

深度报告

2011 年 11 月 30 日

2012 年财政政策：定向突击

当前时期，市场普遍预期货币缓慢宽松和经济逐步下滑，从而政府会在财政政策上有所作为以应对经济的全面下滑。那么，积极财政政策的空间到底有多大？哪些行业将会受益？这些都是市场关注的焦点，本报告将进行详细分析。

2012 年我们面临的货币环境将缓慢改善，然而这并不能抵御经济的明显下滑，因为货币转向对于经济的刺激效应具有较长时间的滞后性。因此，政府得采取积极财政政策以防止经济下滑过快，政府采取更为积极财政政策的必要性加强。

明年的财政收入增速会出现台阶式的下滑，但中央政府仍然拥有中央财政预算稳定调节基金和发行更多国债这两张牌来实施积极财政政策。在 1998 至 2000 年、2008 年至 2009 年，政府确实在经济下滑时期采用逆周期的刺激政策，支出缺口通过发行较多国债和使用预算稳定基金来解决。

我们预计，在 2012 年，中央财政收入的增速从今年的 20% 下降至 10-15% 的可能性最大。预计在 2012 年国债赤字融资规模会在 7000 至 9000 亿（至少 2011 年 7000 亿持平），调节基金会使用 1000 亿至 2000 亿（比 2011 年补充 1000 亿高很多）。

根据敏感性分析，2012 年中央财政支出的增速最可能在 16%-18.7% 之间，和 2011 年差不多。中央财政支出稳定增长，可以像 2009 年一样，有效抵御经济硬着陆的风险。

地方财政状况会差一些，因为企业盈利下滑、地产萎靡不振、地方政府债和城投债发行额度有限都影响到了地方财政的扩张能力。除非银行大幅放松信贷让地方政府以较少的资本金运作更多的项目，地方上新项目的速度会放缓。

有限的财政力量必然会投入到重点领域。结合经济转型大背景，我们探寻财政重点投入领域有两条：第一、填补薄弱行业和薄弱领域的投资欠账，均衡经济结构；第二、立足于经济长期发展需要，大力发展作为新经济增长点的战略新兴产业。

梳理各行业投资历史数据，电力、热力的生产和供应业，水的生产和供应业，信息传输、计算机和软件服务业的投资长期滞后，而从发电设备利用小时数、线路损失率、信息消费偏好转变来看，这些方面存在扩大投资的需求。再结合政府规划，核电、智能电网、水利和宽带建设的投资将是明年固定资产的亮点。

“十二五”规划对战略新兴产业提出了具体方向和发展目标，但从 2011 年的数据来看，投资远不达预期。我们认为，在传统产业发展空间逼仄的时点，新兴产业的发展将步入快车道，我们重点看好七大战略新兴产业之首、作为支柱产业培育的节能环保产业。节能方面，节能设备投资和高能效产品推广将是亮点，工业变频器和节能家电将是节能产业发展的重点；环保方面，我们觉得商业持续性更强的电力脱硝、废水处理将是投资的重点。

相关研究

- 房地产投资：风险有多大？
2011 年 11 月 3 日
- 以史为鉴，探寻欧债危机解决之道
2011 年 10 月 27 日
- 欧债危机“火烧连营”之根源
2011 年 10 月 12 日
- 希腊违约的黑天鹅效应
2011 年 9 月 26 日
- QE3：雾里看花还是板上钉钉？
2011 年 8 月 29 日
- 欧债危机袭来，潮水还是海啸？
2011 年 8 月 8 日
- QE2 之后的美国经济与美联储政策走向
2011 年 6 月 30 日
- 寻找工业企业利润增速的拐点
2011 年 5 月 24 日
- 黄金：高处不胜寒
2011 年 4 月 7 日

宏观经济分析师

刘铁军

SAC S0850210040001

021-2321 9469

liutj@htsec.com

联系人

高远

021-2321 9669

gaoy@htsec.com

目 录

1. 财政政策加码的必要性在上升	4
1.1 关注经济软着陆的两个前提	4
1.2 明年货币政策缓步宽松	4
1.3 更积极的财政政策才能抵御经济下滑	5
2. 政府积极财政政策的空间	6
2.1 财政收入增速会下一台阶	6
2.2 积极财政——中央政府手上的牌	7
2.3 积极财政——对中央财政的敏感性分析	9
2.4 积极财政——地方财政空间受限	9
3. 积极财政：凝聚力量 定向突击	11
3.1 需求驱动和供给不足推动电力电网和信息传输设备投资加大	13
3.2 续上没有弹够的“老”调——节能环保和水利投资。	15

图目录

图 1 新增信贷累计同比（2004 - 2011）（%）	4
图 2 全国财政支出累计同比（2004 - 2011）（%）	4
图 3 中央项目固定资产投资累计同比（%）	5
图 4 固定资产投资资金来源：国家预算内资金累计同比（%）	5
图 5 中央项目固定资产投资增速、GDP 和 PPI（%）	6
图 6 M2 同比（1998 - 2000，%）	6
图 7 固定资产投资资金增速（中央和地方，1998 - 2000，%）	6
图 8 企业利润、进口和财政收入（%）	7
图 9 中央财政预算稳定调节基金余额（亿元）	7
图 10 1997-2010 年国债余额的增速（%）	8
图 11 中央实际财政收入和实际财政支出增速（%）	8
图 12 中央财政支出中各项的贡献（%）	8
图 13 1998—1-10M2011 地方政府收入的增速（%）	10
图 14 2010 年底全国地方政府性债务未来偿债情况表	10
图 15 城投债的发行规模（亿元）	11
图 16 累计发电设备平均利用小时数比去年同期增加（小时，2001.12-2011.10）	13

表目录

表 1 对 2012 年中央财政支出增速的敏感性分析	9
表 2 固定资产投资总体及分行业投资增速变化情况（%）	11
表 3 分行业固定资产投资完成额占总体比重（%）	12
表 4 信息传输投资规划	14

表 5 节能环保产业发展方向与重点发展领域	15
表 6 2011 年出台的环保类政策文件	15

当前时期，市场普遍预期货币缓慢宽松和经济逐步下滑，从而政府会在财政政策上有所作为以应对经济的全面下滑，毕竟在 2012 年中国经济面临房地产投资和出口双双下滑这两大负面冲击。那么，积极财政政策的空间到底有多大？哪些行业将会受益？这些都是市场关注的焦点，本报告将进行详细分析。

1. 财政政策加码的必要性在上升

1.1 关注经济软着陆的两个前提

我们在《房地产投资：风险有多大》这篇深度报告中深入探讨了房地产投资危机重重四个方面，意味着房地产投资增速回落速度在接下来半年内将加快，并预计明年房地产投资增速为 15% 左右。对 2012 年固定资产投资而言，房地产投资下滑将下拉固定资产投资 4 个百分点，并且还会产生一些间接影响。

同时，欧洲经济陷入衰退、美国经济缓慢复苏也影响到中国的出口。2012 年出口增速很可能下滑至 10% 左右。如果欧债危机上升至欧洲银行业危机并波及到美国，那么出口增速将类似于次贷危机时期，很可能为负。

