外资投行把脉2013年国内经济发展趋势——

明年中国经济将温和回升 更大力度市场化改革可期

证券时报记者 徐欢

2012 年即将结束，欧元区的危机有所缓解，中国经济在第三季度触及底部后，逐渐呈现复苏迹象。明年中国经济走向如何，主要的经济增长动力在哪里，将面临哪些风险及困难，人民币国际化进程是否将加快，房地产市场的宏观调控是否会放松，带着这些问题，证券时报记者近日采访外资投行经济学家，梳理明年中国经济发展脉络。

外资投行经济学家认为，明年中国经济将延续见底回升的经济复苏态势，进行经济改革将是化解长期风险的关键因素。

【关键词:经济增速】明年经济增长总体温和回升

证券时报记者：请预测一下中国明年的经济发展总体情况。

德意志银行大中华区首席经济学家马骏：预计中国明年全年的经济增长将前低后高，上半年的经济增长在 8%的水平，下半年则将达 8.5%。从今年年初至今，上市公司的资本开支一直处于低位，到第三季度基本为零增长，可以看到过剩产能正逐渐被消化。根据我们对产能过剩的严重程度和产业调整的灵活性的估计，看来去产能的过程还将继续，预计要到明年年中左右，产能利用率才会恢复正常。届时企业的利润率也将随之恢复正常，利润率的恢复将刺激企业投资。因此预计明年下半年将是企业投资拉动经济恢复的一个增长模式。

另外，从通胀来看，估计居民消费价格指数（CPI）同比增长会从目前的 2%左右，上升到明年年底的 4%左右。这一方面是因为食品价格，尤其是猪肉价格会上升，也将反映工业品出厂价格（PPI）恢复增长对 CPI的传导效应。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌：今年中国经济增速预计为 7.6%，并在第三季度筑底，预计明年经济增长总体温和回升，经济增长速度将升为 8%。中央可能把明年国内生产总值（GDP）增速目标定位为 7%，意味着政府会更加注重经济增长速度与质量的平衡。此外，中国经济不会出现 V 型强反弹，因为在本轮经济周期性复苏的同时，中国经济也正经历中长期潜在增长率的结构性下滑，而对中国经济来说，7%左右的增长目标是合理的。

摩根士丹利大中华区首席经济学家乔虹：预计中国政府将会继续推进城镇化进程，或将出台相应措施，这将带动明年中国经济逐渐改善。

汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌：明年中国经济将比今年有改善，经济继续见底回升，经济增长发生温和反弹。虽然明年全球需求水平仍将保持疲软，但是经过 2012 年第四季度的经济触底，2013 年中国的 GDP 年均增长率将恢复到 8.6%，高于市场一致预期的 8.1%。由于近期大量新项目上马，基础设施投资将获得新的动力。同时，受益于住房销售的回暖，房地产投资正趋于平稳。此外，消费支出仍保持活力。以上多方面因素的结合将推动明年及未来经济增长的反弹。此外，通货膨胀保持温和，相比 2009 年的 V 型复苏，这次的经济增长反弹会更加温和，经济仍将继续在潜在经济增长水平之下运行，并抑制通货膨胀回升空间。

【关键词:经济增长动力】基建领域投资未现产能过剩

证券时报记者：请预测明年中国主要的经济增长动力在哪里？将面临什么风险以及困难？

美银美林大中华区首席经济学家陆挺：风险方面，需要关注中国在整治影子银行上可能导致的信贷收紧。

马骏：明年经济增长的动力主要来自去产能后，产能利用率上升所导致的盈利上升和企业投资的复苏。此外，中国经济面临一定的上行风险，如果明年下半年中国经济增速到达 8.5%，财政收入增长率将会比今年高出 5%，即财政支出或比预算增加几千亿，这可能会导致明年年底 GDP 到达 9%。

朱海斌：明年中国经济将面临两方面的风险，即全球重要经济体的经济下行风险以及国内地方政府的疯狂投资倾向风险。从短期来看，中国经济在明年一季度面临的风险更大，需要中国在内部进行相应政策的调整。此外，担心在换届后，固定资产投资增速将大幅提高，鉴于地方政府的投资冲动很大，明年是否会重现投资狂潮成为最大疑问，应该考虑如何稳定投资。在经济改革过程中，应该摆正政府以及企业之间的角色，政府需要承担更多关于公共服务以及养老方面的责任，另外，要理顺在改革过程中的利益重新分配问题。

