



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

香港/中国 证券研究

2013 年宏观经济展望

2012 年 12 月 3 日



经济结构改革成就复苏与繁荣之路

受欧债危机持续及就业市场乏力影响，美国、欧盟、以及日本的经济复苏会持续受压。亚洲新兴经济体则成为扭转乾坤的唯一希望，尽管我们看到这些经济体的 2012 年只是温和增长。总体来说，尽管全球经济仍有阴霾，但全球经济将在 2013 年进一步获得复苏动力。

在新兴经济体中，中国在全球经济的复苏中依然扮演着一个重要的角色。2012 年第三季度中国的经济已经探底，我们认为随着经济进一步复苏，刺激消费和投资的政策进一步落实，以及出口稳步增长，中国 2013 年的国内生产总值年增长可以达到 8.1%。

总体来看，各类资产市场的发展都将随着欧洲主权债务危机、中国经济恢复步伐以及美国经济所面对的财政悬崖等因素而变动。

首席经济学家

林樵基

电话：852-21478863

电邮：Bannylam@abci.com.hk



Table of Contents

2013 年全球宏观经济展望	3
经济复苏不均衡	3
美国 - 财政悬崖依然是主要的风险因素	4
欧洲 - 衰退时间将比预期更久	6
日本 - 低迷的经济复苏	7
亚洲新兴经济体 - 展望经济复苏	8
2013 年中国经济展望	10
2013 年中国政策展望	13
1. 货币政策：审慎和宽松的流动性管理.....	13
2. 财政政策：提高固定资产投资来支持经济增长.....	16
3. 人民币在 2013 年稳步升值	16
2013 年的 7 大经济主题	18
1. 改革议程 - “新四化”	18
2. 增长复苏依然依赖投资和信贷增长.....	18
3. 通胀：升幅较高但仍可控.....	20
4. 消费增长铁定无疑，但主要在 2013 年下半年.....	22
5. 贸易再平衡的政策保持不变.....	24
6. 房地产政策风险降低.....	26
7. 金融改革将会是首要任务.....	27
2013 年香港经济展望	30
外来流动性驱升资产价格	30
消费增长的恢复	31
为楼市降温	32
香港仍然是最重要的人民币离岸中心	33
权益披露	35
免责声明	35



2013 年全球宏观经济展望

经济复苏不均衡

金融危机过后，世界经济曾在 2010 年到 2011 年出现微弱但不均衡的复苏，然而在 2012 年，世界经济再一次处于危机的边缘。2012 年全球产出增长放缓，这种情况在发达国家尤为严重。在 2013 年，受限于有限的经济增长以及庞大的产能过剩，通胀上升空间有限。假如全球经济能避免另一次衰退，企业的盈利，特别是发达国家的企业盈利将会因为劳动成本的受抑而获得支持。经济的逐步复苏以及相对稳定的通胀水平使各国央行可以维持现阶段较宽松的货币政策立场，这会降低中短期内由于货币政策引发的市场错位的可能。我们对经济的基本预测是 2013 年经济增长势头会持续且温和地改善。

在 2013 年，全球经济复苏将呈现非均衡发展态势。欧洲和日本将会显著落后于其他地区。而美国将会有较缓慢但稳定的复苏。美国失业率下降的幅度一直低于预期水平，但是充足的市场流动性和房地产市场的恢复将足以让美国摆脱经济衰退的困扰。在欧洲，大部分欧元区成员国仍然要面临财政紧缩、结构调整、以及将会在接下来几年持续影响该地区经济的银行业问题。我们预计欧元区经济将会倒退 0.6%。日本的经济增长则会受到通缩、日元升值、疲弱的出口量、欠佳的企业盈利、以及中日之间的矛盾的限制。日本经济增长会由于低基数效应而反弹 2.2%。发展中国家预计会在今年的信贷和财政宽松之下出现经济复苏。

作为全球第二大经济体的中国将会从 2012 年的经济放缓中恢复过来。我们认为，在第三季度国内生产总值增长率探底反弹后，中国政府将会推出更多宽松的刺激政策来提高消费与投资水平，从而加快经济复苏的步伐。如果外部不稳定因素得以缓解，香港的经济增长会从 2012 年 1.8% 的水平上升到 3.5% 的水平。消费与投资将会是香港 2013 年刺激经济增长的主要推动力。



全球主要经济体国民生产总值增长预测

	2010	2011	2012F	2013F
美国	2.4	1.8	1.8	2.0
欧元区	2.0	1.4	(0.6)	(0.2)
德国	4.0	3.1	0.9	1.2
法国	1.7	1.7	0.2	0.5
意大利	1.8	0.4	(2.1)	(1.0)
西班牙	(0.3)	0.4	(1.5)	(1.5)
荷兰	1.6	1.1	(0.4)	0.3
希腊	(3.5)	(6.9)	(6.0)	(4.5)
葡萄牙	1.4	(1.7)	(2.8)	(1.5)
爱尔兰	(0.8)	1.4	0.5	1.5
英国	1.8	0.8	0.2	1.2
日本	4.5	(0.8)	2.2	1.5
中国大陆地区	10.3	9.3	7.8	8.1
香港	6.8	4.9	1.8	3.5
新加坡	14.8	4.9	2.3	3.3
南韩	6.3	3.6	2.5	3.5
俄罗斯	4.3	4.3	3.5	3.8
印度	10.1	6.8	5.3	6.0
巴西	7.5	2.7	1.8	3.8

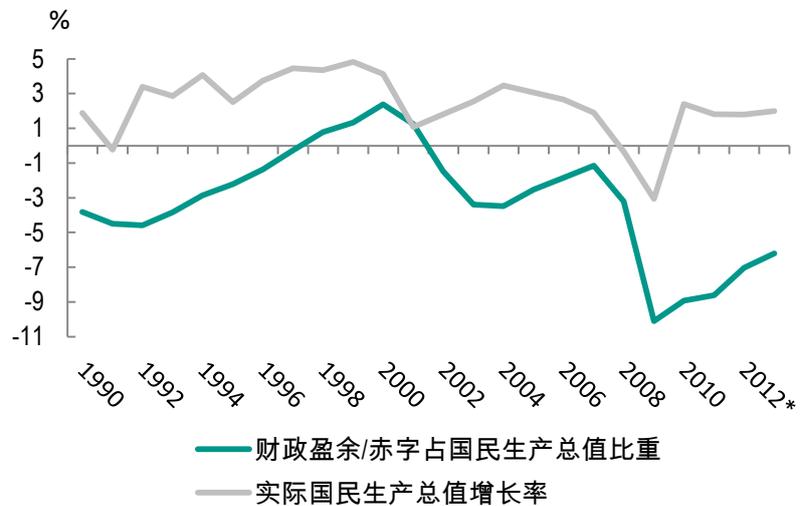
数据来源: 国际货币基金组织, 农银国际证券预测

美国 – 财政悬崖依然是主要的风险因素

美国 2013 年的经济状况依然不容乐观。奥巴马虽然连任但美国国会控制权不变, 给经济前景投下阴影, 不仅如此, 更令人担忧的问题是一系列减税和转移支付的法案——所谓的“财政悬崖”——将会在 2013 年 1 月 1 日失效, 随之而来的是高达 6000 亿美元的增税以及政府财政开支削减。这些财政刺激政策 (包括布什时代所制定的减税政策、2010-2011 年的薪酬税削减、以及延长的失业保险待遇) 将会在 2013 年初失效。他们所带来的额外税项支出将会高达美国年国内生产总值 (GDP) 的 4%-5% 水平。此外, 奥巴马推行的医疗改革将增加财政支出的负担。如果美国政府任由财政悬崖发生, 让各项减税的法案失效的话, 2013 年的经济增长将会萎缩 4.5%。但是我们认为美国国会将会达成协议以避免财政悬崖的发生, 以防止美国经济重新步入衰退以及美国金融市场的大幅动荡。



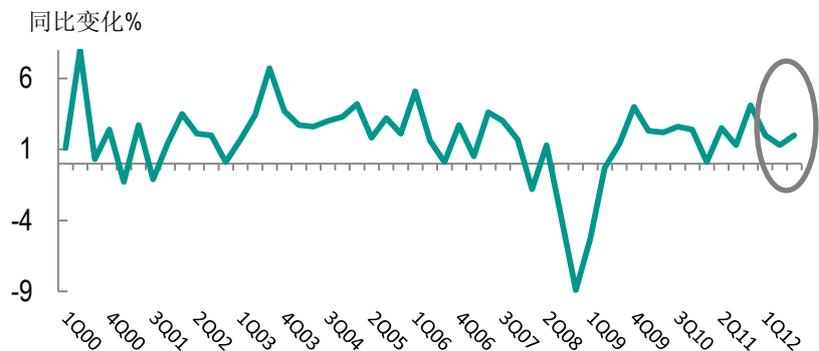
美国的赤字占国内生产总值的比例仍然处于高水平



* 预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测

美国经济增长自 2012 年第二季度下降后再在 2012 年第三季度趋于平稳

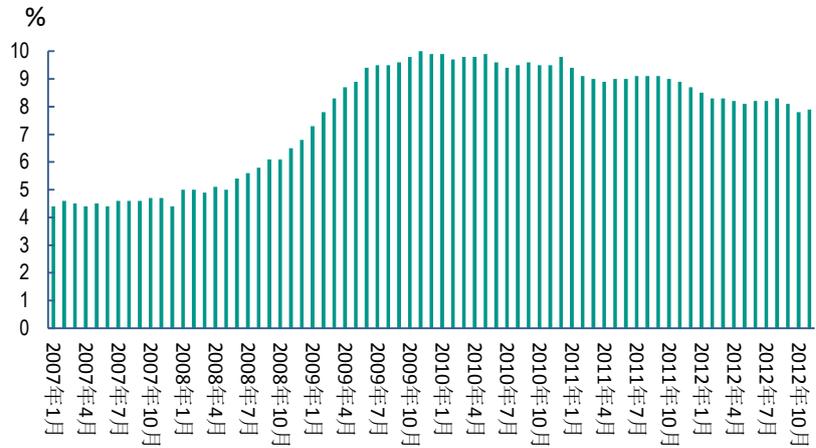


数据来源: 彭博

随着新一轮的量化宽松政策的推出, 我们相信流动性将不会是美国经济的主要问题。虽然各国领导人都对美国高额的借款以及美元贬值表达了忧虑, 但各国依然愿意购买并持有美国国债 (尽管现在的收益率处于极低位置)。最近的数据显示美国经济开始出现复苏的迹象, 但是房地产板块低于预期的复苏和就业市场的疲弱依然会拖累经济发展。企业家、投资者和消费者对经济的信心也会因此受到打击。美国经济复苏在 2013 年将会较为缓慢, 我们预计其年经济增长大约为 2%。