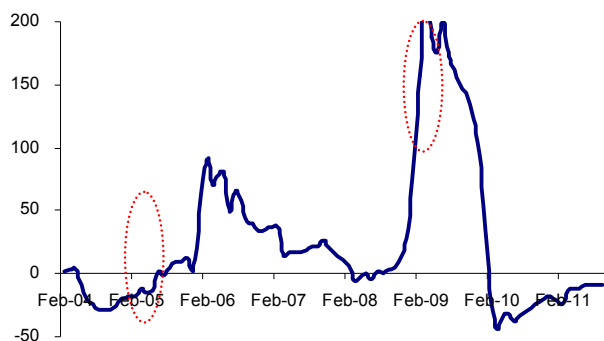
经济下行趋势已经确立。然而，经济的下行速度将取决于政府对于信贷政策的调整程度和积极财政政策的力度，两大政策的成功应对是经济软着陆的两个前提。

1.2 明年货币政策缓步宽松

对于货币政策，温总理近期已两次强调“宏观调控要适时适度进行预调微调”。我们得观察几个指标：一是新增信贷增速能否从 2011 年前三季度累计同比增长-9.5% 逐步反弹至 10% 甚至更高，二是 M2 能否从当前 13% 低位逐渐反弹至 15% 以上。

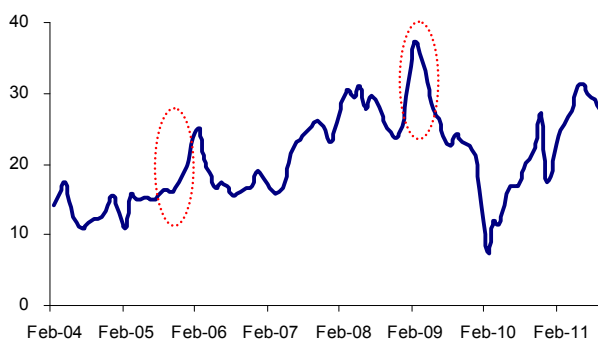
同时，积极财政政策也需要更宽松一些的信贷配合，特别是地方财政收入增速在地产低迷背景下会从当前 30% 左右的增速逐渐下滑，地方政府需要撬动更多的信贷资金来完成投资。前两次宏观调控之后皆是如此（图 1），在 2005 年和 2009 年，新增信贷增速都出现了明显的反弹（特别是 2009 年）。

图 1 新增信贷累计同比（2004 - 2011）（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 2 全国财政支出累计同比（2004 - 2011）（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

我们预期明年新增信贷在 8.3 万亿左右。主要理由是：

第一，通胀虽然确定性下行，但由于工资上涨和资源税改革等结构性因素，通胀中枢上移，防止通胀出现回马枪使得央行货币政策大幅宽松的空间有限。

第二，近几年特别是 2009 年货币新增量较多，货币累积性因素使得政府对货币大幅宽松保持谨慎，因为这会推升下一年的通胀和通胀预期。

第三，在过高通胀得到基本遏制之后，信贷保持合理的、正常的增速成为可能，新增信贷增速应当与 GDP 和 CPI 增速之和的差距应逐步缩小（央行副行长胡晓炼《如何理解和贯彻稳健货币政策》一文中也是此观点）。

正常年份的 GDP 和 CPI 增速之和应该是 11% 左右。在通胀下行和经济不旺的情景下，2012 年新增信贷增速回归正常化是较大概率的事件。因此，明年我们面临的货币环境将缓慢改善，但难有 2009 年那么强劲的货币冲击，除非欧债危机的系统性风险飙升。

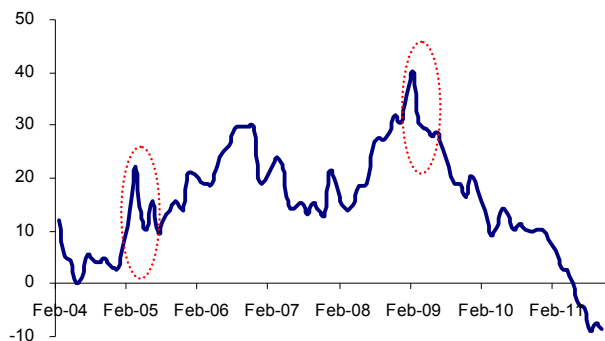
1.3 更积极的财政政策才能抵御经济下滑

货币环境的缓慢改善并不能抵御经济的明显下滑，而且货币转向对于经济的刺激效应具有较长时间的滞后性。因此，政府得采取积极财政政策（包括减税、促消费）以防止经济下滑过快。

在宏观调控之后的 2005 年和 2009 年，我们都看到了政府为应对经济下滑，采取了比之前更为积极的财政刺激（图 2）。从固定资产投资当中的中央项目投资增速来看，出现了台阶式的上升，用于固定资产投资的国家预算内资金增速也明显提升，积极财政刺激有效对冲了经济下滑的风险。

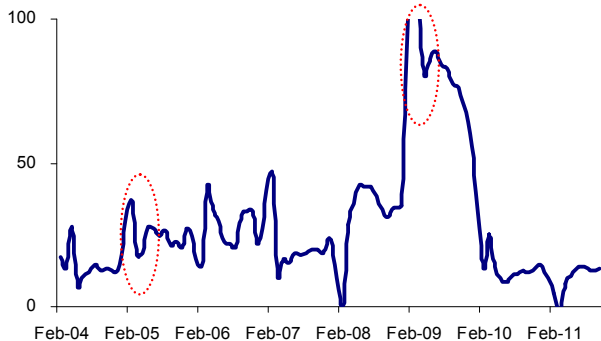
今年，虽然中央政府提出要实行积极的财政政策，但在中央层面上，财政政策的力度并不大，我们从图 3 中可以看到，中央项目投资增速今年出现了负增长，而用于投资的国家预算内资金增速（图 4）也处于较低的水平。这并不是说今年的财政刺激不够，我们认为，这恰恰是通胀高企、经济尚可背景下的政策选择。

图 3 中央项目固定资产投资累计同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 4 固定资产投资资金来源：国家预算内资金累计同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

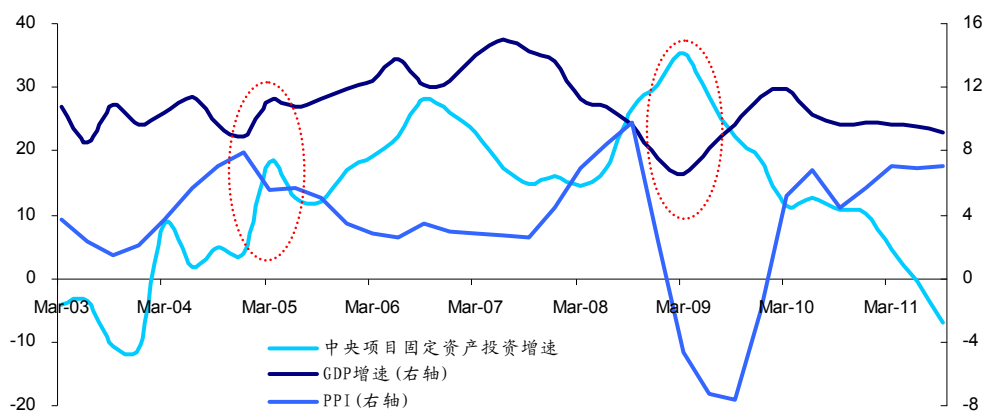
一方面，如果在通胀高企时，政府特别加大积极财政政策投入，首先会加剧投资品供需失衡，这容易使 PPI 上升得更快，并传导至 CPI，造成通胀失控的风险。另一方面，今年我国的固定资产投资增速仍然处于高位，经济增速总体仍在 9% 以上，政府没必要加大积极财政刺激力度。

