

# 重回“十二五”

## ——2012年中国经济报告



证券分析师

李慧勇 A0230203100029

孟祥娟 A0230511090004

谢伟玉 徐有俊 张承启 陈果

2011. 11. 22



**申银万国·2012投资中国战略年会**  
**SWS·2012 CHINA Value Revealed Forum**

# 主要内容

1. 为什么要讲重回“十二五”
2. “十二五”的三个方向
3. 2012年经济和政策前瞻

# 主要结论

- 外围经济恶化；靠市场力量经济将惯性下滑；通胀压力减轻；地方政府换届以及党的十八大的召开，这四大因素将使得十二五规划成为2012年中国经济的重点。
- 重回“十二五”既是调结构，也是保增长。在当前的情况下，集中表现在：1、构建全球经济的双循环模式，形成和资源国、消费国的良性互动；2、构建立足于促内需，提升国内产业竞争力的国内经济良性循环模式；3、趁通胀压力缓解之机，理顺资源税、电力等要素价格。
- 增长：取决于市场力量和政策力量的博弈。出口和房地产代表的市场力量向下，政策代表的力量向上，预计全年经济增长8.6%，呈现前低后高的态势。增长的低点在2季度前后。
- 通胀：输入性、周期性通胀压力减弱有助于通胀回落，但要素价格改革可能使得通胀难以有大幅度回落。预计全年CPI上涨3.2%，呈现前高后低的格局。
- 政策：政策从控通胀转向稳增长。财政政策在稳增长方面将发挥更大的作用。货币政策方面，利率政策空间有限，更多地通过准备金下调来缓解资金紧张。政策的时间窗口在两会前后。

## 1.1 十二五第一年，规划实施进展缓慢

### ■ 十二五规划第一年，主要项目进展缓慢

十二五主要项目进展情况

| 项目名称   | 2011年计划投资额（亿元） | 2011年前9月实际投资额（亿元） | 十二五规划投资额（亿元） | 今年已完成计划比例 | 今年已完成“十二五”计划比例 |
|--------|----------------|-------------------|--------------|-----------|----------------|
| 高铁     | 6000           | 3674**            | 28000        | 61%       | 13%            |
| 水利建设   | 4000*          | 2600              | 18000        | 65%       | 14%            |
| 电源建设投资 | 4000*          | 2428              | 未公布          | 61%       | —              |
| 电网建设投资 | 3200*          | 2200              | 22000        | 69%       | 10%            |
| 保障房投资  | 7800           | 4700              | 45000        | 60%       | 10%            |

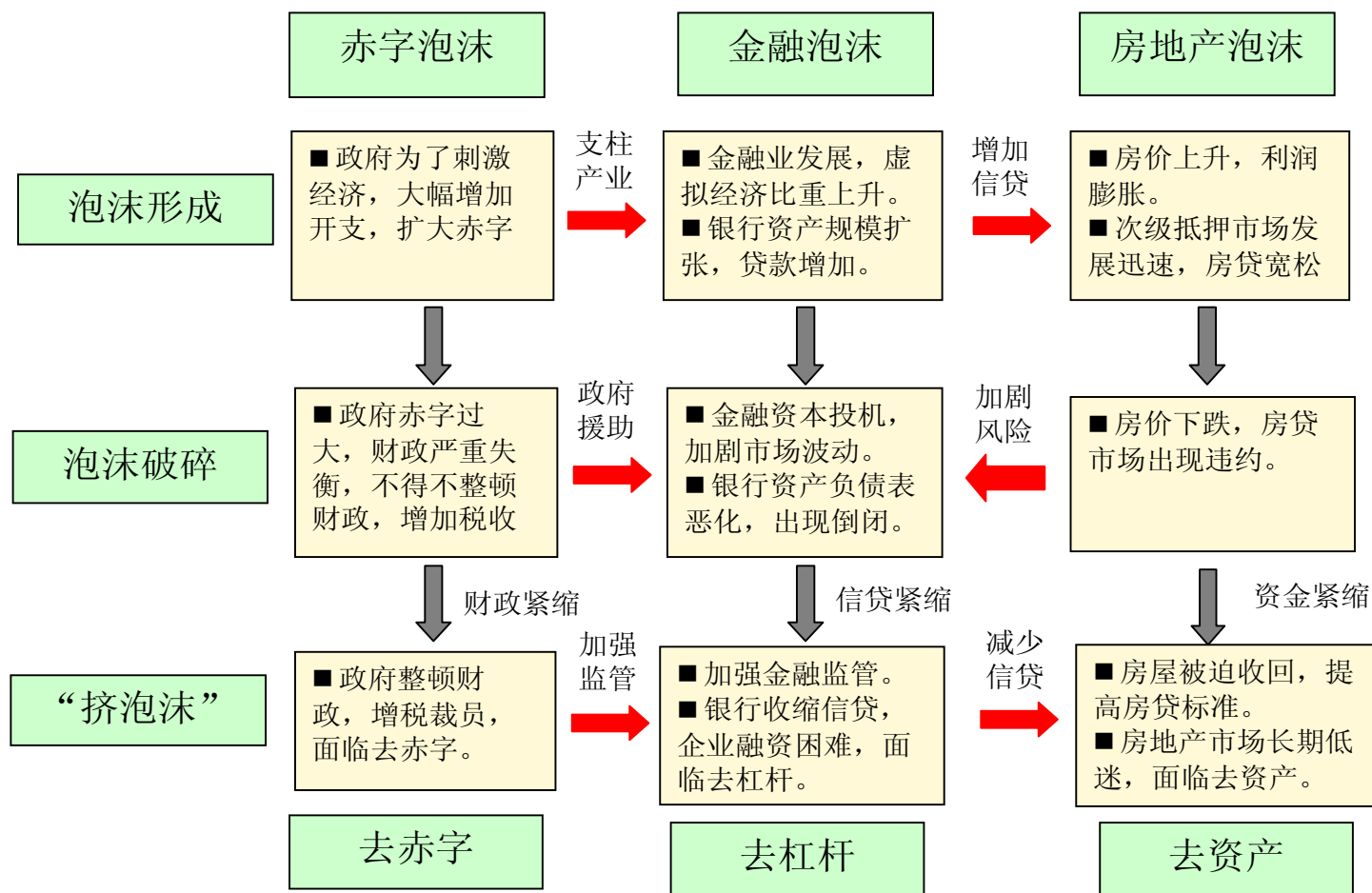
资料来源：申万研究，\*为估算值，\*\*为2011年1-10月数据

## 1.2 四大原因使得十二五规划会加大实施

- 外围经济环境恶化
- 仅靠市场力量经济将惯性下滑
- 国内通胀压力减轻
- 地方换届以及党的十八大召开

## 1.2.1 外围经济环境恶化

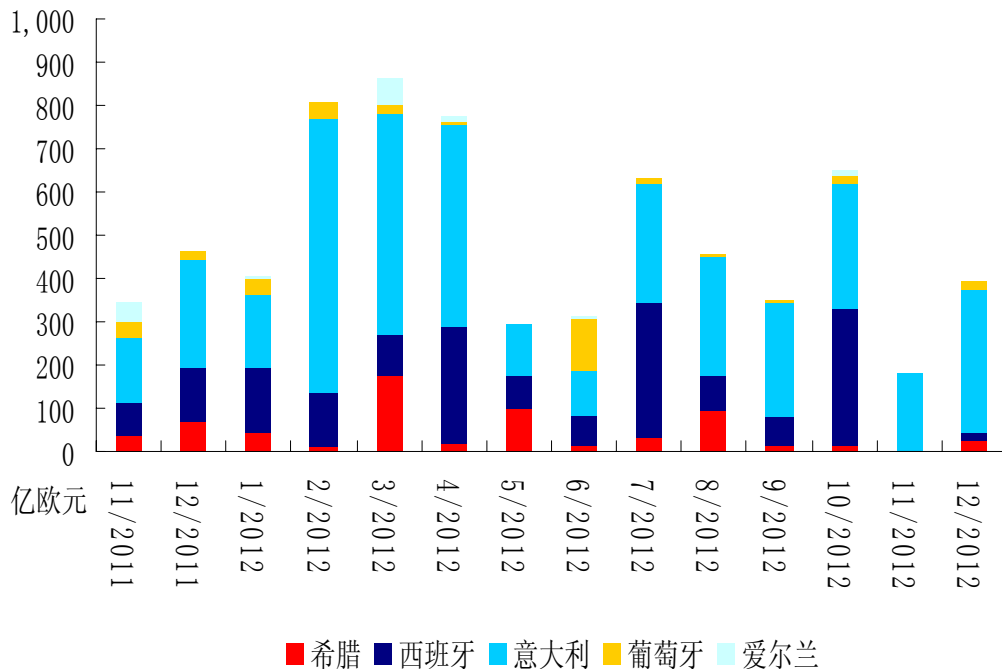
- 去杠杆化和再平衡是一个漫长而痛苦的过程。
- 政府赤字、金融业和房地产三重泡沫，将持续困扰全球经济。



## 1.2.1 外围经济环境恶化

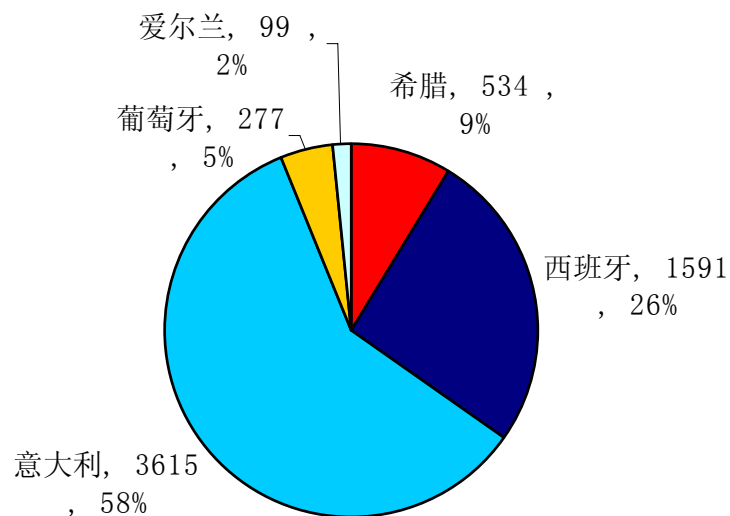
- 2012年2月和3月是欧债到期高峰，3月份希腊175亿欧元债务到期，有序违约、债务重组的概率较大。希腊终将面临退出欧元区的结局。
- 意大利和西班牙的债务到期量最大，需要提供有限担保以维持信心。

欧洲边缘国家2012年的未到期债务（本息和）



资料来源：Bloomberg、申万研究

欧洲边缘国家2012年的未到期债务分布（亿欧元）

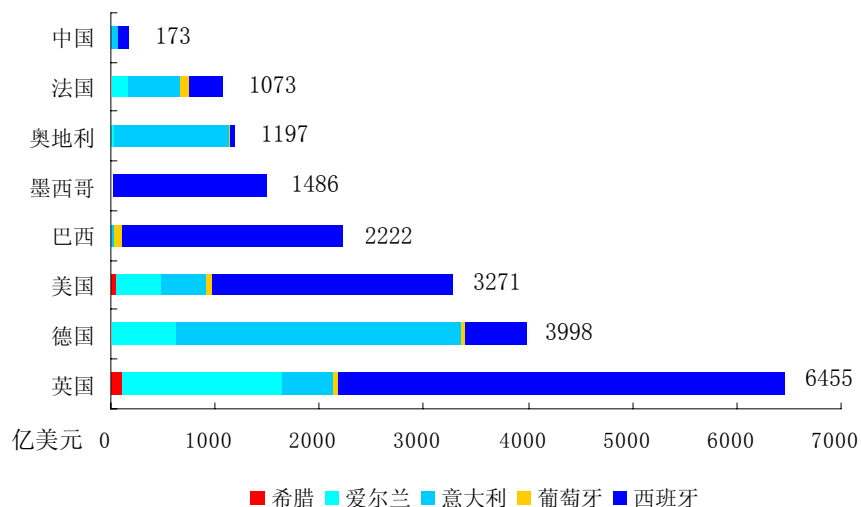


资料来源：Bloomberg、申万研究

## 1.2.1 外围经济环境恶化

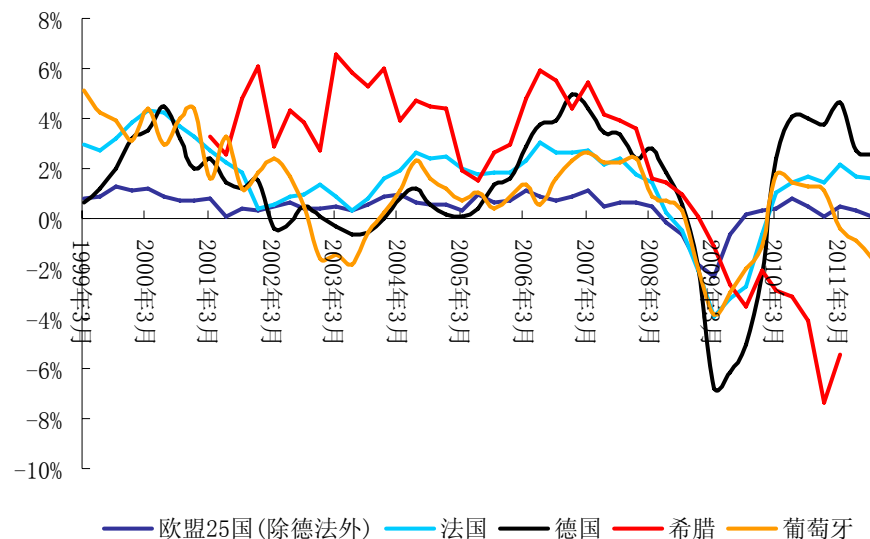
### ■ 次级贷款演变到银行业危机，德法经济开始放慢

各国银行持有的欧猪五国银行债务分布



资料来源：国际清算银行，申万研究  
数据截至2011年6月底

欧洲主要经济体GDP同比增速



资料来源：IMF，申万研究

## 1.2.1 外围经济环境恶化

- 在外围经济不景气的背景下，针对中国贸易争端不断升级，加大出口压力

针对中国的贸易摩擦不断

| 时间             | 发起部门           | 贸易摩擦情况                                                                       |
|----------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 2011年1月4日      | 美国国际贸易委员会      | 对原产于中国的搪瓷厨具进行反倾销快速日落复审立案调查。                                                  |
| 2011年6月16日     | 美国商务部          | 实施《战略贸易许可例外规定》，将中国排除在44个可享受贸易便利化措施的国家 and 地区外。                               |
| 2011年7月12日     | 墨西哥经济部国际贸易惯例总局 | 对原产于中国和印度的三水阿莫西林（税号为2941.10.12）开启反倾销、反补贴调查。                                  |
| 2011年9月15日     | 欧盟委员会          | 对从中国进口的瓷砖正式征收反倾销税，最高税率达69.7%。                                                |
| 2011年9月23日     | 南非国际贸易管理委员     | 对从中国进口的螺钉螺栓进行反倾销立案调查。                                                        |
| 2011年10月3日     | 美国参议院          | 程序性通过了《2011年货币汇率监督改革法案》立项预案，该法案规定，在美国财政部认为一个国家操纵汇率而没有采取措施纠正的情况下，美国可以对该国进行制裁。 |
| 2011年11月6日-12日 | 美国商务部          | 针对中国光伏晶硅电池的反补贴反倾销联合调查案立案调查。                                                  |
| 2011年11月10日    | 巴西贸易保护局        | 正式对原产于中国的紫铜管发起反倾销调查，倾销调查期为2010年7月1日至2011年6月30日。                              |

资料来源：申万研究

## 1.2.1 外围经济环境恶化

### ■ 临近大选，政治博弈又加大了政策风险

2012-2013年主要经济体大选年份

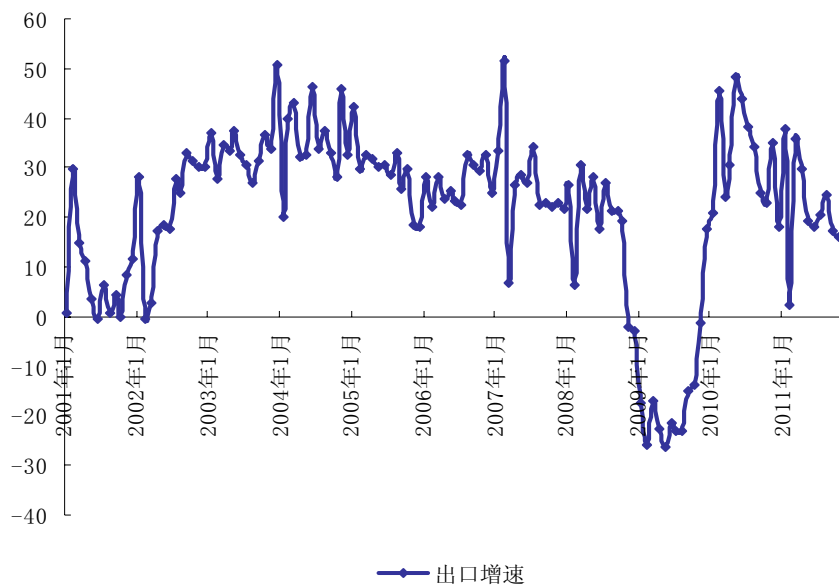
| 日期         | 国家或地区 |
|------------|-------|
| 2012年1月4日  | 中国台湾  |
| 2012年3月    | 西班牙   |
| 2012年3月4日  | 俄罗斯   |
| 2012年3月25日 | 中国香港  |
| 2012年4月-5月 | 法国    |
| 2012年7月    | 印度    |
| 2012年11月6日 | 美国    |
| 2012年12月   | 韩国    |
| 2013年9月    | 德国    |

资料来源：ElectionGuide，申万研究

## 1.2.2 仅靠市场力量经济将惯性下滑

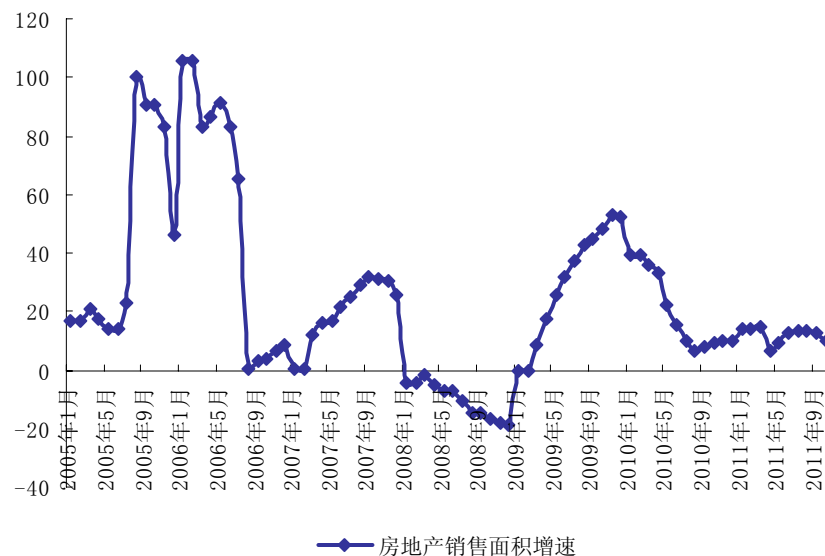
- 今年的高增长依赖于出口和房地产，伴随着外围环境恶化和房地产销售下降，经济惯性下滑风险加大

