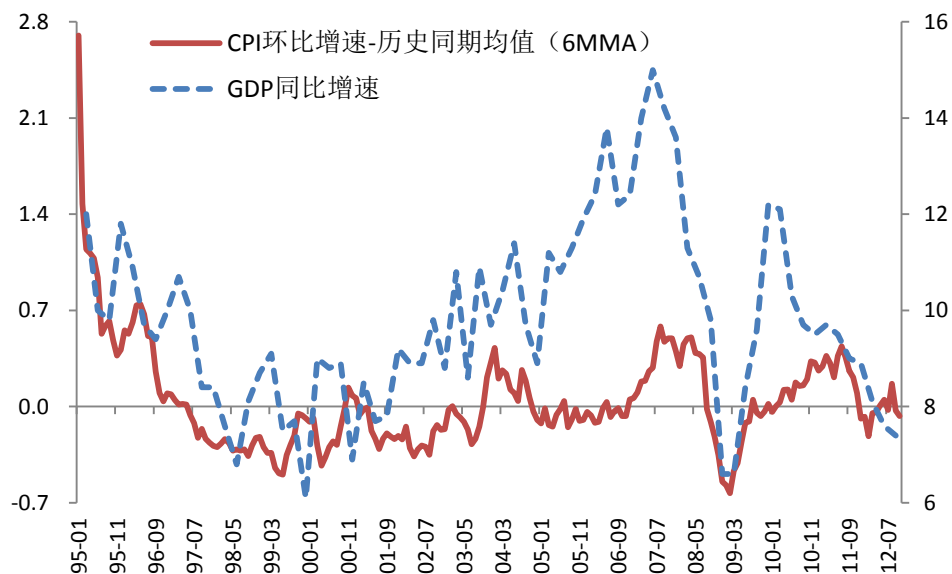
通胀、房价和失业风险暴露可能是明年政策调整的触发因素。目前我国通货膨胀基本已经触底回升，未来通胀还将延续回升态势。今年下半年以来，房地产价格再次出现明显回升态势，百城房价中环比上涨的城市数从今年 5 月的 26 个上升至 11 月的 60 个城市，环比下降的城市数从 5 月份的 73 个下降至 11 月的 38 个城市，预计明年上半年房价仍然存在上升压力。如果明年通货膨胀压力或者房价涨幅过大，则政策有紧缩的必要性、影子银行问题很有可能会被整治。反之，如果明年二三季度经济增速下滑过快、幅度过大，失业风险逐渐暴露出现，则较大力度政策刺激的可能性非常高。总之，明年整体的政策基调仍然会相对谨慎，中央经济工作会议很可能会维持积极财政政策和稳健货币政策的基调，调控政策的实际操作上会采取相机抉择的方式。