2012 年，中国面临的环境是通胀得到控制且逐步下行，经济由于房地产投资大幅下滑和外需变差等因素有趋冷的风险，政府采取更为积极财政政策的必要性加强。之前两次调控后的财政政策走向也印证了这点，从图 5 可以观察到，在 2004 年和 2008 年宏观调控后，经济和 PPI 均下行，此时中央项目固定资产投资增速也出现了明显的抬升。

然而，市场仍然关心，中央政府财力和地方政府财力是否能支持更加积极的财政政策。

因为一旦政府财力跟不上，就可能挡不住经济下滑。

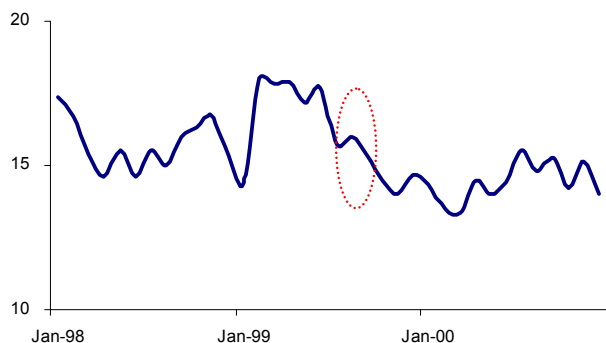
图5 中央项目固定资产投资增速、GDP和PPI (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

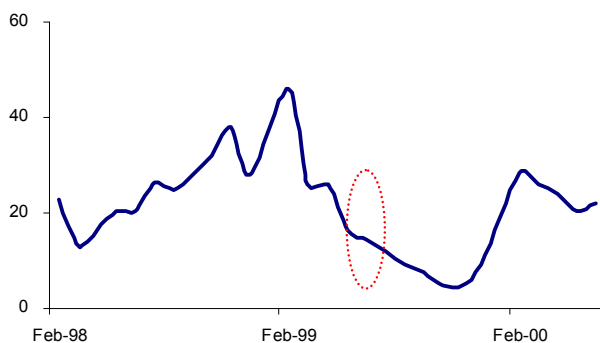
历史上曾经发生过政府财力不足的情况，这就是朱镕基总理时代的1999年。当年，由于财力的限制，对投资的资金投入跟不上，而货币政策未有宽松，全年经济呈现单边下滑的走势。朱总理在1999年7月15日指出：“到今年3月底，去年增发的国债资金已经用完，对投资需求的拉动作用明显减弱，考虑今年再增发600亿元国债。”（《朱镕基讲话实录》293页）。由于这600亿国债的发行时间较晚，对经济的拉动的主要在2000年上半年。

图6 M2同比（1998-2000，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 固定资产投资资金增速（中央和地方，1998-2000，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

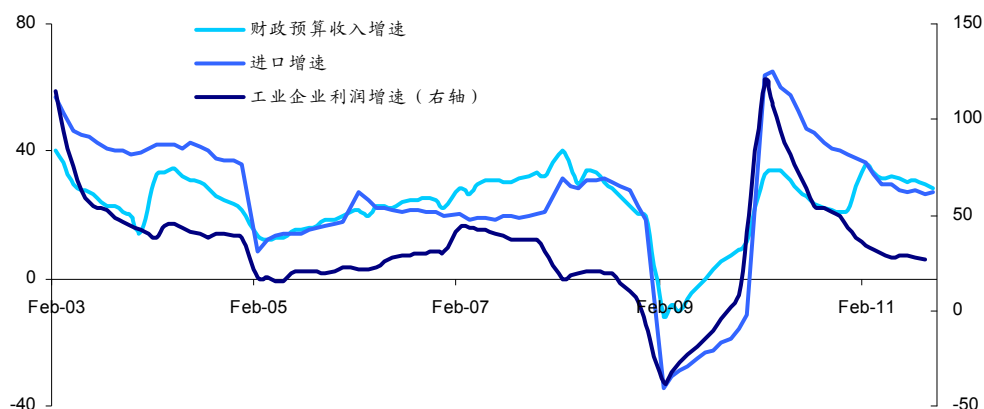
那么，我们非常关心，在2012年，政府有多大的财力实施积极的财政政策？因为，积极财政政策的撬动作用是逆周期宏观政策的关键。

2. 政府积极财政政策的空间

2.1 财政收入增速会下一台阶

我们认为，2012年财政收入增速相比今年会有所下滑，但仍比2009年明显高一些。理由主要有两个方面：一是工业企业利润增速虽然会下滑但仍然是两位数，这种情况下，跟企业盈利相关的增值税、企业所得税和个人所得税均不会出现断崖式下跌；二是进口增速会比2009年好得多，商务部最近表示要坚持鼓励扩大进口政策来促平衡。

图8 企业利润、进口和财政收入(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

我们认为,在欧债危机没有上升至欧洲银行业危机的情景下,企业盈利增速和出口增速均会显著高于2009年的水平。我们预期明年工业企业利润增速会降至10%至15%的水平,进口增速会降至20%左右,因此全国财政预算收入增速会从当前的28%下降至15%-20%,和2005年差不多。

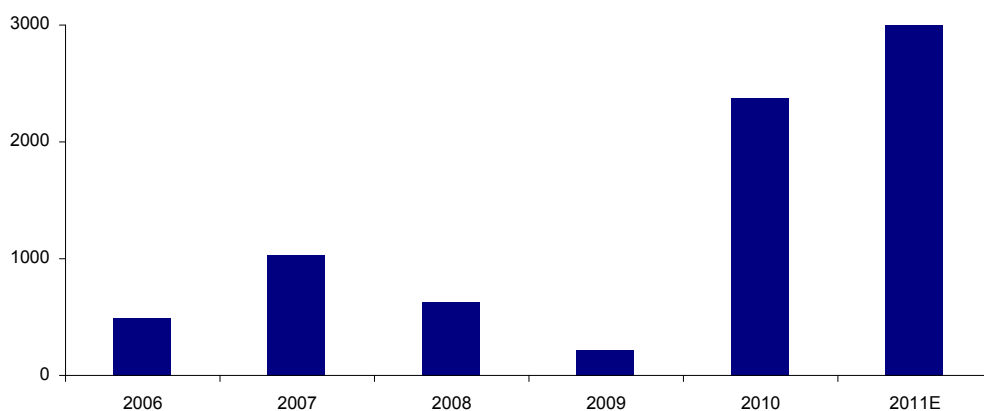
2.2 积极财政——中央政府手上的牌

虽然明年的财政收入增速会出现台阶式的下滑,但中央政府仍然拥有中央财政预算稳定调节基金(以下简称“调节基金”)和发行更多国债这两张牌来实施积极财政政策。

2006年以来,中央为了弥补短收年份的财政收支缺口,建立了调节基金,将财政收入比预算超收的部分安排至调节基金。2006年和2007年,调节基金余额上升。然而,由于次贷危机,之前累积的调节基金在2008年和2009年用完。