同时，还要提防经济下行风险，需要提高经济效率，而不仅仅依赖过度投资拉动经济增长。金融体系风险方面还属于可控，政府需要引导市场向更好方向发展。中长期看来，中国面临的更大风险将是人口结构的变化，从去年开始，劳动人口占 GDP 总人口的比重开始下降，今后两三年或出现绝对数量的下降。此外，劳动力市场存在结构性的不平衡，出现大学生找不到工作，但是工厂找不到合适的工人。中国应该修改计划生育政策，放宽政策至可生两个孩子。

另外，由于中国目前面临劳工市场短缺以及全球经济复苏缓慢导致需求减少的压力，未来 5 至 10 年内，中国经济潜在增长率将降至 6%。

乔虹：明年中国经济的增长动力还是以拉动内需为主，而欧美经济不景气将继续为中国的出口行业造成更严峻的挑战，预计出口依然疲弱。预计政策将继续支持拉动内需，明年投资将提高，主要在基建领域，从目前看，基建领域的投资并没有出现产能过剩，今年基建领域的投资稍微恢复了正常速度。中长期看，中国基建领域的建设远远落后于发达国家，未来还应该继续加大投资。

中国经济面临的风险在于改革的时点问题，如果明年只是出台周期性政策来促进经济发展，而没有开启任何结构性的改革步伐，将会产生一个让人出乎意料的风险形成点。此外，虽然国家将继续出台政策促进经济发展，但是整体而言，企业投资意愿依然不高，证券市场或将持续低迷。其次，在规范银行业方面，如果采用“休克式”的疗法，将会导致银行信用风险提升，导致部分地区以及行业出现相对的流动性不足。

最后还特别需要注意外需的风险，欧美的经济低迷给中国外需带来极大的不确定性，如果明年欧美国家出现一些出乎意料的经济衰退以及萧条，将是中国经济面临的极大风险点。

【关键词:宏观政策】明年有望看到更大力度市场化改革

证券时报记者：在新一届领导人上台后，预计明年将会出台什么样的经济措施，或者期待将有什么样的政策出台刺激经济发展？

马骏：在宏观政策方面，明年总体的财政以及货币政策的基调应该将与今年相近，预计广义货币 M_2 增长速度将维持在 13%~14%，而财政政策方面，按照财政赤字占 GDP 比重看，该数字在 2012 年预计为 1.6%，2013 年或将下调至 1.3%。下半年如果财政收入增加，政府将会自发增加开支，这将会对经济产生一种事实上的财政刺激。明年年底面临的一个风险是通胀又恢复到 3.5%以上，货币政策可能需要重新适度收紧，不能排除明年年底或 2014 年初加息的可能性。

除了宏观政策，明年应该看到更大力度的市场化改革。首先，政府应该抓住 2013 年前三季度的有利宏观环境进行资源价格改革，包括对水价、电价、天然气以及成品油的价格改革。我认为明年中国 GDP 增长很可能为 8.2%以及全年 CPI 平均为 3%，这样的经济环境是中国进行市场化改革多年不遇的机遇。说得更具体些，过去五年内，大多数时间或者是通胀太高，或者是经济增长太低，都让政府不敢出手改革资源价格，2013 年的机遇不可错过，否则要等许多年才能再有这样的机会。

其次还需要加大营改增扩围的改革力度，目前改革试点主要在交通运输业和若干现代服务业，未来应继续扩大改革范围至更宽广的服务行业领域，包括电信业、建筑以及铁路运输业。此外，建议适当降低银行保险业的营业税，因为目前银行业面临较大压力，包括不良资产率上升，利率市场化因素将继续缩小存贷利差。今后几年估计净利差会下降 60 个基点或导致 20%的盈利下降。下调营业税将可部分缓冲银行面临的压力。另外还应该加大力度进行收入分配改革。我们的估算表明，在各种二次分配的措施中，增加医疗教育养老等领域的支出对改善收入分配的效果最明显。另外，还应该启动将国有企业股份划拨到社保的改革，可以先尝试进行 20%~30%划拨，为未来进行大规模划拨提供基础。

朱海斌：自今年 5 月份以来，中国接连出台多项稳增长措施，效果在四季度已逐渐显现，预计明年将会继续实施适度宽松的财政政策和稳健的货币政策。本轮的降息周期已经结束，预计央行明年会更加注重货币流动性的管理，明年将不会出现降息的情况，存款准备金率将在明年年底前下调 2~3 次。此外，预计中央将继续完善非银行融资渠道，加强对债券市场的引导和风险控制。