图表 6：日本的通货膨胀走势也基本与 GDP 增速一致



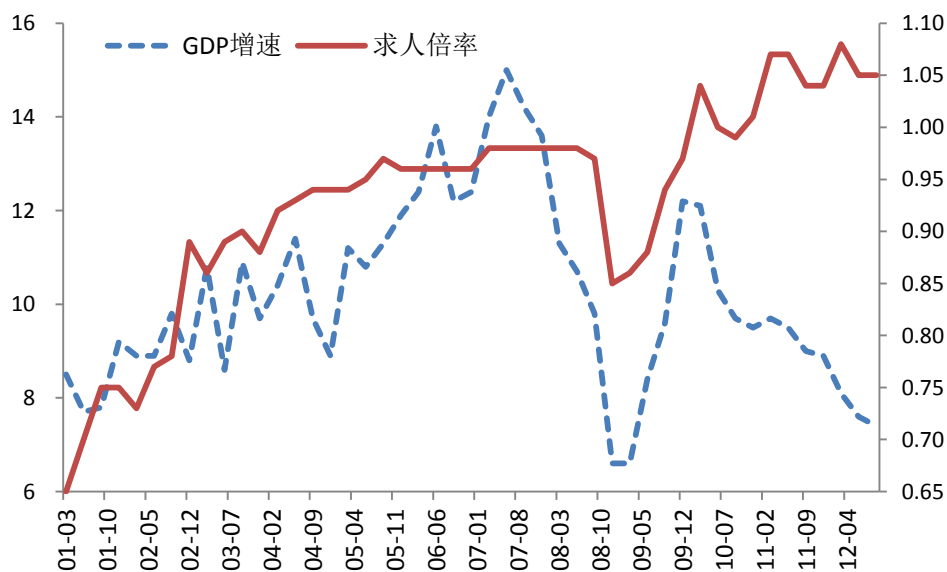
资料来源：国家统计局、WIND，东方证券研究所

图表 7：当前 CPI 环比增速仍处于历史均值附近



资料来源：国家统计局、WIND，东方证券研究所

图表 8：就业状况整体良好



资料来源：国家统计局、WIND，东方证券研究所

3、经济增速下降至 7%以下将触发较大力度政策刺激

明年经济下滑幅度较大才会触发较显著的政策刺激。当前经济增速可能略微低于潜在经济增速，但产能负缺口尚未明显，短期内政策放松空间不大。但如果明年经济增速降幅超预期使得实际经济明

显低于潜在经济增速，则政府出台较大力度政策刺激的可能性很高。从历史情况来看，当产能缺口低于-1%的时候，政府采取刺激性政策的概率非常高。考虑到当前我国潜在经济增速在7.5%-8%的水平，如果明年季度GDP增速降至7%以下时，政策再次显著放松的概率非常高。

GDP 增速降至 6%的水平时失业问题比较严重。今年6月中旬我们发布的《短期就业问题不大，政策力度有限——劳动力拐点后就业问题研究》一文研究发现，当经济增速下滑至6%的水平时，失业的问题将表现的非常严重。考虑到普遍失业带来的社会问题和政治压力，政府无法承受失业压力，因此预计当经济增速下滑至7%以下时，政府将不得不再次采取比较大力度的政策刺激，届时降息、降准和加大基建投资支出的可能性都很大。

政策操作风险才会造成明年季度 GDP 增速下滑至 7%以下。去年4季度以来经济增速快速下降，但终端需求增速基本平稳，库存调整是经济增速大幅下滑的主因。当前工业企业主动去库存阶段已经结束，但未来企业补库存的动力不会太强，因此库存调整对2013年的经济影响不大，明年经济增速进入缓慢调整阶段。明年经济增速下滑至7%以下的风险主要来源于对房价上涨、地方政府债务、影子银行治理和反腐等问题的处理力度过大，其中任何一个问题处置不当都可能造成经济显著恶化。

三. 经济内生增长动力评估

明年的政策基调将维持相对谨慎的态度以及短期内难以出台比较明显的刺激政策，意味着未来经济走势完全取决于经济自身的增长动力，因此有必要对经济内生增长动力作深入的分析。

1、近年来我国经济内生增长动力不足

经济内生增长动力对于经济复苏的可持续性至关重要。扩张性政策能够刺激终端需求使得经济恢复至正常状态，但更大力度的政策刺激则会造成严重的通货膨胀，因此政策刺激之后经济复苏的可持续性完全取决于经济的内生增长动力。2008年底我国实施了大规模的经济刺激政策，经济增速确实也快速回升。但是，由于当时企业的经营成本仍然很高，过剩的产能没有经过企业破产的过程来清理，经济内生增长的动力非常不足，因此危机之后的经济复苏仅仅持续了3个季度，2010年以来我国经济增速持续下滑。