不过,2010年中央财政收入大幅改善,使得调节基金余额又大幅反弹。我们认为今年的财政收入增速也显著超过预期,比去年形势还好,因此,调节基金余额在今年底还会有所增加,估计在3000亿元左右。

图9 中央财政预算稳定调节基金余额(亿元)



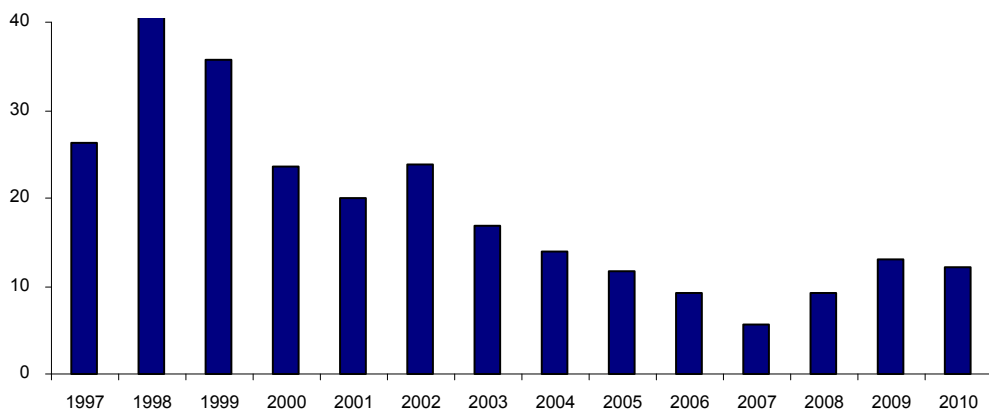
资料来源: 财政部, 海通证券研究所

一旦政府评估经济下行风险过大，它会拿出大部分的调节基金来拉动投资需求和消费需求。考虑到政府资金都有银行信贷的配套，政府资金和信贷之比大概为 1: 2（朱总理积极财政时期和四万亿计划差不多都是如此）。3000 亿调节基金加上 6000 亿的信贷配合，总计 9000 亿的资金如果都投向固定资产投资，将直接拉高投资 2 个百分点。

中央政府另一张牌是发国债为积极财政政策筹资。在东南亚金融危机之后，我国采取了非常积极的财政政策，国债融资的增速处于 30% 以上。2008 年次贷危机后，国债余额的增速也有所提升。我们从图也可以看到 2008 年以来，国债融资额（发行量 - 还本付息额）有了明显的上升，为积极财政政策提供了更多的资金来源。

全国人大每年都会批准该年国债余额上限。从这两年来看，该上限的制定具有灵活性，近些年的国债余额上限都明显高于国债实际余额，这也是为了应对突发的负面冲击，一旦经济下行风险严重，政府将发更多的国债筹资。

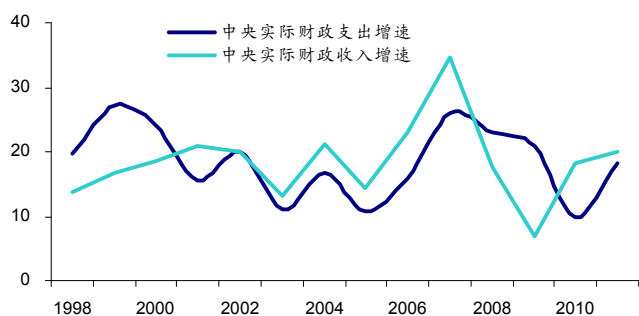
图 10 1997-2010 年国债余额的增速 (%)



资料来源：中经网，海通证券研究所

我们从图 11 看到，在 1998 至 2000 年，中央财政支出增速明显高于财政收入增速，在 2008 年至 2009 年也是如此，政府确实在经济下滑时期采用逆周期的刺激政策，支出缺口通过发行较多国债和使用预算稳定基金来解决（图 12）。

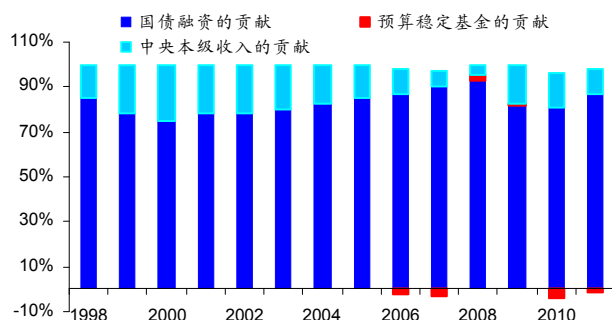
图 11 中央实际财政收入和实际财政支出增速 (%)



资料来源：财政部，海通证券研究所

注：中央实际财政收入包括中央本级财政收入和地方上解收入，中央实际财政支出为中央本级财政支出和对地方的税收返还和转移支付。2011 年为预测值，预计中央财政收入增速 20%，安排预算稳定基金 1500 亿，但支出 2500 亿，财政赤字和年初预算一致，为 7000 亿。

图 12 中央财政支出中各项的贡献 (%)



资料来源：财政部，海通证券研究所

注：国债融资贡献指发行减去偿付本息后的国债收入占中央实际财政支出比重。预算稳定基金贡献指当年预算稳定基金实际使用占实际支出比重。2011 年为预测值，预计中央财政收入增速 20%，安排预算稳定基金 1500 亿，但支出 2500 亿，财政赤字和年初预算一致，为 7000 亿。

2.3 积极财政——对中央财政的敏感性分析

我们对 2012 年的中央财政的空间做了敏感性分析。

在 2012 年，中央财政收入的增速从今年的 20% 下降至 10%-15% 的可能性最大。在经济下滑时为了保持支出增速相对稳定，中央在预算调节基金和发行国债融资方面会加大力度。

我们预计在 2012 年国债赤字融资规模会在 7000 至 9000 亿（至少 2011 年 7000 亿持平），预算稳定调节基金会使用 1000 亿至 2000 亿（比 2011 年补充 1000 亿高很多）。在财政收入增速下滑较多时（10%），会多使用这两项工具。在财政收入增速下滑较少时（15%），使用这两项工具会少些。

根据敏感性分析，2012 年中央财政支出的增速最可能在 16%-18.7% 之间，和 2011 年差不多（2009 年、2010 年和 2011 年中央财政支出的增速分别为 20.9%、9.8% 和 18.2%，2011 年为预测值）。中央政府拥有稳定调节基金和国债发行两大工具，使得中央财政支出稳定增长。可以像 2009 年一样，有效抵御经济硬着陆的风险。