此外，政府应积极推进各项改革，包括国企改革以及经济体系改革，降低政府在经济领域中的作用，并提高政府在公共领域方面的影响力。在经济结构改革方面，应该让投资和消费达到新的平衡发展水平，将投资控制在一个合理的水平。在促进消费增长方面，应该提高劳动者收入在 GDP 中的比重，消除收入不均以及贫富差距问题，同时完善收入保障体系，包括养老金以及医疗保险等。

预计未来三年里，改革最可能出现的三个领域是收入分配、资源价格和金融体系。包括今年在做的如社会保障体系、医疗改革，在未来几年还会继续完善，有可能在未来几年会进行更多的试点和户籍改革。预计资源价格改革的步伐会更快。同时，金融改革也有望继续深化，在诸如利率市场化、资本项目开放和汇率形成机制方面，会陆续有新的改革措施出台。

屈宏斌：预计明年的宏观政策将会延续目前的政策，并拉动经济温和回暖，同时加速改革以及经济结构调整。基于未来温和的通货膨胀预期和 2012 年经济触底反弹的判断，预计 2013 年央行将保持利率水平不变，央行将主要通过逆回购和降低存款准备金率等政策工具保持货币供应，M_2 的增速在 14%左右。明年财政支出需要继续扩大，同比增速可能超过 16%，以支持基础设施建设。

预计明年年初上台的新一届政府领导人金融领域的改革进程表包括银行体系改革、发展债券市场、利率市场化、资本项目开放以及人民币可兑换几个方面，推进的速度可能超出大多数人的预期。借鉴各国历史经验，金融改革，尤其是资本项目开放之路往往曲折不平。要避免出现大的动荡，正确的改革顺序非常重要：国内银行体系改革最先进行、利率市场化以及发展债券市场随后，货币可兑换往往放在最后。金融改革的最终成功也离不开财政领域和立法领域的改革配套。

陆挺：在短期内（2015 年之前），预计计划生育政策将进行重大调整，一胎化政策将逐步淡出。中长期内，中国的农村土地制度将进行改革，农民将逐渐获得土地，特别是宅基地的自由转让权。

【关键词:人民币汇率】人民币继续升值空间不大

证券时报记者：请预测明年人民币汇率的走势，人民币国际化进程是否将加快？

马骏：预计人民币对美元在明年将会有 2%~3%的升值空间，这主要基于经济增长恢复的判断，经济增长快将吸引更多资本流入，从而支持人民币汇率继续上升。

朱海斌：近期人民币汇率升值原因主要是美联储第三轮量化宽松措施导致美元走弱，中国经济硬着陆担忧下降，贸易顺差和企业结汇意愿上升，以及央行减少对市场干预。短期来看，人民币升值已经见顶。但从经常项目顺差来看，人民币还是有一定升值空间。明年估计还有小幅升值空间，但趋势将会是双向波动，不会是单向的升值。此外，预计央行会进一步加快汇率机制改革，未来 18 个月有望将浮动区间扩至 2%。

乔虹：由于明年外需继续低迷，人民币继续升值空间不大，预计将会维持在目前的水平。目前人民币已经到达了均衡的水平，继续升值或发生贬值都将不利经济发展。此外，关于国际热钱的涌入将推高人民币汇率这一说法并没有实质的根据，首先，热钱是否大量涌入并没有一个实质的证据，其次，人民币汇率的走势并不是由热钱决定，目前人民币汇率主要和一篮子货币挂钩，并不是完全自由浮动的，因此和热钱的关系不大。

屈宏斌：不会有明显的升值以及贬值，将相对稳定，但是将在更大波幅内的双向浮动。人民币国际化进程将继续加快，人民币可能跻身全球三大贸易结算货币行列。

陆挺：接下来一段时间人民币大幅升值或贬值的可能都不大，比较可能在 6.2 至 6.4 之间区间震荡。人民币国际化取决于政策推进的力度和人民币升值预期，明年这两方面都将保持相对稳定的状态，因此人民币国际化进程明年将可能维持目前的步伐。

【关键词:房地产调控】限购令有望延续 大幅放松或收紧可能性不大

证券时报记者：明年国家是否会放松对房地产市场的宏观调控？

马骏：估计总体政策不会有大变动，预计将延续限购令这一行政调控手段，房产税政策大面积推开的可能性不大。对大城市来说，由于库存大幅度下降，对开发商的贷款政策将不得不松动，否则供给不足将造成更大的房价上涨压力。