美国失业率依然维持在 7% 以上



数据来源: 彭博

欧洲 – 衰退时间将比预期更久

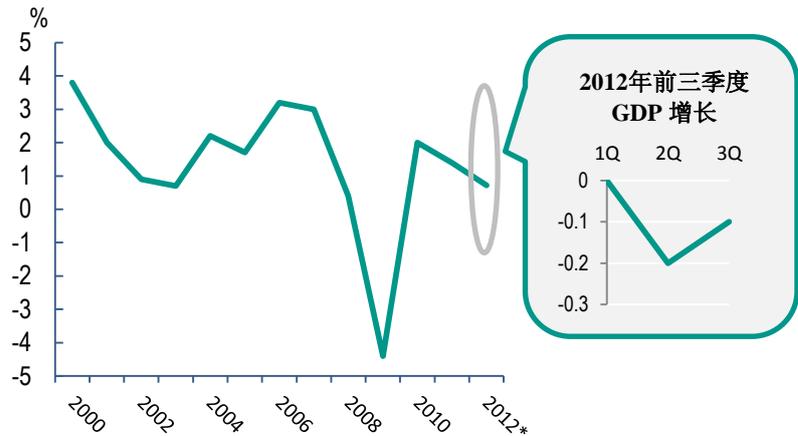
欧元区的经济增长自 2012 年来已经大幅度下降。就算作最好的打算，即是欧债问题可以在一定范围内得以解决，欧元区的总体经济增长也只能是微乎其微。那些本来就已经负债累累的国家要面对或即将要面对旷日持久的经济衰退；而经济实力相对较好的国家也有可能处于危险的经济衰退的边缘。

由于当地各国财政状况欠佳，欧元区经济增长势头依然脆弱。欧债危机的迷雾一直无法消散，也使欧元区的经济复苏状况一直强差人意。紧缩的财政和货币政策也会对当地经济的增长势头产生一定的负面影响。短期内欧元区的经济增长会由于政治环境的不确定性而减缓。

急速减缓的经济发展既是欧债危机和其他财政问题的起因，同时也是这些现象导致的后果。欧债危机使得持有相关资产的银行的财务状况变得更加脆弱。虽然欧洲央行和国际货币基金组织一直通过降息、购买债券和提供更多的流动性来加强对抗欧债危机的力度，但是所采取的财政紧缩措施进一步削弱了经济增长和就业前景，使得财政调整和金融机构的资产负债表的修复更具挑战性。我们预计，疲弱的经济基本面会导致欧元区的经济出现 0.2% 的负增长。



欧元区经济活动在 2012 年 2、3 季度出现萎缩

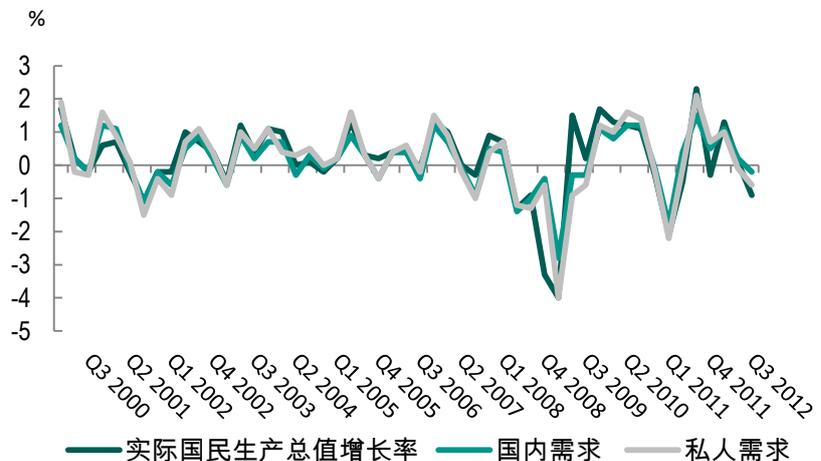


数据来源: Eurostat

日本 – 低迷的经济复苏

我们预测日本地震后的重建将会在 2012 年和 2013 年为日本的国民生产总值带来 2% 的增长。然而，尽管受低基数效应驱动，在 2012 年日本会出现 2% 的经济增长，但 2013 年经济依然存在下行风险。主要的原因是来自日元升值带来的挑战，与中国之间关于钓鱼岛的纷争产生的紧张关系，以及与其他大经济体的同步衰退。日本经济复苏的动力来自于全球经济的复苏以及其主要出口市场的需求。然而，欧债危机会对日本的出口带来负面影响，日元走强也降低了日本出口产品的价格竞争力，从而拖累了日本经济的复苏。尽管日本中央银行已经使用量化宽松的手段来干预市场防止日元继续升值，但是日元仍将会保持高水平并且持续限制日本经济的复苏步伐。

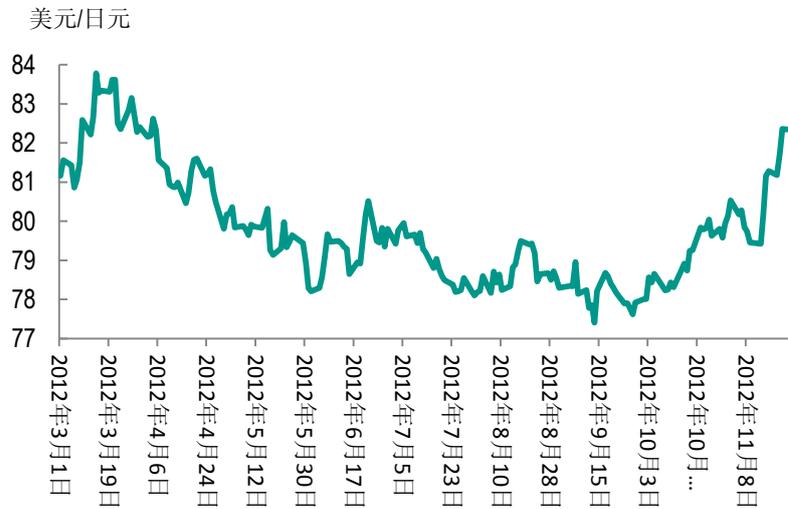
日本经济增长依然疲弱



数据来源: 彭博



日元需要更多的贬值



数据来源: 彭博

亚洲新兴经济体 – 展望经济复苏

在 2012 年，亚洲新兴国家的贸易与金融市场的发展受到发达国家经济衰退的严重冲击。全球的经济危机使这些国家意识到过度依赖出口推动经济增长的风险。因此像新加坡和中国这样的新兴经济体正在积极地将经济增长的重心从出口转移到内需上。国内旺盛的消费需求、新兴经济体之间的日益频密的贸易往来以及当地政策灵活性使各新兴经济体在 2013 年能够逐渐地减少对发达国家的经济依赖程度。

亚洲新兴经济体经济增长预测

同比年度增长率%	2010	2011	2012F	2013F
印度	10.1	6.8	5.3	6.0
南韩	6.3	3.6	2.5	3.5
新加坡	14.8	4.9	2.3	3.3
马来西亚	7.2	5.1	4.4	4.7
泰国	7.8	0.1	5.6	6.0
印度尼西亚	6.2	6.5	6.0	6.3
越南	6.8	5.9	5.1	5.9

数据来源: 国际货币基金组织, 农银国际证券预测

新兴经济体的宏观经济的基本面普遍会持续走好。我们认为这些经济体的稳定经济增长可以抵消其他地区经济衰退对全球经济的影响。当前亚洲货币持续走强，显示出外部资金自 2012 年第三季度以来正不断地注入到亚洲经济体中。展望 2013 年，我们预测经济增长的复苏与相对稳定的通胀水平将会构成该地区的主要经济



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

香港/中国 证券研究

主题，而活跃的国内消费和区域间贸易将会成为这些国家经济的主要增长驱动力。



2013 年中国经济展望

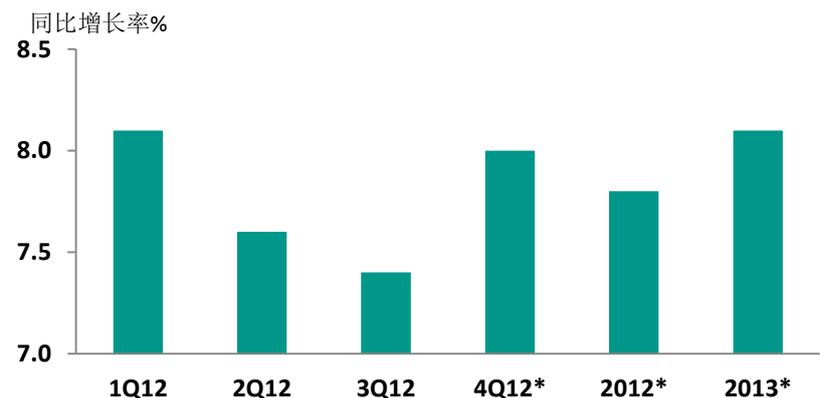
在 2012 年，全球经济的波动和中国经济增速放缓成为了世界经济的焦点。但是，尽管中国仍然面临着通缩和出口额下降等不利因素，我们认为，随着政府逐渐推出积极的财政和货币刺激措施（其中包括制定对战略行业、消费和社会保障房补贴的投资奖励机制），中国未来的经济将会向好的方面发展。经济增长在 2012 年的第三季度出现探底，接下来在 2012 年第四季度和 2013 年我们将会看到投资者对经济恢复信心和中国经济重拾增长动力。

中国的经济增长已经稳定下来，一些前瞻性的经济指标显示，国内需求正温和加速。在 2013 年，特别是上半年，投资将会继续超越消费而成为国内经济的主要增长驱动力。其他正面的经济因素有人民币的稳步升值和外贸形势的改善。美国“财政悬崖”对外部需求的影响将只会局限于 2012 年末期以及 2013 年第一季度。中国的政策制定者将会以审慎的态度实施扩张性经济政策，以抵抗外部经济的波动。

在经济情况稳定的情况下，激进的宽松政策已经显得不太有必要。我们认为中国稳健的货币政策方向将会保持不变。我们相信，中国央行将会继续用逆回购和利率市场的手段来保持市场有充足的流动性。

政府会继续保持扩张性的财政政策，基础设施投资将会继续保持较快的增长水平。我们预测经济稳定复苏：在 2012 年第四季度 GDP 同比增长将回升至 8.0%，明年的经济增长为 8.1%。

中国 2012-2013 年经济增长



*预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测



中国各主要经济指标的预测

% (除非另有说明)	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	2012F	1Q13F	2013F
实际国内生产总值	9.2	8.1	7.6	7.4	8.0	7.8	7.9	8.1
固定资产投资	23.8	20.9	20.4	20.5	21.2	21.2	22.0	22.5
零售额	17.1	14.8	14.0	13.8	14.1	14.4	14.4	15.2
出口	20.3	7.6	10.5	4.5	8.5	7.7	4.0	8.2
进口	24.9	7.1	6.5	1.6	2.8	4.4	2.5	7.0
贸易盈余(10亿美元)	155.1	1.1	68.8	79.5	78.5	227.9	7.6	268.4
消费者商品价格指数	5.4	3.8	2.9	1.9	2.0	2.6	3.0	3.2
生产者物价指数	6.1	0.1	-1.4	-3.3	-2.3	-1.7	0.5	2.0
M2	13.6	13.4	13.6	14.8	14.5	14.5	14.5	15.0
一年期存款利率	3.50	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
一年期贷款利率	6.56	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
存款准备金率	21.0	20.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
汇率(美元/人民币)	6.30	6.29	6.35	6.28	6.20	6.20	6.14	6.08