表 1 对 2012 年中央财政支出增速的敏感性分析

		预算稳定调节基金使用额+国债赤字融资规模			
		1000 亿+7000 亿	1000 亿+8000 亿或 2000 亿+7000 亿	1000 亿+9000 亿或 2000 亿+8000 亿	2000 亿+9000 亿
中央财政收 入增速	5%	8.0%	9.7%	11.5%	13.3%
	10%	12.5%	14.2%	16.0%	17.7%
	15%	16.9%	18.7%	20.4%	22.2%
	20%	21.4%	23.2%	24.9%	26.7%

资料来源：财政部，海通证券研究所

注：2011 年为预测值，预计中央财政收入增速 20%，安排预算稳定基金 1500 亿，但支出 2500 亿，财政赤字和年初预算一致，为 7000 亿，1-10 月中央本级财政收入为 24.8%，我们预计至年末降至 20%。由中央本级收入、预算稳定基金安排和支出情况和赤字融资匡算出 2011 年中央财政支出增速为 18.2%。

2.4 积极财政——地方财政空间受限

地方政府收入主要是三个部分：财政预算收入、预算外收入和政府性基金收入三个部分，这两年预算外收入逐渐规范至预算内收入和政府性基金收入中。政府性基金收入中主要是土地出让金收入，而这块收入中有将近一半（在 2009 年为 48%）用于土地拆迁补偿、征地补助等支出，刨除这些之后的部分就是开发商缴纳的土地购置费，它更加反映地方政府出售土地使用权的实际收入。

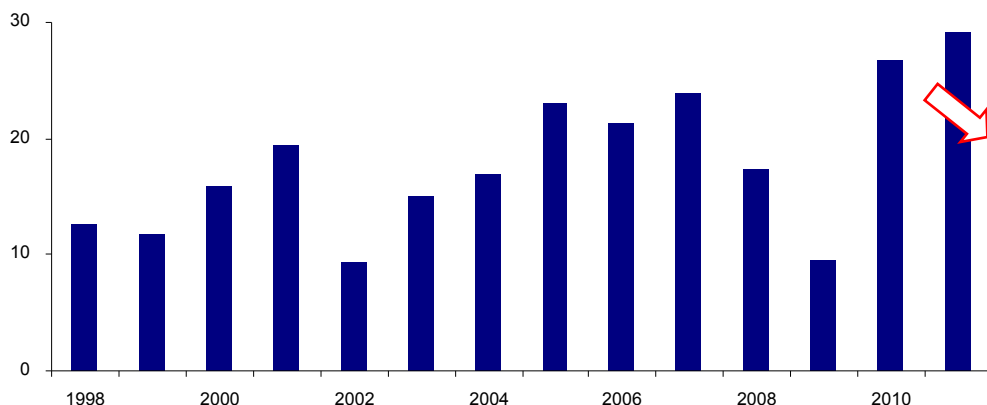
因此，我们用财政预算收入、预算外收入和土地购置费三项加总来计算地方政府收入。我们从地方资金筹集的几个渠道，包括政府财政收入、土地购置费、地方政府发债和地方融资平台等来观察地方财政的空间。

根据我们的整理，地方政府收入在 2010 年和 2011 年有了较大幅度的增长，2010 年政府收入增速为 26.8%，2011 年预计也有 27% 左右。在 2012 年，企业盈利能力下滑必然会影响到营业税、增值税和所得税等相关税收增速，与房地产开发和交易相关的房地产企业所得税、契税、营业税都会出现下滑。

房地产市场萎靡也影响到土地相关的出让金和税收收入。我们预计，占地方政府收入 20% 的土地购置费增速在明年将会降至 -10%（今年增速为 15%），直接拖累地方收入的增长速度 5 个百分点，抑制地方实施积极财政政策的空间。

地方政府发债融资的空间取决于中央制定的额度。2009 年以来，中央政府为了解决地方政府融资困难，每年地方政府发债额度为 2000 亿元。近期几个地方政府试点自行发债更多的是推动地方政府规范化融资体系的建立，中央还未在地方发债额度上有显著松动的迹象。我们认为，除非明年地方债发行额度明显超过 2000 亿，否则对地方解决积极财政政策的资金问题没有多少作用。

图 13 1998—1-10M2011 地方政府收入的增速 (%)

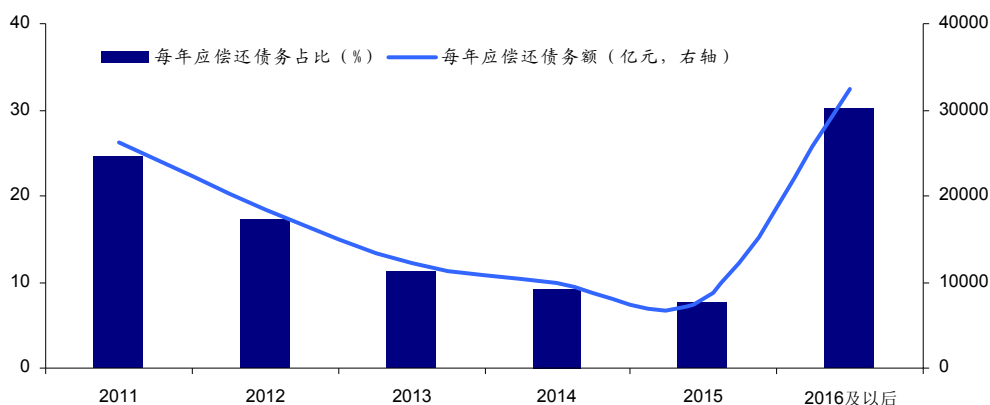


资料来源：WIND，海通证券研究所

注：地方政府收入由财政预算收入、预算外收入和土地购置费三部分构成，2011 年为前 10 月的数据

地方政府及相关融资平台在 2011 年和 2012 年迎来了偿债高峰，应偿还债务占比很高。目前地方政府和银行采取增加抵押品、展期等各种措施暂时缓解了地方融资平台的风险。

图 14 2010 年底全国地方政府性债务未来偿债情况表

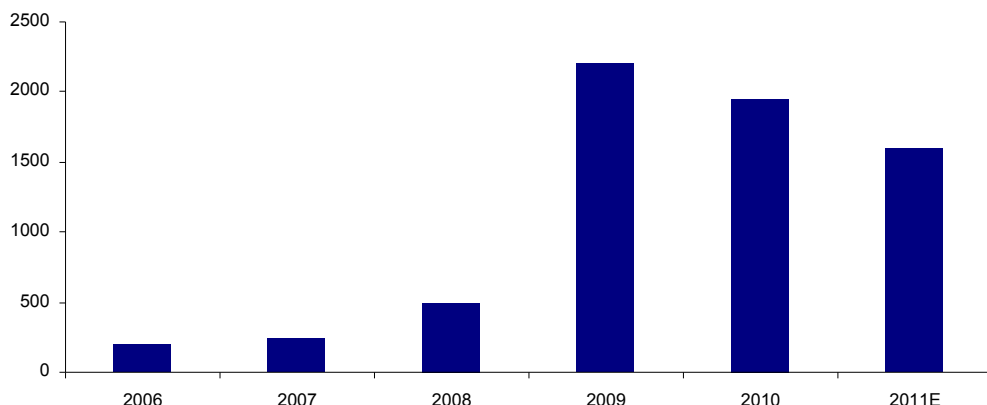


资料来源：国家审计署，海通证券研究所

云南和上海这两家融资平台引发了市场对政府性债务偿债能力的担忧。市场对于地方融资平台的债券融资仍然谨慎，从近几年的城投债发行情况来看，在 2009 年井喷之后，去年和今年的发行规模在下降，特别是今年下半年，银行间市场仅发行了几只城投债，收益率也居高不下。地方政府想通过发行更多的城投债借新还旧的压力在加大。