出口增长率变化



资料来源：CEIC，申万研究

房地产销售面积增速下滑

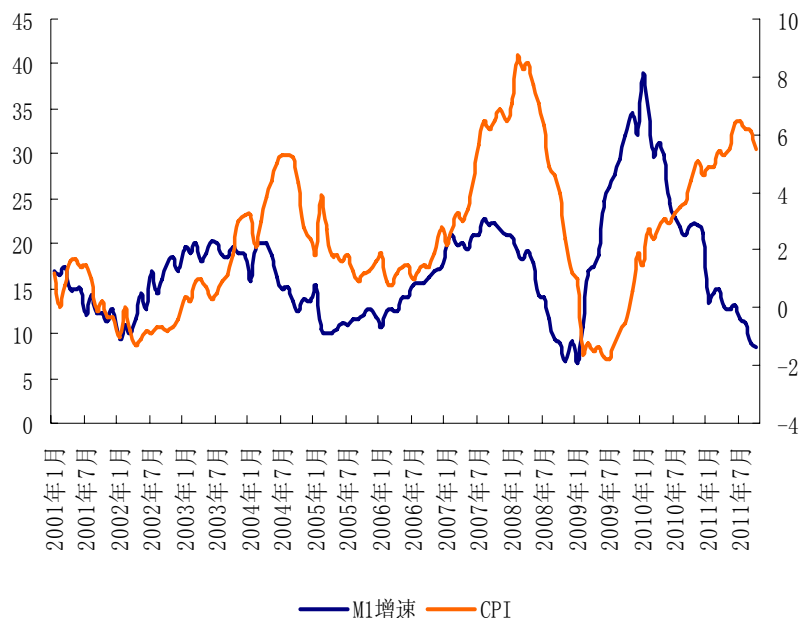


资料来源：CEIC，申万研究

## 1.2.3 国内通胀压力减轻

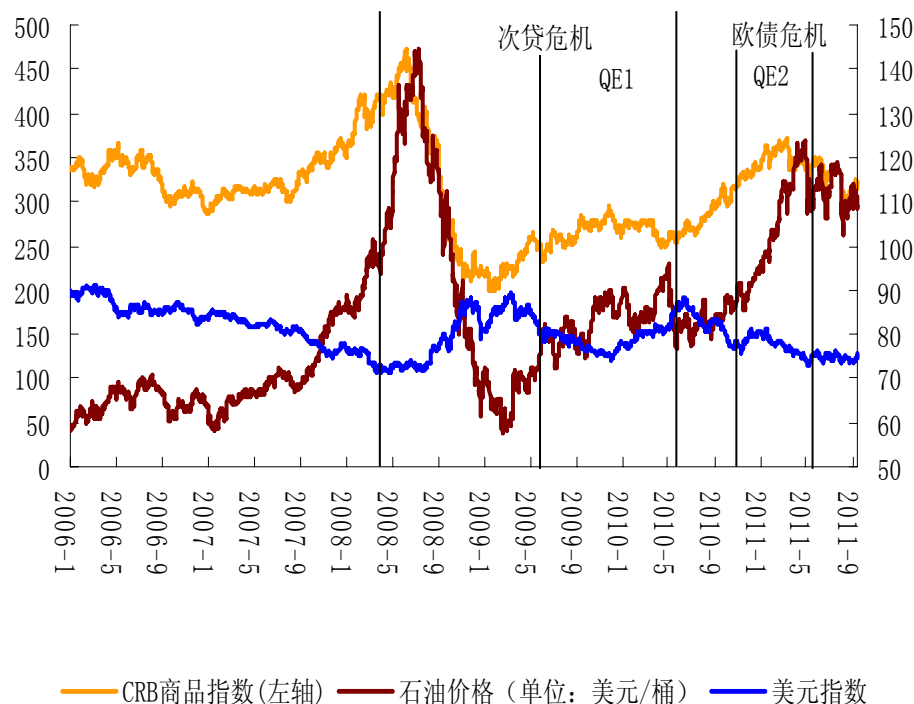
■ 国内流动性和国际输入型通胀压力的降低，通胀压力会有降低

M1增速领先CPI约6个月



资料来源：CEIC，申万研究

大宗商品价格走势与美元指数明显负相关



资料来源：CEIC，申万研究

# 1.2.4 地方换届以及党的十八大召开

- 明年两会地方政府换届，明年10月18大召开，十二五规划实施的组织条件逐渐具备

新换届的部分省市的省长及省委书记

| 省份 | 省（区、市）长 | 时间       | 省份 | 省（区、市）委书记 | 时间       |
|----|---------|----------|----|-----------|----------|
| 河北 | 张庆伟（代）  | 2011. 08 | 河北 | 张庆黎       | 2011. 08 |
| 江苏 | 李学勇     | 2011. 02 | 海南 | 罗保铭       | 2011. 08 |
| 浙江 | 夏宝龙（代）  | 2011. 08 | 云南 | 秦光荣       | 2011. 08 |
| 福建 | 苏树林     | 2011. 07 | 西藏 | 陈全国       | 2011. 08 |
| 江西 | 鹿心社（代）  | 2011. 06 | 安徽 | 张宝顺       | 2011. 10 |
| 湖北 | 王国生     | 2011. 02 | 山西 | 袁纯清       | 2011. 11 |
| 广东 | 朱小丹（代）  | 2011. 11 | 江西 | 苏荣        | 2011. 10 |
| 海南 | 蒋定之（代）  | 2011. 08 | 河南 | 卢展工       | 2011. 11 |
| 云南 | 李纪恒（代）  | 2011. 08 | 新疆 | 张春贤       | 2011. 12 |
| 陕西 | 赵正永     | 2011. 10 | 辽宁 | 王珉        | 2011. 10 |
| 甘肃 | 刘伟平     | 2011. 10 |    |           |          |

资料来源：申万研究

## 1.2.4 地方换届以及党的十八大召开

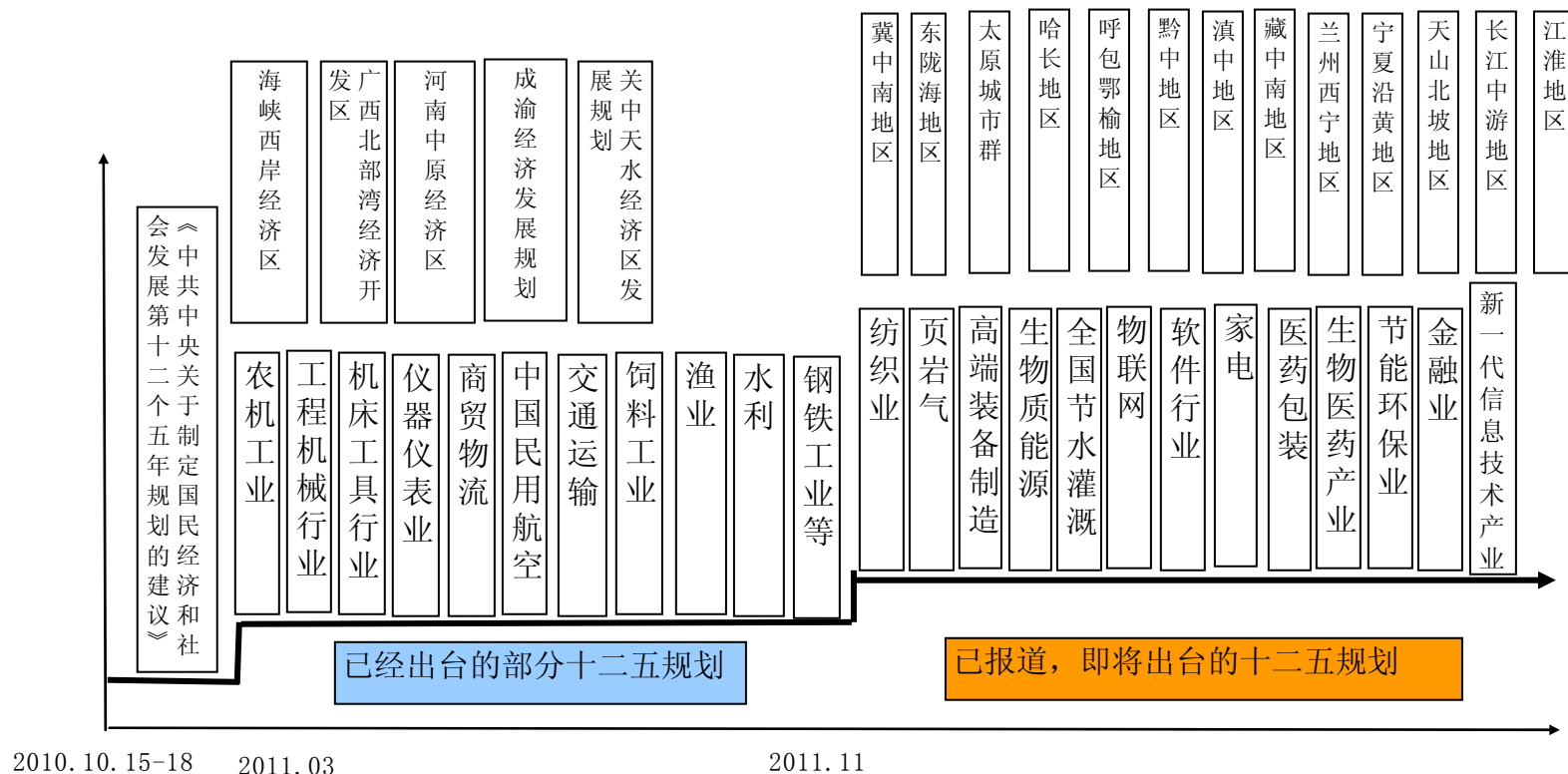
- 明年两会地方政府换届，明年10月18大召开，十二五规划实施的组织条件逐渐具备

历次党代会通过的重要文件总结

|      | 总结                     | 十七届(2007-2012)                                | 十六届(2002-2007)                               | 十五届(1997-2002)                | 十四届(1992-1997)                                 |
|------|------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------|
| 一中全会 | 选举中央政治局委员、常委、中央委员会总书记等 | 选举中央政治局委员、常委、中央委员会总书记等                        | 选举政治局委员、候补委员，政治局常委，中央委员会总书记等                 | 选举政治局委员、候补委员，政治局常委，中央委员会总书记等  | 选举政治局委员、候补委员，政治局常委，中央委员会总书记等                   |
| 二中全会 | 党政机构改革                 | 通过了《关于深化行政管理体制改革的意见》和《国务院机构改革方案》              | 审议通过《关于深化行政管理体制和机构改革的意见》                     | 全会审议通过了《国务院机构改革方案》            | 全会审议通过了《关于调整“八五”计划若干指标的建议》和《关于党政机构改革的方案》       |
| 三中全会 | 农村改革及市场经济等             | 审议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》                | 中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定                    | 《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》      | 全会审议并通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》            |
| 四中全会 | 党的建设和执政能力              | 审议通过了《中共中央关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题的决定》           | 中共中央关于加强党的执政能力建设的决定                          | 《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》    | 《中共中央关于加强党的建设几个重大问题的决定》                        |
| 五中全会 | 五年规划                   | 审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》           | 中共中央关于制定“十一五”规划的建议                           | 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》 | 全会审议并通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标的建议》 |
| 六中全会 | 文化、精神文明建设等             | 审议通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》 | 中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定                    | 《中共中央关于加强和改进党的作风建设的决定》        | 审议通过了《中共中央关于加强社会主义精神文明建设若干重要问题的决议》             |
| 七中全会 | 修改共产党章程                |                                               | 讨论并通过了十六届中央委员会向党的十七大的报告，讨论并通过了《中国共产党章程（修正案）》 | 讨论并通过了《中国共产党章程（修正案）》          | 讨论并通过了《中国共产党章程修正案》                             |

# 1.3 四季度开始，十二五规划密集出台

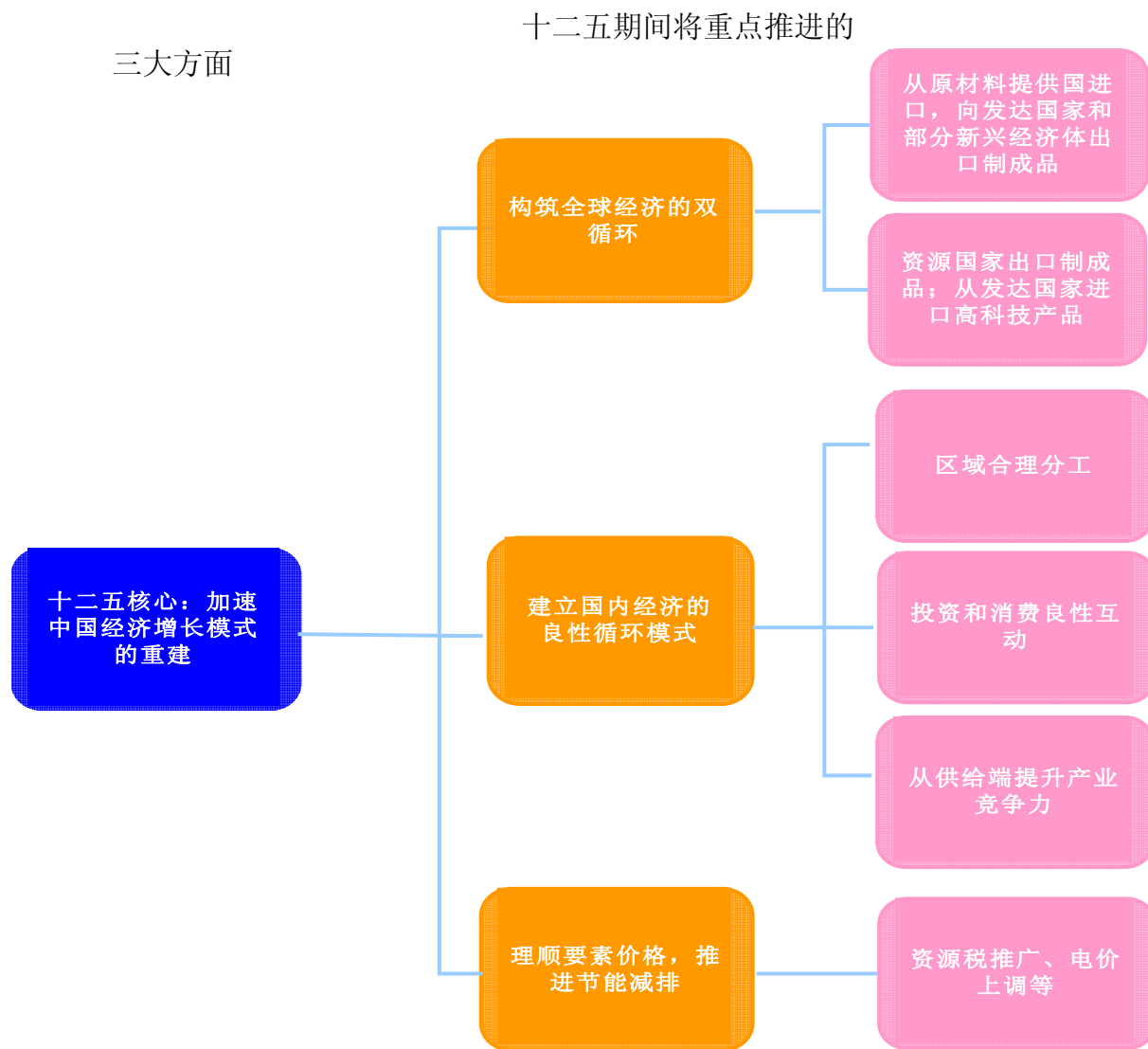
- 四季度开始，行业、区域和专项的十二五规划出台的频率明显加快



# 主要内容

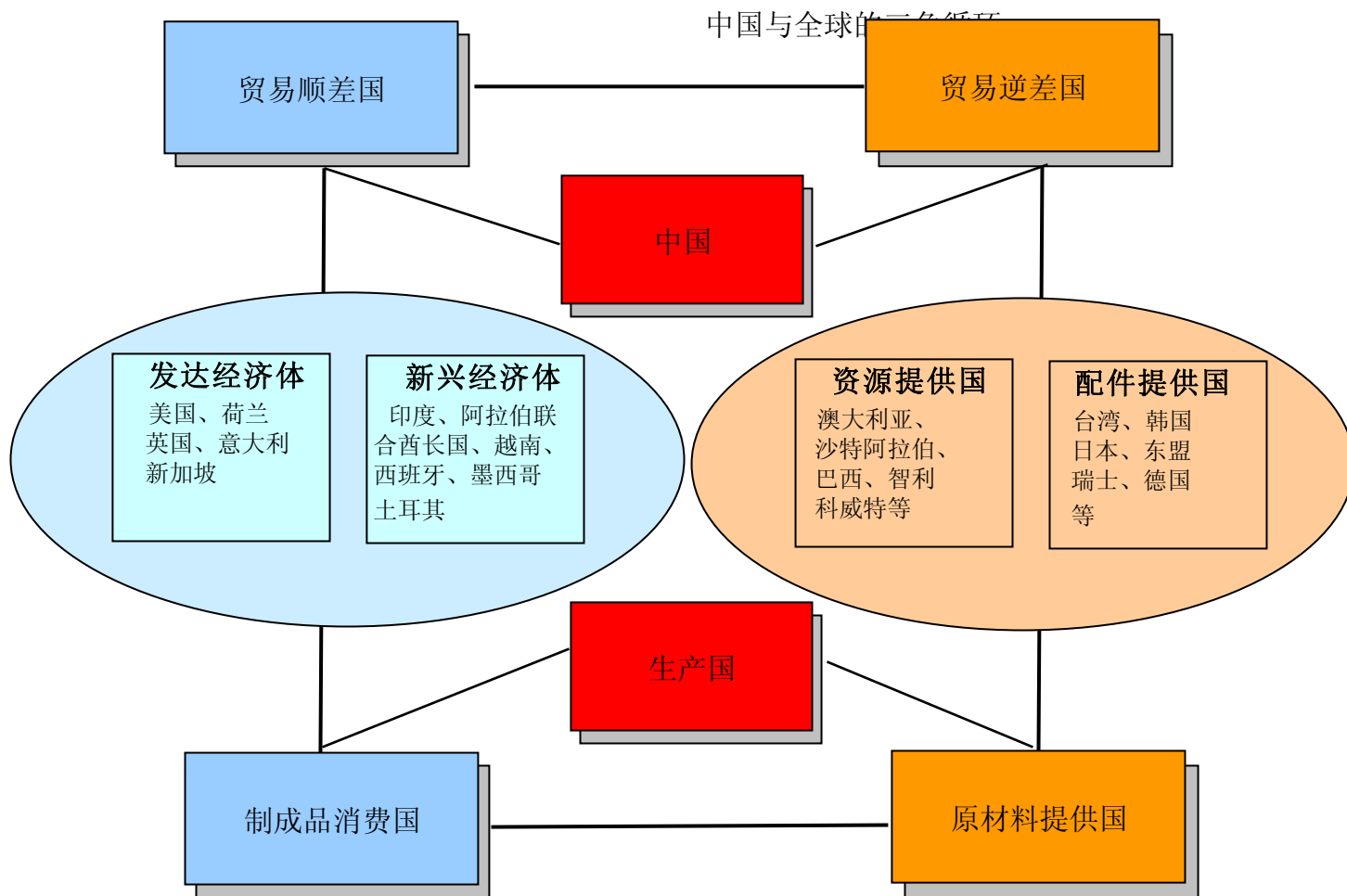
1. 为什么要讲重回“十二五”
2. “十二五”的三个方向
3. 2012年经济和政策前瞻