朱海斌：明年房地产政策不会有明显变化。预计明年全年房价将上涨 3%~5%，从地区来看，一线城市更加乐观一些，三四线城市面临供应过剩压力会更大。

乔虹：预计明年的房地产政策将不会有明显变化，明年部分城市的房地产市场将会逐渐稳定，随着房地产交易量的上升，房地产领域的投资也预计将加大。

陆挺：房产政策大幅放松或收紧的可能都不大，在房价温和上升（年涨幅 5%左右）的前提下，政府将倾向于维持现有的政策力度不变。

【关键词:全球经济风险】美国财政悬崖顺利解决关系重大

证券时报记者：请预测明年全球经济形势以及可能面临的主要风险。

马骏：假设美国财政悬崖未能顺利解决，美欧平均经济增长下降到零，则会导致中国的经济恢复时点推延三个季度。但是我们美国经济学家的判断是有 70%的把握美国可以避免财政悬崖。此外，中东形势不稳定也是明年世界经济面临的主要风险，如果中东地区发生战争，或将导致石油价格大幅上扬，这将打击全球经济，并对中国的出口造成冲击，造成新一轮的产能过剩。

朱海斌：全球经济在未来 3~5 年内不会有明显的复苏，由于美国财政悬崖的影响、欧元区经济前景不明朗等问题，明年全球经济增长会呈现前低后高的态势，预计明年增长率为 2.4%，但复苏相对较弱。发达国家在财政政策上没有空间，依然将采取紧财政，而持续不断的量化宽松政策对经济的刺激作用日益减弱，短期内更明显的效果是降低了金融市场风险，但同时为中长期的经济发展埋下风险。此外，长期的低息环境对市场造成了一定的扭曲，导致市场风险偏好因此提高。预计明年欧洲经济零增长。美国的财政悬崖整体效应将导致 GDP下拉 3%，会使美国经济陷入衰退。这个可能性很小，预计有 1/3 的财政悬崖效应会真正影响明年美国经济增长。

乔虹：欧洲主要风险在于意大利以及葡萄牙，如果出现进一步恶化，欧盟政治风险重现，如果核心国家以及周边国家不能就政策达成一致，将是中国经济的极大风险。其次，美国经济虽然逐渐向好，但是摩根士丹利的美国经济学家认为美国财政悬崖产生的影响规模大以及相对漫长，如果明年一季度没有好转，将会对美国 GDP 产生 5%的下调，美国经济将进入衰退。

陆挺：需要关注欧债危机是否将持续蔓延，上半年美国的财政悬崖是否能够得到及时顺利解决，以及巴以冲突导致油价飙升对全球经济造成的冲击。

除了宏观政策，明年应该看到更大力度的市场化改革。政府应该抓住有利宏观环境进行资源价格改革，包括对水价、电价、天然气以及成品油的价格改革。

——马骏

预计政策将继续支持拉动内需，明年投资将提高，主要在基建领域，从目前看，基建领域的投资并没有出现产能过剩。中长期看，中国基建领域的建设远远落后于发达国家，未来还应该继续加大投资。

——乔虹

预计明年的宏观政策将会延续目前的政策，并拉动经济温和回暖，同时加速改革以及经济结构调整。

——屈宏斌

接下来一段时间人民币大幅升值或贬值的可能都不大，比较可能在 6.2 至 6.4 之间区间震荡。人民币国际化取决于政策推进的力度和人民币升值预期，明年这两方面都将保持相对稳定的状态，因此人民币国际化进程明年将可能维持目前的步伐。

——陆挺

今年中国经济增速预计为 7.6%，并在第三季度筑底，预计明年经济增长总体温和回升，经济增长速度将升为 8%。中央可能把明年国内生产总值增速目标定位为 7%，意味着政府会更加注重经济增长速度与质量的平衡。

——朱海斌

外资投行2013年经济数据预测

外资投行	GDP	CPI	人民币汇率
德意志银行	8.20%	3%	升值2%~3%
摩根大通	8%	3.20%	未来18个月有望将浮动区间扩至2%
摩根士丹利	8.20%	3%	维稳
美银美林	8.10%	3%	维稳，波幅在6.2-6.4之间
汇丰银行	8.60%	3%	维稳

吴比较/制图 徐欢/制表