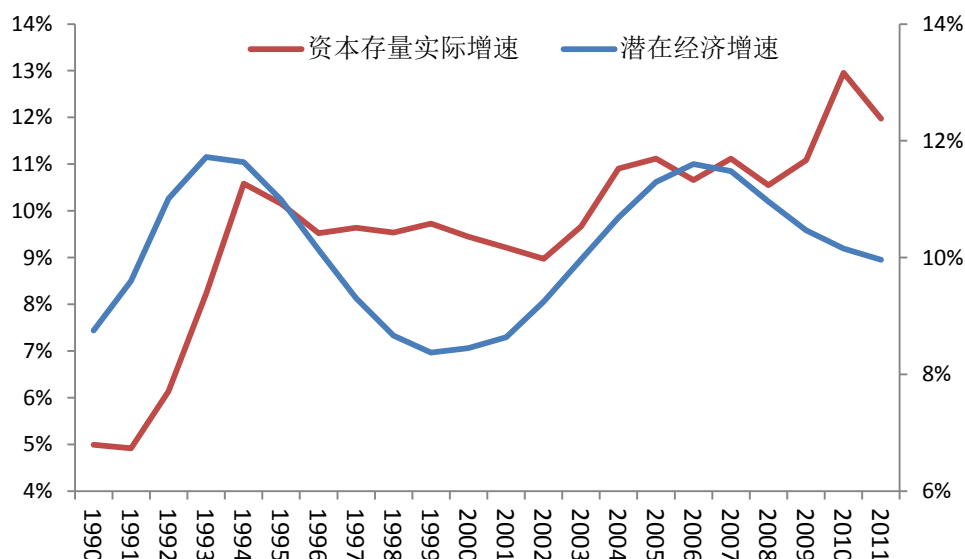
资本存量高增长与潜在经济增速下降说明过去几年来我国企业生产的意愿不足。本世纪初以来受益于外需的高增长以及国内的资产泡沫化，我国企业进入大规模投资周期，资本存量的同比增速不断抬升。资本存量的高增长意味着企业的生产能力大幅抬升，本世纪初至2007年我国主要工业品的产量加速增长，2008年受全球金融危机的影响产能增速明显受影响，2009-2010年又有所恢复。尽管我国的资本存量和产能加速增长，但2007年以来潜在经济增速却明显下滑，资本存量增速与潜在经济增速的背离反应了企业生产意愿的显著下降、产能过剩问题很严重，宏观层面上表现为内生增长动力不足。

过去几年我国企业经营成本大幅上升是经济内生增长动力不足的重要原因。在企业层面，经济内生增长动力主要表现为企业生产和投资扩张的意愿非常强烈，其中企业盈利状况是决定企业扩张意愿的核心变量。本世纪初我国加入WTO后，企业迅速扩张产能，经济内生增长动力非常强；但是，

随着产能的大幅扩张以及流动性泛滥背景下,过去几年来企业经营成本大幅上升,具体表现为土地、劳动力、原材料以及制度等交易成本大幅抬升,企业经营成本大幅上升造成近年来我国经济内生增长动力不足。

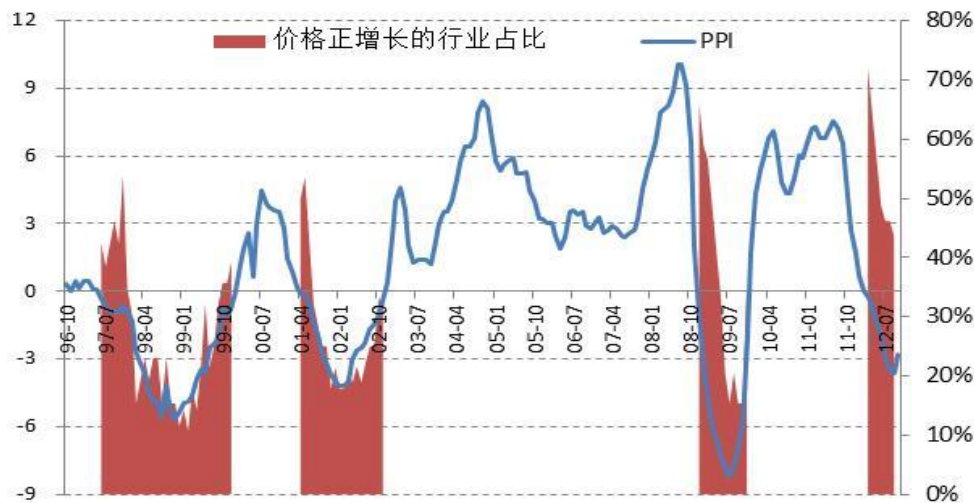
产能过剩与通货膨胀潜在压力并存印证了当前我国企业的经营成本压力较大。在传统的需求引致的经济周期中,产能利用率与通货膨胀压力密切相关,只有当产能利用率比较高的情况下通货膨胀的压力才会显现。当前我国产能过剩问题比较严重,很多行业的产能利用率处于较低水平,粗钢产能利用率在80%附近,水泥产能利用率不足60%,今年10月发电设备利用小时数同比降幅接近160%、发电设备利用小时数处于本世纪初以来最低水平(仅比2009年10月略高)。尽管过去一段时间经济增速持续下滑、当前经济增速处于历史较低水平,但是通货膨胀压力相对较大:首先,分行业的PPI同比增速显示,本轮PPI负增长的时期,同比正增长的行业数比前几次通缩周期明显要多,同比正增长的行业数接近所有行业的一半;其次,从分项CPI环比增速来看,劳动力密集的衣着类和家庭设备用品及维修服务类的环比增速持续高于或等于历史同期的均值。产能过剩严重背景下,通胀的潜在压力较大反应了当前我国企业群体的经营成本压力较大、高企的成本使得部分产能已经不具备盈利能力需要被淘汰掉。