企业盈利下滑、地产萎靡不振、地方政府债和城投债发行额度有限都影响到了地方财政的扩张能力。除非银行大幅放松信贷让地方政府以较少的资本金运作更多的项目，地方上新项目的速度会放缓。

图 15 城投债的发行规模（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 积极财政：凝聚力量 定向突击

鉴于明年经济增长前景不乐观，积极财政政策有实施的必要。从政府筹资渠道来看，中央政府也有能力来实施积极财政政策。然而，积极财政政策不可能一视同仁、全面铺开，肯定是有轻有重，历史经验也证明如此。那么，积极财政政策的着力点会在哪里？我们觉得，可以从两个方面来探寻：

第一、填补薄弱行业和薄弱领域投资欠账，均衡经济结构。在经济发展到目前的阶段，和谐发展、包容式增长已经成为不得不面对的问题。只有各方面协调一致，经济增长才具有可持续性。因此，薄弱领域、薄弱行业必成为固定资产投资的重点。我们将各个行业的固定资产投资增长情况列成下表。

表 2 固定资产投资总体及分行业投资增速变化情况（%）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011（1-10）
固定资产投资总体	28.80	27.20	24.30	25.80	26.60	30.40	24.50	24.90
农林牧渔业	20.30	30.60	32.70	30.60	54.10	49.10	17.00	28.20
采矿业	38.10	52.20	28.40	26.60	30.30	19.30	18.70	18.40
制造业	36.30	39.20	29.10	34.70	30.70	26.60	26.90	31.60
电力、热力的生产和供应业	45.50	34.00	11.90	8.70	14.10	23.40	7.00	3.30
燃气生产和供应业	43.60	30.90	20.70	4.60	21.20	54.90	48.20	26.50
水的生产和供应业	24.80	10.40	28.70	27.60	25.10	67.90	-2.50	-4.60
建筑业	40.40	26.20	19.80	24.70	20.50	31.20	42.90	39.10
交通运输、仓储和邮政业	20.20	24.90	26.70	15.80	20.80	48.20	19.80	4.10
铁路运输业	16.50	49.80	55.10	26.80	63.40	63.50	14.40	-21.90
道路运输业	22.30	19.60	16.10	6.90	7.00	42.40	20.90	9.90
城市公共交通业	-9.70	35.70	50.70	34.00	18.80	59.50	10.60	13.20
水上运输业	46.00	45.80	27.70	11.50	8.50	38.80	24.50	7.70
航空运输业	23.30	11.00	53.20	31.20	-2.80	2.40	47.60	12.00
信息传输、计算机服务和软件业	-2.50	-4.70	13.50	2.70	17.10	19.30	-5.90	0.70
批发和零售业	39.70	37.10	23.80	29.20	30.30	40.60	16.50	37.90
住宿和餐饮业	37.50	54.30	38.90	41.70	30.50	34.20	28.00	34.10
金融业	3.90	8.30	12.40	28.00	66.40	37.90	37.00	30.10

房地产业	29.10	17.50	26.20	32.60	25.50	20.10	33.60	32.30
租赁和商务服务业	19.90	34.40	36.30	29.90	45.80	49.80	32.20	39.20
科学研究、技术服务和地质勘查业	18.60	36.20	9.60	12.10	37.70	51.10	17.10	37.00
水利、环境和公共设施管理业	14.50	24.70	23.10	23.60	32.40	45.60	24.90	17.30
水利管理业	4.10	11.70	9.30	20.70	28.50	56.10	25.10	28.00
环境管理业	-3.00	23.10	31.70	40.90	23.30	64.30	27.30	4.50
公共设施管理业	18.10	27.30	24.90	22.80	33.60	42.80	24.70	16.80
居民服务和其他服务业	65.80	26.20	35.50	28.40	32.60	65.80	46.00	49.60
教育	21.80	9.10	8.20	4.30	6.10	37.70	14.70	15.00
卫生、社会保障和社会福利业	22.60	32.40	19.60	14.30	31.70	59.30	15.40	28.50
卫生	23.80	31.20	18.50	12.40	27.70	54.60	16.40	23.30
文化体育和娱乐业	11.20	29.10	25.10	31.60	27.10	48.00	22.60	20.90
公共管理和社会组织	11.00	12.60	8.90	4.20	17.00	24.50	18.00	15.70

资料来源：WIND，海通证券研究所

从列表中，可以看出，电力、热力的生产和供应业，水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业（特别是铁路运输业出现负增长），信息传输、计算机服务和软件业，环境管理业，教育，卫生，文化体育和娱乐业，公共管理和社会组织近年来的固定资产投资增速明显低于固定资产投资总体增速。

从这些行业占固定资产投资总额的比重变化来看，电力、热力的生产和供应业和信息传输、计算机服务和软件业比重近年来不断下降。电力、热力的生产和供应业从 2005 年的 8.66% 下降到目前的 3.75%，信息传输、计算机服务和软件业固定资产投资占比更是一路下滑，从 2003 年的 3.59% 下降到目前的 0.62%。

表 3 分行业固定资产投资完成额占总体比重（%）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
电力、热力的生产和供应业	7.21	8.15	8.66	7.79	6.73	6.07	5.74	4.94
水的生产和供应业	0.76	0.73	0.68	0.70	0.71	0.70	0.91	0.71
交通运输、仓储和邮政业	12.38	11.54	11.80	12.02	11.06	10.56	12.00	11.55
铁路运输业	1.54	1.39	1.69	2.11	2.12	2.74	3.43	3.16
道路运输业	7.88	7.48	7.43	6.94	5.90	4.98	5.44	5.29
城市公共交通业	0.96	0.67	0.71	0.86	0.91	0.86	1.05	0.93
水上运输业	0.79	0.90	1.04	1.07	0.94	0.81	0.86	0.86
航空运输业	0.48	0.46	0.40	0.50	0.52	0.40	0.31	0.37
信息传输、计算机服务和软件业	3.59	2.72	2.08	1.90	1.55	1.43	1.31	0.99
环境管理业	0.58	0.43	0.42	0.45	0.50	0.49	0.62	0.63
教育	3.22	3.04	2.62	2.28	1.89	1.58	1.67	1.54
卫生	0.73	0.70	0.73	0.70	0.62	0.63	0.75	0.70
文化体育和娱乐业	1.05	0.90	0.91	0.92	0.96	0.97	1.10	1.08
公共管理和社会组织	4.02	3.46	3.25	2.84	2.36	2.18	2.08	1.97