## 2.1 十二五核心是加速中国经济增长模式的重建



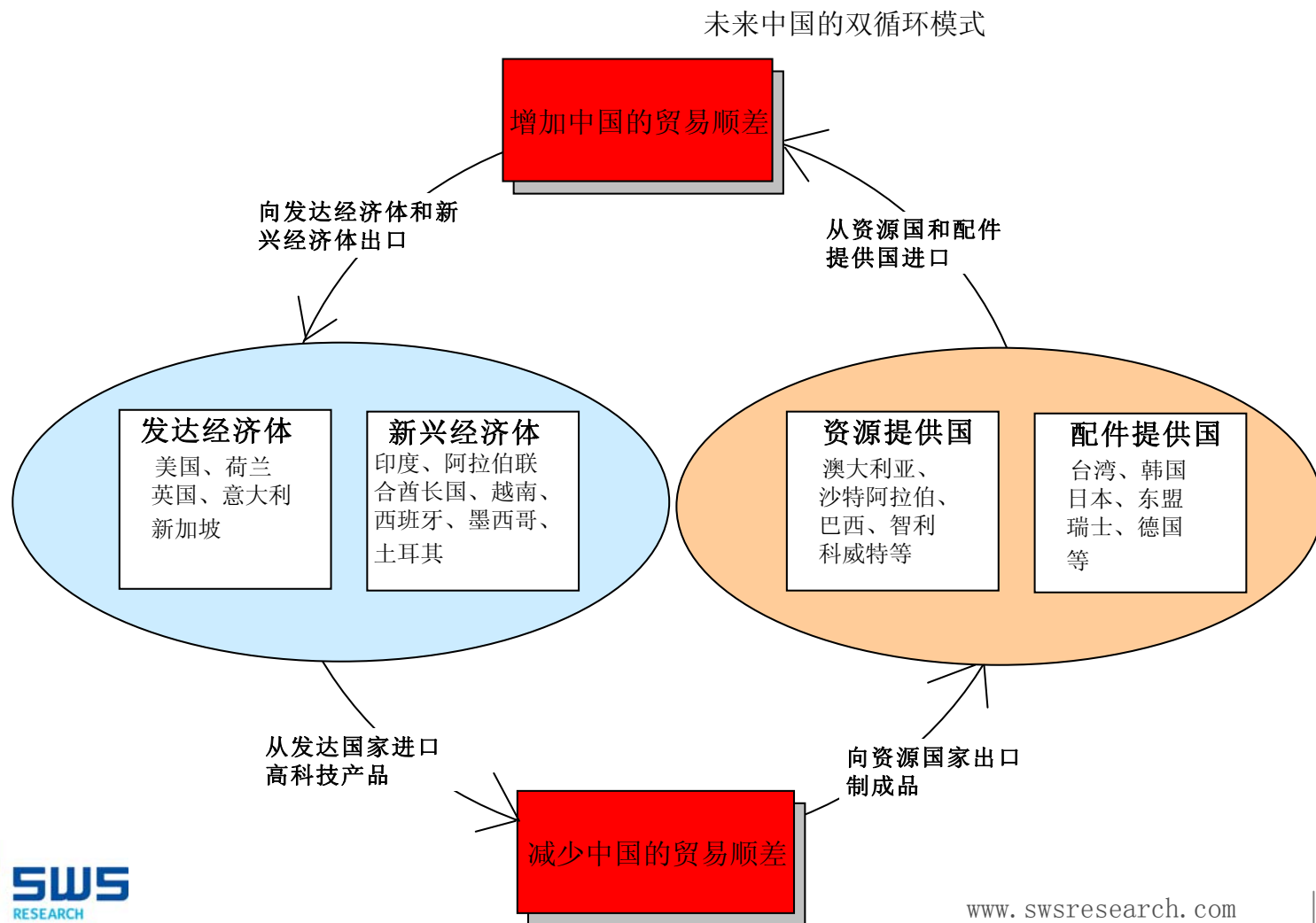
## 2.2 构筑全球经济的双循环

- 入世后，我国迅速成为加工工厂，对发达经济体和部分新兴经济体积累了巨额贸易顺差



## 2.2 构筑全球经济的双循环

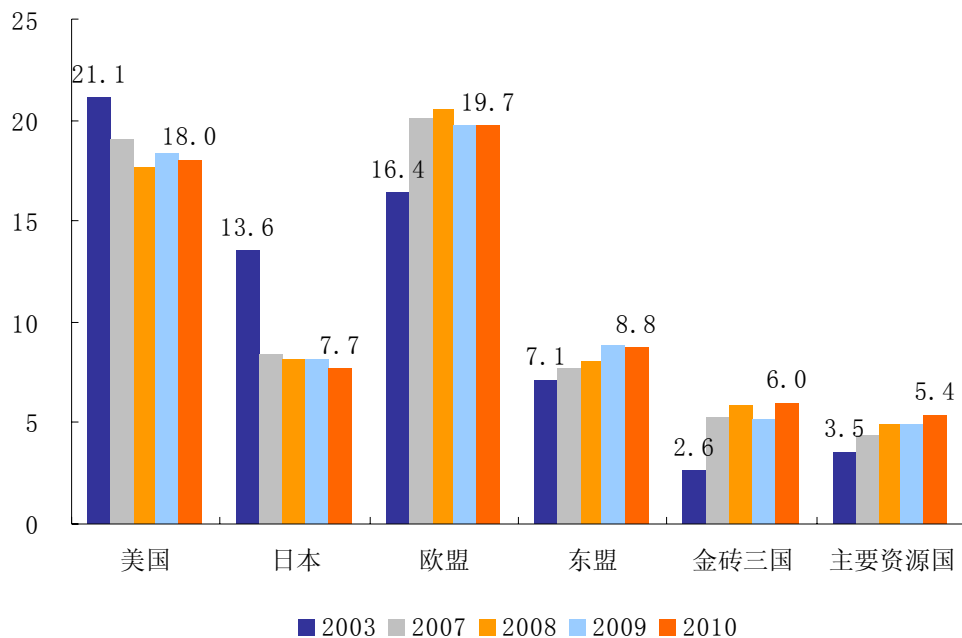
- 从单循环到双循环：通过从发达国家进口高科技产品和向资源国家出口制成品等，减少中国巨额贸易顺差，实现贸易平衡



## 2.2 构筑全球经济的双循环

### ■ 从单循环到双循环：对资源国的出口已经开始提速

我国对不同地区的出口占比

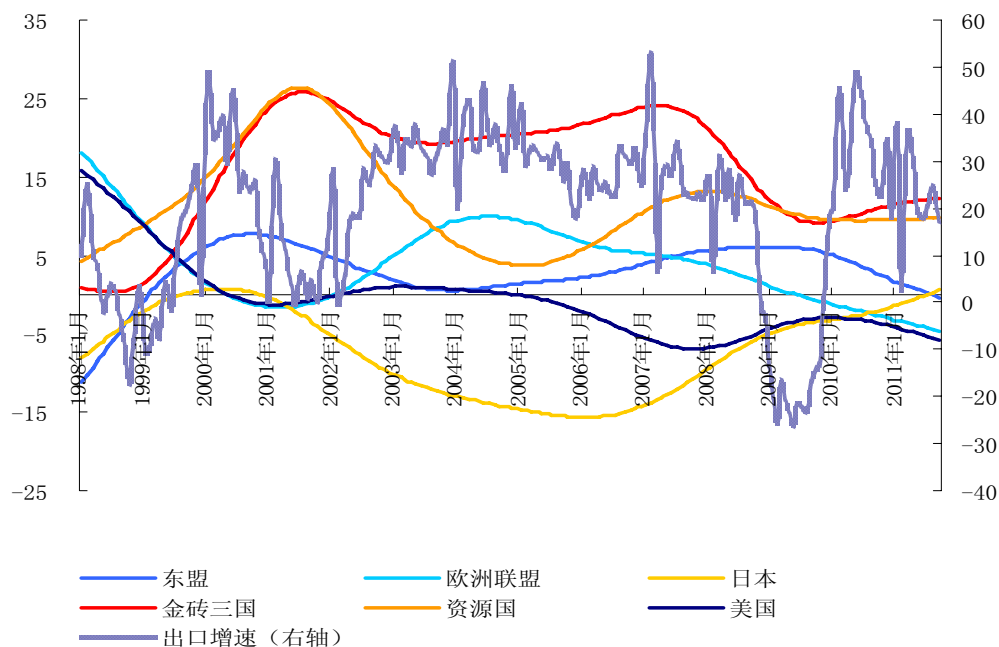


资料来源：CEIC，申万研究

## 2.2 构筑全球经济的双循环

- 从单循环到双循环：无论是出口增速下降还是上升阶段，对资源国以及配件提供国（如日本）的出口相对偏强

中国的出口增速以及对主要国家的出口强度



资料来源：CEIC，申万研究，除出口增速外，其余代表对我国该地区出口增速与我国整体出口增速的差

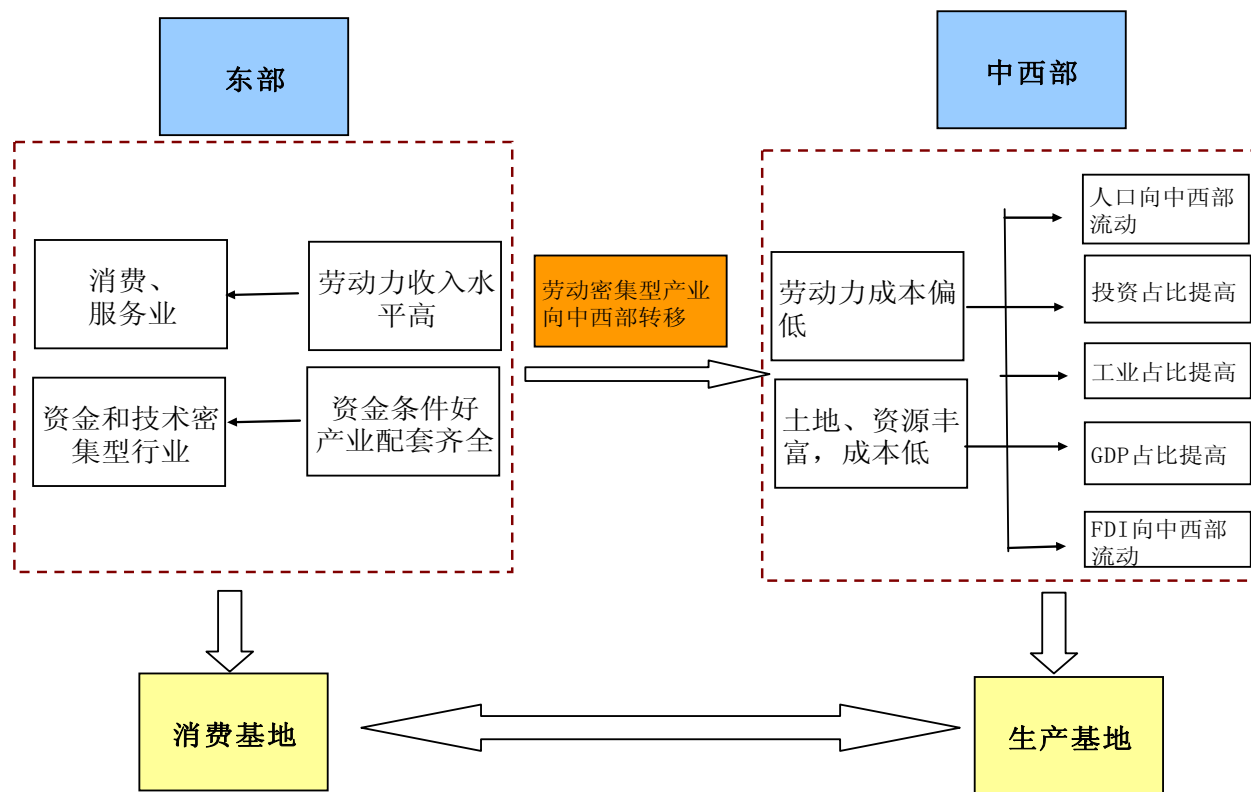
## 2.3 建立国内经济的良性循环模式

- 区域合理分工：东部消费，中西部生产
- 投资和消费的良性互动：以投资促消费
- 从供给端提升产业竞争力：打破垄断、发展生产性服务业、发展战略性新兴产业

## 2.3.1 区域合理分工

- 根据东中西的比较优势，实现国内区域的合理分工

促进国内区域合理分工



资料来源：申万研究

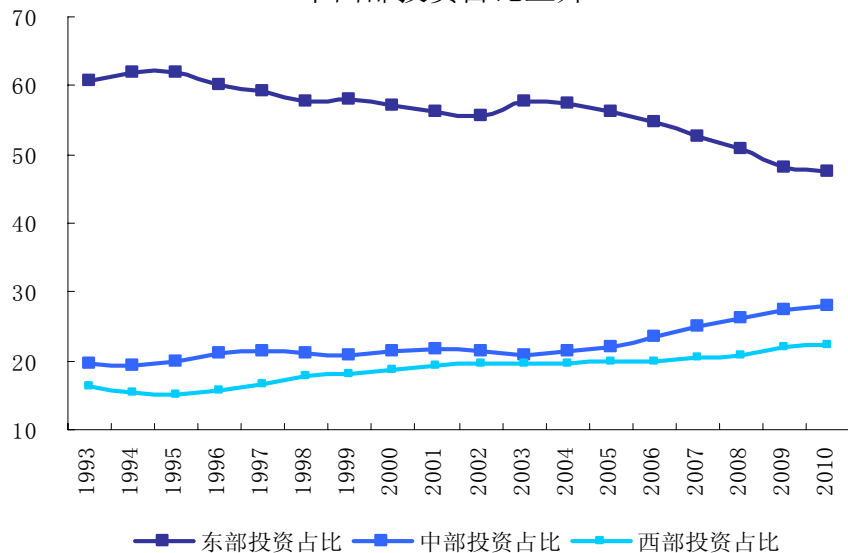
## 2.3.1 区域合理分工



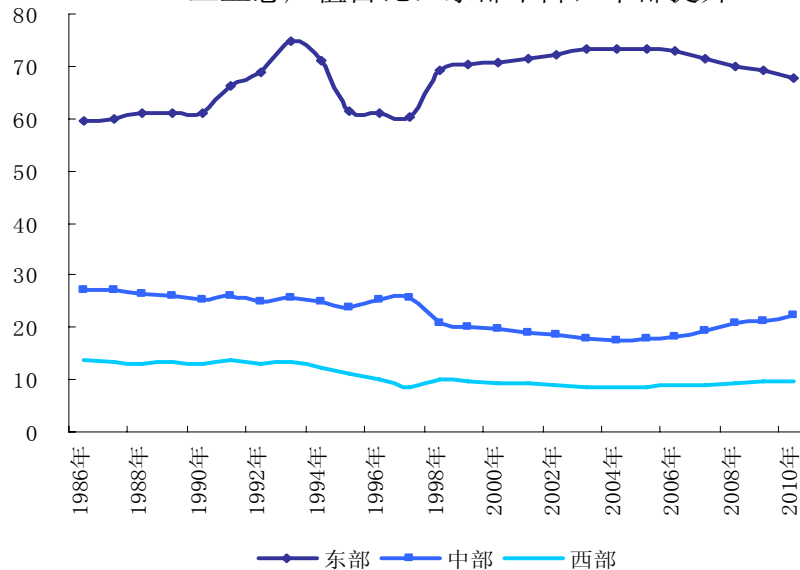
| 国务院及相关部门批复时间           |                                            |
|------------------------|--------------------------------------------|
| <b>地域 相关区域规划及经济区设立</b> |                                            |
|                        | 《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》2009-1-7                  |
|                        | 《支持福建加快建设海峡西岸经济区的若干意见》2009-5-14            |
|                        | 《江苏沿海地区发展规划》2009-6-10                      |
|                        | 《辽宁沿海经济带发展规划》2009-7-1                      |
|                        | 《横琴总体发展规划》2009-6-24                        |
| 东部                     | 《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》2009-12-31        |
|                        | 《长江三角洲地区区域规划》2010-5-24                     |
|                        | 《山东半岛蓝色经济区发展规划》2011-1-4                    |
|                        | 《中关村国家自主创新示范区发展规划纲要（2011-2020年）》2011-2-22  |
|                        | 《浙江海洋经济发展示范区规划》2011-3-1                    |
| <b>设立浙江舟山群岛新区</b>      |                                            |
|                        | 2011-7-7                                   |
| 中部                     | 《中国图们江区域合作开发规划纲要》2009-8-30                 |
|                        | 《国务院关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》2009-9-9    |
|                        | 《促进中部地区崛起规划》（湖北、山西、安徽、江西、河南、湖南）2009-9-23   |
|                        | 《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》2009-11-23               |
|                        | 《鄱阳湖生态经济区规划》2009-12-12                     |
|                        | 《大小兴安岭林区生态保护与经济转型规划（2010—2020年）》2010-12-16 |
|                        | 《皖江城市带承接产业转移示范区规划》2010-1-21                |
| 西部                     | 《国务院关于支持河南省加快建设中原经济区的指导意见》2011-10-7        |
|                        | 《国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》2009-1-26        |
|                        | 《关中-天水经济区发展规划》2009-6-25                    |
|                        | 《甘肃省循环经济总体规划》2009-12-24                    |
|                        | 《关于深入实施西部大开发战略的若干意见》2010-6-29              |
|                        | 设立吉木乃国家级边境经济合作区2010-9-6                    |
|                        | 《青海省柴达木循环经济试验区总体规划》2011-3-15               |
|                        | 《成渝经济区发展规划》2011-5-5                        |
|                        | 《重庆两江新区发展规划》2010-5-7                       |
|                        | 《国家东中西区域合作示范区建设总体方案》2011-6-8               |
|                        | 《关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见》2011-6-26       |