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测值

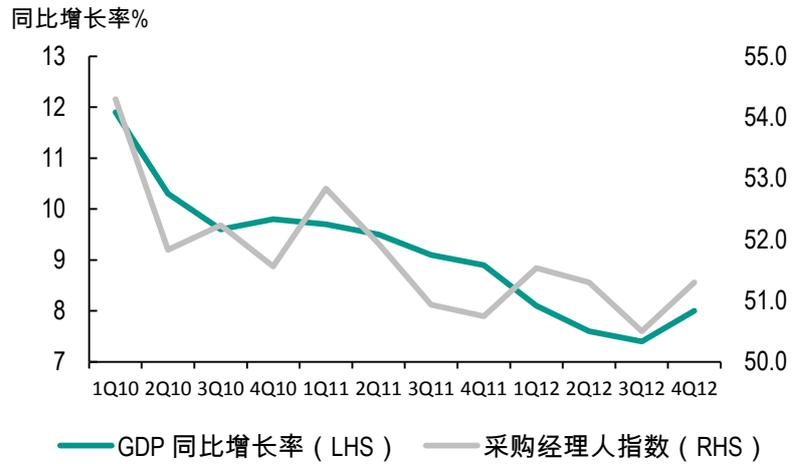
2013年中国经济情景分析

情景	最坏情况	基本情况	最好情况
可能出现的事件	出口负增长 欧元区成员国破产 无法避免“财政悬崖”	高个位数的贸易增长 没有任何迹象显示欧债危机恶化或扩散到其他地区 避免“财政悬崖”	双位数的贸易增长 可预见欧元区债务偿还 美国经济复苏高于预期,
实际 GDP 增长	7.0	8.1	9.0
零售额	12.0	15.2	17.2
固定资产投资	17.0	22.5	24.5
消费价格指数 (%)	2.0	3.2	4.0
出口	(12.5)	8.2	15.5
进口	(8.5)	7.0	13.5

数据来源: 农银国际证券

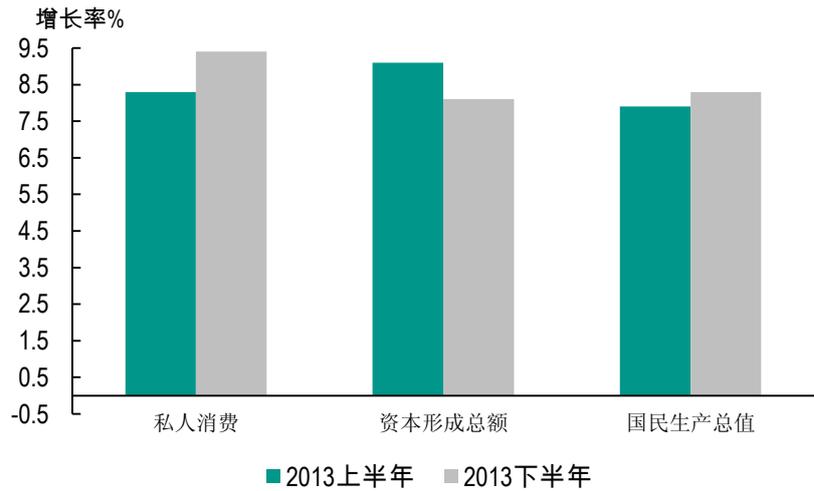


经济复苏： 采购经理人指数开始回升



数据来源: 彭博, 农银国际证券

投资引导 2013 年上半年增长, 下半年消费接力



数据来源: 彭博, 农银国际证券



2013 年中国政策展望

根据中国的经济增长和结构调整的目标，我们预计中央政府将实施审慎的货币政策和积极的财政政策。央行将继续实施货币宽松措施以支持经济复苏，并将力图把通胀维持在 3%-4% 的范围内。同时，中央政府和地方政府将实施更多的支持性财政措施，以刺激基础设施投资和发展新兴战略行业。区域和农村基础设施，公用事业的投资和经济适用房工程建设将继续获得政府资金和银行贷款的支持。总的来说，中国将继续微调目前宽松的宏观经济政策来刺激 2013 年经济增长。

1. 货币政策：审慎和宽松的流动性管理

谨慎的流动性管理政策将保持不变。

审慎的流动性管理在 2013 年将会继续成为货币政策制定的重点。由于美国和其他发达经济体在 2012 年相继推出了量化宽松的措施，我们认为，国际资本将继续流入中国，这将令人民银行管理流动性面临更大的压力。我们认为，央行将会推出审慎的货币政策以适应市场的需求。央行将保持宽松的金融市场环境，通过使用逆回购协议向银行间市场注入更多的流动性以稳定发展。因此，我们预计 2013 年新增银行贷款目标将会在 9 万亿至 9.5 万亿人民币之间（2012 年的目标为 8.5 万亿人民币）；M2 增长目标在 2013 年将会是 15%（2012 年的 M2 增长目标为 14.5%）。

通过逆回购和利率市场化实现货币宽松政策。在 2012 年，经过几个回合的存款准备金率和利率下调，我们相信，2013 年中国对进一步放松信贷将会继续持观望的态度。虽然中国已经将重点从遏制通胀转移到经济复苏，但是新一轮的量化宽松政策再次引发了对通胀的担忧。因此，我们相信央行将会使用逆回购，而不是对存款准备金率的调整，来增加银行系统内的流动性。我们也可能会看到政府通过深化利率市场化改革来扩大贷款利率的浮动区间，以降低中国企业在金融机构借贷成本和取代传统的降息手段。总之，在 2013 年货币政策措施将会更加宽松和灵活，以适应对资本的需求。

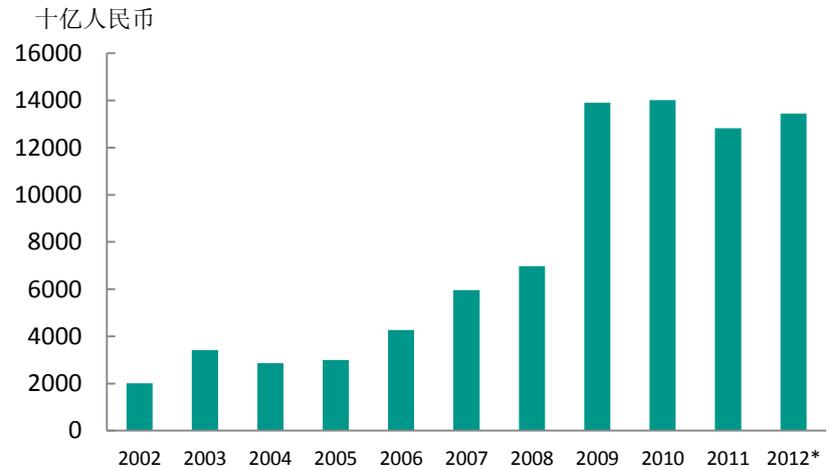
中国人民银行预期审慎的流动性管理

	通胀率 (目标) (%)	通胀率 (实际) (%)	高于/低于目标	货币政策立场
2007	3	4.8	高于	审慎+流动性管理
2008	5	5.9	高于	紧缩
2009	4	(0.7)	低于	适度放宽
2010	3	3.2	高于	适度放宽
2011	4	5.5	高于	紧缩
2012	3	2.6	低于	审慎+流动性管理
2013F	3	3.2	高于	审慎+流动性管理

数据来源：农银国际证券



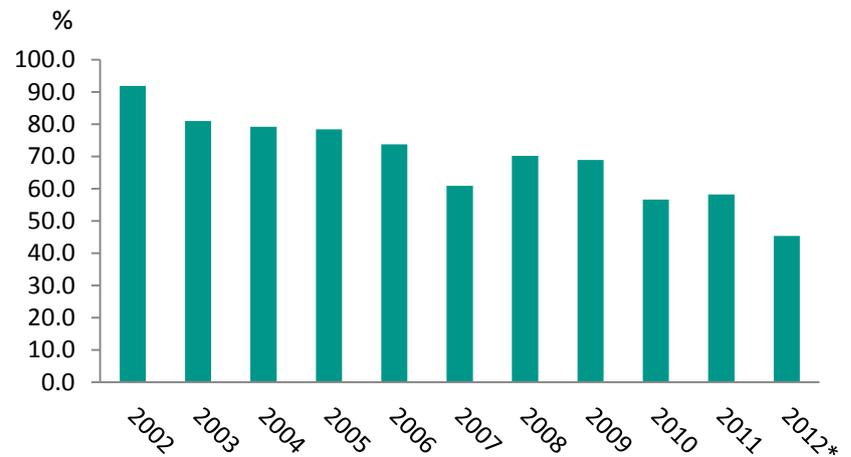
社会融资总额在 2012 年大幅上涨



* 预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测值

新增贷款在社会融资总额的比例逐渐下降



* 预测值

数据来源: 彭博



近期逆回购协议操作

日期	金额数量 (亿元)	息率 (%)
7 天		
2012 年 9 月 6 日	200.00	3.35
2012 年 9 月 11 日	450.00	3.35
2012 年 9 月 13 日	350.00	3.35
2012 年 9 月 18 日	200.00	3.35
2012 年 9 月 20 日	550.00	3.35
2012 年 10 月 9 日	1,650.00	3.35
2012 年 10 月 11 日	120.00	3.35
2012 年 10 月 16 日	180.00	3.35
2012 年 10 月 18 日	200.00	3.35
2012 年 10 月 23 日	490.00	3.35
2012 年 10 月 25 日	1,400.00	3.35
2012 年 10 月 30 日	2,900.00	3.35
2012 年 11 月 1 日	580.00	3.35
2012 年 11 月 6 日	1,660.00	3.35
2012 年 11 月 8 日	650.00	3.35
2012 年 11 月 13 日	780.00	3.35
2012 年 11 月 15 日	420.00	3.35
2012 年 11 月 20 日	690.00	3.35
2012 年 11 月 22 日	460.00	3.35
14 天		
2012 年 9 月 6 日	200.00	3.50
2012 年 9 月 11 日	320.00	3.45
2012 年 9 月 25 日	1,000.00	3.45
2012 年 9 月 27 日	500.00	3.45
2012 年 10 月 11 日	470.00	3.45
2012 年 10 月 18 日	100.00	3.45
2012 年 10 月 25 日	850.00	3.45
2012 年 11 月 1 日	1,150.00	3.45
2012 年 11 月 8 日	800.00	3.45
2012 年 11 月 15 日	490.00	3.45
2012 年 11 月 22 日	430.00	3.45
28 天		
2012 年 9 月 13 日	200.00	3.60
2012 年 9 月 18 日	550.00	3.60
2012 年 9 月 20 日	1,050.00	3.60
2012 年 9 月 25 日	1,900.00	3.60
2012 年 9 月 27 日	1,300.00	3.60
2012 年 10 月 9 日	1,000.00	3.60
2012 年 10 月 16 日	580.00	3.60
2012 年 10 月 23 日	420.00	3.60
2012 年 10 月 30 日	1,050.00	3.60
2012 年 11 月 6 日	1,110.00	3.60
2012 年 11 月 13 日	1,080.00	3.60
2012 年 11 月 20 日	450.00	3.60

数据来源: 中国人民银行



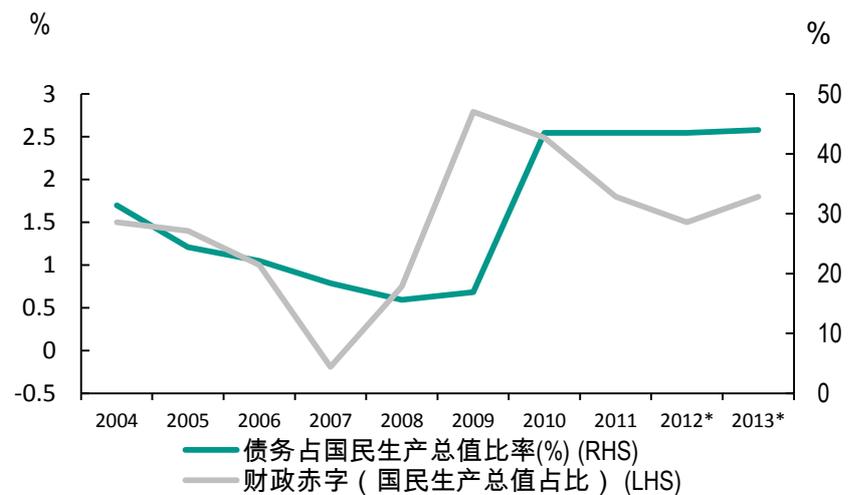
财政性的扩张将仍然会是一个推动经济发展的主要动力。

2. 财政政策：提高固定资产投资来支持经济增长

中央政府将继续采取扩张性的财政政策以刺激固定资产投资。这一举动与将其转变国家的工业结构的中期目标是相一致的。我们认为，中央政府将主要支持公路和铁路建设、电网升级、在中部和西部省份的资源开发和农业改革等方面的基础设施投资，这也符合第 18 届党代会中所提出的“新四个现代化” - 工业化、信息化、城市化和农业现代化的发展目标。中央政府将继续监控部分由当地政府资助的住房建设。我们预计政府将提供更多的补贴，提高低收入群体的平均收入水平，从而建立与经济增长和 CPI 变动相关的工资和社会福利调整机制。

财政刺激措施在 2013 年保持不变。为了进一步促进经济复苏，预计中国在 2013 年会有更多积极的刺激经济方案出台，如：(1) 加快基础设施和建设项目的审批；(2) 对于节能产品的额外补贴；(3) 鼓励私有资本进入原本由国有大型企业主导的高门槛行业；(4) 通过税制改革来支持服务性行业。

中国的财政状况依旧健康



*预测值

数据来源: 彭博

人民币国际化的步伐将会在 2013 年加快。人民币在 2013 年将会升值 2%。

3. 人民币在 2013 年稳步升值

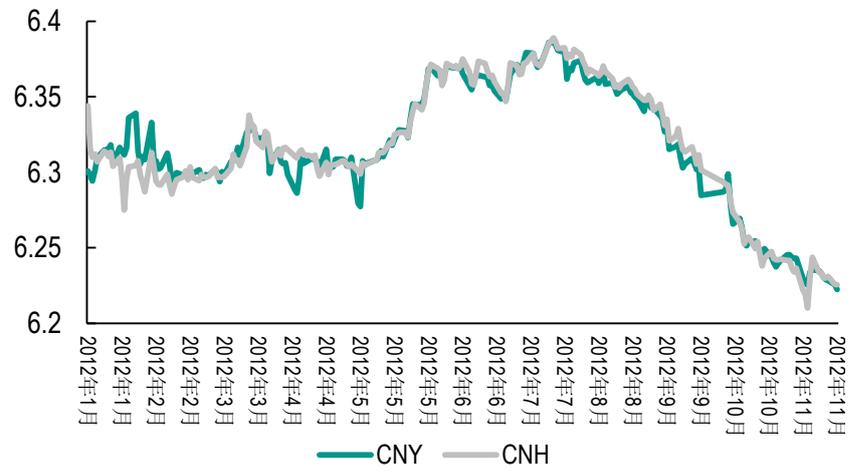
在 2012 年的前三个季度中，人民币受到美元升值、欧债危机、以及低于预期的经济数据的影响而贬值。当经济指标显示中国经济在今年第三季度出现复苏迹象，人民币随即反弹。我们预期在 2012 年人民币将会平稳升值 1%-1.5%。

在 2013 年，央行将会进一步通过扩大人民币与美元利率浮动区间和利率市场化改革来推进人民币国际化。中国的经济增长的恢复



将会与人民币升值同步,我们预期人民币在 2013 年内有 2%的升值空间。

CNY vs CNH



数据来源: 彭博



2013 年的 7 大经济主题

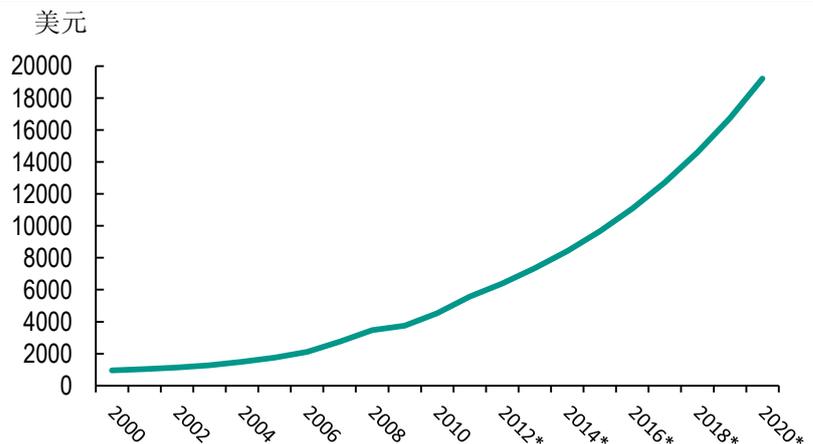
“新四化”会成为未来十年中国经济的发展动力。

1. 改革议程 – “新四化”

“十八大”在今年 11 月 14 日结束。会议确定了新一批领导班子的成员以及政治局常委的 7 名成员。胡锦涛主席阐述了在未来 10 年党和国家的改革和发展进程。我们相信，会议上提出的“新四化” - 工业化、信息化、城镇化、农业现代化 - 将会是未来十年中国经济增长重要的增长动力。

最近几年，中国已经开始逐渐将经济增长模式从出口导向转变成以消费为驱动的相对均衡的发展模式。中国的经济结构转型可能会是渐进和漫长的。这样的转变将导致速度较慢但更可持续的经济增长，而消费和服务行业将会由此受惠。由于中国正努力通过将经济增长引擎从出口转移到消费来完善社会主义市场经济体制，因此通过“新四化”来刺激国内需求和深化经济改革，会有助于中国在未来十年保持经济增速。工业化与信息化的目标是帮助中国工业进入现代化的商业模式，远离代工（OEM）模式。城市化进程将促进居民迁移和基础设施建设，这会创造就业机会和促进消费增长。农业现代化有助于提高其对中国经济的贡献和提高农民的社会福祉。“新四化”将会进一步改变中国经济的基本面。我们认为中国国内生产总值在未来 8 年将会维持在 7%-9% 的增长水平。中国可以实现国内生产总值和城市和农村居民 2010 年人均收入到 2020 年翻一番的目标。

2010 - 2020 人均国内生产总值增长



* 预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测

投资仍然会为经济增长做出绝大部分的贡献，其贡献作用在 2013 年的上半年会更为明显。

2. 增长复苏依然依赖投资和信贷增长

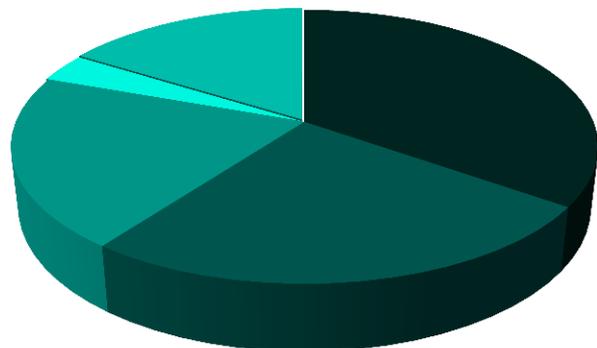
尽管中国经济正从出口导向型的模式转变到消费驱动型模式，在经济周期的复苏阶段，它必须更多地依赖于投资来“稳定增长”。2008 年宽松的信贷政策导致了投资私人房地产市场的热潮。我们



认为中央政府并不希望让这种情况再次发生，中央政府也一再强调其遏制房地产价格上涨的决心。随着私人房地产逐渐受到投资限制，可供选择的大型政府投资项目就只有基建、经济适用房建设以及服务业。数据显示在这些板块的固定资产投资增长自今年第二季度以来呈现反弹趋势。因此更多特定的固定资产投资项目将会对经济增长有相应更大的影响，我们认为这种趋势将会在2013年的上半年得以维持。

按照板块细分，基建、经济适用房建设、服务行业将继续是主要的增长动力。推进“城镇化”将会增加对基建投资的需求，地方政府将会领衔实施主要以地方基建和制造业项目为主的新经济刺激计划。社会保障房投资将会在2013年带来500万套新住房的建设。服务性项目的投资，如医疗保健投资，将会在“十二五”规划的项目带动下，获得高于以往水平的增长。制造业的增速正在放缓，但是在2013年其增长水平将会渐趋平稳。在接下来的几个季度里面，我们预期更多的与投资相关的刺激政策会出台，吸引更多的固定资产投资。政府在2013年会维持20%的固定资产投资增长以维持经济的增长。

固定资产投资按板块细分



2012年10月数据

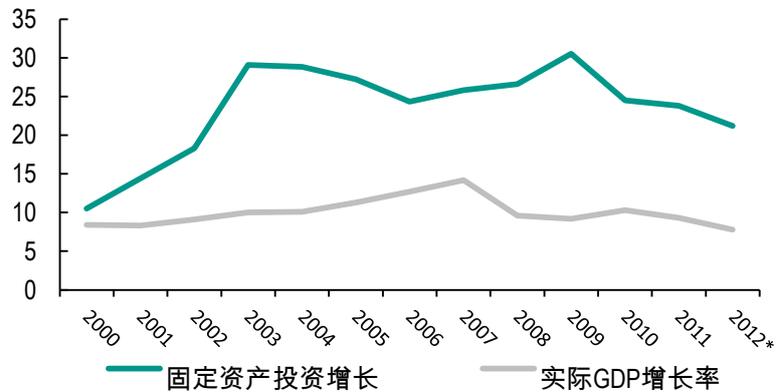
- 制造业 (34.8%)
- 房地产业 (25.4%)
- 基建 (20.3%)
- 采矿业 (3.4%)
- 其他 (16.0%)

数据来源: 彭博



固定资产投资增速保持在 20%以上

年度同比增长率 %



* 预测值

数据来源: 彭博

自 2012 年 7 月以来各地方政府投资计划汇总

时间	省份/城市	计划内容
2012 年 7 月 16 日	宁波 (浙江)	26 项加快工业建设和税制改革的政策
2012 年 7 月 23 日	南京 (江苏)	扩大当地消费需求 and 刺激房产消费, 同时支持汽车工业、旅游业、和娱乐产业的发展
2012 年 7 月 23 日	贵州	未来十年投资 3t 元发展旅游业和基础设施建
2012 年 7 月 25 日	长沙 (湖南)	未来三年投资 839b 元发展 195 个大型项目和 155 个中型项目
2012 年 8 月 20 日	重庆	未来三年投资 1.5t 元发展 7 个战略性产业中
2012 年 8 月 21 日	天津	将 1.5t 元投放到包括石油化工, 港口设备和新材料的产业中
2012 年 8 月 23 日	广东	计划将 1t 元投放到与海洋资源有关的 177 个项目中

数据来源: 农银国际证券

通胀会上升到 3%以上, 与经济活动的复苏步伐保持一致。

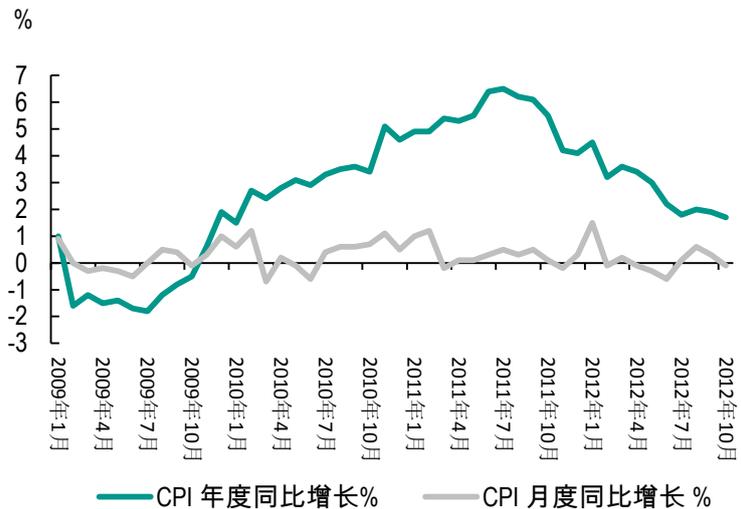
3. 通胀: 升幅较高但仍可控

在 2012 短短数个月内通货膨胀已经从一个微不足道的问题变成一个重要的政策目标。第 3 轮量化宽松政策的推出, 使人们开始担心大宗商品价格的上升以及其对中国通胀的影响。就在美联储刚刚宣布了第 3 轮量化宽松政策之后, 我们看到美元汇价随即下滑, 大宗商品价格反之随即上升, 股票市场的交投量出现反弹, 同时



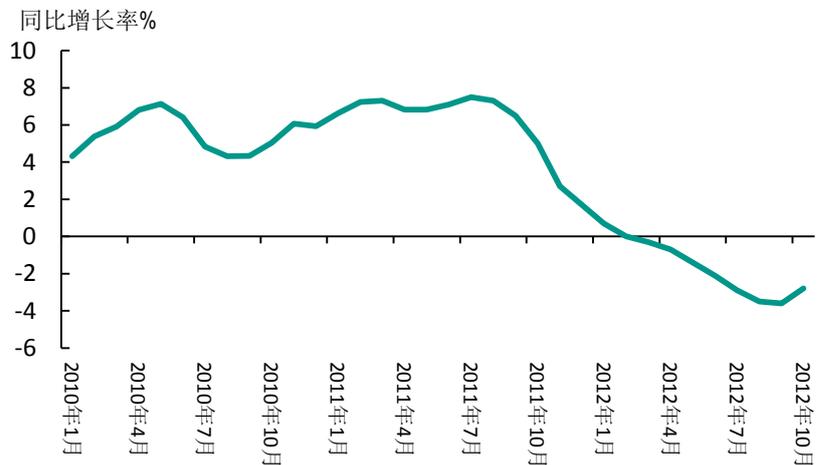
市场投资情绪均有回升。前两轮量化宽松政策已导致中国的高通胀率。例如，在第一轮量化宽松以及中国向经济注入 4 万亿人民币后，中国的 CPI 开始从 2009 年七月份的-1.9%猛升至 2010 年三月的 2.7%峰值。与此同时，PPI（生产者价格指数）也在同期内从 -8.2%上升到 5.9%。

消费者价格指数渐趋平稳



数据来源: 农银国际证券

PPI 触底并显示出加速迹象

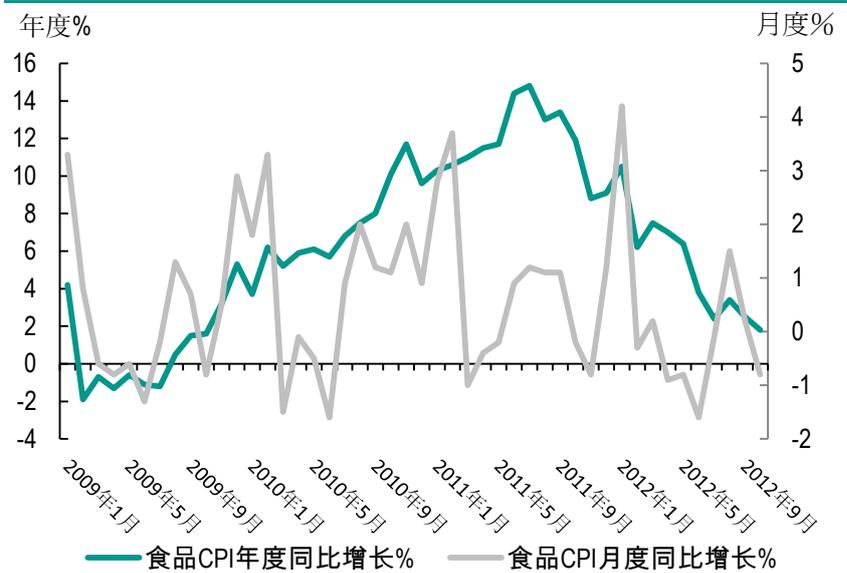


数据来源: 农银国际证券

食品价格将可能继续成为影响通胀的最主要驱动因素。不断上升的食品和大宗商品价格令通胀出现上升压力。根据之前两次的量化宽松政策的经验，食品和大宗商品的投机性交易将会随着流动性上升而大增。我们认为，食品价格上涨是通胀上升的最主要风险因素。中国央行为避免通胀剧烈波动，将会在制定货币刺激政策方面采取审慎的态度。



食品通胀稳定



数据来源: 农银国际证券

随着 QE3 的推出，外部资金将会不断注入中国。面对这样的流动性注入，就算是在经济增长持续放缓的情况下，中国央行也不大可能会使用调降存款准备金率和或是利率的方法。外来流动性的增加，会促使央行对刺激经济政策保持审慎态度。目前逆回购协议已经成为央行调整流动性的主要手段，投资者并不应该坐等央行推出新一轮的存款准备金率或者利率的调整措施。我们预期央行会进行有限的但非常有针对性的经济刺激措施以推动个别行业的发展。中国的通胀水平在 2013 年将会在 3%与 4%之间浮动。

4. 消费增长铁定无疑，但主要在 2013 年下半年

消费的增长将会在 2013 年上半年保持平稳，但会在 2013 年下半年由于上升的工资水平和对经济信心的改善而出现激增。

在 2012 年，低于预期的零售销售已经成为限制国民生产总值增长的重要原因之一。零售额的下降主要是受到低于预期的收入增长、A 股市场表现不佳带来的财富效应缩减、领导人换届带来的宏观经济不确定性这几个因素的影响。展望 2013 年，我们相信不断改善的经济基本面，以及消费刺激政策的推出将会使消费在上半年恢复增长并且在下半年出现激增。



零售额增长表现出稳定的趋势 (3个月移动平均值)

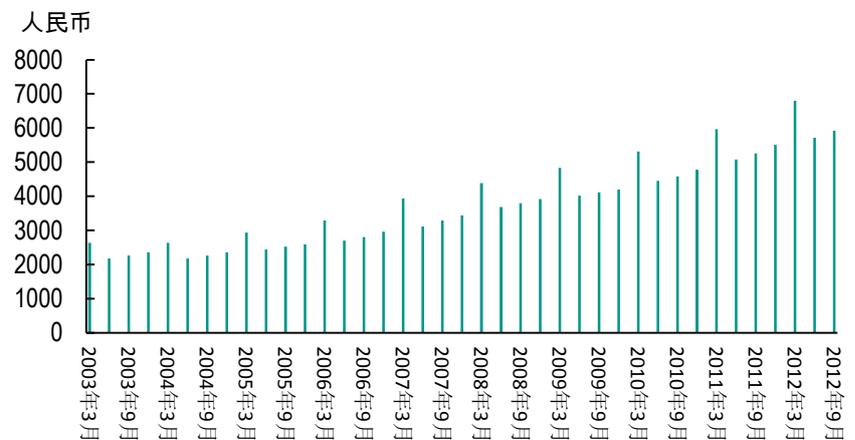


数据来源: 彭博, 农银国际证券

收入增长是消费稳定增长的主要推动力。稳定且相对较快的收入增长对于消费水平的增长具正面效应。2012年十月份的数据显示零售额正在逐渐恢复：10月份零售额年增长率从7月的13.1%上升到14.5%。在通胀得到相对控制、个人收入不断增长、未来国家将实施经济刺激政策的大前提下，我们预测2012年和2013年全年的零售额增长分别为14.4%和15.0%。从国家的战略角度来看，消费将会是中国未来十年发展经济的重点。我们认为在2013年将会有一系列与消费相关的财政政策推出。

随着巨额的政府补贴注入农业板块，以及大部省份提升最低工资水平，我们估计2013年中国的工资水平将会出现两位数的增长，带动消费能力和私人消费水平的提升。

城镇居民家庭人均可支配收入增长稳定



数据来源: 彭博



我们相信，决策者已经意识到，提高消费能力和意欲的关键，是通过提高中等和低收入阶层的平均收入来优化国家的收入结构。提升家庭的人均可支配收入是当务之急。我们预测以下的措施将会被实施：(1) 提高个人所得税征收的门槛；(2) 通过把与当地GDP 以及物价指数与政府公务员收入挂钩，完善薪酬提升机制；(3) 增加退休和低收入群体的补贴，使之符合通胀增长。这些措施将会减少社会上的不满情绪以及提高社会的稳定性。建设更多的经济适用房也是政府中期计划的主要任务。此外，城镇化的步伐以及经济适用房的建设将会在 2013 年加速，政府的预算资金将会被用于创造更多与住房相关的消费需求。政府已经针对特定的行业推出政策，包括提高农村地区零售额的“家具下乡”计划。

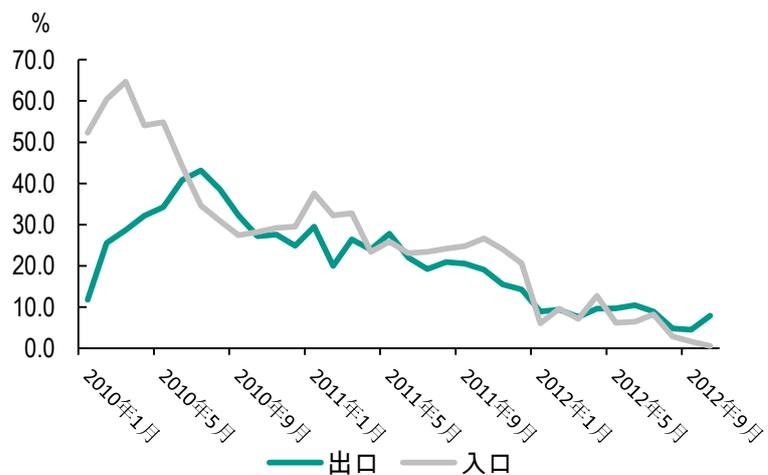
在未来几年，中国将要面对“刘易斯拐点”，收入增长对经济的推动力将会更强。在 2012 年和 2013 年，中国的适龄劳动力人口占总人口的比重将会达到峰值，并随后会稳步下降。这并不会意味着中国已经跨越了拐点，但中国劳动纠纷的上升和最低工资的提升，已经释放出早期的信号，即未来以市场力量驱升的收入上涨，将对消费具有较强影响。

贸易结构的调整和欧洲疲弱的需求，令中国 2013 年出口增长将会在 8% 和 10% 区间徘徊，远远低于 2010 年和 2011 年的 20%-30% 的水平。

5. 贸易再平衡的政策保持不变

毫无疑问，中国出口再也无法维持高速增长，但纠正贸易失衡问题需要一段时间。出口结构转型是维持中国出口增长的唯一出路。近年来，中国出口企业面临着包括工资上涨和土地成本上涨等更加严峻的挑战。简单地说，中国在低附加值制造业正失去其竞争优势以及绝对优势，因为其他国家可以以更低的成本来复制中国的产品。为防止出口产业的崩溃，我们相信中国政府将会引导出口企业转向高端和具有更高附加值的产品。而机械和运输设备制造业是唯一可以维持出口增长趋势的产业。

出口增长出现上升（3 个月移动平均值）

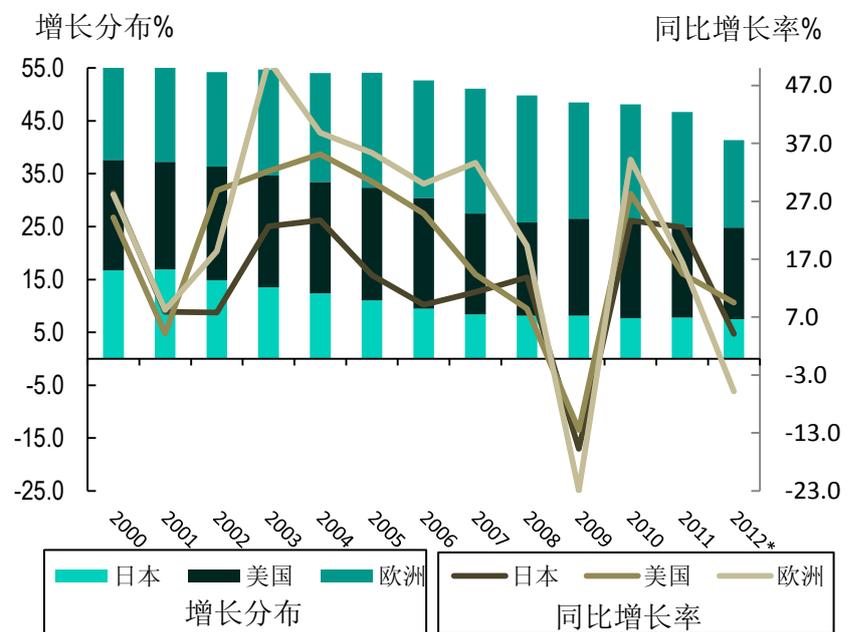


数据来源: 彭博, 农银国际证券



中国对美国和新兴经济体的出口额将会保持平稳，然而欧洲和日本的经济增长放缓将会导致这两个地区对于中国出口产品的需求下降。最新的美国经济数据表明，对于美国经济陷入另一轮衰退的担忧正在慢慢减退。我们预计美国国内生产总值将会在 2013 年温和增长，增长率将会从 2012 年的 1.8% 水平上升到 2003 年的 2.0%。造成美国经济增长缓慢的很大一部分原因是由于企业库存的积压，以及消费增长依然乏力。这表明了美国民众依然感受到高失业率，低收入增长和沉重债务负担的压力。我们以美国经济在 2010 年第四季度和 2011 年的恢复程度为基础，预测中国对美出口在 2013 年的增长将会达到 10%。

中国对美国、日本、欧洲的出口增长以及增长分布



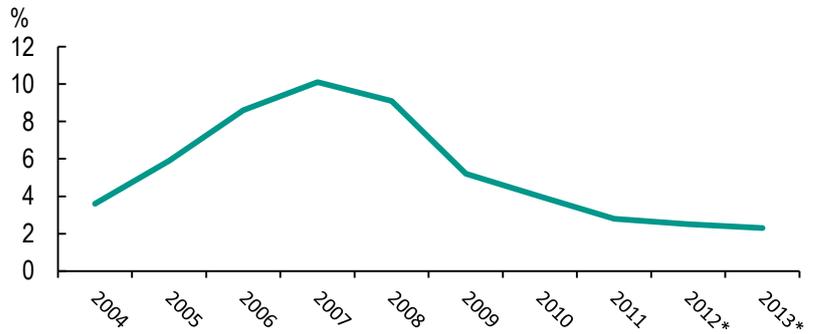
* 预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测值

对中国出口的最大负面因素是市场饱和度。中国的出口占据了 G20 成员国大部分的进口量。即使是在亚洲新兴市场，中国出口所占的市场份额也达到近 20%，与中国出口产品在 G3 市场份额相若。此外，由于本国工资上涨和来自于新兴经济体更激烈的竞争，进一步发展出口产业将会举步维艰。出口增长将会进一步受限于 2013 年的全球经济低迷的增长。我们预计在 2013 年，中国出口增长将介于 8% 至 10% 的区间，显着低于 2010 年和 2011 年的 20% -30% 区间范围。



经常账户余额（占 GDP 的百分比）



*预测值

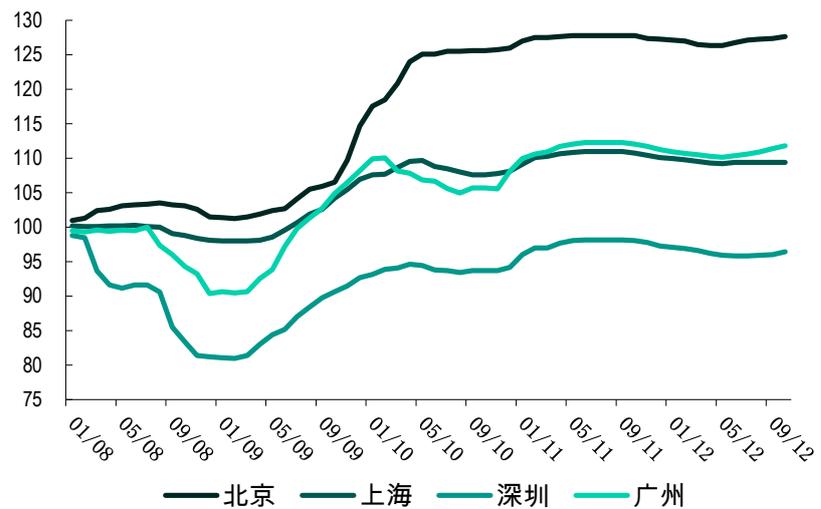
数据来源: 彭博, 农银国际证券预测

房地产市场的紧缩性政策将会保持不变但是强劲的需求会推高2013年的成交量。

6. 房地产政策风险降低

中国房地产市场正面临着巨大的房价上涨压力,这也正成中央政府的心头之患。在控制房地产价格上涨的紧缩措施方面,中国政府更加重视为贫困人群提供经济适用房,并要求提高首次购房者的首付比例和禁止银行向第三套住房子发放贷款。保持紧缩性政策的目的是为了中国的房地产市场实现软着陆。我们预期在2012年住房价格回调之后,2013年消费者信心将会提高,房市交易量会进一步回暖。同时,由于房价将会调整至更多市民可以负担的水平,相关的政策风险降低,政策制定者有可能会放宽某些威胁房地产市场发展的限制性措施。一旦政策环境开始放松,对房地产的需求将会上升。我们预计在2013年整体住宅物业价格将达到健康的个位数增长。

一线城市房屋价格指数

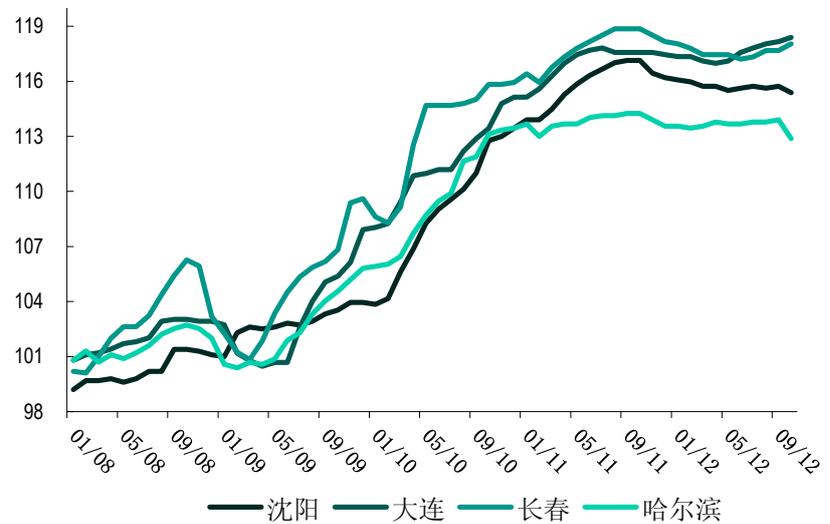


注: 假设2007年住房价格水平等于100

数据来源: 中国国家统计局

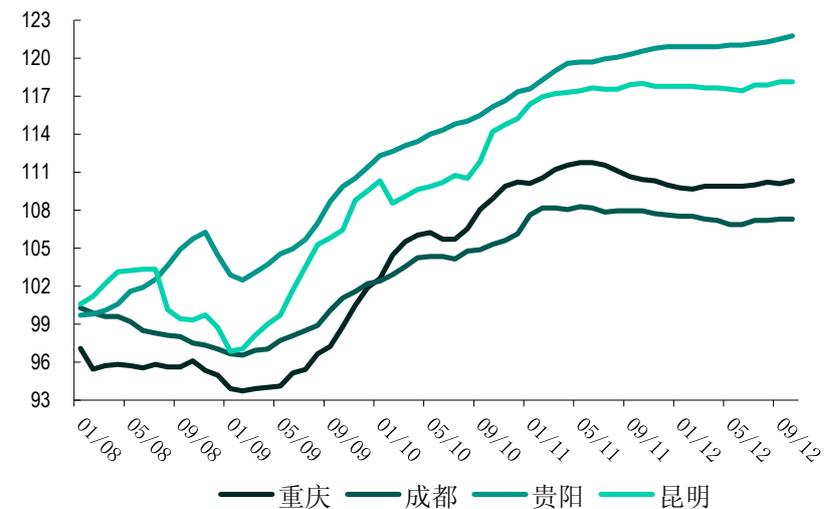


二线城市房屋价格指数



注：假设2007年住房价格水平等于100
数据来源：中国国家统计局

三线城市房屋价格指数



注：假设2007年住房价格水平等于100
数据来源：中国国家统计局

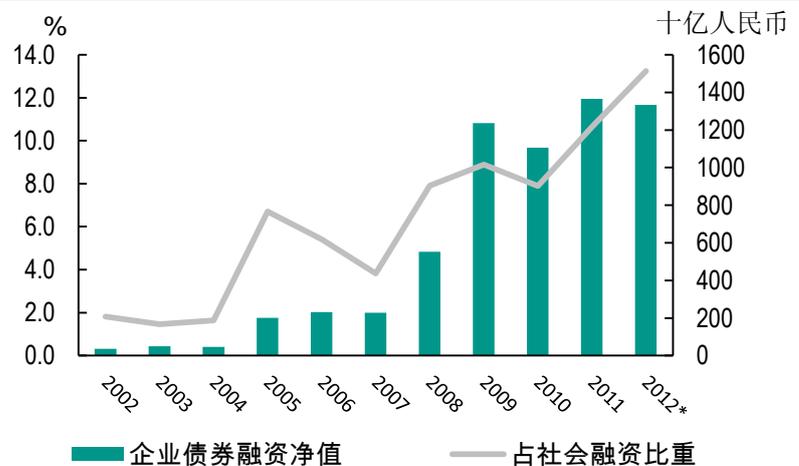
7. 金融改革将会是首要任务

中国金融业改革将会是中国新一届领导人的首要任务。这些改革对于促进中国从出口导向型经济转型到消费需求驱动的经济有着重要作用。在2012年，中国人民银行开始进行利率市场化改革，银行可以为消费者设置灵活利率。改革允许市场力量在资本分配过程中发挥更大的作用。随着银行存款利率的提升，一般家庭将拥有更多的消费能力，另一方面，较高的贷款利率却可以减少过度投资，两方面的结果将有助于经济增长重心向消费领域转移。



此外，新增贷款占中国社会融资总量的 50% 以上，反映了融资过程中严重依赖银行资金的现象。中国必须改变其经济对银行资金的过度依赖，并为企业创造其他融资渠道。中国债券市场的扩展对于减少集中在银行系统的金融风险至关重要，我们预期这项任务在 2013 年将会是政府的一个重要目标。政策制定者已经开始加快发展债券市场，并率先推出了市政债券和高收益债券试点方案。在 2012 年，中央政府挑选了四个地方政府进行市政债券试点工作。在 2012 年六月，中国开始实施一项计划，允许规模较小的公司通过非公开配售出售高收益债券。在未来五年，我们预计市政债券和企业债券的扩大将会使国内债券市场的规模扩大一倍。

企业债券融资额以及其占社会总融资量份额



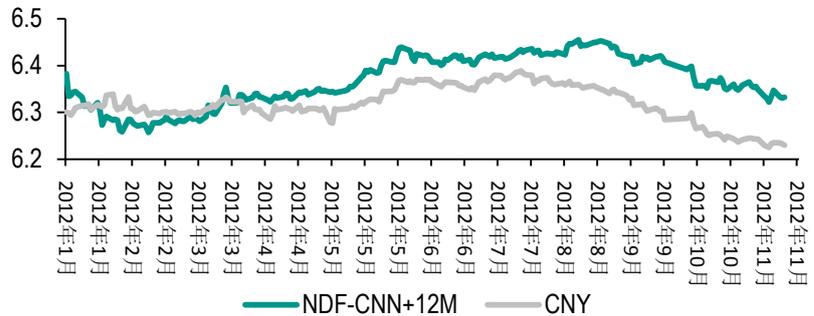
*预测值

数据来源: 彭博, 农银证券估测值

人民币国际化在 2013 年仍会是政府的工作重点。越来越多的驱动因素促使人民币走向完全的可自由兑换。人民币在贸易结算中越来越广泛地被使用，已经有 9% 左右的全球贸易使用人民币结算。人民币作为贸易结算货币的崛起，也逐渐加强了人们对人民币完全可兑换性需求。我们预计，中国将进一步扩大人民币汇率浮动范围到 2%，并在 2013 年鼓励在更广泛的范围内使用人民币作为贸易结算货币。



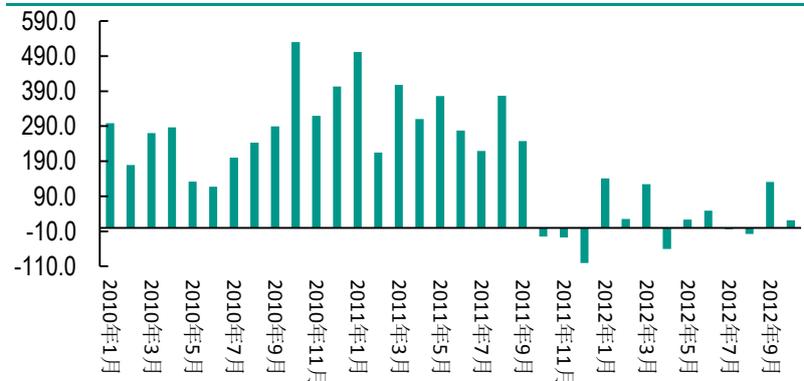
在岸人民币 (CNY) 及人民币不交收远期汇率 (NDF-12 months) 走势



数据来源: 彭博

资本账户自由化是 2013 年金融改革的另一个重点。这将是一个渐进的过程，因为中国需要提高其能力来应对热钱和资产泡沫的风险。近年来，中国通过逐步减轻其对货币的控制和不断完善人民币可兑换性，已经在资本账户自由化方面取得显著的进步。中国同时也采取了措施，一方面扩大 QDII 在海外的投资范围，另一方面也吸引更多的 QFII 资金进入中国资本市场。

外汇购买量 (十亿人民币)



数据来源: 彭博

更快地放松政府严格的资本管制对于加强资本市场的发展是极为重要的。我们预期中国会进一步放松与贸易直接相关的投资法规，并会进一步鼓励中国企业进行对外直接投资。中国希望通过为资金的出入提供更多资金渠道来增强金融行业的发展，并正努力从过往的以量为基础的控制转换到以价格为基础的货币管理方法。我们相信，在 2013 年中国将加速金融改革，预计在未来几年里改革的步伐将加快，并将采取一系列的改革措施来实现金融体系的革命性转变。



2013 年香港经济展望

外部经济不稳定性和疲软的内部消费使香港在 2012 年上半年国内生产总值增长减速至 0.9%。在第三季度，香港 1.3% 的国内生产总值增长，反映出中国经济的触底反弹和美国进一步经济复苏为香港地区经济带来积极的信号。但是，全球经济活动依然疲弱，我们认为香港的经济在下半年会只有轻微的改善，2012 年度国内生产总值增长只会达到 1.8%。考虑到发达经济体的宽松货币政策，欧洲债务危机的稳定和中国经济增长开始加速的情况，我们估计在 2013 年香港地区经济增长将会达到 3.5%。

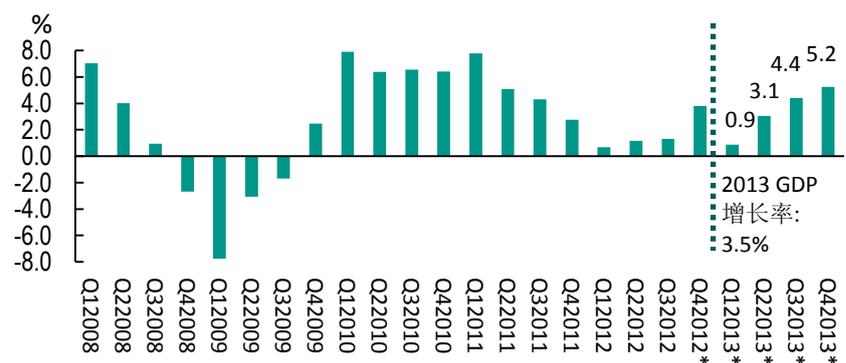
香港主要经济指标预测

年份	2010	2011	2012F	2013F
实际国内生产总值	6.8	4.9	1.8	3.5
消费	6.3	8.2	3.6	3.8
投资	7.4	7.5	8.6	5
政府支出	3.3	2.2	3.3	3.2
出口	16.8	4.1	1.1	2.2
进口	17.4	4.6	1.9	3.1
失业率	4	3.4	3.5	3.4
通胀	2.4	5.5	4.5	4.2

* 预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测

香港 GDP 增长预测



* 预测值

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测

充裕的流动性在 2013 年为香港的资本市场提供支持。

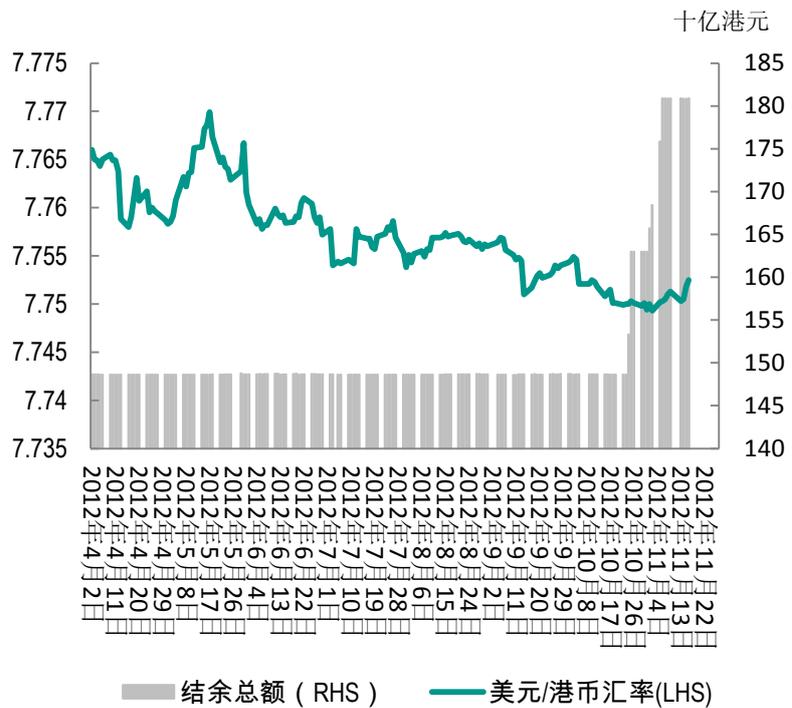
外来流动性驱升资产价格

美联储的第三轮量化宽松政策 (QE3) 和延长至 2015 年的低息政策，使香港的利率在目前香港货币管理制度下仍然要保持低息局



面。发达国家的货币宽松政策导致资金流入香港，以寻求更高的投资回报。金管局也因此被迫入市干预，以捍卫港元与美元的联系制度，这会导致流动性涌入香港银行体系。金管局干预政策所产生的中期影响是银行间流动性情况的上升。在 2013 年，宽松的货币条件将会继续支持香港资产价格，也从而促进经济增长。

香港流动性开始膨胀



数据来源:彭博

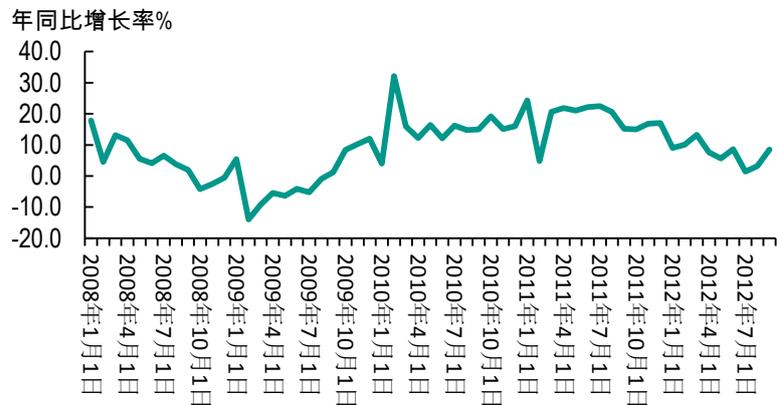
消费增长的恢复

在中国经济改善和人民币继续升值的情况下，香港的消费水平将会在 2013 年恢复较强的增长势头。

香港的私人消费开支在第三季度只同比增长 2.8%，比上半年的同比 4.9% 增长率要低。香港的私人消费开支主要源自中国大陆的游客支撑，而来港大陆游客对于香港经济增长的贡献却自 2011 年第二季度开始，连续 4 个季度下滑。考虑到中国经济从 2012 年第四季度开始改善，人民币继续升值，我们预计香港的零售业将在 2012 年第四季度以及 2013 年出现反弹，从而促进经济的增长。

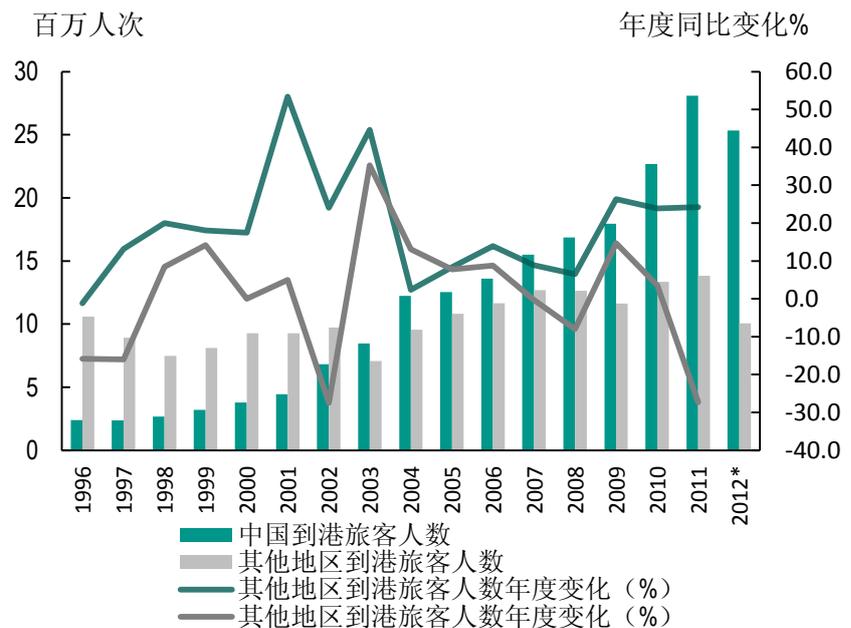


香港零售业数据渐趋平稳



数据来源: 香港政府

抵港旅客统计数据 (1996 至 2012 年预测)



*预测值

数据来源: Hong Kong Census 香港政府

为楼市降温

政府的紧缩性政策会缓和消费者情绪和降低楼宇交易量，但是房屋价格并不会因此而出现大幅度的调整。

我们预计香港政府针对房地产市场所采取的积极措施只会冷却市场气氛，但是楼价却并不会因为这些措施而下降。在楼价劲升 18% 之后，香港政府针对楼市需求宣布了新一轮积极的措施，其中包括向非香港永久性居民买家征收 15% 的买方印花税，同时将额外印花税的税率从 5%-15% 调升至 10%-20%，并将征税期限从 2 年延伸至 3 年。



这一系列强势政策的目的是为了缓解香港公众对于非本地居民投资香港房地产并推高楼价的不满。我们预期这些楼市“新政”会给香港楼市降温，令成交量受抑，特别是二手楼市的成交。但受到低按揭利率和较高的本地地产投资需求的影响，楼价并不会出现大幅度调整。我们相信，由于本地居民对住房仍然有强劲的需求，港政的政策将会继续集中在市场需求方面。

香港房地产价格持续上升



数据来源: 中原数据

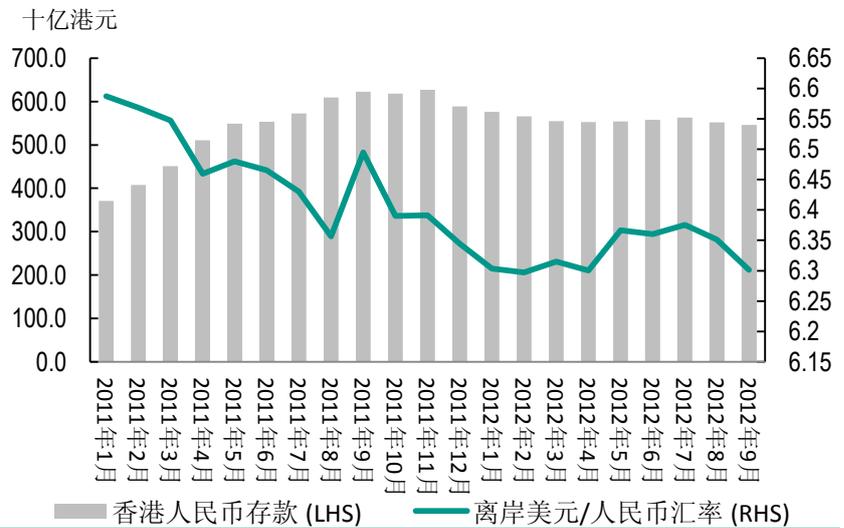
香港仍然是最重要的人民币离岸中心

香港依然在全球离岸人民币业务中心中处于领先地位。

在 2004 年香港率先推出离岸人民币存款业务。自从该项业务推出以来，香港的人民币业务一直在不同方面均取得显著的发展，包括人民币兑换、汇款、信用卡和借记卡、支票、贸易结算、点心债的发行和交易、以及以人民币计价的首次公开发售和股票交易。虽然人民币国际化将继续在其他金融市场进行，但仍然是最重要的离岸人民币金融平台，也拥有中国大陆之外最大的人民币资金池。最新公布的 RQFII 配额上涨了近 3 倍（从 700 亿到 2700 亿人民币），进一步巩固了香港作为最重要人民币离岸金融中心的地位。

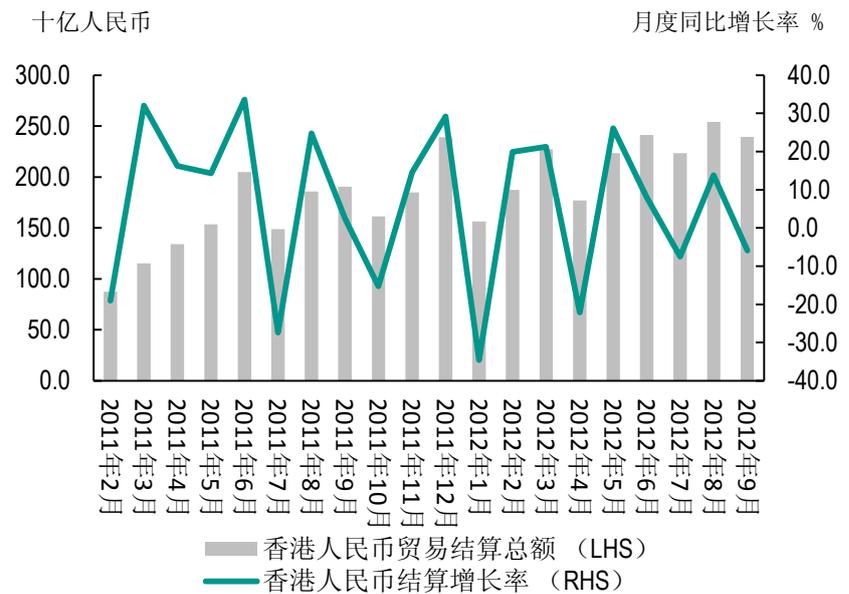


人民币存款与离岸人民币（兑美元）汇率



数据来源: 彭博, 金管局

跨境人民币贸易结算及其月度增长率



数据来源: 金管局

权益披露

分析员(林樵基)，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所作出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内，或可能在未来 3 个月内，就投资银行服务，向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2012 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183