图表9：近年来我国资本存量加速增长，但潜在经济增速却明显下滑



资料来源：美林证券全球资产配置团队

注：资本存量为剔除房地产资本形成后的资本存量，因为房地产投资为非生产型投资。

图表 10：本轮 PPI 同比负增长期间 PPI 正增长的行业非常多


资料来源：国家统计局、WIND，东方证券研究所

2、去产能压力持续存在

去产能的实质。企业去产能现象是供给层面的问题，而不是需求层面的问题。如果是因为需求恶化造成的产能过剩，企业是不需要去产能的，只要政府采取积极的宏观调控政策把需求刺激起来就行了。反之，如果是企业供给层面出问题带来的产能过剩，那么需求刺激是无法解决问题的，实体经济需要经历一个去产能过程。目前我国同时存在产能过剩和潜在的通货膨胀压力，这说明了当前产能过剩不是需求问题，未来我国实体经济将面临去产能的压力。本轮去产能压力在供给层面的主要问题在于过去几年投资高增长过程中企业经营成本上升太快，成本大幅上升使得新建产能的盈利状况比较差、企业意愿的产出量明显下降，从而造成产能过剩问题。

去产能的方式。未来解决去产能压力只有两个渠道，要么刺激需求提高产能利用率，要么让企业破产减少产能。上个世纪九十年代末期我国面临的去产能压力是通过企业破产来解决的，当时企业破产造成大量的失业人群。资金链断裂是通过企业破产来解决去产能压力最有效方式，但这样会造成大面积的失业、社会压力非常大。去年 3 季度以来，货币政策放松使得企业的资金面明显好转，短期内还看不到企业大面积破产的迹象。产能严重过剩情况下，企业自发的投资意愿非常低，如果想通过刺激需求来消化过剩产能，政府需要采取非常大力度的政策来刺激需求，这种情况下通货膨胀的压力会比较严重。

去产能的现实选择。去产能的两种方式各有自己的缺陷，通过刺激需求来消化过剩产能会带来通货膨胀，企业破产来消化过剩产能会造成大面积的失业。未来经济下滑、去产能压力显现的过程中，政府会在通货膨胀和失业风险之间徘徊。上个世纪九十年代末期，政府最终选择通过企业破产来消化过剩产能主要有两方面的原因：1、当时政府的财政实力较弱，1993 年至 1998 年财政收入增速持续下降、财政赤字明显扩大；2、当时中国经历过多次非常严重的通货膨胀，通胀的阴霾还记忆犹新。考虑到当前贫富差距较大、社会矛盾突出，未来大面积失业带来的社会问题和政治压力难以承受；另一方面，本世纪初以来我国通货膨胀压力显著下降；当经济持续下滑带来的去产能压力显