## 2.3.1 区域合理分工

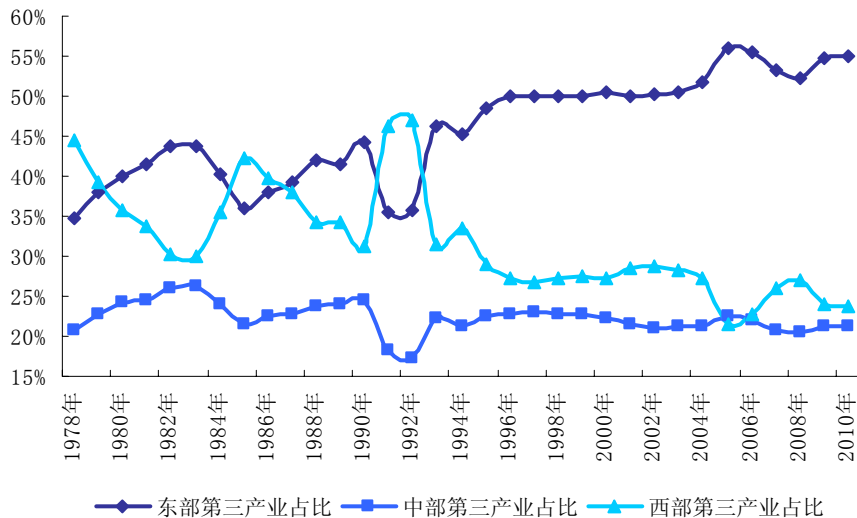
中西部投资占比上升



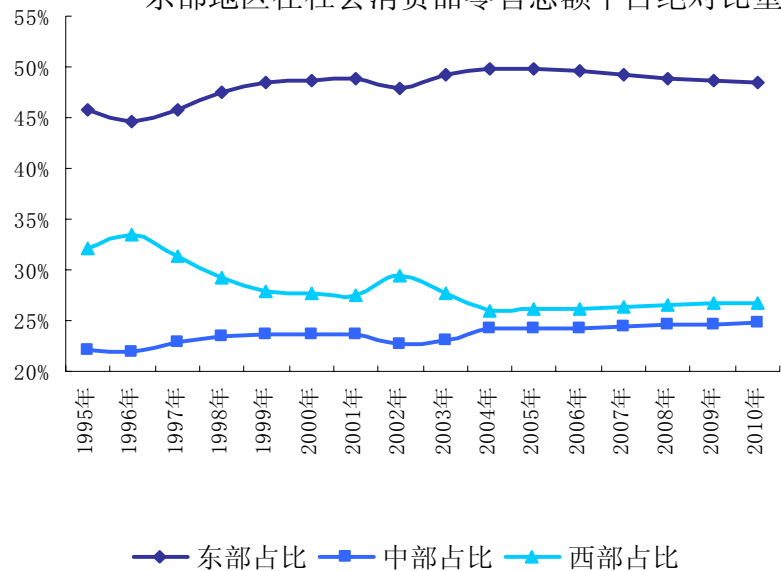
工业总产值占比：东部下降，中部提升



东部第三产业占比提升



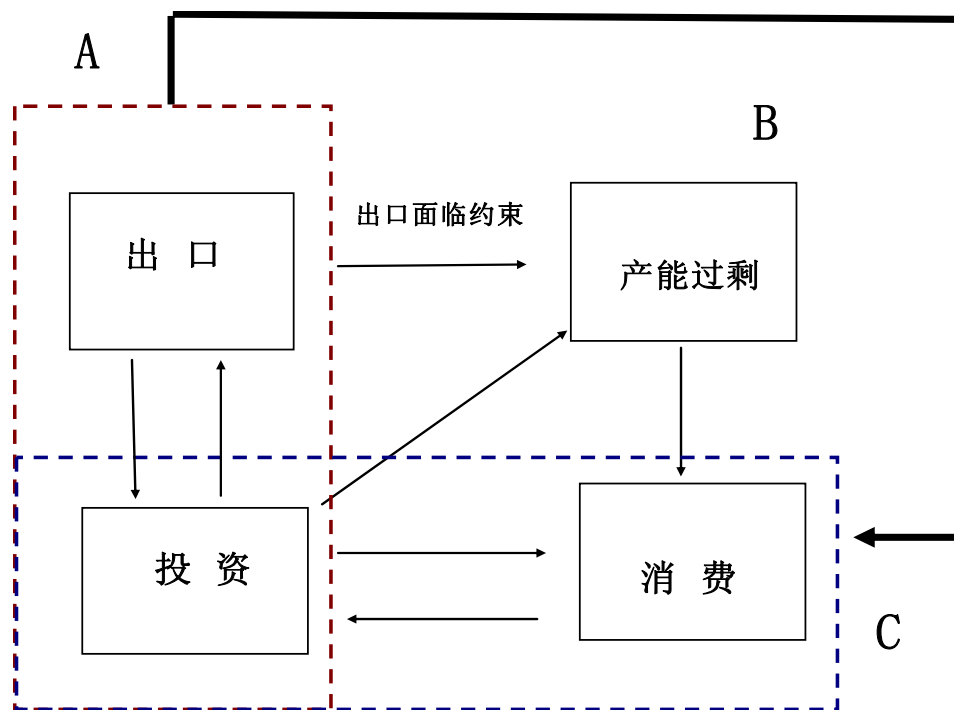
东部地区在社会消费品零售总额中占绝对比重



## 2.3.2 投资和消费的良性互动

- 国内投资动力仍强劲，而出口面临压力情况下，发展消费性投资，以投资促消费，实现投资和消费的良性循环

投资与需求之间的循环示意图



资料来源：申万研究

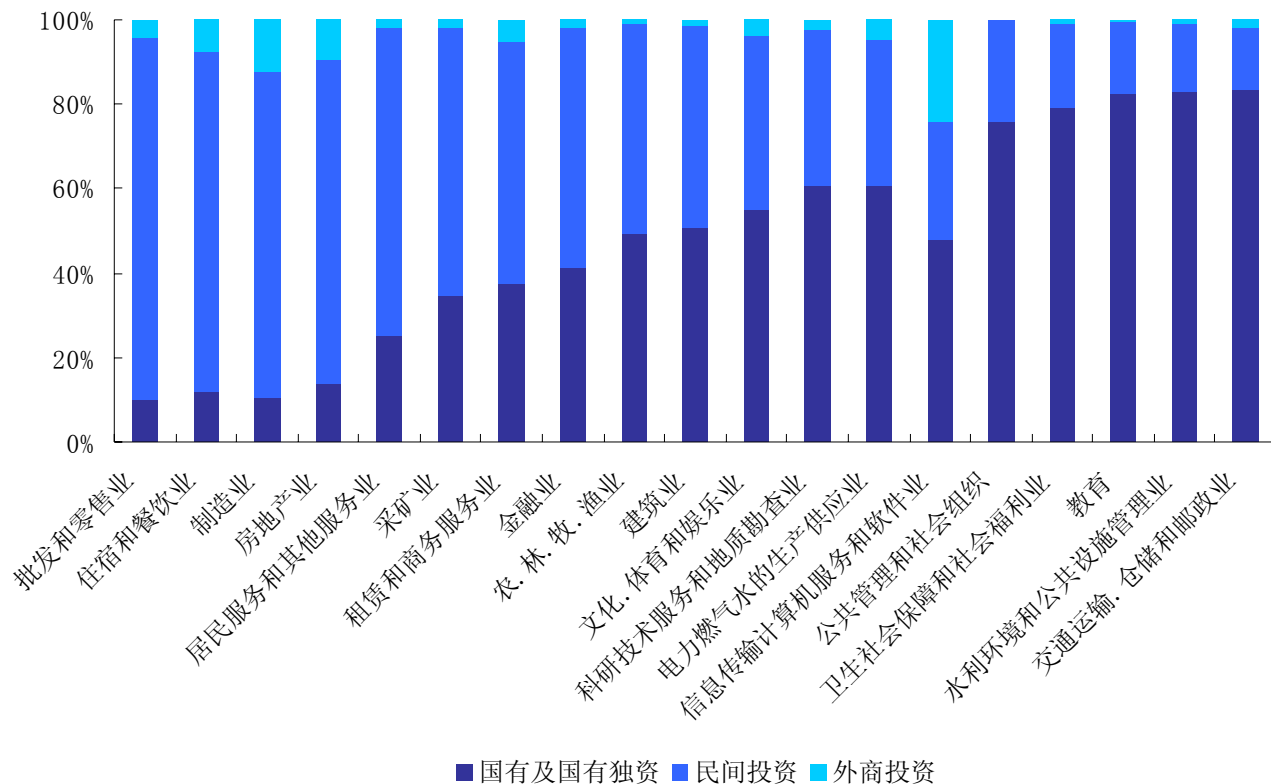
## 2.3.2 投资和消费的良性互动

- 消费性投资，首先是投资，需要消耗相关投资品
- 消费性投资内涵是消费，投资本身形成消费品或消费条件
  - 基础设施
  - 保障性住房
  - 服务业投资，如医疗卫生、教育、文化等

## 2.3.3 从供给端提升产业竞争力

### ■ (1) 打破垄断：放松垄断后，行业效率提高，带动行业发展

各行业投资中国有、民间及外资企业的占比



## 2.3.3 从供给端提升产业竞争力

### ■ (1)打破垄断：关注新非公36条中，鼓励民间资本进入的六大领域

新非公36条鼓励民间资本进入的六大领域

| 领域               | 相关产业           | 细则                                                                                                                                  |
|------------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 基础产业和基础设施领域      | 交通运输           | 公路、铁路、水运、港口码头、民用机场、通用航空设施等                                                                                                          |
|                  | 电力             | 风能、太阳能、地热能、生物质能等新能源产业建设；水电站、火电站建设、核电站                                                                                               |
|                  | 石油天然气          | 油气勘探                                                                                                                                |
|                  | 电信             | 基础电信运营                                                                                                                              |
| 市政公用事业和政策性住房建设领域 | 市政公用事业建设       | 支持民间资本进入城市供水、供气、供热、污水和垃圾处理、公共交通、城市园林绿化等领域。                                                                                          |
|                  | 政策性住房建设        | 支持和引导民间资本投资建设经济适用住房、公共租赁住房等政策性住房，参与棚户区改造，享受相应的政策性住房建设政策。                                                                            |
| 社会事业领域           | 医疗事业           | 鼓励兴办医院、社区卫生服务机构、疗养院、门诊部、诊所、卫生所（室）等医疗机构                                                                                              |
|                  | 教育和社会培训事业      | 支持民间资本兴办高等学校、中小学校、幼儿园、职业教育等各类教育和社会培训机构                                                                                              |
| 金融服务领域           | 金融机构           | 放宽对金融机构的股比限制<br>支持民间资本以入股方式参与商业银行的增资扩股，参与农村信用社、城市信用社的改制工作。鼓励民间资本发起或参与设立村镇银行、贷款公司、农村资金互助社等金融机构。鼓励民间资本发起设立金融中介服务机构，参与证券、保险等金融机构的改组改制。 |
| 商贸流通领域           | 商品批发零售         | 支持民营批发、零售企业发展，鼓励民间资本投资连锁经营、电子商务等新型流通业态。                                                                                             |
|                  | 现代物流           | 引导民间资本投资第三方物流服务领域，为民营物流企业承接传统制造业、商贸业的物流业务外包创造条件，支持中小型民营商贸流通企业协作发展共同配送。                                                              |
| 国防科技工业领域         | 国防科技工业投资建设     | 允许民营企业按有关规定参与承担军工生产和科研任务。                                                                                                           |
|                  | 军工企业改组改制       | 引导和支持民营企业有序参与军工企业的改组改制                                                                                                              |
|                  | 军民两用高新技术开发和产业化 | 鼓励民营企业参与军民两用高新技术开发和产业化                                                                                                              |

资料来源：申万研究

## 2.3.3 从供给端提升产业竞争力

- (2) 发展生产性服务业：随着劳动力成本的发展和分工的细化，以金融、保险、物流、营销、设计、渠道等为代表的生产型服务业将迎来大发展

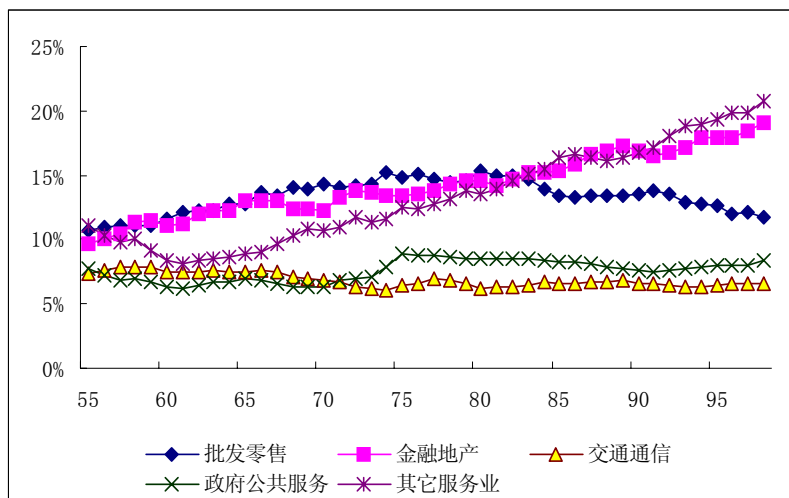
用作中间投入品的服务业占全部生产投入的比重

|     | 1911 | 1935  | 1950s | 1959  | 1960s | 1970s |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 法国  |      |       |       | 19.53 | 19.95 | 28.18 |
| 德国  |      |       |       |       |       | 28.05 |
| 意大利 | 9.01 | 11.6  | 10.68 |       |       | 25.6  |
| 英国  |      | 16.42 | 24.02 |       | 21.95 |       |
| 美国  |      |       | 23.95 | 31.2  | 29.04 | 29.48 |

资料来源：申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

日本主要服务业占GDP比重

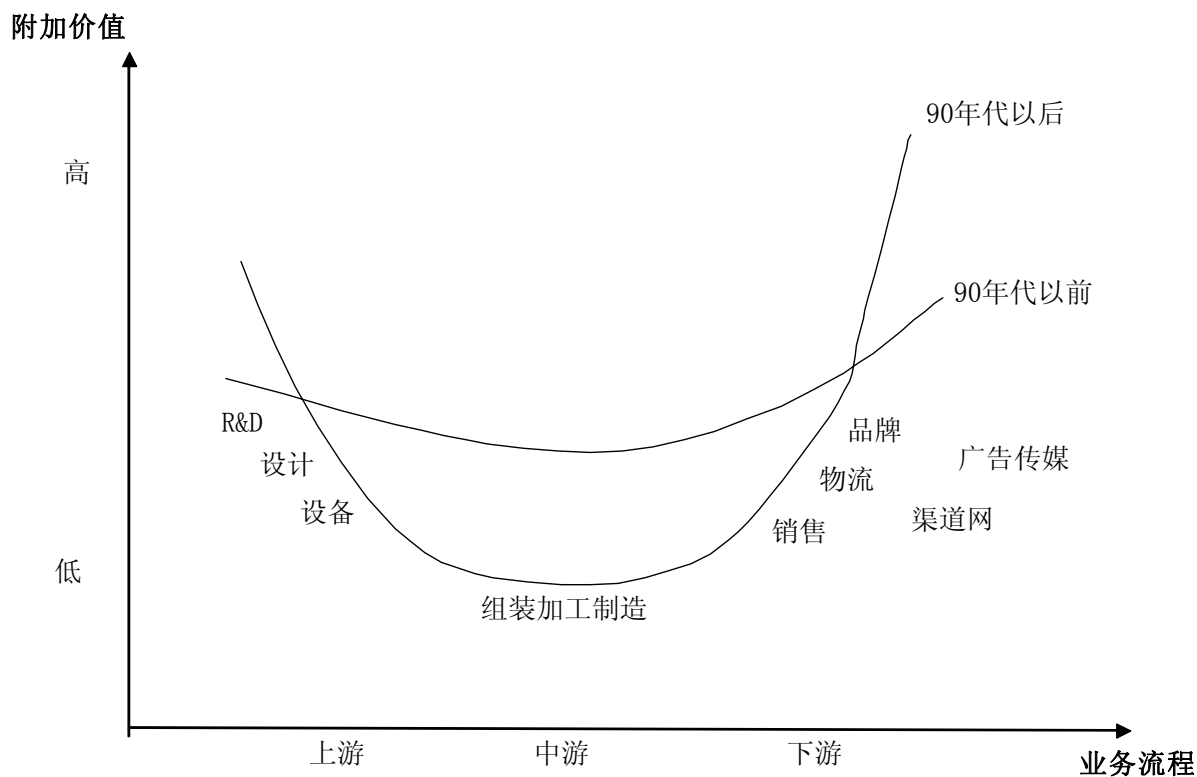


资料来源：CEIC，申万研究

## 2.3.3从供给端提升产业竞争力

- （2）发展生产性服务业：国家政策支持，自2012年1月1日起，在交通运输业、部分现代服务业等生产性服务业开展营业税改增值税试点

产品附加价值曲线（微笑曲线）



资料来源：申万研究

## 2.3.3 从供给端提升产业竞争力

### ■ (3) 发展战略性新兴产业：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等

战略性新兴产业及相关十二五规划

| 类别                       | 公布部门    | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》 | 国务院     | 现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业；节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。到2015年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到8%左右，而2010年新兴产业的占比只有3%。到2020年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到15%左右，吸纳、带动就业能力显著提高。 |
| 《“十二五”节能环保产业发展规划》        | 发改委环资司  | “十二五”末将达到2万亿以上，到2015年，中国节能环保产业总产值将达到GDP的7%—8%，成为新的支柱产业；到2020年环保产业将成为中国国民经济的支柱产业。                                                                                                                                                                             |
| 《新一代信息技术产业发展“十二五”规划》     | 工信部     | 新一代信息技术产业重点发展新一代移动通信、下一代互联网、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器和信息服务。                                                                                                                                                                                          |
| 《生物医药产业“十二五”规划》          | 工信部     | 未来我国生物产业将重点发展生物医药、生物农业、生物能源、生物环保、生物服务外包五大方面；生物医药“十二五”规划还确定了生物医药发展的重点，包括基因药物、蛋白药物、单抗克隆药物、治疗性疫苗、小分子化学药物等，国家将拿出超过100亿元来支持重大新药创制。全国生物产业产值到2015年达到4万亿元，到2020年达到8万亿至10万亿元。                                                                                         |
| 《“十二五”高端装备制造业产业发展规划》     | 工信部     | 预计到2015年，高端装备制造业年销售产值将在6万亿元以上；力争到2020年，高端装备制造业销售产值占装备制造业销售产值的30%以上，国内市场满足率超过25%。                                                                                                                                                                             |
| 《能源科技“十二五”规划》            | 国家能源局   | 在原来的化学需氧量和二氧化硫两个子约束指标基础上，新增氨氮、氮氧化物各减排10%；非化石能源到2020年达到15%的目标，重点要发展三类非化石能源，即核电、水电、非水能的其他非化石能源（包括风能、太阳能、生物质能）。                                                                                                                                                 |
| 《新材料产业“十二五”发展规划》         | 发改委、工信部 | 我国新材料产业将重点发展特种金属功能材料、高端金属结构材料、先进高分子材料、新型无机非金属材料、高性能复合材料和前沿新材料。                                                                                                                                                                                               |
| 《节能与新能源汽车产业发展规划》         | 工信部     | 《节能与新能源汽车产业发展规划》将于年底正式出台。到2020年，新能源汽车累计产销量达到500万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的50%以上。                                                                                                                                                                                 |

## 2.4 理顺要素价格，推动节能减排

- 在明年通胀缓解的情况下，理顺要素价格，推动节能减排，提高增长质量，将是十二五的重中之重

资源税改革历程

| 日期      | 信息来源部门     | 内容                                                                                                              |
|---------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 06-1-1  | 财政部和国家税务总局 | 取消对有色金属矿资源税减征30%的优惠政策恢复按全额征收。                                                                                   |
| 06-5-1  | 财政部和国家税务总局 | 上调各等级岩金矿资源税税额标准，同时调整岩金矿各等级的范围。                                                                                  |
| 07-2-7  | 国家税务总局     | 自2007年2月1日起，将焦煤的资源税适用税额标准上调为每吨8元。                                                                               |
| 11-2-12 | 财政部和国家税务总局 | 发布《关于调整铅锌矿石等税目资源税适用税额标准的通知》(财税[2007]100号)，决定自2007年8月1日起，铜矿石税额幅度调整为每吨5元至7元。                                      |
| 10-6-1  | 新疆         | 新疆资源税改革正式施行 新疆原油天然气资源税费改革将从6月1日起开始施行，原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，税率5%。                                                 |
| 10-12-1 | 财政部和国家税务总局 | 从12月1日起，内蒙古原油、天然气的资源税由“从量计征”改为“从价计征”，税率为5%。至此，资源税改革新政开始在包括内蒙古在内的西部12个省市区实施。                                     |
| 11-4-1  | 财政部和国家税务总局 | 统一调整稀土矿原矿资源税税额标准。继续从量征收，轻稀土提高至60元/吨，中重稀土提高至30元/吨。远高于现行0.40元-3.00元/吨的税额标准。                                       |
| 11-9-30 | 国务院        | 《国务院关于修改〈中华人民共和国资源税暂行条例〉的决定》已经2011年9月21日国务院第173次常务会议通过，现予公布，自2011年11月1日起施行。此前一刀切的“从量计征”正逐步转向“从价计征”，从价定率为5%-10%。 |

资料来源：申万研究

## 2.4 理顺要素价格，推动节能减排

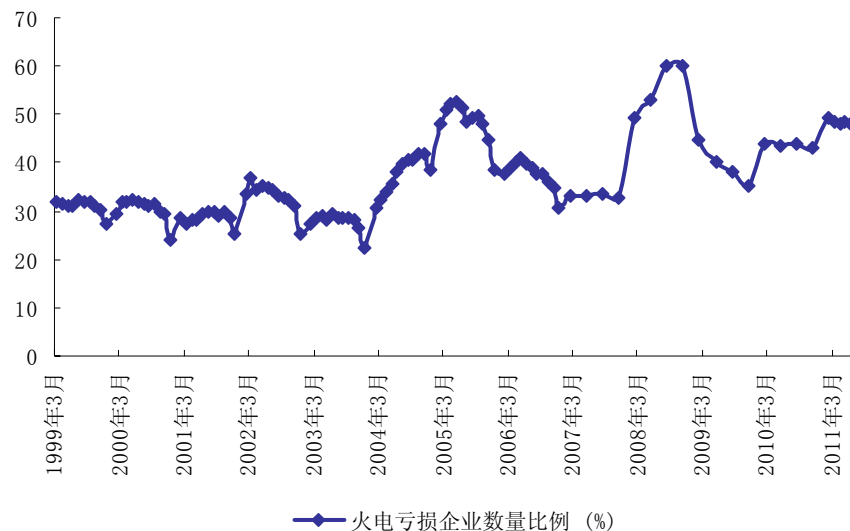
- 在明年通胀缓解的情况下，理顺要素价格，推动节能减排，提高增长质量，将是十二五的重中之重

我国电荒严重

电价改革势在必行

| 部门        | 内容                                                                                                             |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 电监会       | 中部六省份今冬明春或将面临有史以来最严重的电力短缺，部分省市将再次面临拉闸限电的考验。目前已进入供电供暖旺季，推动动力煤价格季节性上涨的因素增加，这将使电力企业的日子更加难过。                       |
| 中国电力企业联合会 | 今冬明春全国最大电力缺口将达3000万-4000万千瓦，其中中华中和华南地区将最为严重。<br>2011年4~7月各月份，五大发电集团火电业务分别亏损17.1亿、16.9亿、29.0亿和28.5亿元，月度亏损额不断扩大  |
| 中国电力企业联合会 | 《火电厂大气污染物排放标准》将于明年1月1日起实施。据中电联初步测算，环保标准的提高将每年增加火电厂900亿-1100亿元的运行费用。在脱硝电价尚未出台的情况下，电力企业很难在已经严重亏损的情况下承担如此之大的运行成本。 |