资料来源：WIND，海通证券研究所

第二、立足于经济长期发展需要，培育新的经济增长点，加大新兴产业投资力度。需求增长乏力、资源约束、技术瓶颈等使得传统产业可拓展的空间越来越小，急需培育新的经济增长点以开启新的经济增长周期。十二五规划中提及的战略新兴产业承担着这方面的重任，也是经济转型升级的突破口，势必成为积极财政的重点投资领域。

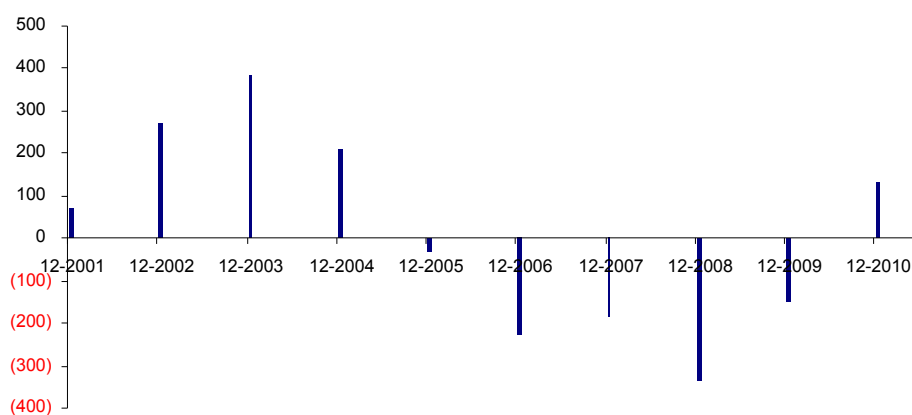
3.1 需求驱动和供给不足推动电力电网和信息传输设备投资加大

电力、热力的生产和供应业，信息传输、计算机服务和软件业的固定资产投资薄弱并不一定意味未来投资必然加大，必须有切实的增大投资的必要且政府已经有规划或释放过意愿。我们接下来就对这两个行业的加大固定资产投资的必要性进行考察。

电力生产，重点在于核电投资

发电设备平均利用小时数表明发电设备投资需要加大。2001 年、2002 年、2003 年、2004 年月累计发电设备平均利用小时数分别比去年同期增加 71 小时、272 小时、385 小时、210 小时，发电设备平均利用小时数不断提高表明电力需求旺盛，这就引致了 2004、2005 年电力、热力的生产和供应业投资增速高达 45%、34%，占整个固定资产投资的比例也从 2003 年的 7.21% 提升到 8.66%。而从 2010 年开始，发电设备平均利用小时数恢复恢复正增长，2010 年比 2009 年增加 133 小时，2011 年 1-10 月份比去年同期增加 55 小时，对发电设备的投资需求加大。

图 16 累计发电设备平均利用小时数比去年同期增加（小时，2001.12-2011.10）



资料来源：WIND，海通证券研究所

至于选择何种发电形式，更为可能的是核电。火电因为污染等原因拓展空间有限，水电则受制于地域、季节等诸多因素限制，风电、太阳能比重太小、存在不稳定性 and 成本制约，相对更具商业可行性的是核电。

日本核事故导致国内核电发展减速，在“2011 核电可持续发展高峰论坛”上，业内权威人士表示，我国政策上支持核电未来“安全、绿色、高效”发展的基调不变。到 2020 年，国内核电装机规模将不低于 6000 万千瓦。这意味着在目前已运行近 1200 万千瓦装机的基础上增长 4 倍以上。

根据国内已运行和在建项目装机规模已逾 4100 万千瓦，另有 1600 万千瓦已开展前期工作。随着未来新建项目审批闸门的重启，这 1600 万千瓦将率先进入全面建设阶段。如果按一座百万千瓦级核电站按 2 万/千瓦的投资成本计算，1600 万装机带来的市场规模将达 3200 亿元，同时，根据核电安全检查结果，未来新上核电项目要按照国际先进标准设计下一代核电站，在核电技术设备上要全面引进包括 AP1000 和 ERP 在内的第三代核电技术，将更加重视核电的安全，目前，国内一些龙头核电设备制造商普遍具备了 AP1000 三代技术的成套制造能力，诸如东方电气、上海电气这样的设备商将长期受益。

电力配送，特高压、智能电网建设提速

相对于发电来说，我国在电力供应方面投资更显不足。我国发电和用电之间存在较长

的地理距离，我国电力线路损失率一直居高不下，2006年11月累计比例为6.58%，到了2010年12月仍有6.49%。而居高不下的线路损失率极大地浪费了资源，急需加强特高压、智能电网建设以降低资源损耗，这也是工信部提出的电力投资的重点。

“十二五”期间，两网公司将投资约5300亿元建设特高压输电工程，其中特高压直流投资额度约2311亿元，特高压交流投资额度约2989亿元；前期，受特高压争议影响，特高压推进步伐放缓，随着淮南—上海第二条特高压线获得核准及晋东南特高压线扩建工程通过竣工验收，国网加快了特高压推进步伐，预计随着扩建工程通过负荷实验运行后，特高压招标将加速推进，对相关设备需求将带来切实利好。

“十二五”期间，国家电网公司电网智能化投资的总额为2861.1亿元，年均投资为572.2亿元，较“十一五”250亿元的年均投资大幅翻番。国家电网公司总经理刘振亚在11月28日举行的2011智能电网国际论坛上说，在特高压和智能电网发展纳入国家“十二五”规划的背景下，国家电网将全面加快坚强智能电网发展。未来5年计划投资2500亿美元，建设联接我国大型能源基地和主要用电负荷中心的“三纵三横”结构的特高压骨干网架，新建电动汽车充换电站2950多座和充电桩54万个，安装智能电表2.3亿只。到2015年覆盖我国88%国土面积的国家电网能够支撑9000万千瓦风电和800万千瓦太阳能发电的接入和消纳，保障80万辆电动汽车的应用，基本建成坚强智能电网。

信息传输：宽带建设是基石

据Ericsson测算，2009年4Q全球移动数据流量首度超越语音流量，并随后在2010Q1-2011Q1期间翻倍增长。而据Cisco估计，2015年移动网络数据流量规模将为2010年的26倍，年均复合增长率达到92%。智能手机等新型移动终端的逐渐普及，和移动互联网业务兴起，成为移动网络数据流量激增的主要原因。而移动网络数据流量的爆发式增长，将为全球通信运营模式和投资带来深刻变革。

“十一五”期间，我国移动用户数由不到4亿户增长至8.6亿户，增长1倍有余。而移动电话渗透率则由30%提高至64%，达到成熟市场水平。宽带用户则有不足4000万增长至1.26亿户。而2009年以来，随着智能终端和移动互联网业务的兴起，加上互联网多媒体内容的不断丰富，终端用户的消费偏好发生显著变化——从语音沟通为主转变到以数据业务为主的增值服务消费。

终端用户消费偏好的变化，决定了运营商投资重点的转变。“十二五”期间通信网络建设，将是重点以“提升网络能力”的宽带化建设。加强宽带建设，提高网络容量是适应“十二五”信息化目标的必然选择。

表4 信息传输投资规划

投资细分领域	指标	现状	十二五目标	增速
固定宽带	端口数（亿个）	1.87	3.3	76%
	用户数（亿）	1.26	2.5	98%
其中：FTTH	用户数（万）	1000	7000	112%
	3G用户数（亿）	1	3.5	250%
LTE	投资（亿）	—	1000	
WLAN	热点（万个）	30	75	167%
	投资（亿）	29	100	245%

资料来源：工信部，海通证券研究所

通信及宽带“十二五”规划意见稿显示，“十二五”期间电信投资至少达到2万亿，与“十一五”相比增长30%以上。主要建设目标为通过“光网城市”、“无线城市”和“骨干网升级”等工程持续提升通信网络承载能力，以支撑三网融合、云计算和物联网等业务的发展。而投资重点则具体为3G网络的持续扩容，推动LTE网络商用化，加强WLAN热点覆盖，实现无线网络的升级和融合；提高FTTx，尤其是FTTH的用户渗透率；和承载

网的扩容建设。

3.2 续上没有弹够的“老”调——节能环保和水利投资。

节能环保投资远不达预期，高效节能产品、电力脱硝和污水处理重点推进

节能环保是七大战略新兴产业之首，目标是要发展成为国民经济的支柱产业。我国现有支柱产业增加值占 GDP 比重达 5% 以上，按照此标准，以目前四个行业平均占国民经济比重 0.7% 计算，到 2015 后节能环保等是现在的 12 倍。然而，从 2011 年前十月的环境管理业的固定资产投资来看，投资增速仅有 4.5%，在整个固定资产投资中比重只有 0.52%。节能环保行业的投资远远没有达到规划中的目标。现实有需要、财政有能力、发展有规划的节能环保产业将是 2012 年积极财政的重点投向，同时也是经济转型、培育新经济增长点的需要。

表 5 节能环保产业发展方向与重点发展领域

发展方向		重点发展领域
节能环保产业	节能产业	高效节能技术和装备 包括锅炉窑炉、电机及拖动设备、余热余压利用装备、节能监测技术和装备，重点示范推广稀土永磁无铁芯电机、基于吸收式换热的新型热电联产集中供热技术等 高效节能产品 包括家用和商用电器、照明产品、建材产品和汽车等，重点研发和示范具有自主智能财产权的新型节能汽车及配套系统，重点推广能效等级为 1、2 级的高效节能产品 节能服务产业 推动节能服务公司为用能单位提供节能诊断、设计、融资、改造、运行等“一条龙”服务，以节能效益分享方式回收投资的市场化节能服务模式。
	环保产业	先进环保技术和装备 包括污水、垃圾处理，脱硫脱硝，高浓度有机废水治理，土壤修复，监测设备等，重点攻克膜生物反应器、反硝化除磷、湖泊蓝藻治理和污泥无害化处理技术装备等 环保产品 包括环保材料、环保药剂，重点研发和产业化示范膜材料、高性能防渗材料、脱硝催化剂、固废处理固化剂和稳定剂、持久性有机污染物替代产品等 环保服务 建立以资金融通和投入、工程设计和建设、设施运营和维护、技术咨询和人才培养等为主要内容的环保产业服务体系，加大污染治理设施特许经营实施力度。
	资源循环利用产业	重点发展共生伴生矿产资源、大宗工业固体废物综合利用，汽车零部件及机电产品再制造，再生资源回收利用，餐厨废弃物、建筑废弃物、道路沥青和农林废弃物资源化利用，重点解决共性关键技术的示范推广。

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

节能行业：耗能大户工业是节能推进重点领域。工业电机的耗电量占据整个工业领域用电的 70%，电机节能的主要手段：一是通过变频器调速，改善交流电机的运行效率。变频器应用“正在进行时”；二是发展高效电机，我国重点示范推广稀土永磁无芯电机。

相比于节能设备行业，高效节能产品在财政政策扶持下的商业持续性更好，尤其是家电节能领域。

表 6 2011 年出台的环保类政策文件

时间	政策文件
2011 年 4 月	“十二五”规划纲要
2011 年 6 月	国家环境保护“十二五”科技发展规划
2011 年 6 月	“十二五”主要污染物总量控制规划编制指南
2011 年 9 月	“十二五”节能减排综合性工作方案
2011 年 9 月	火电厂大气污染物排放标准
2011 年 10 月	全国地下水污染防治规划(2011-2020 年)
2011 年 11 月	“十二五”控制温室气体排放工作方案

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

由于环境服务业十二五规划出台时间一再推后,相关环保投入资金、环保订单低于预期,三季度环保股业绩普遍不达预期。在此背景下,具有商业可持续性、政策扶持明确的环保子行业更值得期待,废气治理中的电力脱硝和污水处理行业。因为脱硝加价政策转嫁了脱硝成本,保证投资积极性;污水处理费密集上调,污水治理成本由水用户承担。而固废、土壤修复以及环境监测设备市场主要依赖政府资金的持续投入,不确定性高,配套政策仍待完善,盈利模式尚在探索阶段。事实上,2011年出台的系列环保政策文件也是以废气处理和污水处理行业为主。

水利投资继续保持高强度

为确保粮食生产安全,2011年中央1号文件着眼水利建设,预计未来10年年均水利投资较2010年翻番,“十二五”水利投资将达2万亿,较“十一五”增长186%。从2011年前十月的水利投资增速来看,28%的增速超过总体固定资产投资增速。

政策预热,高强度的水利投资还将维持。从“全国冬春农田水利基本建设电视电话会议”上水利部陈雷部长的讲话来看,要实现的四项主要指标是:总投资较上年增加10%以上,超过2400亿元;农民投工投劳较上年增加5%以上,超过35.8亿个;完成土石方量较上年增加15%以上,超过97亿立方米;新增旱涝保收面积、新增和改善灌溉面积、新增除涝面积、发展节水灌溉工程面积、治理水土流失面积和新增农村安全供水受益人口等主要效益指标明显好于上年。国务院常务会议通过的《全国抗旱规划》提出节水是抗旱的关键,因地制宜推广节水灌溉技术和设备,大力推进农业节水放在首位突出强调。

从行业来看,工程建设、水泥、钢铁、工程机械、管材、节水材料和灌溉设备都从水利投资建设力度加大中受益。但是,由于水利投资带来的需求占工程建设、水泥、钢铁、工程机械的比重很小,影响比较有限。而对管材、节水材料和灌溉设备的影响则比较明显,这些行业的受益较大。

信息披露

分析师声明

刘铁军：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx6701@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队

姜金春 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

联系人

武亮 (021) 23219883

黄轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

倪玉娟 (021) 23219820

nyj6638@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com

联系人

蒋科 (021) 23219474

jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422

kljiang@htsec.com

联系人

赵健 (021) 23219472

张显宁 (021) 23219813

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

联系人

王晓林 (021) 23219812

wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411

longh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

熊哲颖 (021) 23219407

hejh@htsec.com

xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

联系人

夏木 (021) 23219748

xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374

dl5573@ht

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021) 63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 (021) 23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com 朱 昂 (021) 23219397 za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
---	---	--

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com