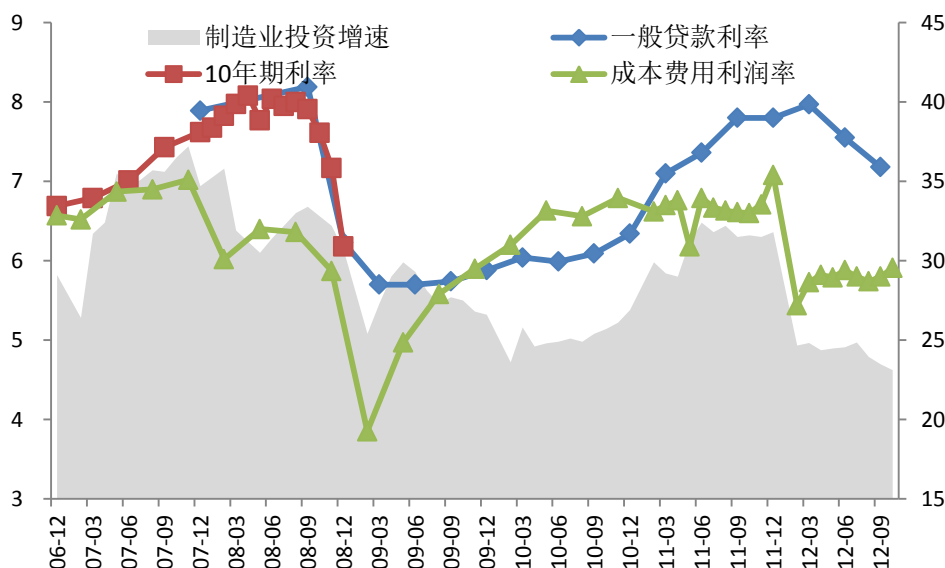
现时，未来政府很有可能会选择通货膨胀压力、而非失业风险。因此，未来几年内当去产能带来的失业风险显现时，预计政府会加大政策刺激力度，通货膨胀风险会暴露出现。

3、制造业投资增速将继续下滑

制造业的固定资产投资增速仍面临下滑风险。经营成本高企造成企业扩大生产和投资规模的意愿不足，宏观经济内生增长动力较弱。对于制造类企业来说，当经营成本非常高时企业的利润率较低、企业资金成本较高，因此我们可以看到利润率、贷款成本对于制造业固定资产投资影响非常大。历史数据显示，当一般贷款加权利率明显高于企业利润率时制造业固定资产投资增速往往会持续下降，只有当企业利润率回升至贷款成本以上后制造业固定资产投资增速才会企稳回升。考虑到当前工业企业利润率仍明显低于贷款成本，未来制造业固定资产投资增速仍将面临下降压力。此外，从产能过剩角度来看，在产能利用率比较低的情况下企业扩大固定资产投资的可能性是极低的，未来企业自主加大投资的意愿较弱。

经济回升的可持续性较差，明年上半年经济增速面临下降压力。今年 9 月份以来，我国经济出现明显好转的迹象，短期内经济好转态势还将延续。但是，考虑到当前经济尚未明显低于潜在经济增速以及短期内经济好转，未来较大力度政策刺激的可能性大大降低。在政策刺激不明显的环境下，经济内生增长动力不足意味着明年上半年经济增速面临下降压力。

图表 11：企业利润率明显低于贷款成本时制造业固定资产投资增速往往会持续下降



资料来源：美林证券全球资产配置团队

四. 2013 年经济形势展望

尽管库存调整造成的经济快速恶化的阶段已经结束，但考虑到我国经济内生增长动力不足以及通货膨胀的潜在风险较大，明年我国宏观经济将呈现温和增长态势，难以较今年大幅回升。政策将视经济走势和通胀压力相机抉择，整体上处于谨慎态度。2013 年主要宏观经济数据预测，如下表。