资料来源：申万研究

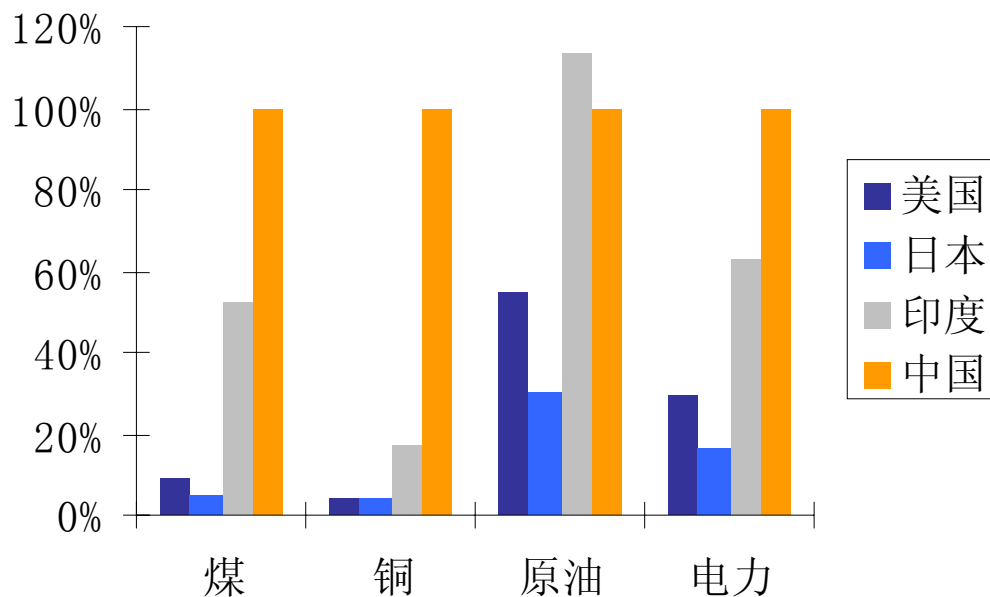


资料来源：CEIC，申万研究

## 2.4 理顺要素价格，推动节能减排

- 在明年通胀缓解的情况下，理顺要素价格，推动节能减排，提高增长质量，将是十二五的重中之重

单位GDP资源消耗量对比（中国=100%）



资料来源：CEIC，申万研究

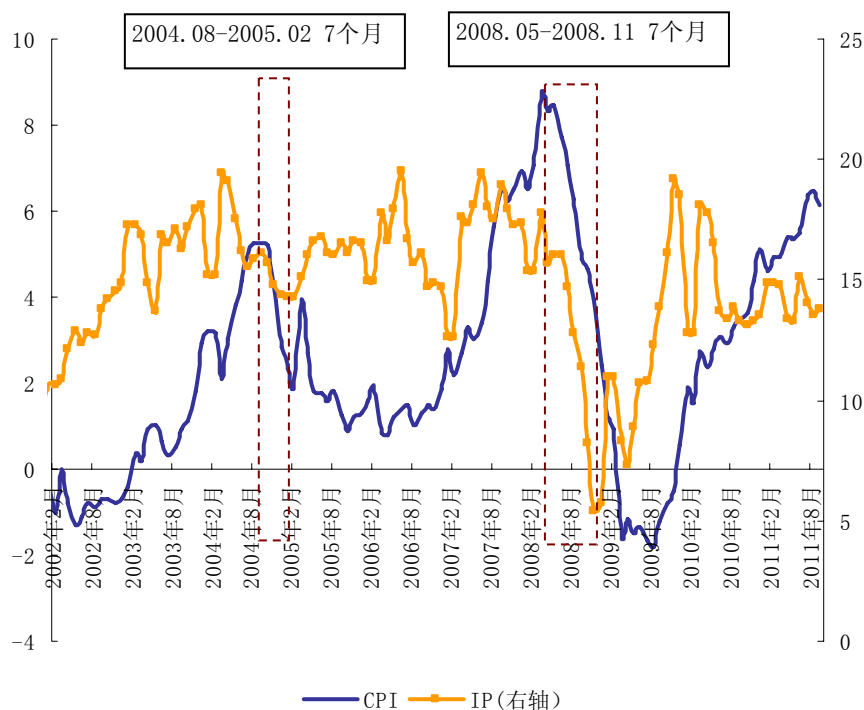
# 主要内容

1. 为什么要讲重回“十二五”
2. “十二五”的三个方向
3. 2012年经济和政策前瞻

## 3.1 2012年中国经济前瞻

- 从年内四季度到明年上半年，经济将处于衰退阶段。
- 明年3季度前后有望进入复苏阶段。

历史上的衰退阶段及时间跨度

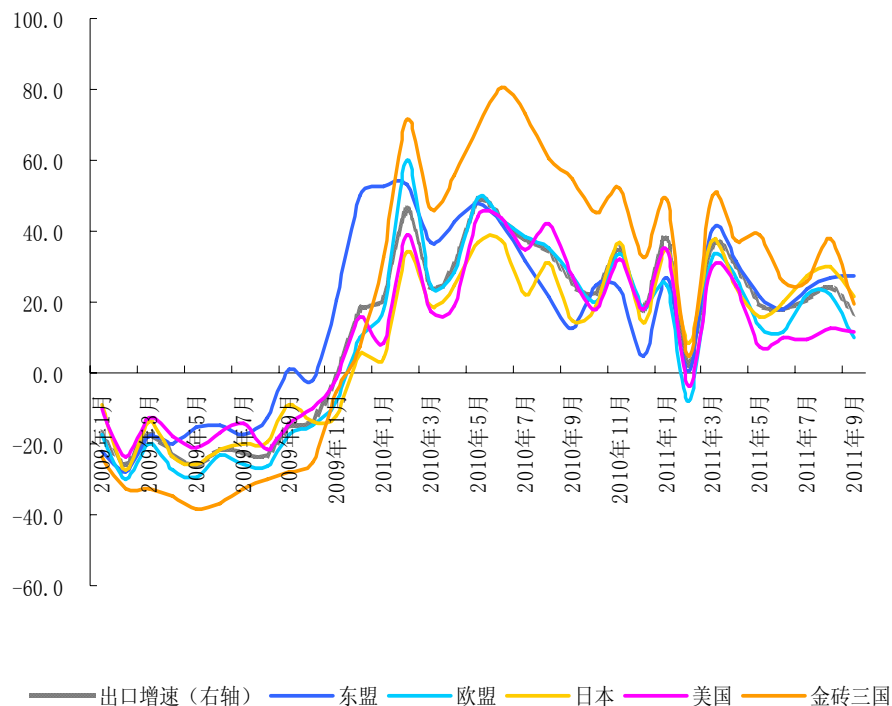


资料来源：CEIC，申万研究

## 3.1.1 经济回落主要来自出口和地产

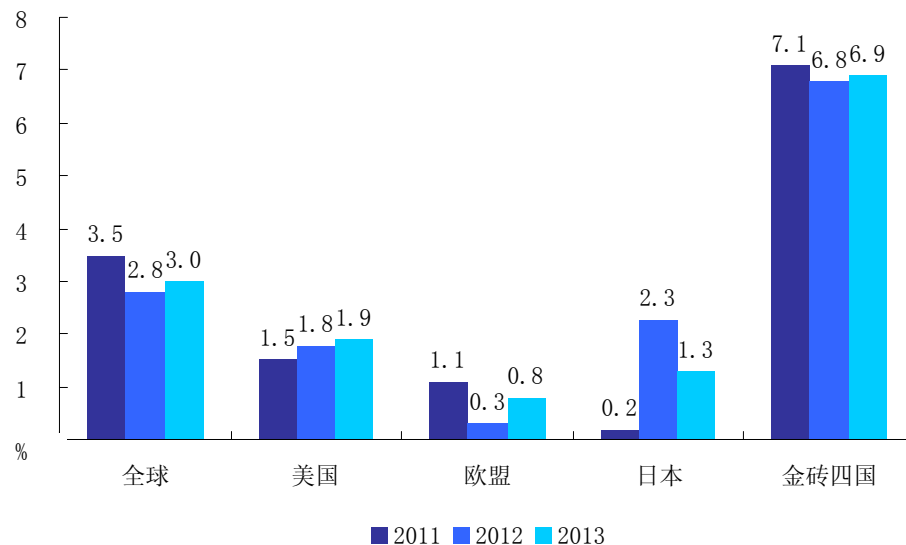
- 受世界经济增长减速的影响，中国整体出口增速继续回落到13.5%。

中国对主要经济体出口经济增长率



资料来源：CEIC，申万研究

2012-2013年主要经济体经济增长预测

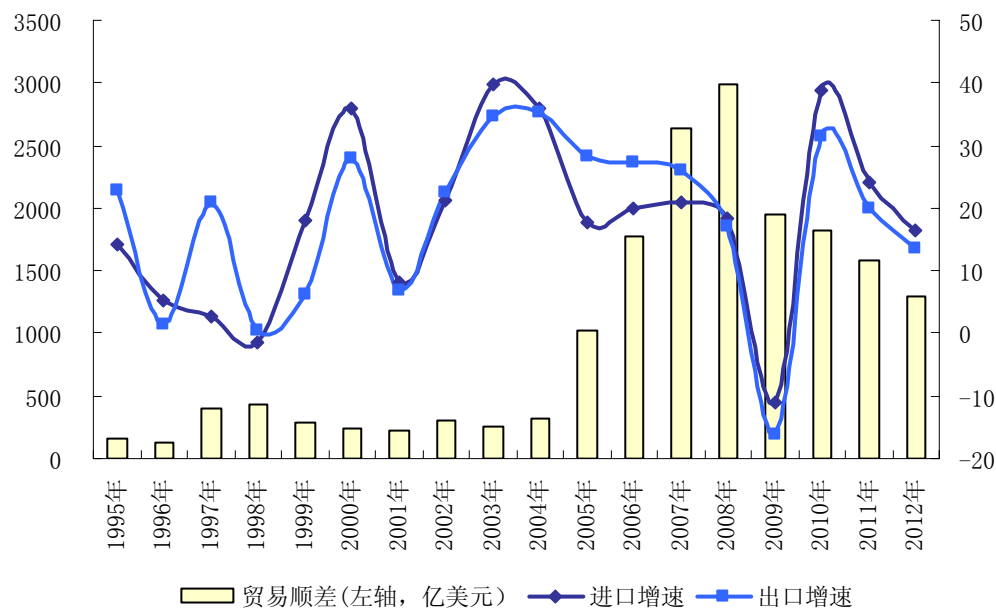


资料来源：CEIC，申万研究

### 3.1.1 经济回落主要来自出口和地产

- 受国家扩大进口战略影响，进口增速将超过出口，顺差下降

进出口增长率对比以及顺差变化

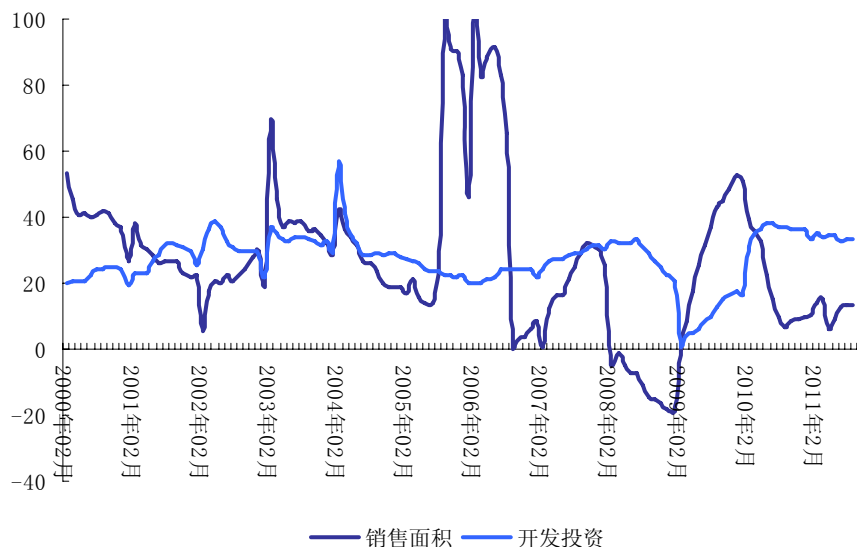


资料来源：CEIC，申万研究

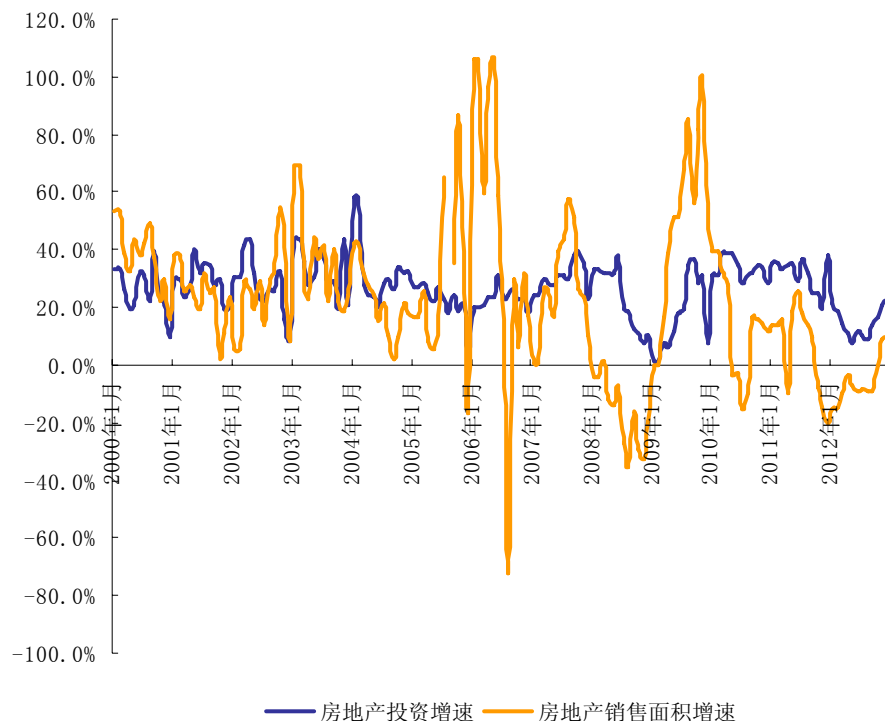
## 3.1.1 经济回落主要来自出口和地产

- 房地产销售面积增速领先房地产投资增速大约5-7个月。受销售回落影响，明年房地产投资增速预计回落至15%

房地产销售面积增速领先房地产投资增速



2012年预计房地产投资增速为15%



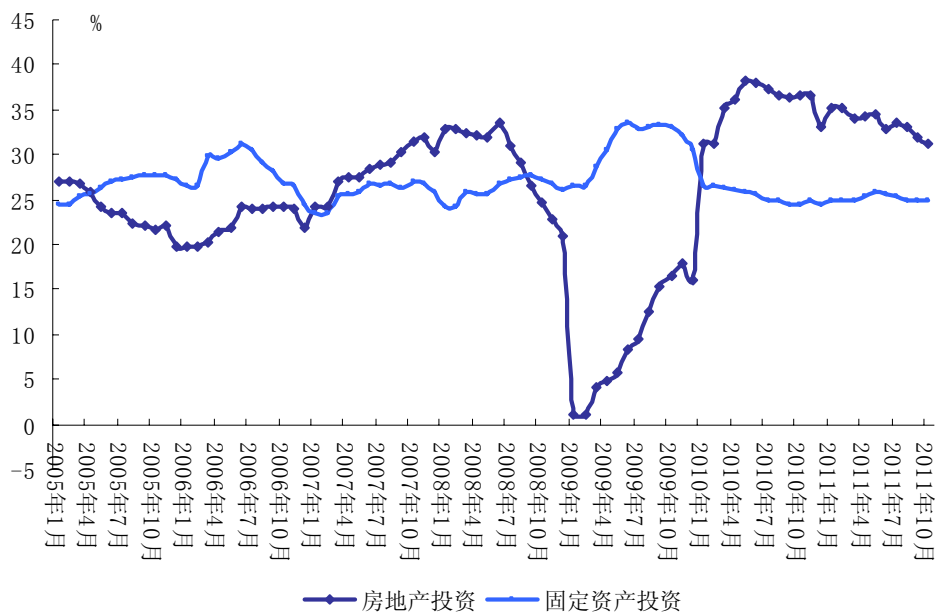
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

### 3.1.2 支撑经济的力量主要来自加快实施的十二五项目

- 从历史看房地产投资增速回落，固定资产投资增速并不回落，主要是非房地产投资推动

房地产投资增速与固定资产投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

## 3.1.2 支撑经济的力量主要来自加快实施的十二五项目

### ■ 明年十二五项目的加快实施，将推动基础设施投资回升

各领域十二五期间主要领域计划投资额

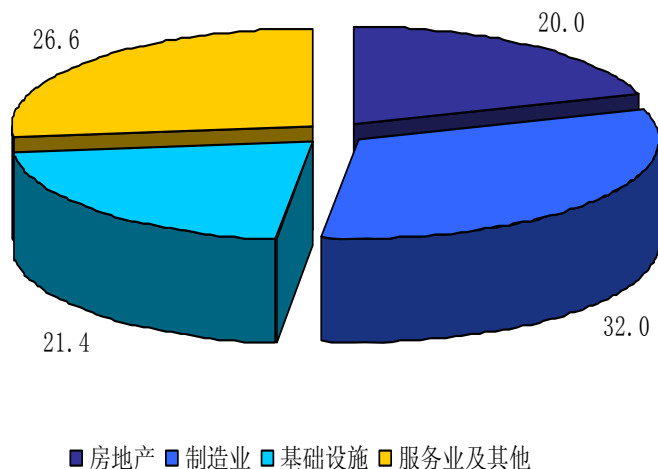
| 类别           | 主要项目                                                                                                              |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 水利           | “十二五”水利建设投资将达1.8万亿元                                                                                               |
| 电网           | 十二五期间预计电网投资将达2.2万亿，其中国家电网规划投资 1.7万亿，南方电网5000亿。                                                                    |
| 环保           | 我国环保产业投资至少为“十一五”期间的1.5倍，总计可达3.24万亿元，中央财政投入有望突破2000亿                                                               |
| 电力           | 十二五”期间，全国电力工业投资将达到5.3万亿元，比“十一五”增长68%                                                                              |
| 海洋工程装备<br>投资 | “十二五”期间海洋工程装备总投资将超过2500亿元                                                                                         |
| 文化产业         | 文化部正抓紧起草《“十二五”时期文化产业倍增计划》，希望从完善政策法规体系、实施重大项目带动战略、打造公共服务平台的思路入手，实现“十二五”时期文化产业增加值比2010年翻一番。到2015年，文化产业增加值将达到2万亿元左右。 |
| 高铁           | 据报道， 高铁“十二五”规划投资或将由原计划的35000亿元压缩为28000亿元                                                                          |
| 保障性住房        | 国务院发展研究中心市场所所长任兴洲预计，整个“十二五”开工建设的3600万套保障性住房，整体需要资金4.7万亿元                                                          |

资料来源：CEIC，申万研究

### 3. 1. 2支撑经济的力量主要来自加快实施的十二五项目

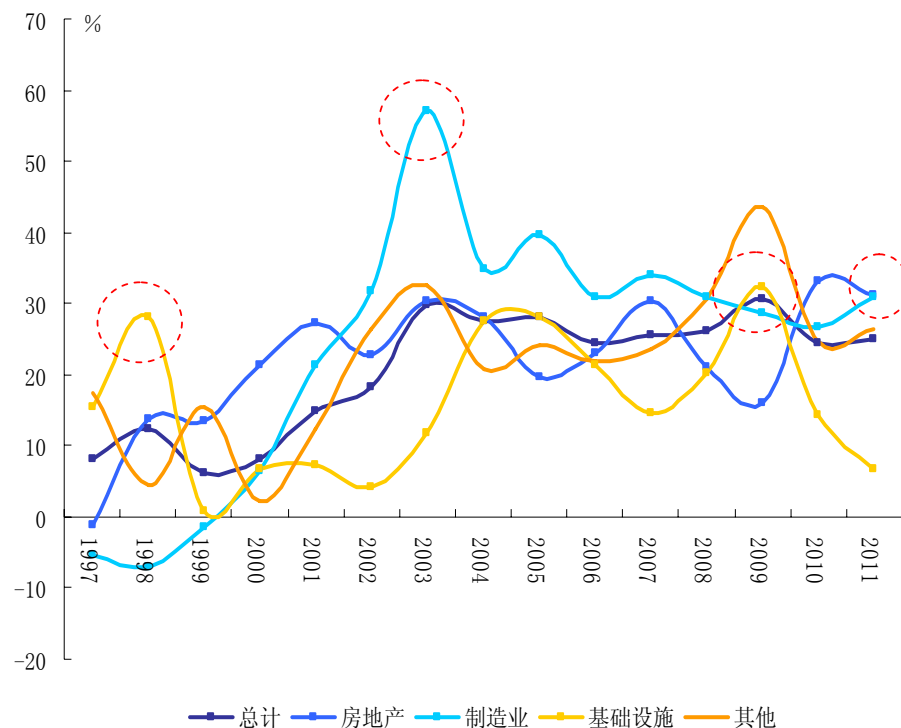
- 从历史上看，政府稳定增长会加大基础设施投资，基本上能抵消制造业和房地产投资的下滑