图表 12：2013 年主要宏观经济数据预测

	2012F	2013F	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
实际 GDP (同比增长, %)	7.6	7.7	8.1	7.6	7.4	7.6	7.7	7.4	7.6	7.9
工业增加值 (同比增长, %)	9.9	9.2	11.6	9.5	9.0	9.7	10.0	8.5	9.0	9.2
社会消费品零售总额 (名义同比增长, %)	14.1	13.6	14.8	13.9	13.3	14.4	14.3	13.6	13.2	13.4
社会消费品零售总额 (实际同比增长, %)	11.5	11.1	10.9	10.9	11.3	13.0	12.4	11.3	10.5	10.1
城镇固定资产投资 (累计, 名义同比增长, %)	20.8	19.6	20.9	20.4	19.8	20.8	19.8	20.0	20.2	19.6
城镇固定资产投资 (累计, 实际同比增长, %)	17.8	15.6	18.2	18.2	17.8	19.6	19.2	18.8	16.7	15.6
出口 (美元, 十亿)	1700	2282	430	525	538	550	486	567	613	616
出口 (同比增长, 以美元计价, %)	7.7	11.8	7.6	10.5	3.8	9.0	13.0	8.0	14.0	12.0
进口 (美元, 十亿)	1457	2027	429	456	467	466	480	501	532	513
进口 (同比增长, 以美元计价, %)	4.5	11.5	6.8	6.5	2.7	2.0	12.0	10.0	14.0	10.0
贸易顺差 (美元, 十亿)	244	255	1	69	71	84	5	65	81	103
贸易顺差 (人民币, 十亿)	1533	1582	5	437	447	522	34	406	504	639
贸易顺差 (占 GDP 比例)	2.60	2.59	0.05	3.65	3.53	3.18	0.29	3.09	3.57	3.42
CPI (同比增长, %)	2.7	2.7	3.8	2.9	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	3.5
CPI (非食品) (同比增长, %)	1.7	1.2	1.8	1.5	1.5	1.8	1.3	1.0	1.1	1.2
CPI (食品) (同比增长, %)	5.0	5.2	8.1	5.7	2.8	3.5	3.5	4.8	5.2	7.2
PPI (同比增长, %)	-2.0	0.8	0.2	-1.4	-3.3	-2.0	-1.5	0.0	2.2	2.5
PPI 购进价格指数 (同比增长, %)	-2.1	0.2	1.0	-1.6	-3.9	-2.1	-1.6	0.3	1.0	1.2
货币供应量 (M2, 期末, 同比增长, %)	14.2	13.5	13.4	13.6	14.8	14.2	14.0	13.4	13.3	13.2
外汇占款变动 (十亿人民币)	178	90	291	12	109	300	60	0	150	150
新增人民币贷款 (十亿人民币)	8322	880	2460	2395	1867	1600	264	264	176	176
人民币汇率 (人民币/美元, 期末值)	6.29	6.21	6.29	6.35	6.28	6.22	6.20	6.23	6.21	6.18
人民币汇率 (升值幅度, %)	0.00	0.16	0.01	-0.95	1.10	1.03	0.32	-0.48	0.32	0.48
10 年期国债到期收益率 (%, 期末值)	3.37	3.35	3.38	3.30	3.24	3.55	3.45	3.35	3.45	3.60
存款准备金率 (%)	20.0	20.0	20.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
一年期储蓄存款利率 (%, 期末值)	3.00	3.00	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
一年期贷款基准利率 (%, 期末值)	6.06	6.06	6.56	6.31	6.06	6.06	6.06	6.06	6.06	6.06

资料来源: wind 东方证券研究所

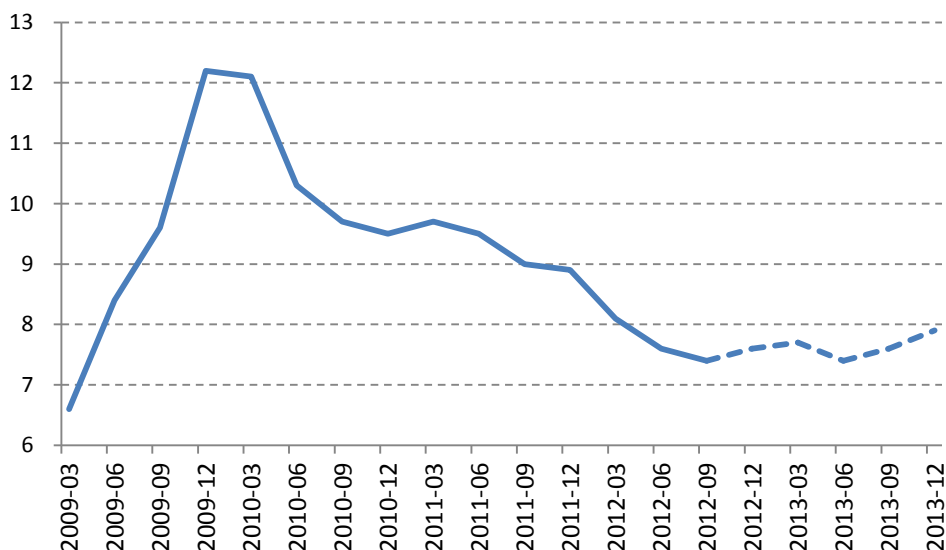
1、经济增速呈现 V 型波动

库存调整是 2012 年宏观经济走势的主导因素，当前工业企业主动去库存阶段基本结束，去产能压力背景下未来企业补库存动力较弱，因此库存扰动对 2013 年宏观经济的影响相对较小。在政策操作没有出现明显失误和海外经济风险暴露有限假设下，2013 年经济走势将相对平稳。

经济内生增长动力不足情况下，政策扰动成为影响明年 4 个季度经济走势的重要变量。明年的政策重心将在调结构和稳增长之间切换，初期在经济增速回升和通胀压力较小的情况下政策重心将布局于调结构、致力于经济改革，随着经济增速有所下滑政策重心将逐步从调结构转为稳增长。短期内经济好转还能延续，但在政策刺激力度较弱情况下，随着经济内生增长动力的减弱，明年二三季度经济增速将有所下滑，政策重心的转移使得 4 季度经济增速有所企稳。

2013 年经济增长的主要动力来至于企业主动去库存周期的结束、房地产投资增速有所企稳、持续回升的基建投资以及相对宽松的流动性环境。2013 年宏观经济下行风险主要有：“影子银行”治理、反腐力度、地方政府债务暴露的风险、通胀回升、房价再次上涨压力和热钱外流等因素。

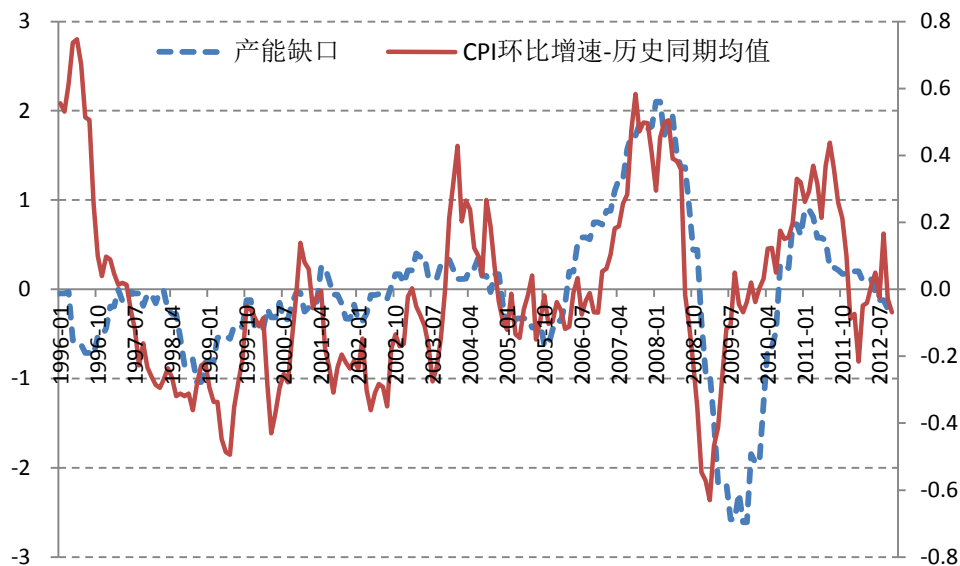
图表 13：2013 年 GDP 走势



资料来源：美林证券全球资产配置团队

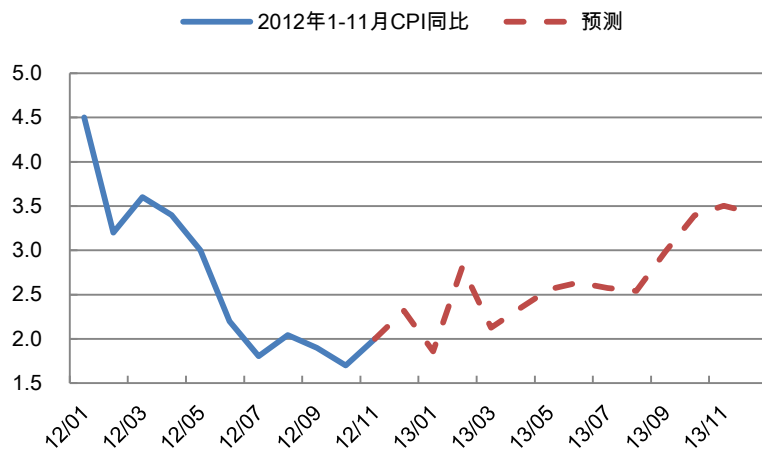
2、通胀压力下半年显现

产能缺口是通货膨胀走势重要的影响因素。历史数据显示，货币信贷增速与通胀走势密切相关，货币增速适当领先于通货膨胀，但是最近一轮的通货膨胀上升周期完全是发生在货币信贷增速下降过程中。我们认为，尽管货币信贷增速对通货膨胀有重要的影响，但其传导机制是通过产能缺口来影响通胀走势的，因为货币信贷增速直接决定了社会总需求增速。我们根据滤波法测算的 GDP 产能缺口与通货膨胀走势非常一致，当 GDP 产能缺口比较明显时，CPI 环比增速往往会明显高于历史均值。因此，我们可以直接通过对产能缺口的判断来预测通货膨胀的走势。

图表 14：产能缺口是通胀走势的主要影响因素


资料来源：美林证券全球资产配置团队

产能缺口回升将推动通胀稳步回升，明年下半年的通货膨胀压力相对较大。从滤波法测算的结果以及通货膨胀和就业状况来看，当前经济增速可能略微低于潜在经济增速。随着短期内经济增速的回升以及中期内潜在经济增速继续下降，未来产能缺口将有所回升，产能缺口回升将推动通货膨胀稳步上升。我们基于 CPI 环比增速的季节性规律、产能缺口走势以及翘尾因素预测 2013 年 CPI 走势发现，明年 CPI 同比增速逐步回升态势，4 季度通胀压力显著抬升。

图表 15：2013 年 CPI 走势预测


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

3、政策操作失误的风险较大