2010年投资结构占比



资料来源：CEIC，申万研究

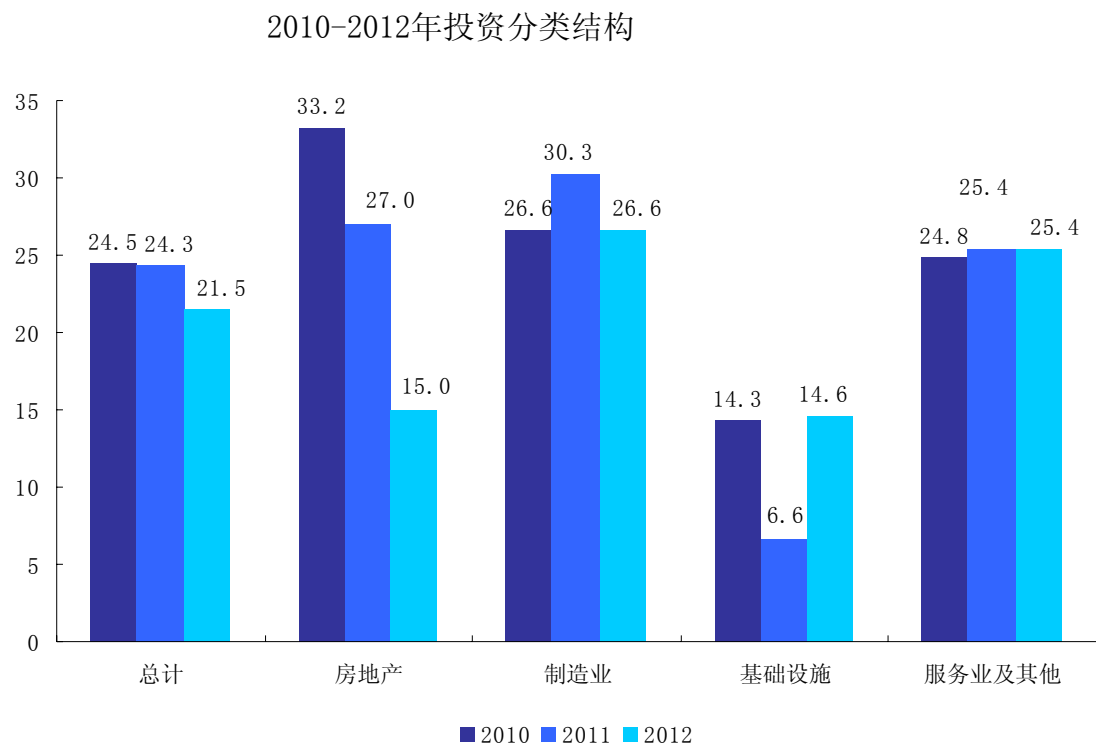
基础设施投资带动制造业投资



资料来源：CEIC，申万研究

### 3.1.3 对经济增长前景不悲观

- 在房地产投资增长15%、制造业投资增长26.6%、服务业投资增速保持不变、基础设施投资增长14.6%的基础上，预计2012年投资增速为21.5%。

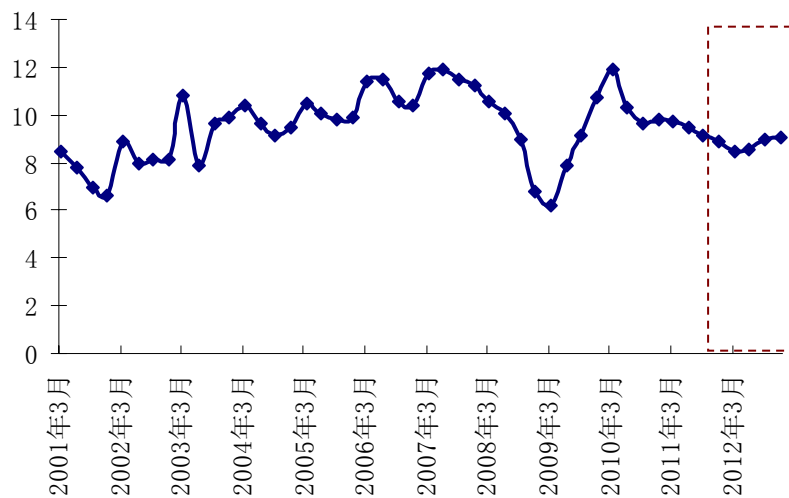


资料来源：CEIC，申万研究

### 3.1.3 2012年中国经济前瞻

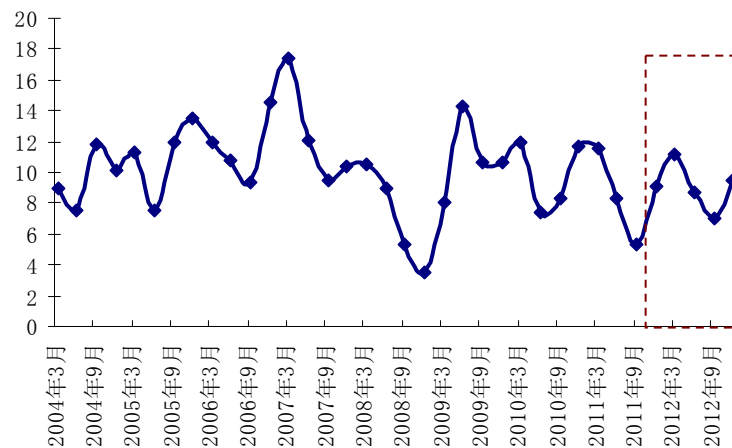
- 总体上我们对经济增长不悲观，预计GDP增速为8.6%，前低后高。

GDP同比增速及预测



资料来源：CEIC，申万研究

GDP环比增速及预测

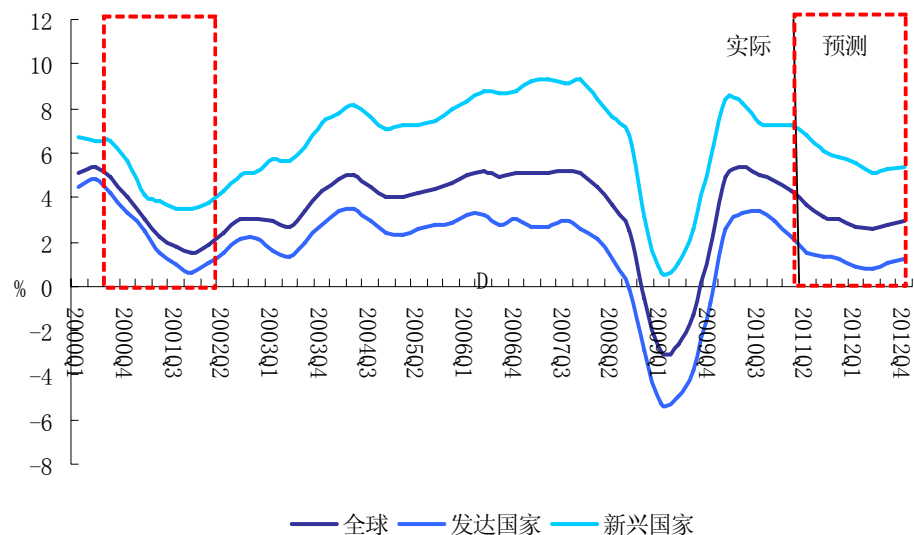


资料来源：CEIC，申万研究

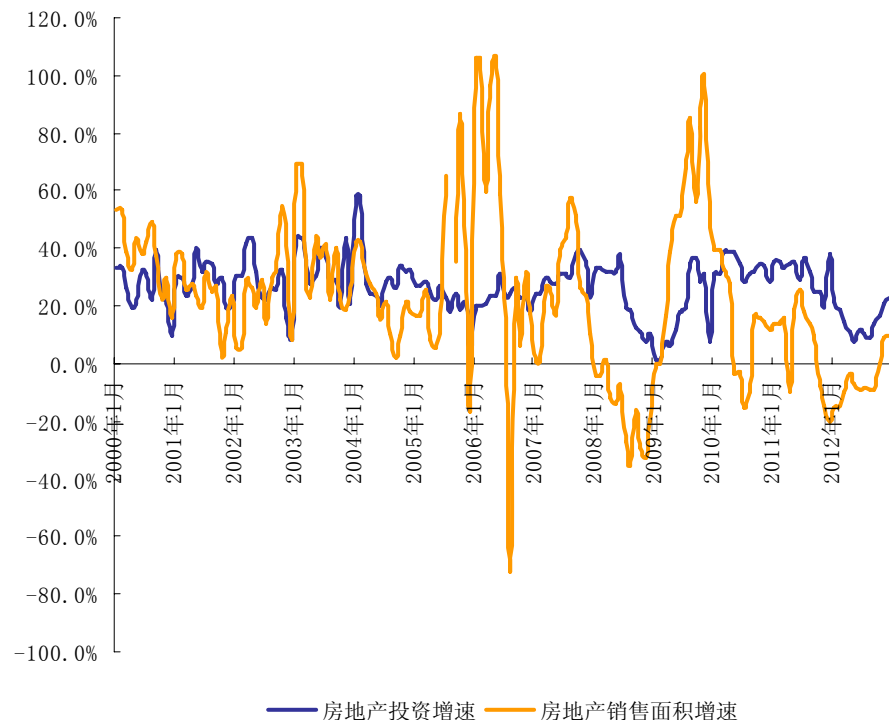
### 3.1.4 经济拐点可能在6月份前后

- 经济拐点在6月份前后
- 1、房地产投资低点在2季度
- 2、世界经济前低后高，出口可能是前低后高
- 3、两会之后稳增长政策加力，滞后效应会在6月份前后体现

明年世界经济将呈现前低后高走势



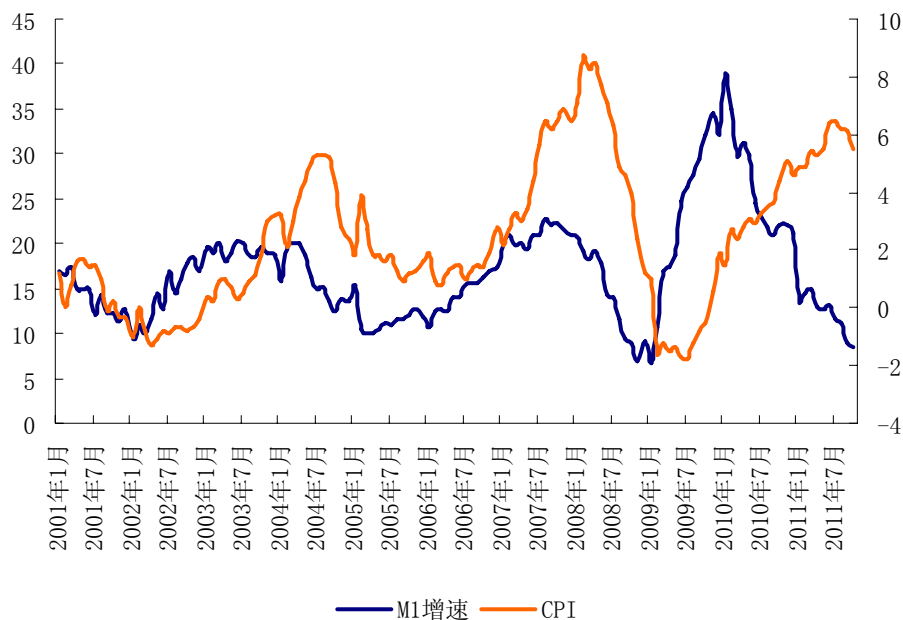
房地产投资前低后高



## 3.2.1 宏观条件有利于通胀回落

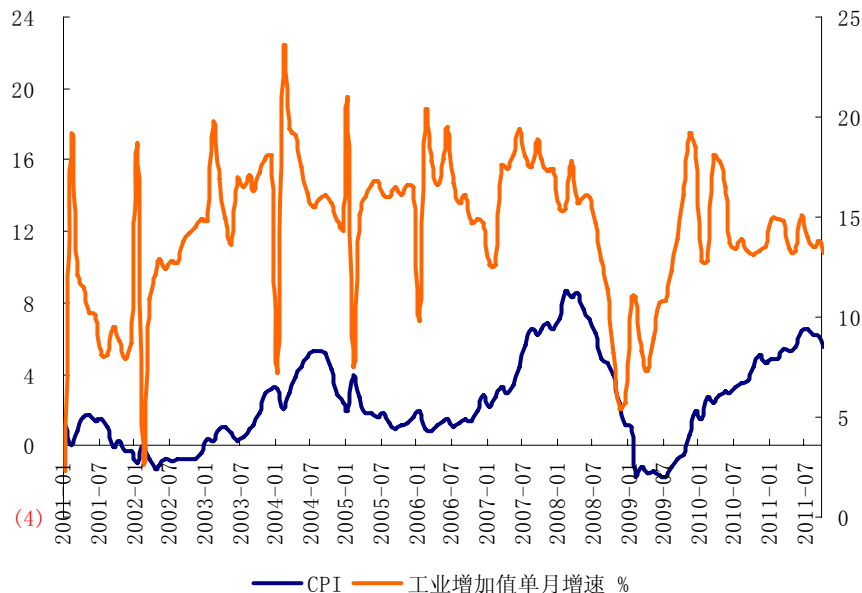
- 从宏观条件看，流动性和经济增长的回落，使得通胀压力明显减轻

M1增速领先CPI约6个月



资料来源：CEIC，申万研究

工业增加值增速领先CPI出现回落



资料来源：CEIC，申万研究

## 3.2.2 食品价格涨幅将回落

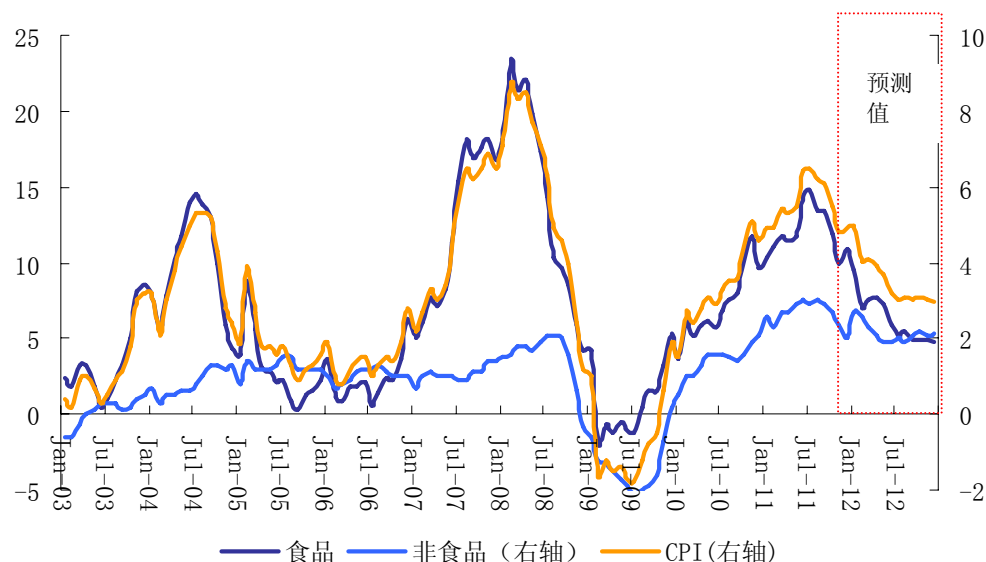
- 预计明年粮食价格涨幅稳定，猪肉价格涨幅回落，带动明年食品价格涨幅回落。

年度食品和非食品价格涨幅预测

| 年份   | CPI  | 食品   | 非食品  |
|------|------|------|------|
| 2003 | 1.2  | 3.4  | 0.1  |
| 2004 | 3.9  | 9.9  | 0.8  |
| 2005 | 1.8  | 2.9  | 1.2  |
| 2006 | 1.5  | 2.3  | 1.0  |
| 2007 | 4.8  | 12.4 | 1.1  |
| 2008 | 5.9  | 14.6 | 1.5  |
| 2009 | -0.7 | 0.8  | -1.4 |
| 2010 | 3.3  | 7.2  | 1.4  |
| 2011 | 5.5  | 12.1 | 2.7  |
| 2012 | 3.2  | 5.6  | 2.2  |

资料来源：CEIC，申万研究

2012年食品和非食品价格涨幅预测

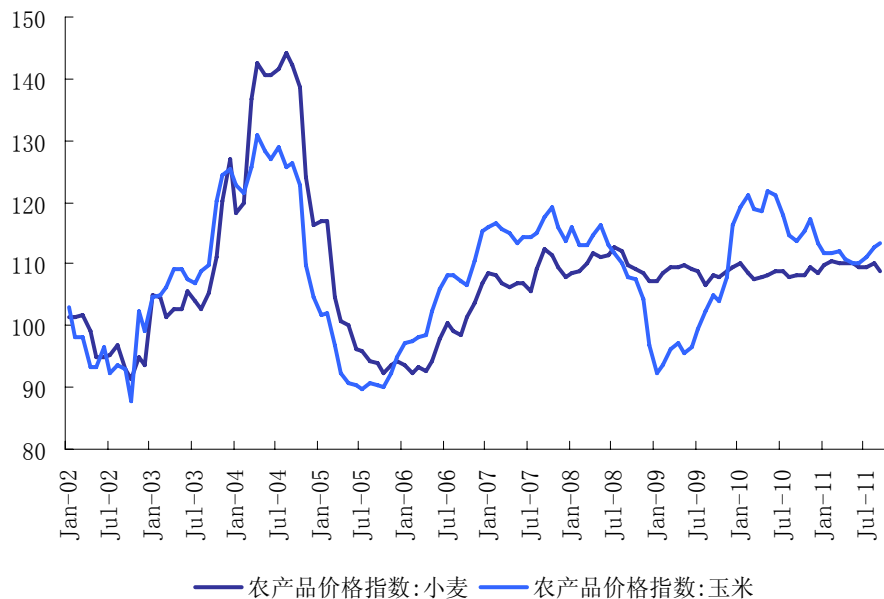


资料来源：CEIC，申万研究

## 3.2.2 食品价格涨幅将回落

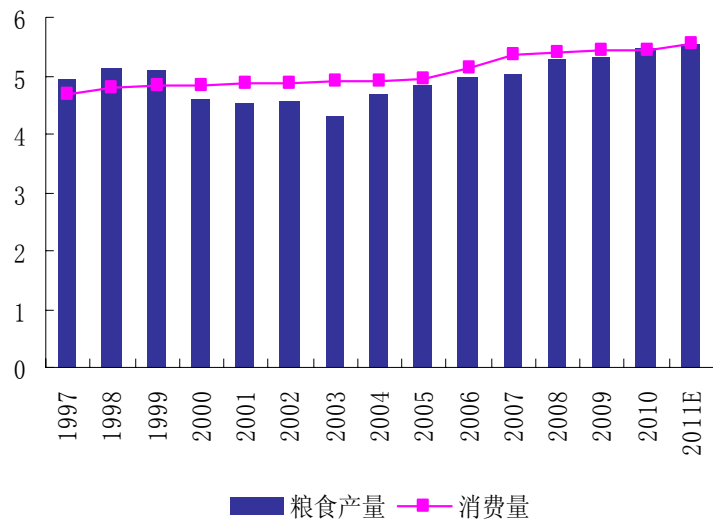
- 粮食供求平衡，秋粮连续第八年增产，加之高库存，粮价涨幅基本稳定

粮食价格涨幅正常



资料来源: CEIC, 申万研究

粮食供求基本平衡

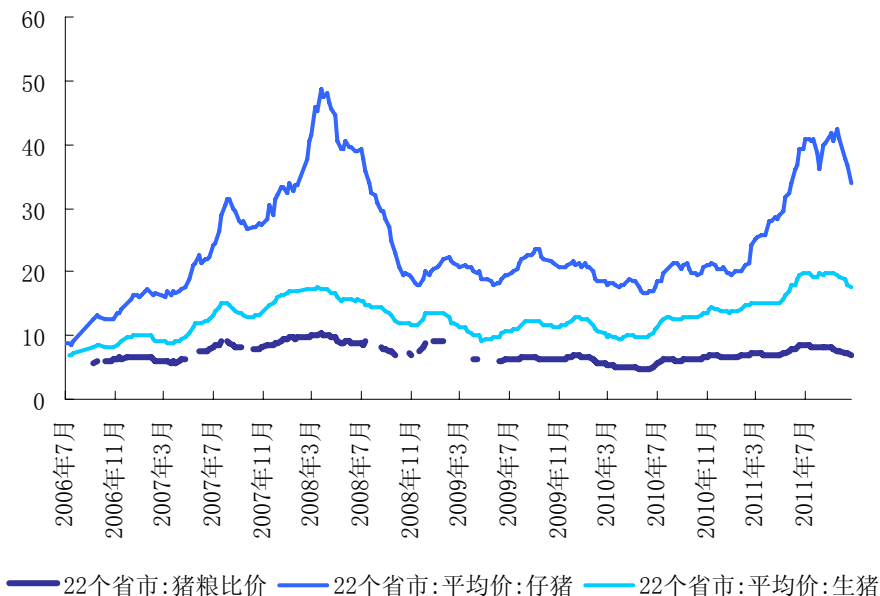


资料来源: 申万农业组, 申万研究

## 3.2.2 食品价格涨幅将回落

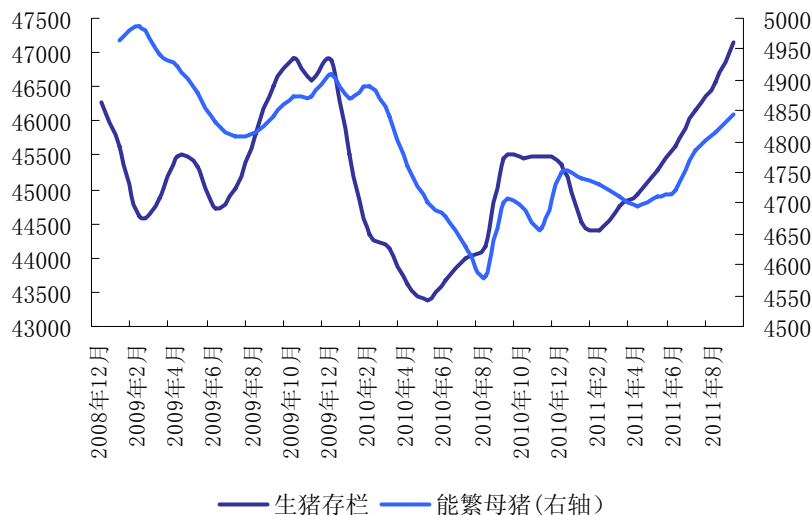
- 高盈利推动农户积极补栏，加之基数抬高，猪肉涨幅在6月份达到高点后，持续回落

仔猪、生猪价格及猪粮比趋稳



资料来源: Wind, 申万研究

生猪存栏不断上升



资料来源: Wind, 申万研究

### 3.2.3 受要素价格改革影响，非食品价格涨幅难以大幅度回落

#### ■ 资源税改革和电价上调，推高通胀水平

水电燃料等提价对CPI的影响

|       | 占消费的比重% | 提价5% | 提价10% | 提价15% | 提价20% |
|-------|---------|------|-------|-------|-------|
| 水电及燃料 | 5.5     | 0.28 | 0.55  | 0.83  | 1.1   |
| 水     | 0.6     | 0.03 | 0.06  | 0.09  | 0.12  |
| 电     | 2.5     | 0.13 | 0.25  | 0.38  | 0.5   |
| 石油类能源 | 1.7     | 0.09 | 0.17  | 0.26  | 0.34  |

资料来源：CEIC，申万研究

## 3.2.4 CPI走势预测

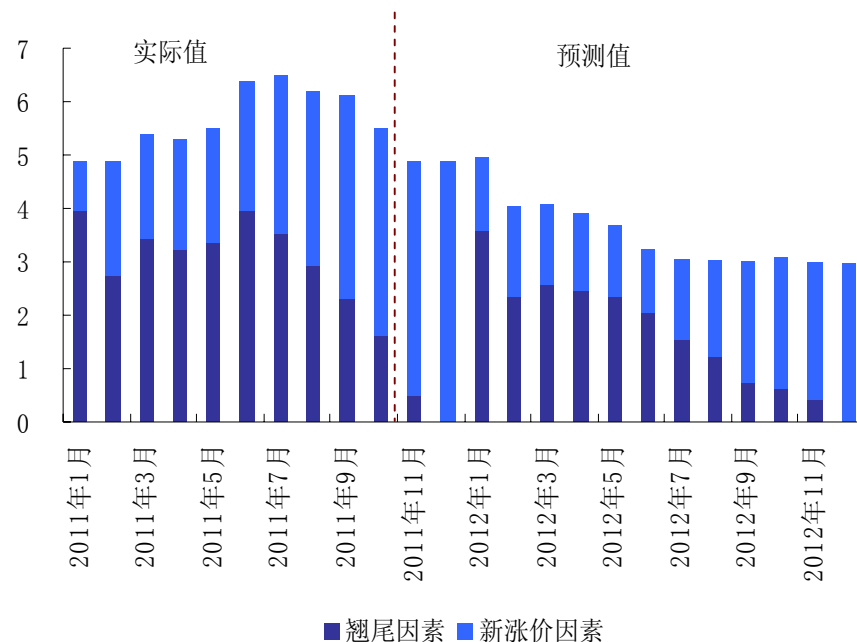
- 从10月份开始，CPI进入快速下滑通道，到明年4月份前后才可能回到4%。

年度翘尾和新涨价因素预测

| 年份   | CPI  | 翘尾因素 | 新涨价因素 |
|------|------|------|-------|
| 2003 | 1.2  | 0.2  | 1     |
| 2004 | 3.9  | 2.2  | 1.7   |
| 2005 | 1.8  | 0.8  | 1     |
| 2006 | 1.5  | 0.5  | 1     |
| 2007 | 4.8  | 1.8  | 3     |
| 2008 | 5.9  | 3.4  | 2.5   |
| 2009 | -0.7 | -1.2 | 0.5   |
| 2010 | 3.3  | 1.3  | 2     |
| 2011 | 5.5  | 2.6  | 2.9   |
| 2012 | 3.2  | 1.7  | 1.5   |

资料来源：CEIC，申万研究

2011年以来月度物价走势及预测

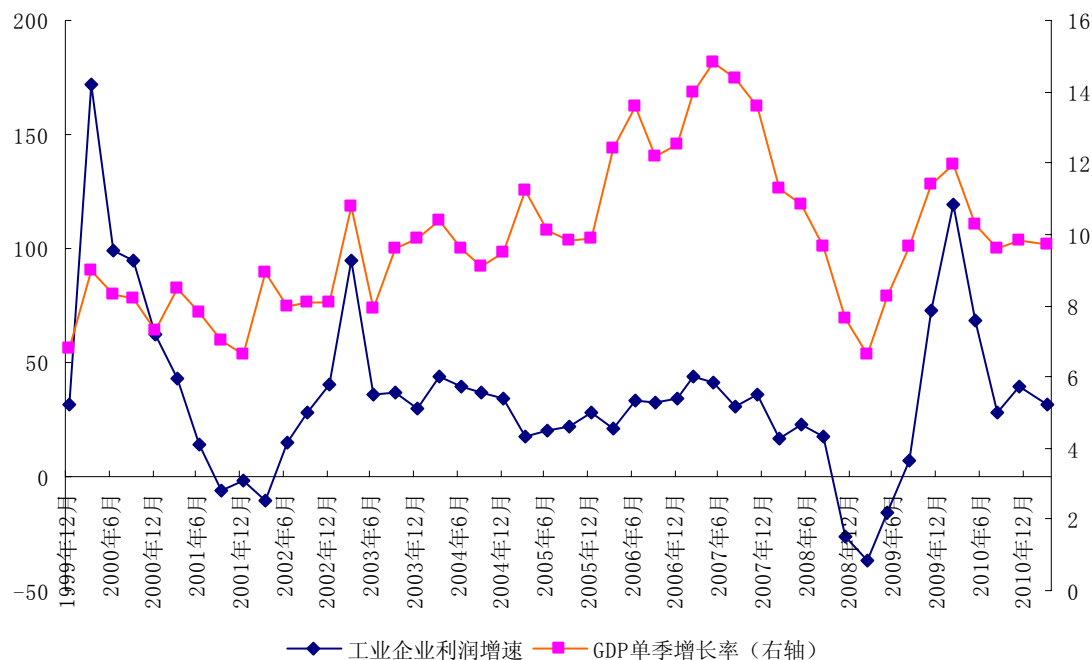


资料来源：CEIC，申万研究

### 3.3 需求回落带动企业盈利增速下滑

#### ■ 工业企业利润与需求密切相关

利润增长率与经济走势密切相关

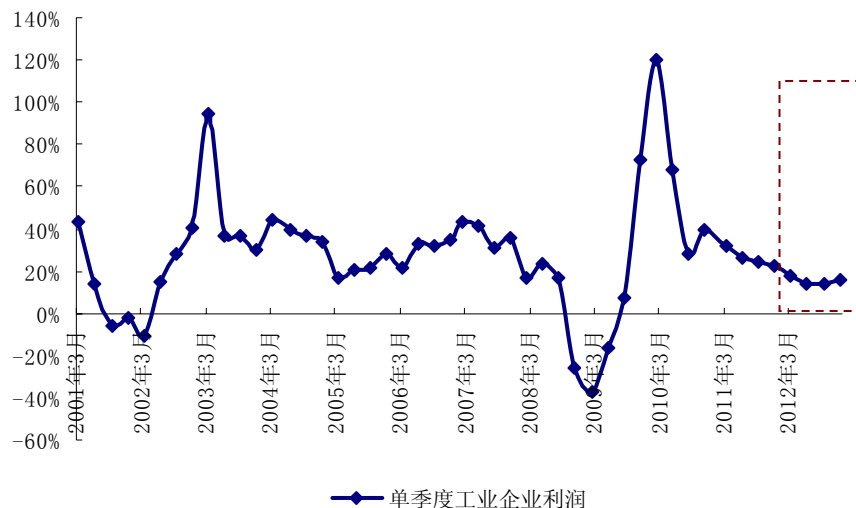


资料来源：CEIC，申万研究

### 3.3 需求回落带动企业盈利增速下滑

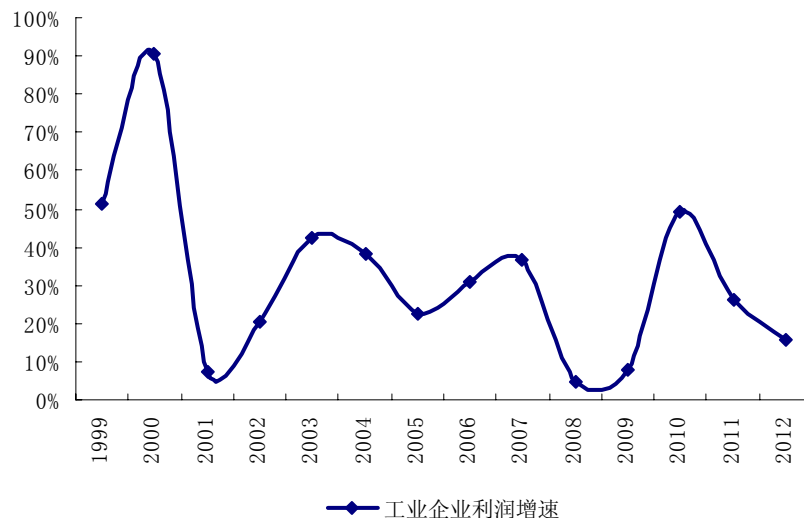
■ 预计2012年工业企业利润增速为15.5%，呈现U型走势

季度工业企业利润预测



资料来源：CEIC，申万研究

年度工业企业利润预测



资料来源：CEIC，申万研究

## 3.4 主要经济指标预测

2009-2013年主要经济指标及预测

| 指标              | 2009  | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| GDP: 实际 (%)     | 9.1   | 10.3 | 9.3   | 8.6   | 9.7   |
| 工业增加值增速 (%)     | 11    | 15.7 | 13.8  | 12.3  | 14.3  |
| 固定资产投资增速 (%)    | 30.5  | 24.3 | 24.3  | 21.5  | 25.5  |
| 社会消费品零售总额增速 (%) | 15.5  | 18.3 | 16.8  | 15    | 17    |
| 出口 (%)          | -16   | 31.3 | 20.1  | 13.5  | 16    |
| 进口 (%)          | -11.2 | 38.7 | 24.1  | 16.5  | 17.5  |
| 贸易差额 (亿美元)      | 1961  | 1831 | 1590  | 1291  | 1196  |
| 居民消费价格指数 (CPI)  | -0.7  | 3.3  | 5.5   | 3.2   | 4     |
| 生产资料价格指数 (PPI)  | -5.4  | 5.5  | 6.5   | 2.5   | 4     |
| 一年期存款利率 (%)     | 2.25  | 2.75 | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 一年期贷款利率 (%)     | 5.31  | 5.81 | 6.56  | 6.56  | 6.56  |
| 人民币贷款余额增速 (%)   | 31.7  | 19.5 | 15.2  | 14.4  | 15    |
| M2 (%)          | 27.7  | 19.7 | 14.7  | 15    | 15    |
| 人民币/美元 (年末)     | 6.83  | 6.62 | 6.3   | 6     | 5.8   |

## 3.5 2012年政策前瞻

- 政策从控通胀转向稳增长，财政政策在稳增长方面将发挥更大的作用
- 货币政策方面，利率政策空间有限，更多地通过准备金下调来缓解资金紧张

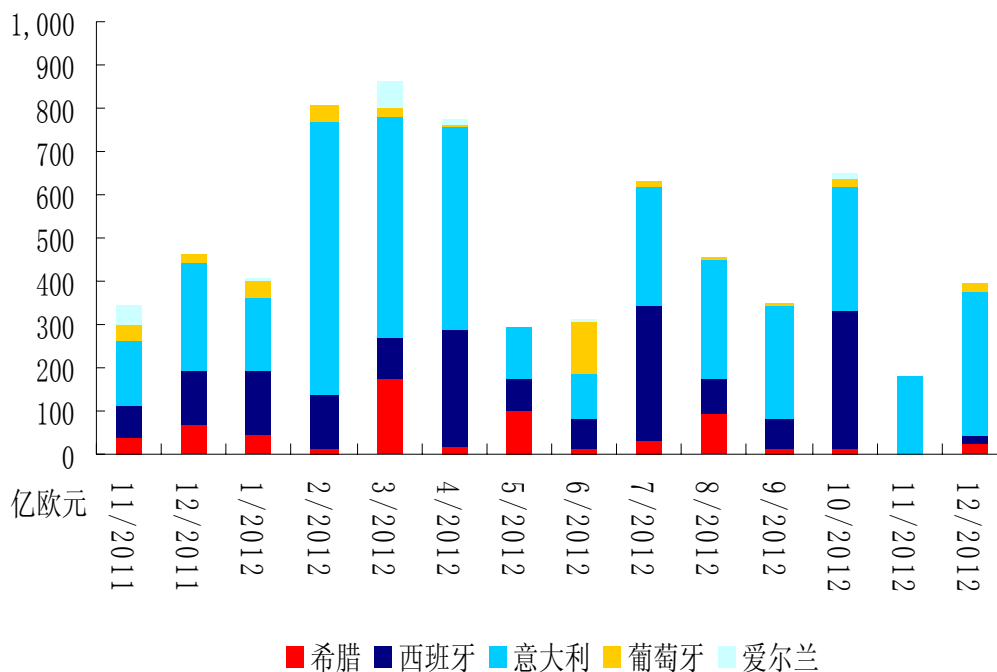
*在强劲、可持续、平衡这3个目标中，确保强劲增长是首要。  
保增长、促稳定应该成为二十国集团领导人峰会的当务之急。*

— 胡锦涛 G20峰会讲话

## 3.5 2012年政策前瞻

- 政策的时间窗口在两会前后：
- （1）CPI回落至调控目标（4%）范围内
- （2）房价下跌趋势明朗
- （3）欧猪五国在明年2-3月再次面临偿债高峰

欧洲边缘国家2012年的未到期债务（本息和）



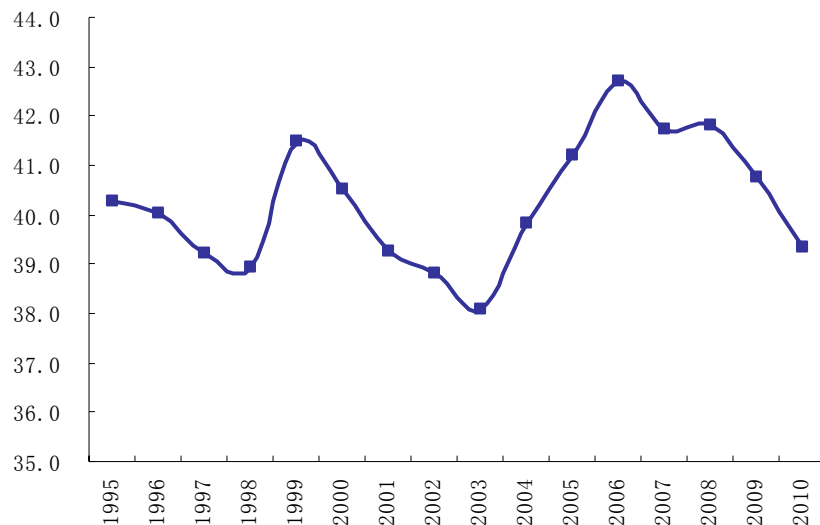
资料来源：Bloomberg、申万研究

## 3.5.1 财政政策将发挥更大作用

### ■ 赤字政策

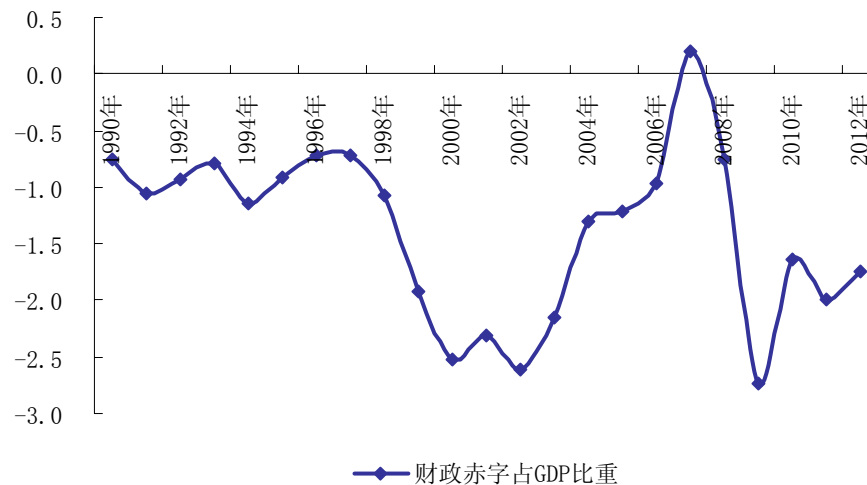
- 从财政赤字占GDP比重看，我国财政政策还有空间
- 假定2012年财政赤字为9000亿元，则财政赤字占GDP比重约1.7%

年底突击花钱现象有所改善



—■— 第四季度财政支出占比

财政政策还有空间

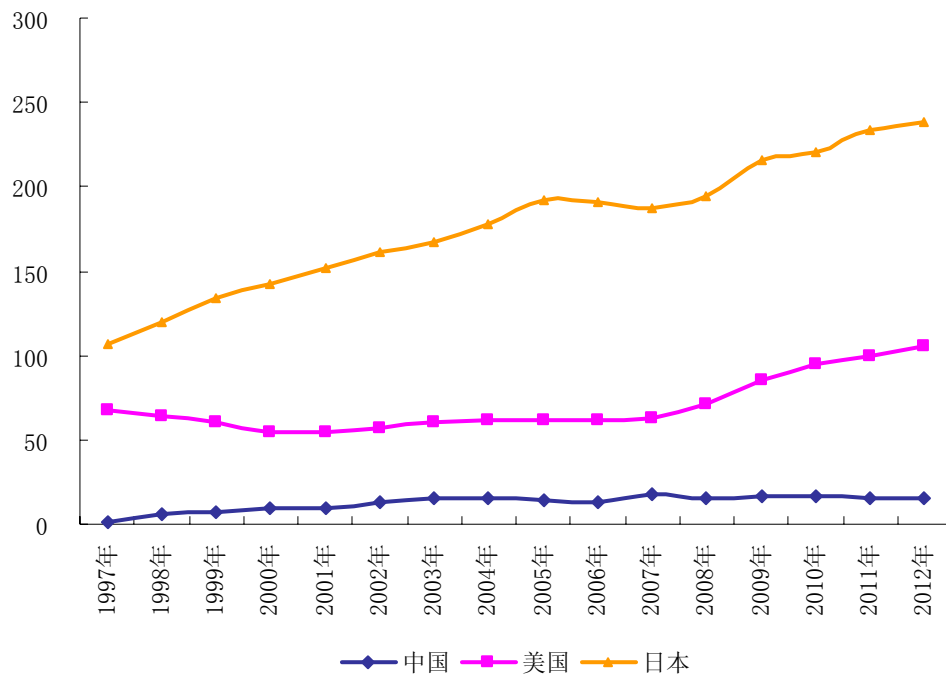


—◆— 财政赤字占GDP比重

## 3.5.1 财政政策将发挥更大作用

- 发行国债：与发达国家相比，我国的国债余额占GDP比重偏低，国债发行仍存空间

我国国债余额占GDP比重偏低



预计2012年国债发行规模约为15281.9亿元

| 年份   | 国债到期规模<br>(亿) | 国债发行规模<br>(亿) | 净发行<br>(亿) | 当年中央赤字<br>预算(亿) | 当年中央赤字<br>决算(亿) | 地方财政<br>赤字预算<br>(亿) |
|------|---------------|---------------|------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| 2007 | 4435.6        | 23599.5       | 19163.9    | 2450            | 2000            |                     |
| 2008 | 5821.0        | 8615.0        | 2794.0     | 1800            | 1800            |                     |
| 2009 | 9256.7        | 16418.1       | 7161.4     | 7500            | 7500            | 2000                |
| 2010 | 10406.5       | 17881.9       | 7475.4     | 8500            | 8000            | 2000                |
| 2011 | 11325.9       | 15829.6       | 4503.7     | 7000            |                 | 2000                |
| 2012 | 9281.9        | 15281.9       | 6000.0     | 7000            |                 | 2000                |

资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：申万研究

## 3.5.1 财政政策将发挥更大作用

### ■ 税收政策：结构性减税成为促进经济发展的重要方式

2011年以来的结构性减税

| 时间           | 主要内容                     | 事件                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011. 10. 26 | 提出继续推进结构性减税              | 温家宝在座谈中说，要把握好宏观经济政策的力度、节奏和重点，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构，提高金融服务水平。要完善财税政策，大力推进结构性减税                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 2011. 10. 26 | 营业税改增值税试点                | 国务院常务会议决定2012年1月1日起，在部分地区开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。将率先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点，条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点。在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上，新增11%和6%两档低税率。                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2011. 10. 12 | 《支持小型和微型企业发展的金融财税措施》     | 金融支持政策：1. 加大对小型微型企业的信贷支持2. 清理纠正金融服务不合理收费，切实降低企业融资的实际成本3. 拓宽小型微型企业融资渠道4. 细化对小型微型企业金融服务的差异化监管政策5. 促进小金融机构改革与发展6. 在规范管理、防范风险的基础上促进民间借贷健康发展<br>财税支持政策：1. 加大对小型微型企业税收扶持力度，提高小型微型企业增值税和营业税起征点，将小型微型企业减半征收企业所得税政策，延长至2015年底并扩大范围。将符合条件的国家中小企业公共服务示范平台纳入科技开发用品进口税收优惠政策范围2. 支持金融机构加强对小型微型企业的金融服务。对金融机构向小型微型企业贷款合同三年内免征印花税。将金融企业中小企业贷款损失准备金税前扣除政策延长至2013年底，将符合条件的农村金融机构金融保险收入减按3%征收营业税的政策，延长至2015年底。3. 扩大中小企业转向资金规模，更多运用间接方式扶持小型微型企业，进一步清理取消和减免部分涉企收费 |
| 2010. 10. 10 | 《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》 | 财政部与国税总局出台《关于铁路建设债券利息收入企业所得税政策的通知》对企业持有2011—2013年发行的中国铁路建设债券取得的利息收入，减半征收企业所得税。10月12日，国家发改委下发文件，中国铁路建设债券正式成为政府支持债券。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2011. 06. 30 | 提高个税起征点                  | 十一届全国人大常委会第二十一次会议表决通过了全国人大常委会关于修改个人所得税法的决定。根据决定，个税起征点将从现行的2000元提高到3500元。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

资料来源：申万研究

## 3.5.1 财政政策将发挥更大作用

### ■ 营业税改增值税试点，促进生产性服务业发展

营业税和增值税比较

|        | 《中华人民共和国增值税暂行条例》                                                                                    | 《中华人民共和国营业税暂行条例》                                                                         |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 纳税对象   | 销售货物或者提供加工、修理修配劳务以及进口货物的单位和个人                                                                       | 提供本条例规定的劳务、转让无形资产或者销售不动产的单位和个人                                                           |
| 纳税基础   | 以取得的增值额为计算依据                                                                                        | 以取得的营业收入为计算依据                                                                            |
| 税率     | 17%：提供加工、修理修配劳务 17%：销售或进口货物（除其他规定商品） 13%：销售和进口以下货物：粮食、食用植物油、自来水等公用事业和能源产品；图书、报纸、杂志、饲料等农业用品。 0%：出口货物 | 3%：交通运输业、建筑业、邮电通信业、文化体育业 5%：金融保险、服务业、转让无形资产、销售不动产 5%-20%：娱乐业                             |
| 混合销售界定 | 除细则规定外，从事货物的生产、批发或者零售的企业、企业性单位和个体工商户的混合销售行为，视为销售货物，应当缴纳增值税；其他单位和个人的混合销售行为，视为销售非增值税应税劳务，不缴纳增值税。      | 除细则规定外，从事货物的生产、批发或者零售的企业、企业性单位和个体工商户的混合销售行为，视为销售货物，不缴纳营业税；其他单位和个人的混合销售行为，视为提供应税劳务，缴纳营业税。 |

各行业营业税改增值税试点影响估算

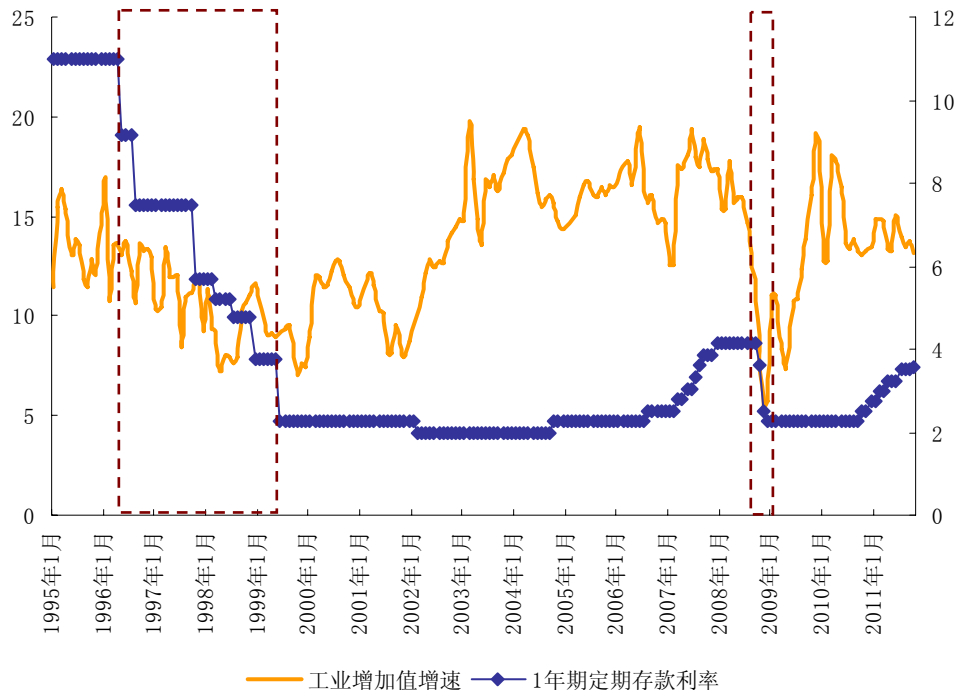
| 主要行业      | 毛利率 | 营业税率 | 人力成本 | 差额营业税影响调整因子 | 进项抵扣效率 | 增值税率平衡点 |
|-----------|-----|------|------|-------------|--------|---------|
| 交通运输大型企业  | 40% | 3%   | 14%  | 0.95        | 0.99   | 6.49%   |
| 物流仓储      | 35% | 3%   | 20%  | 0.9         | 0.85   | 5.90%   |
| 房地产管理及中介业 | 57% | 5%   | 16%  | 0.95        | 0.85   | 7.39%   |
| 租赁及商务服务业  | 35% | 5%   | 8%   | 0.9         | 0.9    | 12.35%  |
| 文化传播业     | 35% | 3%   | 28%  | 0.8         | 0.8    | 5.63%   |
| 计算机服务业    | 51% | 5%   | 20%  | 0.95        | 0.85   | 7.67%   |
| 通信服务业     | 38% | 5%   | 16%  | 0.85        | 0.9    | 11.15%  |

资料来源：申万研究

## 3.5.2 货币政策：利率政策

- 利率下调的前提是经济大幅回落，预计2012年下调利率的可能性很小

历史上利率下调的前提是经济大幅回落

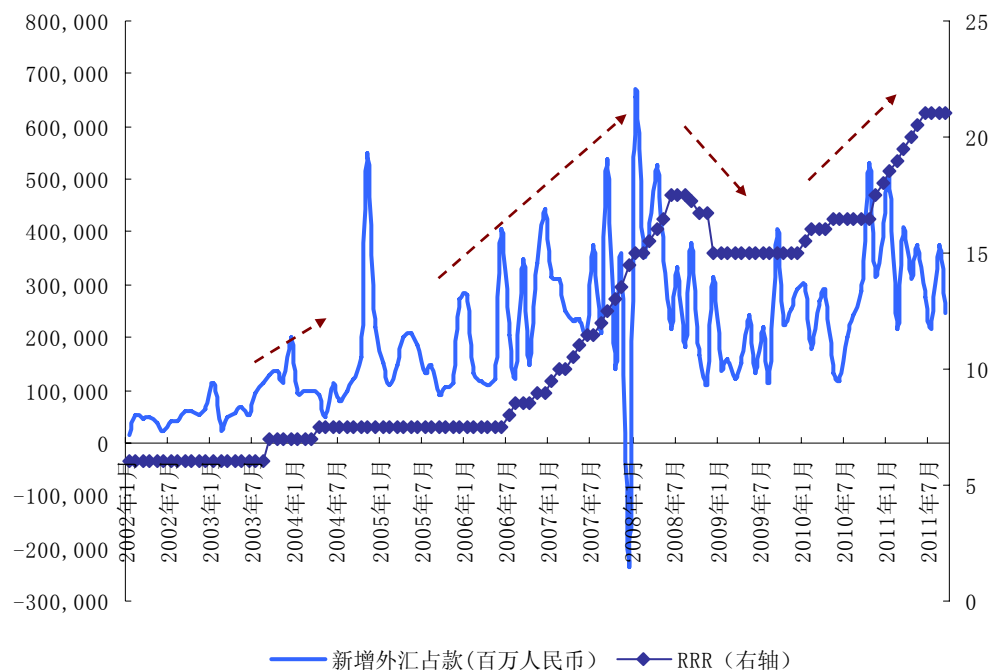


资料来源：CEIC，申万研究

## 3.5.2 货币政策：准备金率

- 存款准备金率调整与外汇占款密切相关。

准备金率的调整与新增外汇占款密切相关

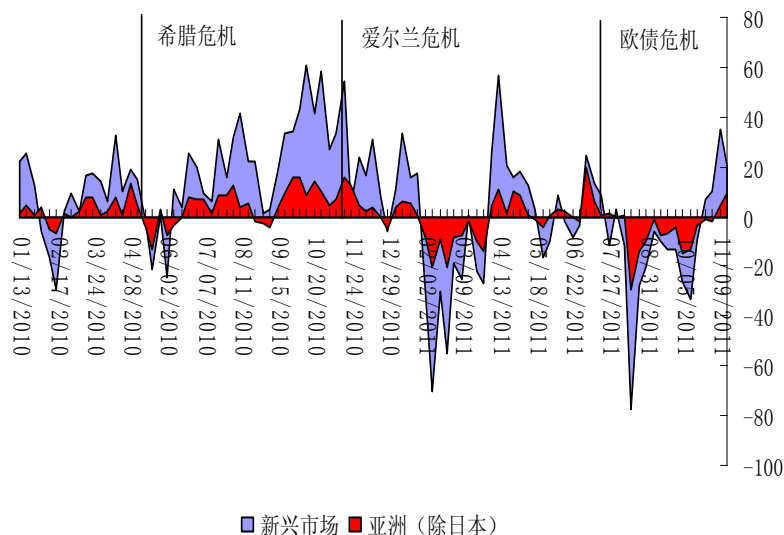


资料来源：CEIC，申万研究

## 3.5.2 货币政策：准备金率

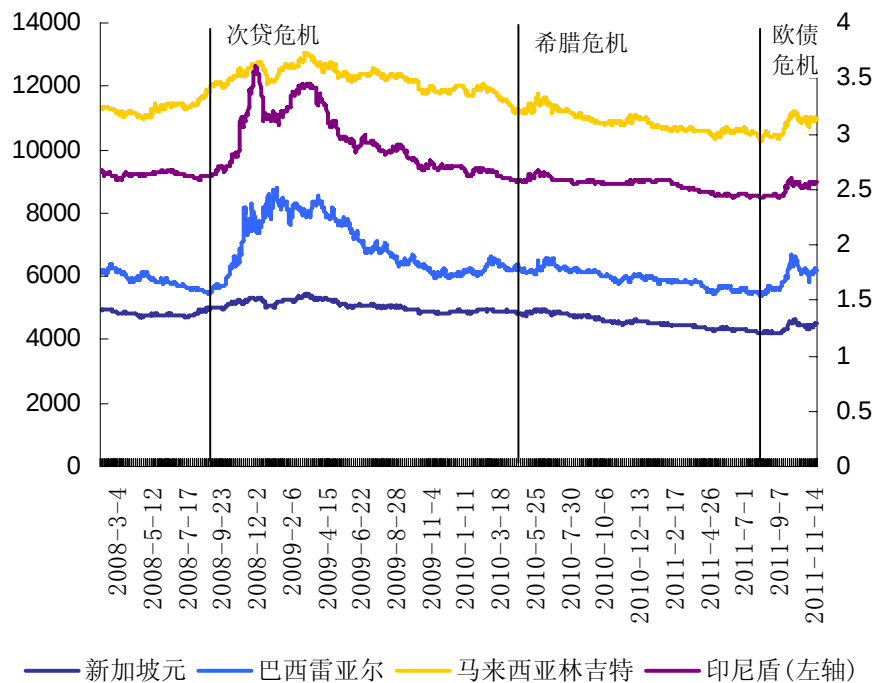
- 历史数据显示，危机或动荡往往导致资金流出新兴市场。
- 如果明年资金流出中国，外汇占款将出现下降，央行或下调准备金率

危机或者动荡往往导致资金回流



资料来源：EPFR，申万研究

危机爆发后，部分国家的货币出现贬值

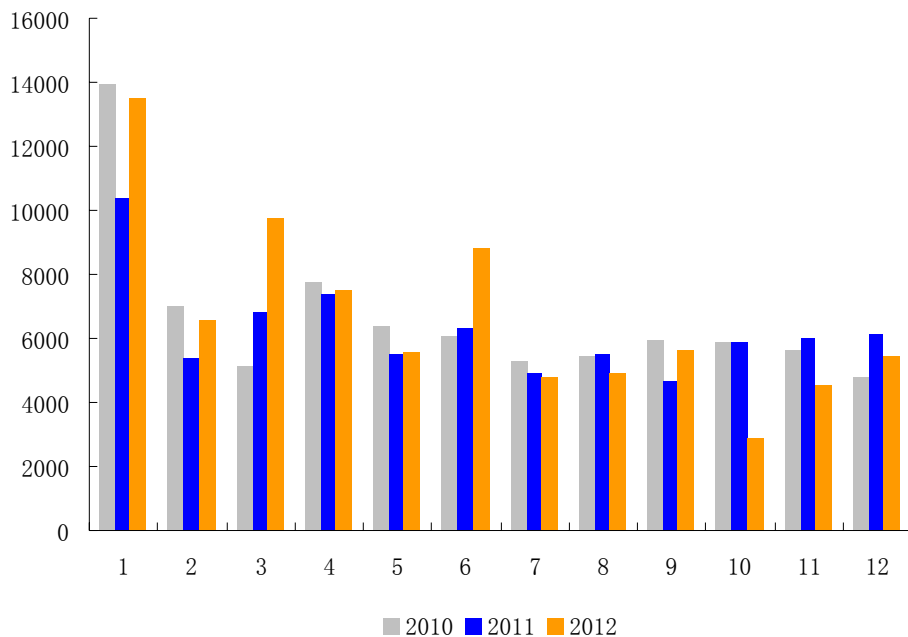


资料来源：EPFR，申万研究

## 3.5.2 货币政策：信贷

- 预计2012年新增信贷投放量为8万亿

2012年月度信贷投放预测（亿元）



资料来源：CEIC，申万研究

## 3.5.2 货币政策：汇率

- 在经济不出现大问题的情况下，人民币汇率还将维持小幅升值态势，预计到2012年底，人民币兑美元汇率升至6。



资料来源：Bloomberg，申万研究

## 附录：重要事件及时间点关注

| 年份    | 国内/国外 | 时间        | 内容                       |
|-------|-------|-----------|--------------------------|
| 2011年 | 国内    | 12月初      | 中央经济工作会议                 |
|       | 国外    | 11月30日    | 欧盟财长峰会，预计出台1万亿欧元救助计划执行指引 |
|       |       | 12月8日     | 英国、欧洲央行公布利率              |
|       |       | 12月9日     | 欧盟领导人峰会                  |
|       |       | 12月14日    | 美联储议息会议决议                |
|       |       | 12月底      | 希腊出售50亿欧元资产，50亿欧元援助发放期   |
| 2012年 | 国内    | 3-4月      | 中央两会及会前各部委的调研情况          |
|       |       | 4月11日-30日 | 春季广交会                    |
|       |       | 10月       | 中国共产党第十八次全国代表大会          |
|       | 国外    | 1月4日      | 中国台湾大选                   |
|       |       | 1月12日     | 英国、欧洲央行公布利率              |
|       |       | 1月26日     | 美联储议息会议决议                |
|       |       | 2月19日     | 希腊议会选举                   |
|       |       | 3月1-2日    | 欧盟领导人峰会                  |
|       |       | 3月1日      | 意大利275亿欧元债务到期            |
|       |       | 3月4日      | 俄罗斯大选                    |
|       |       | 3月14日     | 美联储议息会议决议                |
|       |       | 3月20日     | 希腊151亿欧元债务到期             |
|       |       | 3月25日     | 中国香港大选                   |
|       |       | 3月底       | 希腊出售70亿欧元资产，100亿欧元援助发放期  |
|       |       | 4月22日     | 法国首轮选举                   |
|       |       | 5月6日      | 法国第二轮选举                  |
|       |       | 7月        | 印度大选                     |
|       |       | 11月6日     | 美国大选                     |
|       |       | 12月底      | 韩国大选                     |

## 信息披露

### 证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究 • 拓展您的价值

**SWS Research • CHINA Value Revealed**

上海申银万国证券研究所有限公司

李慧勇

lihy@swsresearch.com

孟祥娟

mengxj@swsresearch.com