短期来看，我国经济面临内生增长动力不足和潜在通货膨胀压力加大的尴尬局面，政府需要在经济增长与通货膨胀之间的平衡，政策的风险比较高。中长期来看，过去几年来我国企业经营成本大幅上升，未来实体经济需要经过痛苦的调整过程来消化企业高企的经营成本，政府需要在通货膨胀和失业之间做出选择，我们倾向于认为政府最终会选择通胀风险而不是失业风险。

2013 年政策风险主要集中在地产调控、政府债务问题和影子银行系统的治理等问题。这些问题处理的力度过低，则明年房价可能会再次明显上涨、政府债务会继续扩张以及影子银行承担了过多的风险，这样明年经济增速会明显回升，但将显著加大中长期风险。反之，如果明年采取的整治力度过大，则房价再次面临下行风险使得地产投资乏力、紧控政府债务可能会造成基建投资增速低于预期，影子银行治理过头恐将造成实体经济流动性紧缩，任何一项调控力度过大都可能会造成明年经济面临的下行风险非常大。

五、债券投资应在违约风险与通胀风险之间切换

当前实体经济面临的去产能压力和内生增长动力不足的问题还将持续，未来宏观经济演变的大概率情景是，短期内政策放松力度很小，经济增速继续下滑，当失业风险显现时，刺激性政策再次出手，随后通胀压力显现。在这个过程中，政策变量是主导因素，这也是 2013 年度需要重点分析的变量。

对债券市场投资者来说，违约事件是未来需要密切关注的风险。过去我国没有真正发生过债券违约现象，因此债券市场的信用利差相对较低。未来一旦真实发生了信用违约，信用债券（尤其是低评级信用债券）将面临系统性的风险，信用利差将抬升一个平台。在淘汰企业落后产能和经济增速下降过程中，债券违约和信用利差抬升是迟早要发生的事情。

违约风险彻底暴露之后将迎来通胀风险，违约风险之后至通胀风险暴露之前债市将迎来较好的机会。大幅度去产能将造成普遍的失业现象，考虑到政府无法承受普遍的失业带来的社会问题和政治压力，失业风险显现后政府将不得不采取较大力度的刺激性政策。在产能淘汰不彻底和失业问题尚未充分暴露情况下，政策刺激终端需求很容易造成通货膨胀上升的压力。在违约风险暴露之后通胀风险未显现之前，债券的收益率较高、宏观经济较差造成市场风险偏好很低和政策宽松带来流动性充裕等因素将造就债券市场非常好的投资机会。

短期来看，2013 年的宏观经济环境对债市不是特别有利，债市将略显尴尬，我们建议机构投资者“警惕信用风险、等待配置机会”，就业风险显现是债市机会来临的指示信号。2013 年债券投资策略的具体分析，请参考我们发布的 2013 年年度固定收益策略报告。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn