

2011 年 12 月 7 日

重回“十二五”

——2012 年中国经济报告

相关研究

弱周期&新增长

——2011 年秋季宏观报告观点
概要

2011 年 9 月 19 日

破解不可能三角

——2011 年中期宏观报告

2011 年 6 月 20 日

从通胀到增长

——2011 年春季中国经济报告

2011-03-21

三维转型推升六大增长主题

——2011 年中国经济报告

2010-12-14

期待十二五开局

——2010 年秋季中国经济报告

2010-09-13

经济正常化和加速城镇化-2010

——2010 年中期中国经济报告

2010-06-24

整固年代 五新战略

——2010 年春季中国经济报告

2010-03-23

分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

张承启

zhangcq@swsresearch.com

陈果

chenguo@swsresearch.com

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chenguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

结论或者投资建议：

■ 外围经济恶化；经济惯性下滑，通过落实十二五规划稳定经济增长的必要性增加；通胀压力减轻；地方政府换届以及党的十八大的召开，为落实十二五规划创造了条件。这四大因素将使得十二五规划再次成为 2012 年中国经济的关键词。

■ 重回“十二五”既是调结构，也是保增长。在当前的情况下，集中体现在：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、趁通胀压力缓解之际，加快实施资源税，推进电力等要素价格。

■ 在十二五规划全面展开的情况下，我们对明年经济不悲观。增长回落，但总体风险不大。通胀回落，但不至于会出现通货紧缩。

■ 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。政府再推类似四万亿的概率不大，更有可能通过十二五项目的大规模推开来对冲经济的惯性下滑。

目 录

1、为什么要讲重回“十二五”	4
1.1 十二五第一年，规划实施进展缓慢	4
1.2 四大原因使得十二五规划会加大实施	4
1.2.1 外围经济环境恶化	4
1.2.2 仅靠市场力量经济将惯性下滑	7
1.2.3 国内通胀压力减轻	8
1.2.4 地方换届以及党的十八大召开	9
1.3 四季度开始，十二五规划密集出台	10
2、“十二五”的三个方向	11
2.1 十二五核心是加速中国经济增长模式的重建	11
2.2 构筑全球经济的双循环	12
2.3 建立国内经济的良性循环模式	14
2.3.1 区域合理分工	14
2.3.2 投资和消费的良性互动	18
2.3.3 从供给端提升产业竞争力	18
2.4 理顺要素价格，推动节能减排	23
3、2012 年经济和政策前瞻	25
3.1 2012 年中国经济前瞻	25
3.1.1 经济回落主要来自出口和地产	26
3.1.2 支撑经济的力量主要来自加快实施的十二五项目	28
3.1.3 对经济增长前景不悲观	29
3.1.4 2012 年中国经济前瞻	30
3.1.5 经济拐点可能在 6 月份前后	30
3.2 通货膨胀压力减轻、呈前高后低	31
3.2.1 宏观条件有利于通胀回落	31
3.2.2 食品价格涨幅将回落	32
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	33
3.2.4 CPI 走势预测	34
3.3 需求回落带动企业盈利增速下滑	35
3.4 主要经济指标预测	36
3.5 2012 年政策前瞻	37
3.5.1 财政政策将发挥更大作用	37
3.5.2 货币政策	41
附录：重要事件及时间点关注	44

图表目录

图 1: 政府赤字、金融业和房地产三重泡沫	5
图 2: 欧洲边缘国家 2012 年的未到期债务（本息和）	6
图 3: 欧洲边缘国家 2012 年的未到期债务分布（亿欧元）	6
图 4: 各国银行持有的欧猪五国银行债务分布	6
图 5: 欧洲主要经济体 GDP 同比增速	6
图 6: 出口增长率变化	8
图 7: 房地产销售面积增速下滑	8
图 8: M1 增速领先 CPI 约 6 个月	8
图 9: 大宗商品价格走势与美元指数明显负相关	8
图 10: 十二五规划出台频率明显加快	10
图 11: 十二五期间将重点推进的三大方面	11
图 12: 中国与全球的三角循环	12
图 13: 未来中国的双循环模式	13
图 14: 我国对不同地区的出口占比	13
图 15: 中国的出口增速以及对主要国家的出口强度	14
图 16: 促进国内区域合理分工	15
图 17: 相关区域规划和经济区分布图	16
图 18: 中西部投资占比上升	17
图 19: 工业总产值占比: 东部下降, 中部提升	17
图 20: 东部第三产业占比提升	17
图 21: 东部地区在社会消费品零售总额中占绝对比重	17
图 22: 投资与需求之间的循环示意图	18
图 23: 投资与需求之间的循环示意图	19
图 24: 日本主要服务业占 GDP 比重	21
图 25: 产品附加价值曲线（微笑曲线）	21
图 26: 电价改革势在必行	25
图 27: 单位 GDP 资源消耗量对比（中国=100%）	25
图 28: 历史上的衰退阶段及时间跨度	26
图 29: 中国对主要经济体出口经济增长率	26
图 30: 2012-2013 年主要经济体经济增长预测	26
图 31: 进出口增长率对比以及顺差变化	27
图 32: 房地产销售面积增速领先房地产投资增速	27
图 33: 2012 年预计房地产投资增速为 15%	27
图 34: 房地产投资增速与固定资产投资增速	28
图 35: 2010 年投资结构占比	29
图 36: 基础设施投资带动制造业投资	29
图 37: 2010-2012 年投资分类结构	30
图 38: GDP 同比增速及预测	30
图 39: GDP 环比增速及预测	30
图 40: 明年世界经济将呈现前低后高走势	31
图 41: 房地产投资前低后高	31
图 42: M1 增速领先 CPI 约 6 个月	31

图 43: 工业增加值增速领先 CPI 出现回落	31
图 44: 2012 年食品和非食品价格涨幅预测	32
图 45: 粮食价格涨幅正常	33
图 46: 粮食供求基本平衡	33
图 47: 仔猪、生猪价格及猪粮比趋稳	33
图 48: 生猪存栏不断上升	33
图 49: 2011 年以来月度物价走势及预测	35
图 50: 利润增长率与经济走势密切相关	35
图 51: 季度工业企业利润预测	36
图 52: 年度工业企业利润预测	36
图 53: 欧洲边缘国家 2012 年的未到期债务（本息和）	37
图 54: 年底突击花钱现象有所改善	38
图 55: 财政政策还有空间	38
图 56: 我国国债余额占 GDP 比重偏低	38
图 57: 历史上利率下调的前提是经济大幅回落	41
图 58: 准备金率的调整与新增外汇占款密切相关	42
图 59: 危机或者动荡往往导致资金回流	42
图 60: 危机爆发后，部分国家的货币出现贬值	42
图 61: 2012 年月度信贷投放预测（亿元）	43
图 62: 一年期 NDF 走势	43

表格目录

表 1: 十二五主要项目进展情况	4
表 2: 针对中国的贸易摩擦不断	7
表 3: 2012-2013 年主要经济体大选年份	7
表 4: 新换届的部分省市的省长及省委书记	9
表 5: 历次党代会通过的重要文件总结	9
表 6: 相关区域规划和经济区的设立	16
表 7: 新非公 36 条鼓励民间资本进入的六大领域	19
表 8: 用作中间投入品的服务业占全部生产投入的比重	20
表 9: 战略性新兴产业及相关十二五规划	22
表 10: 资源税改革历程	23
表 11: 我国电荒严重	24
表 12: 各领域十二五期间主要领域计划投资额	29
表 13: 年度食品和非食品价格涨幅预测	32
表 14: 水电燃料等提价对 CPI 的影响	34
表 15: 年度翘尾和新涨价因素预测	34
表 16: 2009-2013 年主要经济指标及预测	36
表 17: 预计 2012 年国债发行规模约为 15281.9 亿元	39
表 18: 2011 年以来的结构性减	39
表 19: 营业税和增值税比较	40
表 20: 各行业营业税改增值税试点影响估算	40
表 21: 重要事件及时间点关注	44

1、为什么要讲重回“十二五”

1.1 十二五第一年，规划实施进展缓慢

2011年是十二五的第一年，但由于经济过热、通货膨胀居高不下，以及核电高铁等意外事件的影响，除了保障性住房建设之外，其他十二五项目实施进展缓慢。计划的高铁、水利建设、电源建设投资、电网建设投资等都没有达到预定计划比例，其中高铁、水利建设、电网建设投资等投资仅完成年初计划的60%左右。截止到10月份，每月公布的中央项目投资增速和基础设施投资增速自年初以来不断下滑。可以说，今年并没有按计划做好十二五的开局。

考虑四方面原因，我们认为从明年开始十二五规划将会加大实施，十二五将再次成为中国经济的关键词。

表 1：十二五主要项目进展情况

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

1.2 四大原因使得十二五规划会加大实施

1.2.1 外围经济环境恶化

当前欧美面临的债务危机，本质上仍然是次贷危机的延续。次贷危机、债务危机本质上可以总结为赤字泡沫、金融泡沫和房地产泡沫的破裂过程。而未来几年，欧美经济将面临去赤字、去杠杆和去资产的漫长过程中，经济将持续处于低速增长。

危机前，宽松的货币政策导致房地产次级抵押市场迅速发展，形成房地产泡沫，危机之后，大量无法还贷的房屋被追回，并提高了房贷标准，房地产市场持续低迷，实体经济陷入去资产过程。

危机前，政府鼓励金融业发展，相对放松了对金融业的监管，导致金融资本投机盛行，危机后，金融机构资产负债表恶化，同时政府加强了对金融机构的监管，银行未来达到更高的监管标准，不断收缩信贷，进而对实体经济造成积压，实体经济进入去杠杆过程。

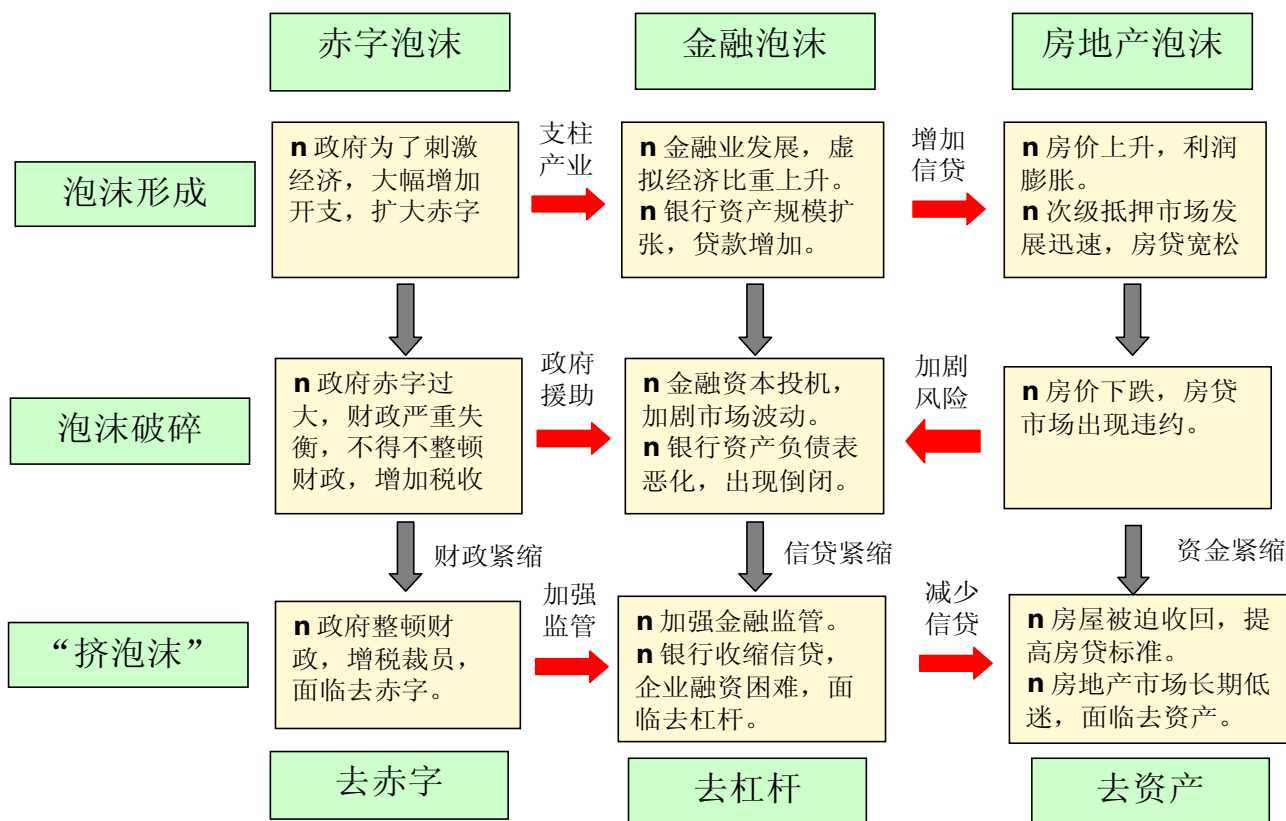
次贷危机前，政府为了刺激经济，大幅增加政府开支，导致政府赤字集聚上升。而在次贷危机爆发后更加剧了政府资产负债表的恶化，政府为了救助实

体经济，用政府加杠杆代替企业和居民的去杠杆。当政府赤字达到高点后，面临再也无法扩张的格局，被迫实行财政紧缩，政府面临去赤字过程。

危机前，国家主权债务的增多，使得政府在赤字过大、财政收支严重不平衡的情况下，不得不整顿财政和增加税收以平衡发展，从而打破了赤字泡沫。政府面临着挤泡沫的去赤字困境。

而未来几年，欧美经济将面临去赤字、去杠杆和去资产的漫长过程中，经济将持续处于低速增长。

图 1：政府赤字、金融业和房地产三重泡沫



资料来源：申万研究

未来一段时间，受制于欧债危机，欧盟经济将持续低迷。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。2012 年 2 月、3 月和 4 月意大利到期债务量最大，分别为 630 亿欧元、514 亿欧元和 468 亿欧元。而 2012 年意大利和西班牙的全部债务总额分别为 3615 亿欧元和 1591 亿欧元。随着意大利和西班牙的债务到期，市场需要提供有限担保以维持信心。而政治上的博弈放大了债务危机的风险。

图 2：欧洲边缘国家 2012 年的未到期债务（本息和）

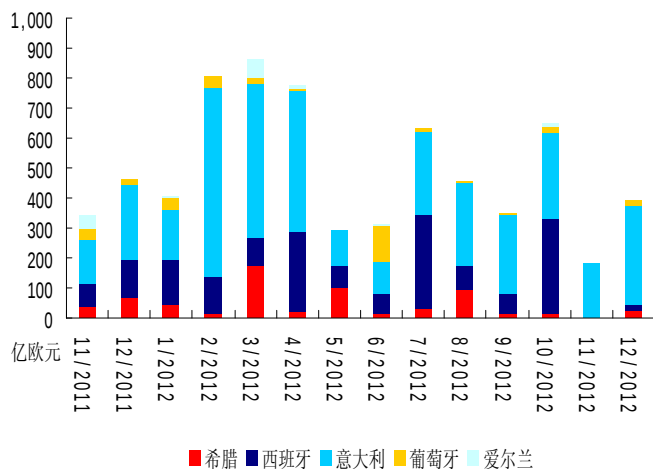
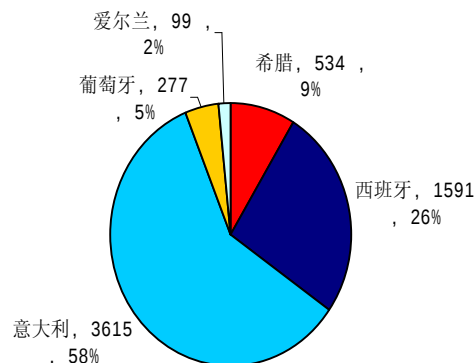


图 3：欧洲边缘国家 2012 年的未到期债务分布（亿欧元）



资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

从今年 3 季度开始，已经迹象表明债务危机完全有可能发展到银行业危机，进而波及实体经济。从 3 季度开始，德法经济开始放慢，分别从一季度的 2.18% 和 4.63% 降低到 1.60% 和 2.60%，如果这一趋势持续下去的话，将对欧盟经济构成冲击。

图 4：各国银行持有的欧猪五国银行债务分布

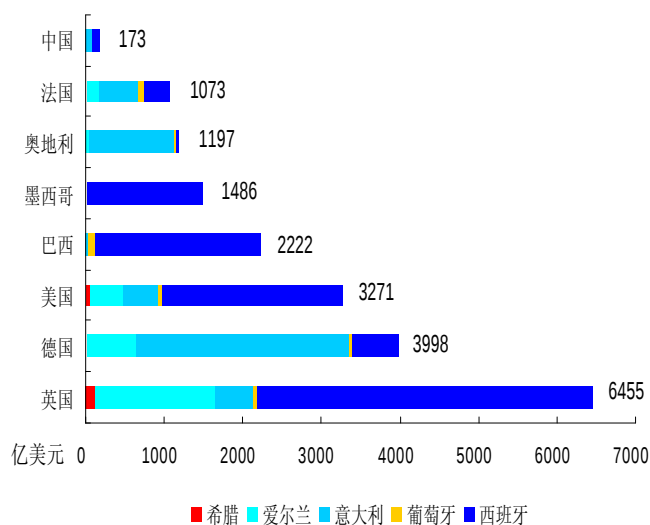
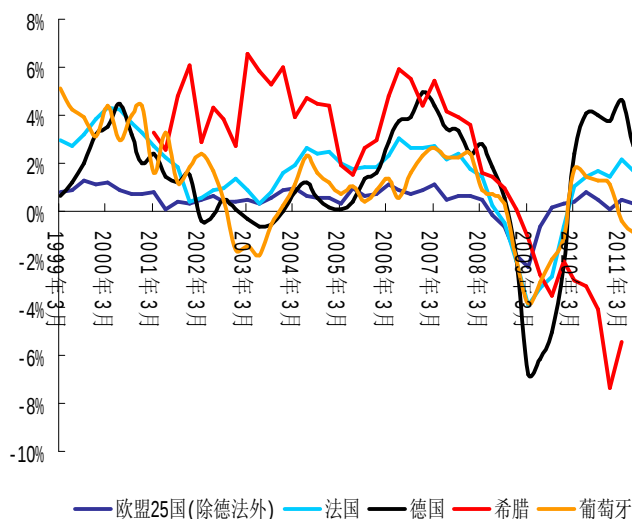


图 5：欧洲主要经济体 GDP 同比增速



资料来源：BIS，申万研究（数据截至 2011 年 6 月底）

资料来源：IMF，申万研究

在外围经济不景气的背景下，针对中国贸易争端正不断升级，加大出口压力。过去，主要是发达经济体国家对我国进行贸易倾销立案调查。现在，新兴市场国家与我国经济、贸易的摩擦也不断增多。

美国上半年实施了《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。10 月又程序性通过了《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，其目标直指我国。这些都在很大程度上加大了我国出口的压力。

表 2：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

此外，明年是法国、美国、韩国、俄罗斯等国的大选之年，不同政党的政治博弈又加大了实体经济的风险，进而加大了我国面临的外部风险。

表 3：2012-2013 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：申万研究

1.2.2 仅靠市场力量经济将惯性下滑

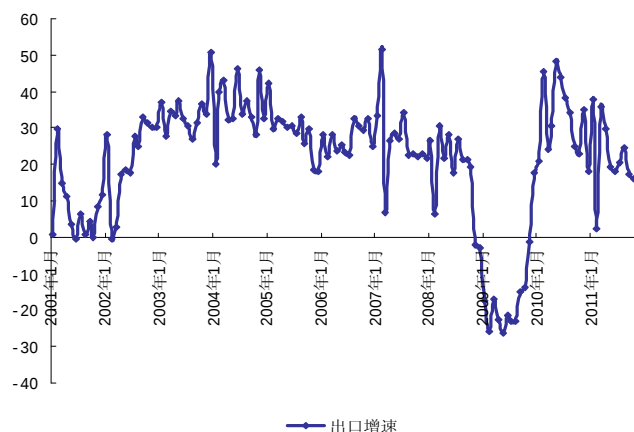
今年以来，国内经济的高增长，主要依靠出口和房地产。

在外围经济增长放缓的情况下，出口增速的下滑已经成为必然。而在国内持续的房地产调控政策下，房地产销售已经出现放缓迹象，根据销售对投资的领先性，明年必然房地产投资也会下台阶。因此仅靠市场力量，明年中国经济将惯性下滑。

宏观调控的主要目标并不是将经济打压下去，过低的增长必然导致失业率上升，带来社会问题。宏观调控的最终目标是实现结构转型，提高居民生活水平。

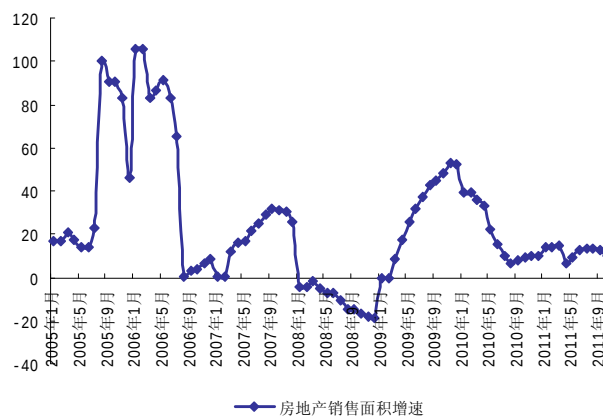
从这个角度看，有比要通过加大十二五规划既有项目的实施，通过政府主导的投资对冲经济下滑的风险。通过政府之手，来稳定经济。

图 6：出口增长率变化



资料来源：CEIC，申万研究

图 7：房地产销售面积增速下滑

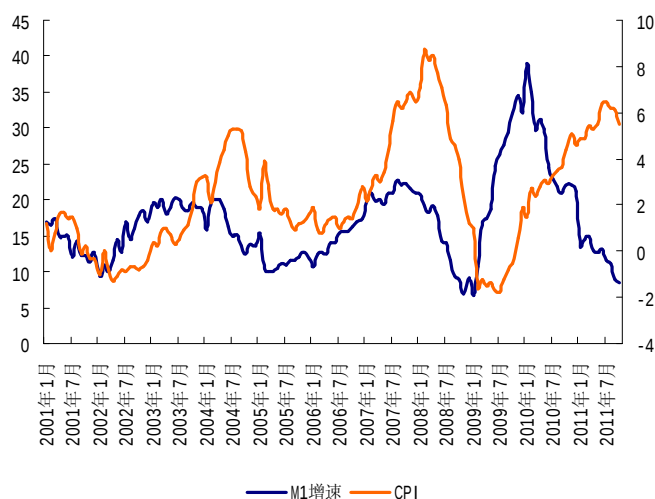


资料来源：CEIC，申万研究

1.2.3 国内通胀压力减轻

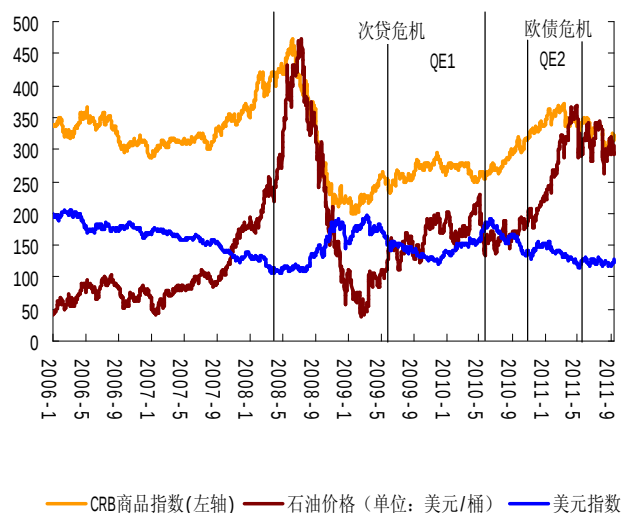
一方面，国内流动性的持续紧缩，有利于缓解明年的通胀压力；另一方面明年输入性通胀压力也有望缓解。国际大宗商品价格主要受实体经济需求和美元指数影响。明年新兴经济体受国内紧缩调控以及发达经济体增长放缓的影响，经济增长将低于今年；受欧债危机影响，明年美元有望维持升势，因此明年大宗商品价格将呈现稳中回落的格局，这有利于缓解我国的输入性通胀压力。

图 8：M1 增速领先 CPI 约 6 个月



资料来源：CEIC，申万研究

图 9：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

从今年开始，各省市的一把手换届已经开始，到明年两会前后，新一届领导将全部到位，到明年下半年十八大召开，中央层面的领导确定，十二五规划的实施具备人事前提。

表 4：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

表 5：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》

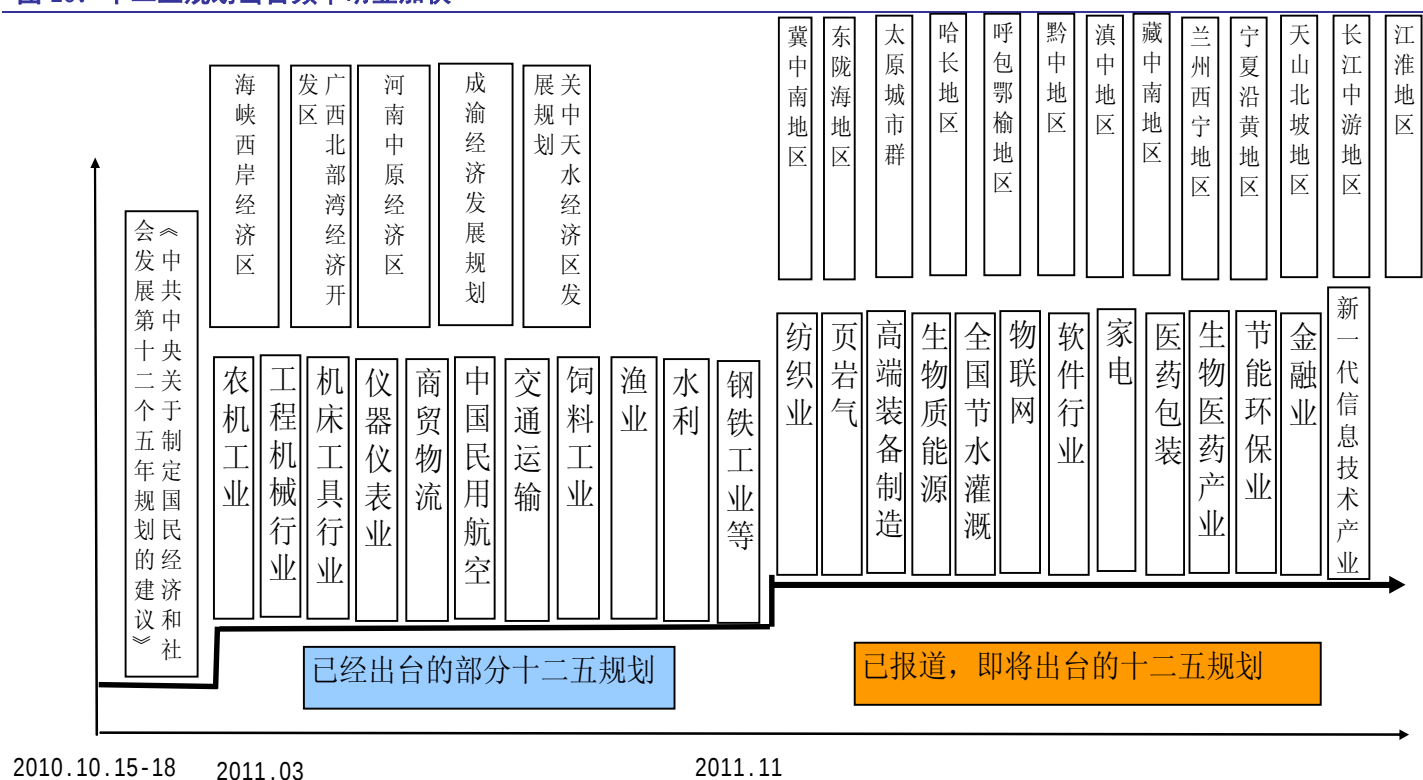
六中全会	文化、精神文明建设等	审议通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定	《中共中央关于加强和改进党的作风建设的决定》	审议通过了《中共中央关于加强社会主义精神文明建设若干重要问题的决议》
七中全会	修改共产党章程		讨论并通过了十六届中央委员会向党的十七大的报告，讨论并通过了《中国共产党章程（修正案）》	讨论并通过了《中国共产党章程（修正案）》	讨论并通过了《中国共产党章程修正案》

资料来源：申万研究

1.3 四季度开始，十二五规划密集出台

实际上，从今年四季度开始，各个行业、区域和专项的十二五规划出台的
频率已经明显加快。我们预计明年相关的十二五规划将会继续密集出台。

图 10：十二五规划出台频率明显加快



资料来源：申万研究

2、“十二五”的三个方向

2.1 十二五核心是加速中国经济增长模式的重建

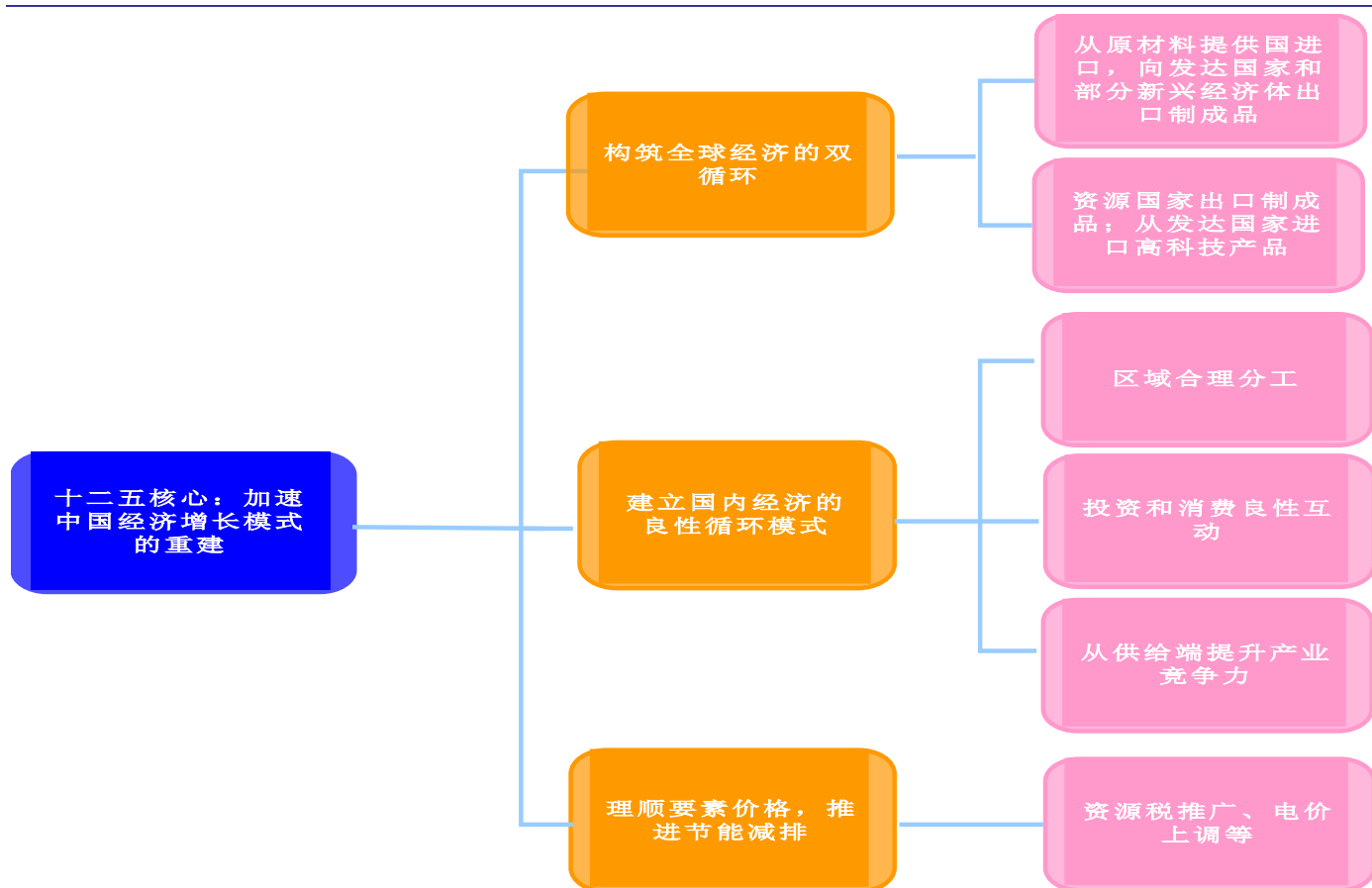
外围经济进一步恶化，倒逼中国经济增长模式进行调整。十二五的核心是加速中国经济增长模式的重建，我们认为十二五时期重点推进的三大方向是：

第一，构筑全球经济的双循环机制。从原材料提供国进口，向发达国家和部分新兴经济体出口制成品；同时从资源国家出口制成品；从发达国家进口高科技产品，形成进出口的双向循环，实现贸易平衡。

第二，建立国内经济的良性循环模式。加快区域间的合理分工，在东部进行消费，在中西部组织生产；构建投资和消费的良性互动的框架，以投资促进消费发展；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。

第三，提高增长的质量，利用通胀缓解之际，理顺要素价格，推进节能减排。

图 11：十二五期间将重点推进的三大方面

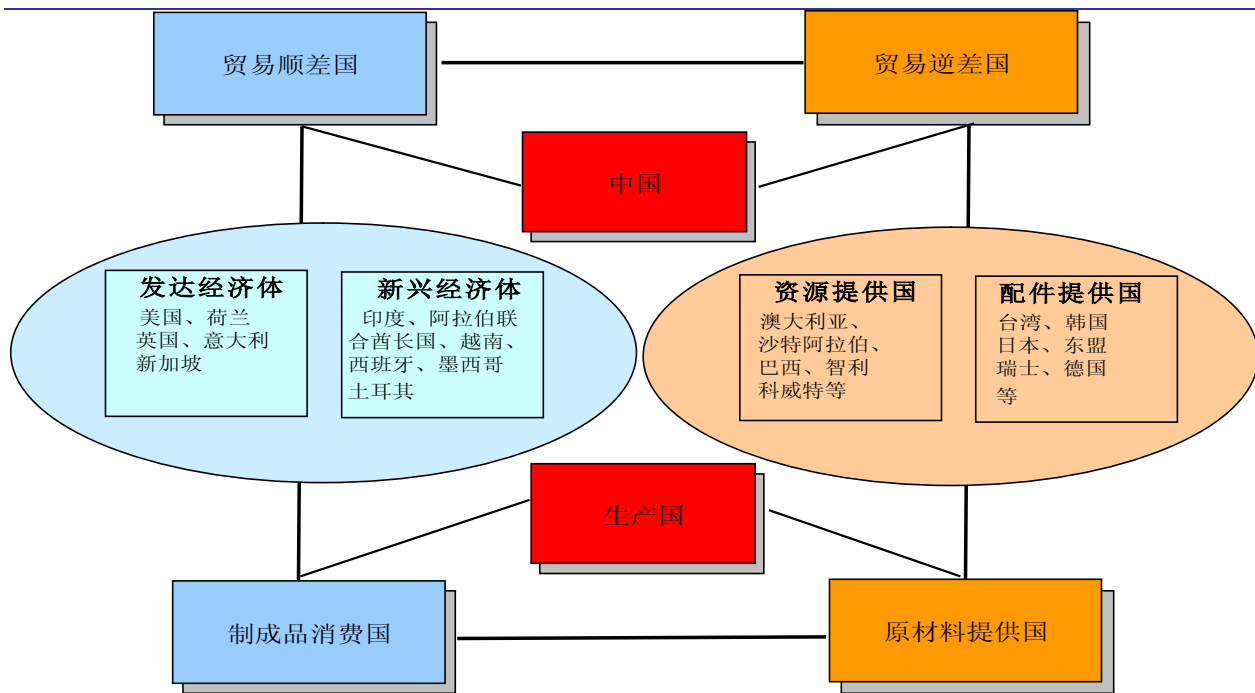


资料来源：申万研究

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。这种循环模式可以简单总结为从原材料提供国家进口资源和配件进行生产，然后在出口给包括发达经济体和新兴经济体在内的制成品消费国。从而形成对制成品消费国的巨额顺差，对资源和零配件进口国的巨额逆差。

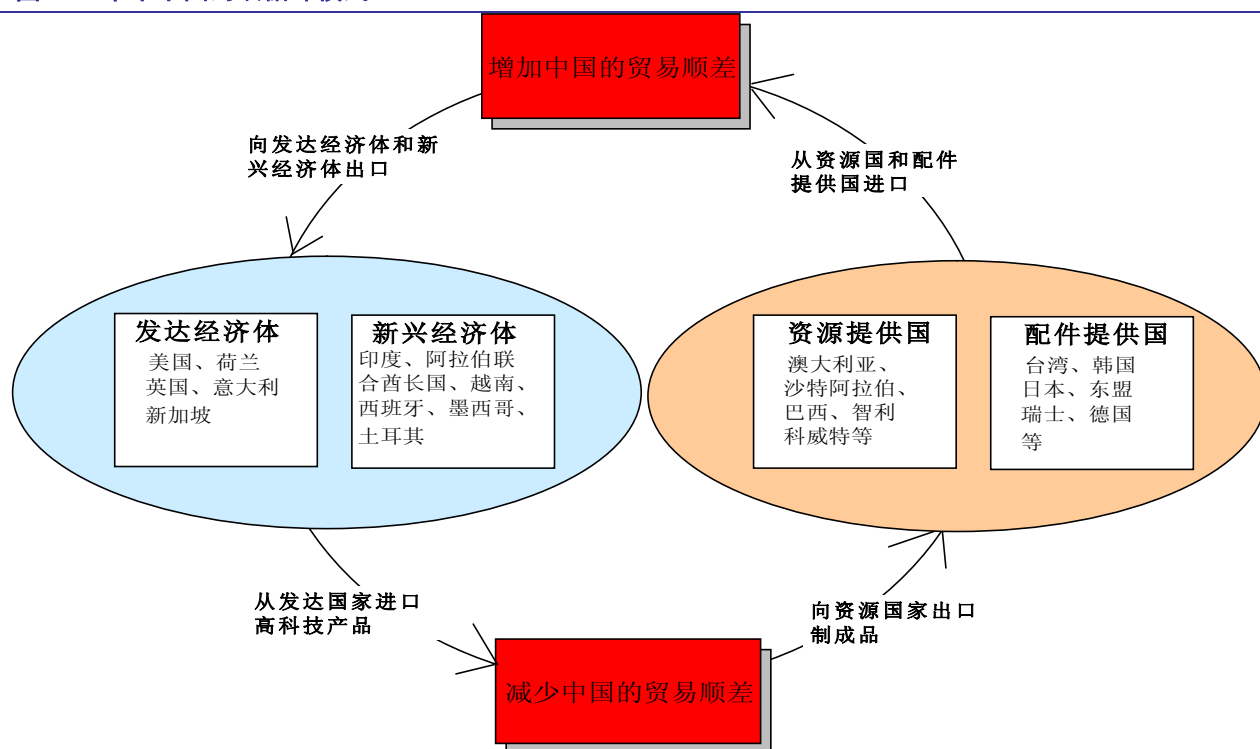
图 12：中国与全球的三角循环



资料来源：申万研究

但是，这种三角循环是单项的，在这种格局下，中国对外贸易腹背受敌。在外围经济环境恶化的条件下并不适合我国未来的发展。因此，需要从单循环向双循环转变，具体表现为：加大从发达国家进口高科技产品的力度，同时加大对资源国家的出口，减少中国巨额贸易顺差，实现贸易平衡。

图 13：未来中国的双循环模式



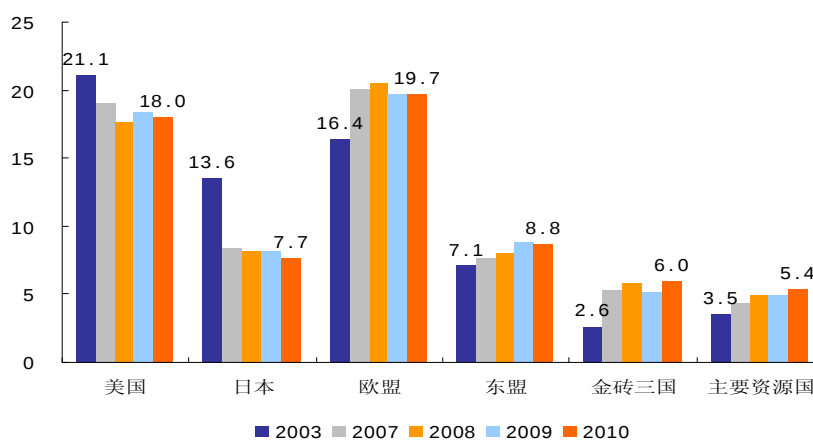
资料来源：申万研究

危机后，商务部也不断出台措施，减少进口高端设备、技术等进口税，努力促进贸易平衡。

从对主要国家和地区的出口占比看，我国对资源国的出口已经开始提速，对东盟和金砖三国的出口占比分别从2003年的7.1%和2.6%上升至2010年的8.8%和6.0%；对澳大利亚、智利、科威特等主要资源国的出口占比也从2003年的3.5%上升至2010年的5.4%。

虽然目前所占份额并不高，但十二五期间将成为一个趋势，并有望加速。

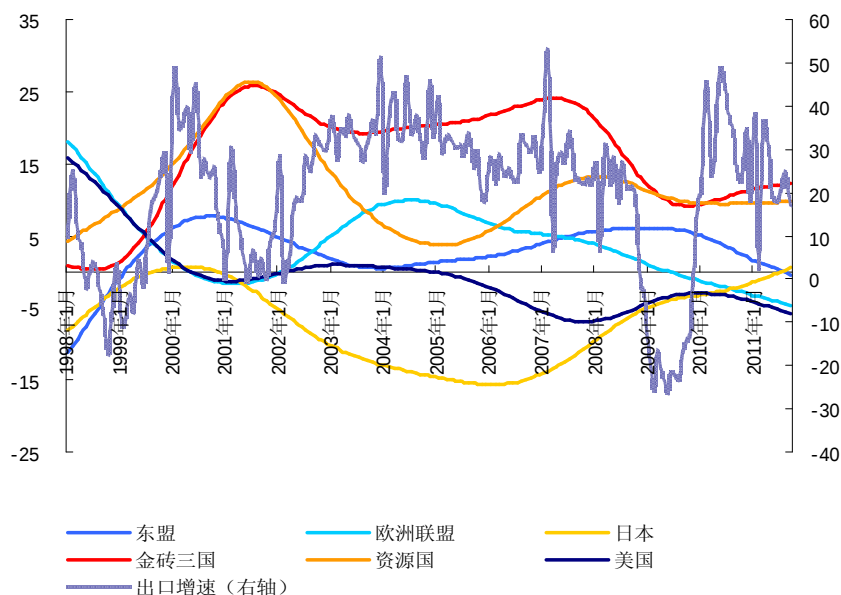
图 14：我国对不同地区的出口占比



资料来源：CEIC，申万研究

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。说明了我国资源国和配件提供国的出口增速已经有所提高。

图 15：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）

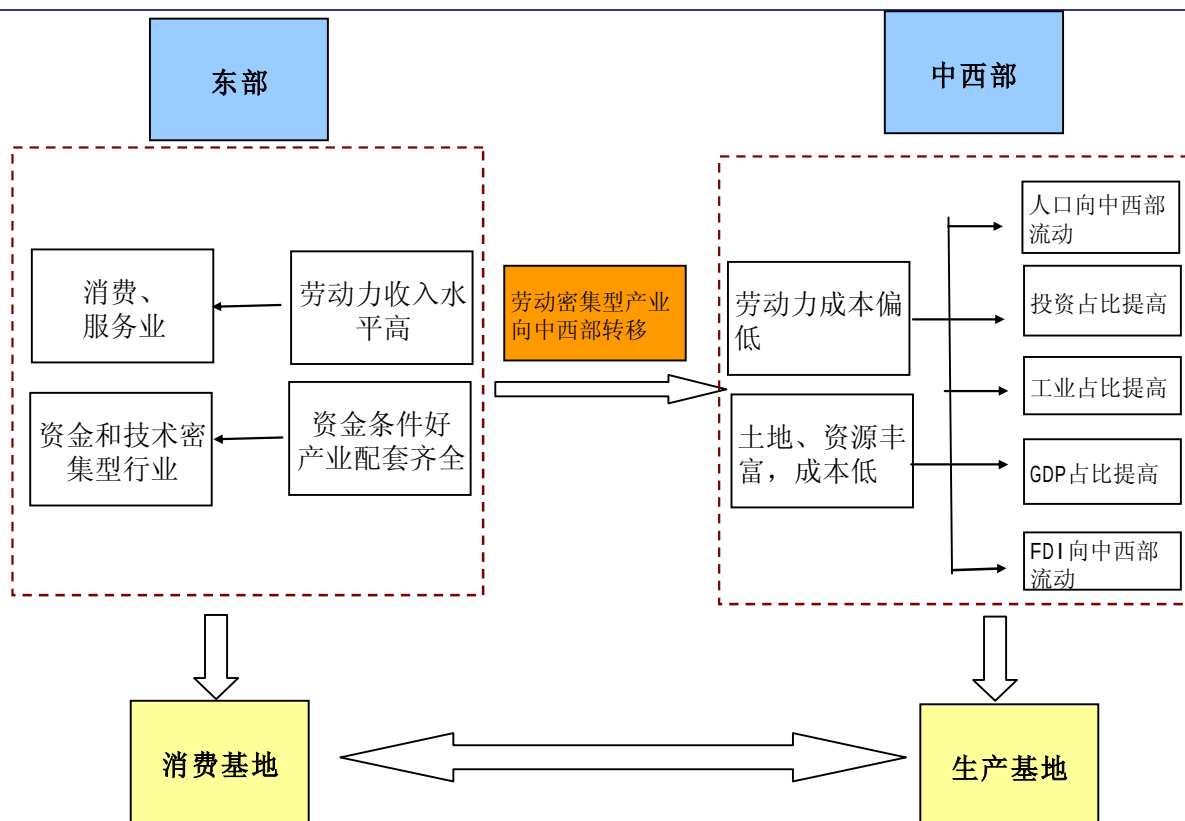
2.3 建立国内经济的良性循环模式

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。我国东部地区劳动力收入水平相对西部地区要高，可以引导其消费，发展服务业。东部地区的资金条件也相对较好，而且产业配套齐全，适合发展资金和技术密集型行业。应该努力将我国东部地区发展为“消费基地”。

相比东部地区而言，我国中西部地区劳动力成本偏低，土地、资源丰富，成本也相对较低。中西部的投资、工业以及 GDP 的占比都呈不同程度的增加。中西部大开发战略吸引了更多人口西迁，外商直接投资也逐渐向西部转移。应抓住机遇，将我国中西部建设成为“生产基地”。这样以生产促进消费，以消费带动生产，通过合理的区域分工建立起良性的经济发展循环模式。

图 16：促进国内区域合理分工



资料来源：申万研究

从图 17 可以看出，我国相关区域规划和经济区的设立，正不断地向我国中西部转移，这个趋势还将继续延续。2010 年以来，我国东部相关区域规划和经济区受国务院和相关部门正式批复的设立新增 5 个，中西部区域规划和经济区受国务院和相关部门正式批复的设立分别新增了 3 个和 7 个。

图 17：相关区域规划和经济区分布图



资料来源：申万研究

表 6：相关区域规划和经济区的设立

地域	相关区域规划及经济区设立	国务院及相关部门批复时间
东部	《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
设立浙江舟山群岛新区		2011-7-7
中部	《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
	《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
	《关于深入实施西部大开发战略的若干意见》	2010-6-29
西部	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

资料来源：申万研究

伴随着区域分工的合理优化，中西部的投资和工业增加值占比不断提高。

从东部地区和中西部地区的投资来看，2003年后，东部地区的投资占比逐年降低；中西部尤其是中部地区在2004年呈现转折性的增长；西部地区则在2006年后呈现突发性增长趋势。

东部地区的工业增加值占比也在2005年出现了下降，由2003年的73.42%，降低到2010年的67.58%；中部地区也在2004年呈不断增长趋势，由2004年的17.35%上升到2010年的22.44%；西部地区虽然在2004年后有所增长，但是增长的幅度不大，由2006年的8.52%上升至2010年的9.71%。

图 18：中西部投资占比上升

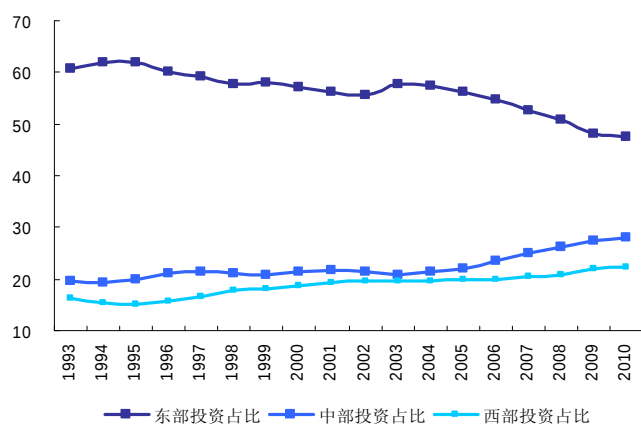
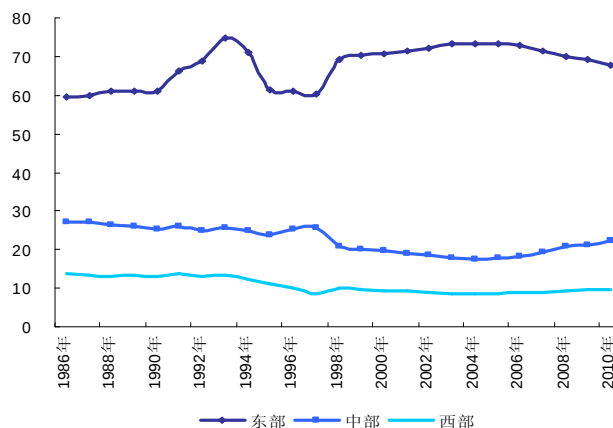


图 19：工业总产值占比：东部下降，中部提升



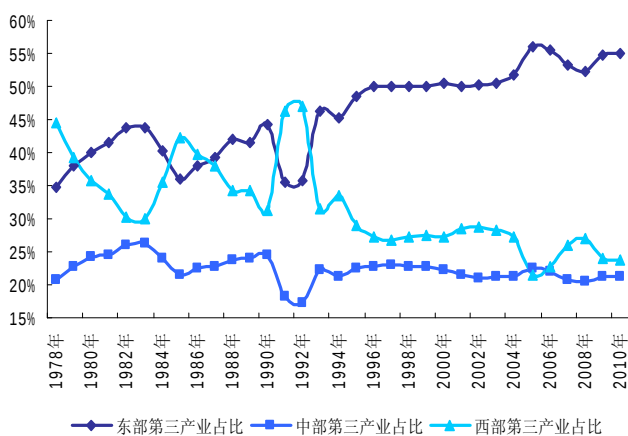
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

东部地区的第三产业占比从1992年就开始逐年增加，由1992年的35.75%增长到2010年的55.09%；中部地区也从1992年开始逐年递减，由1992年的47.07%下降到2010年的23.69%；西部地区由于发展相对缓慢，份额变化不明显。

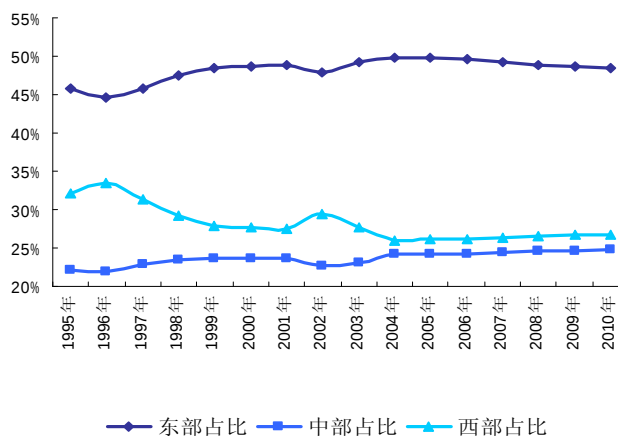
从社会消费品零售总额的占比情况看，自2003年之后，东部地区一直稳定在49%左右的高水平。

图 20：东部第三产业占比提升



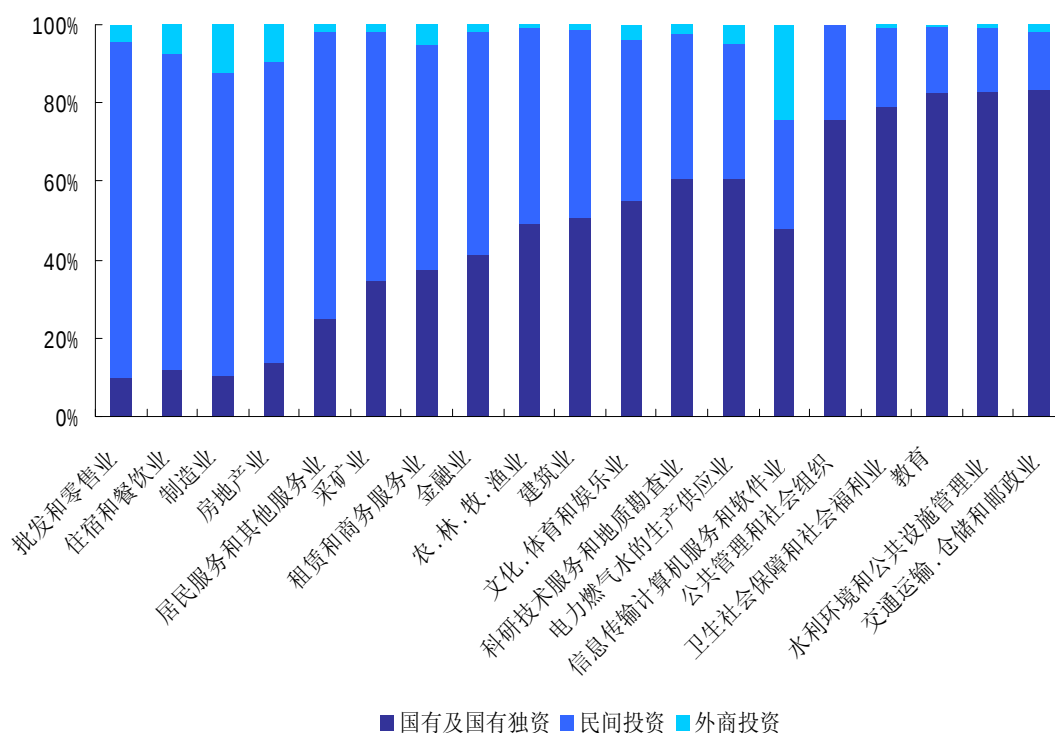
资料来源：CEIC，申万研究

图 21：东部地区在社会消费品零售总额中占绝对比重



资料来源：CEIC，申万研究

图 23：投资与需求之间的循环示意图



资料来源：《固定资产投资统计年鉴》，申万研究

国家在 2010 年公布了新非公 36 条，但是相关的配套措施迟迟没有出台。预计明年开始，有望出台。我们看好在新非公 36 条中提到的六大领域，以及相关的细分行业，如基础产业和基础设施领域、市政公用事业和政策性住房建设领域、社会事业领域、金融服务领域、商贸流通领域、国防科技工业领域等，关注破除垄断带来的行业发展机会。

表 7：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

		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

第二是生产性服务业。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，发展生产性服务业也是未来的大势所趋。

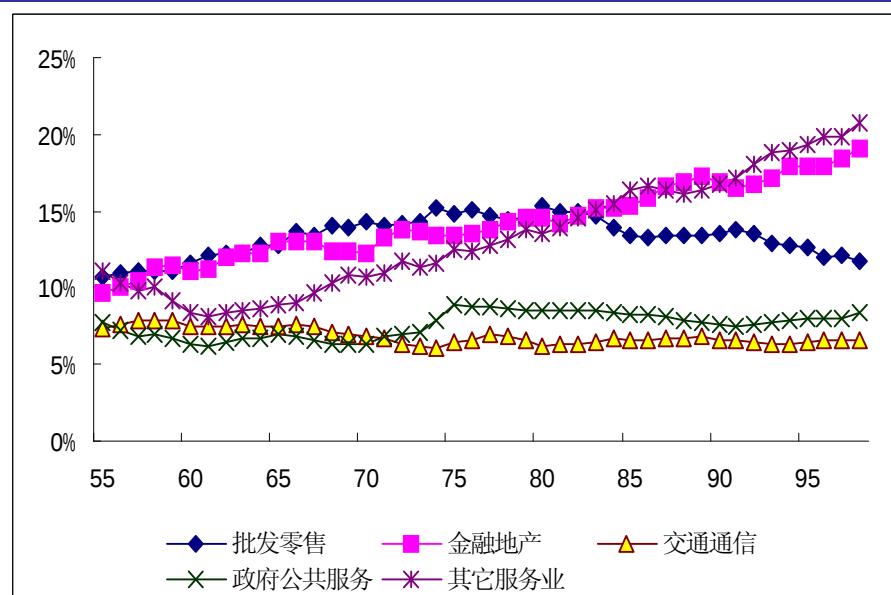
表 8：用作中间投入品的服务业占全部生产投入的比重

国家	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：CEIC，申万研究

从日本的实际情况来看，金融服务业和其他类型的服务业占 GDP 的比重呈逐年递增趋势，批发零售、交通通信、政府公共服务的占比则相对稳定。

图 24：日本主要服务业占 GDP 比重

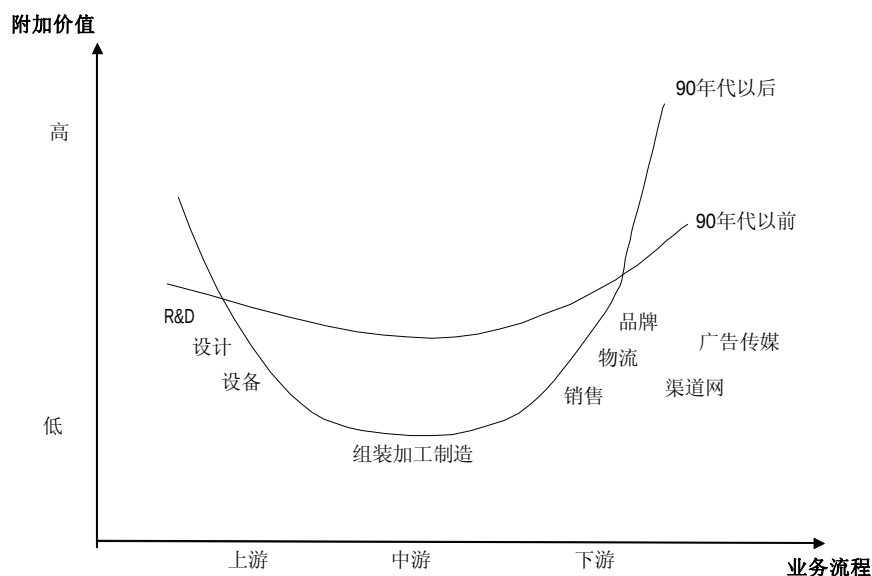


资料来源：CEIC，申万研究

上世纪 90 年代以来，产品附加价值主要集中在产业链的上游和下游。其中，上游的研究开发、设计和下游的品牌、物流、销售附加值增大趋势显著。

在发展生产性服务业方面，国家大力地出台政策予以支持。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，随着试点的推行以及推广，将对生产性服务业构成利好。

图 25：产品附加价值曲线（微笑曲线）



资料来源：申万研究

第三是战略性新兴产业。国家提出了发展战略性新兴产业，通过对节能环保、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

相关产业制定十二五规划，以促使战略性新兴产业的发展，优化我国产业结构。战略性新兴产业在开始阶段，虽然对经济的拉动有限，但将持续受益于政策支持。

表 9：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
《国务院关于加快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。

资料来源：申万研究

2.4 理顺要素价格，推动节能减排

十二五期间，在关注增长的同时，将更加关注增长质量。

危机之后，国际和国内都向实体经济投放了大量流动性，只有全球经济好转，通胀会很快起来。而明年是难得的通胀缓解的年份，因此明年资源税改革和节能减排的力度有望加大。

危机之后，资源税价格改革已经呈现加速：

2010年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个省区市实施。

2011年4月，财政部和国家税务总局统一调整了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。

此外，2011年9月21日国务院第173次常务会议通过了《国务院关于修改〈中华人民共和国资源税暂行条例〉的决定》，决定自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%。

明年可能的措施是：

成品油调价机制改革，缩短调价时间。

天然气调价机制改革，由国家制定指导价改成根据类似原油调价机制，根据参考标的相应调价。

表 10：资源税改革历程划

日期	信息来源部门	内容
2006-1-1	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。
2006-5-1	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。
2007-2-7	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。
2011-2-12	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。
2010-6-1	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%。
2010-12-1	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个省区市实施。
2011-4-1	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。
2011-9-30	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

除了资源税改革外，明年或者今年晚些时候会上调电价。随着我国经济的发展，需要用电以及高能耗用电的行业不同程度地出现了“电荒”，我国单位GDP的能耗也远远高于其他国家。全网电力供需开始出现明显拐点，正由季节性、局部性电力短缺转变为全年、全区域性电力短缺。

表 11：我国电荒严重

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，推升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 ，其中华中和华南地区将最为严重。 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

市场煤、计划电的格局导致火电企业亏损严重，2011 年 7 月规模以上火电企业亏损数量占比为 48.9%，电价改革势在必行。

除了资源税改革外，国家会继续加大节能减排的力度，中国单位 GDP 煤炭消耗量、铜消耗量和电力消耗量明显高于美国、日本和印度。

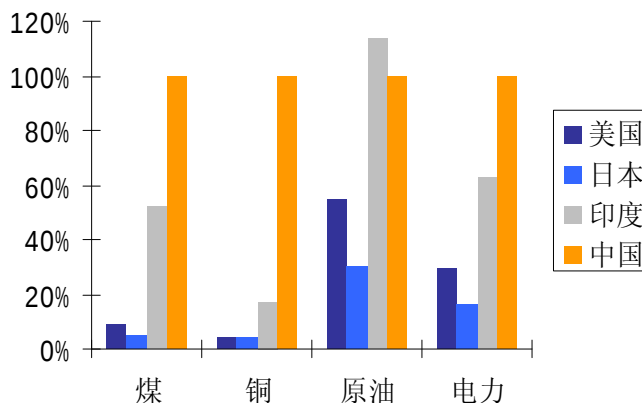
工信部也明确提出工业领域十二五主要节能减排目标：2015 年单位工业增加值能耗、二氧化碳排放量和用水量分别比十一末降低 20%左右、20%以上和 30%，工业 COD、二氧化硫排放总量减少 10%，工业氨氮、氮氧化物排放总量减少 15%，工业固废综合利用率提高到 72%左右。任务相当严峻，不可能再像十一五那样等到最后一年集中考核节能减排情况。

图 26: 电价改革势在必行



资料来源: CEIC, 申万研究

图 27: 单位 GDP 资源消耗量对比 (中国=100%)



资料来源: CEIC, 申万研究

3、2012 年经济和政策前瞻

在十二五规划全面展开的情况下,我们对明年经济不悲观。增长回落,但总体风险不大;通胀回落,但不至于会出现通货紧缩;宏观调控从控通胀到稳增长转变,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。政府再推类似四万亿的概率不大,更有可能通过十二五项目的大规模推开来对冲经济的惯性下滑。

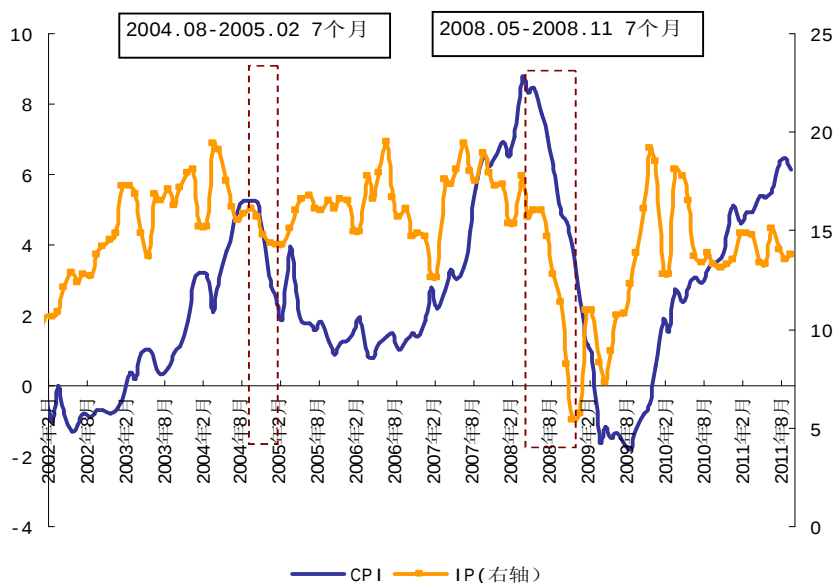
3.1 2012 年中国经济前瞻

我国明年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。

我们预计从年内四季度到明年上半年,经济将处于衰退阶段,即 CPI 和以工业增加值为代表的增长均出现下滑。从历史上看,2004 年 8 月至 2005 年 2 月、2008 年 5 月至 2008 年 11 月都出现了经济衰退,历时均是 7 个月。考虑到政府换届等特殊因素,我们倾向于认为这次衰退时间会比以往要长。

考虑到房地产投资、出口走势以及政策的滞后效应,预计从 3 季度开始,,中国有望进入复苏阶段。

图 28：历史上的衰退阶段及时间跨度



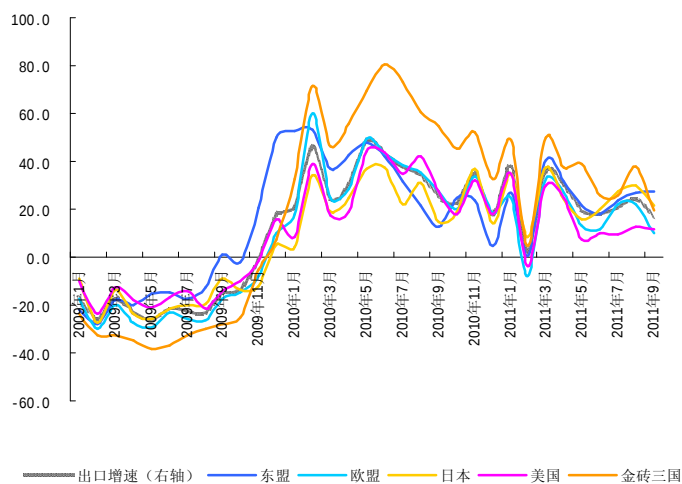
资料来源：CEIC，申万研究

3.1.1 经济回落主要来自出口和地产

明年上半年经济的回落主要受出口和地产投资的回落带动。

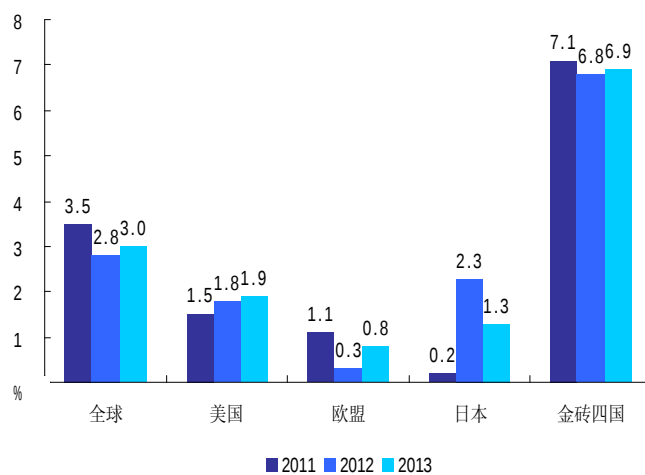
首先，受全球经济放缓影响，明年出口增速将比今年有所回落。但是从结构上看，明年出口也将呈现结构性特征，对美国和日本的出口增速比今年略有好转，但是对欧盟和以金砖为代表的新兴经济体出口将下降。

图 29：中国对主要经济体出口经济增长率



资料来源：CEIC，申万研究

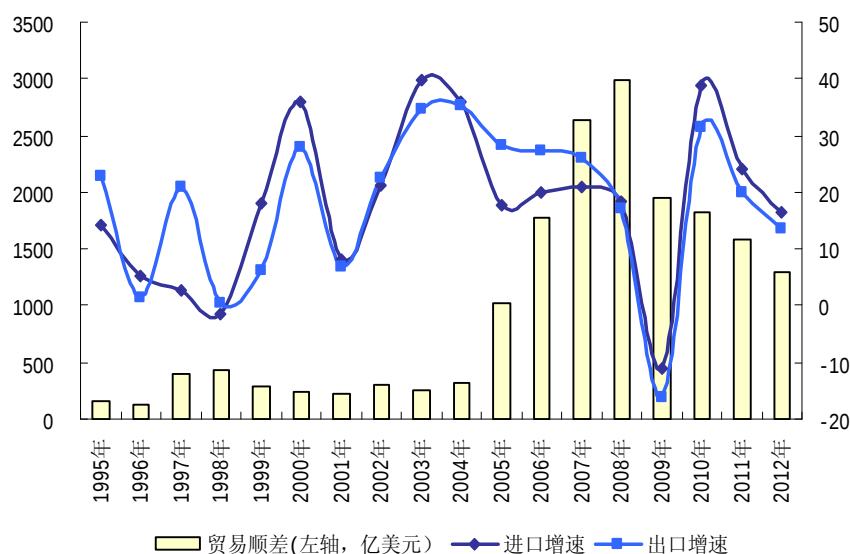
图 30：2012-2013 年主要经济体经济增长预测



资料来源：CEIC，申万研究

预计明年出口增速为 13.5%，比 2011 年的 20% 多的增速有所下降；而受国内经济放缓的影响，明年进口增速预计放缓至 16.5%，贸易顺差减少至 1291 亿美元。

图 31：进出口增长率对比以及顺差变化



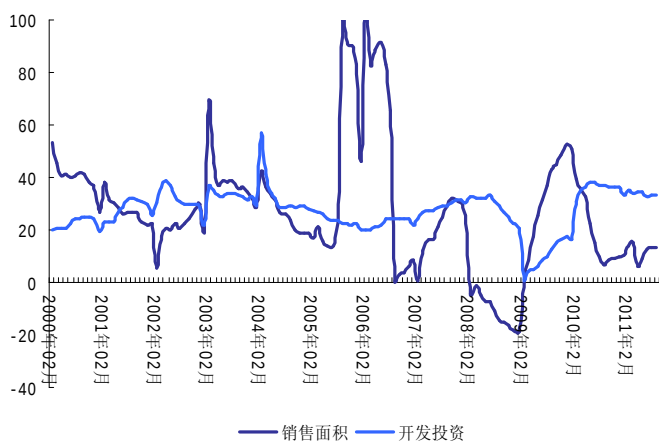
资料来源：CEIC，申万研究

受紧缩的房地产市场调控政策影响，房地产销售面积已经出现了加速下滑的迹象，历史数据表明，房地产销售面积增速领先房地产开发投资增速 5-7 个月，因此明年上半年房地产开发投资增速预计将呈现加速下滑走势，明年 2 季度单季的房地产投资增速预计将回落至个位数。

随着经济的不断下滑，政策将逐渐从此前的控通胀转到稳增长，加之明年限购政策陆续到期，房地产市场调控可能会出现明紧暗松的状况，下半年房地产投资增速有望再次拐头向上。

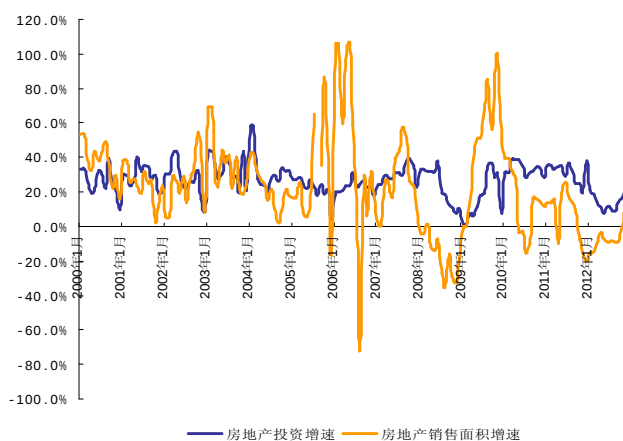
根据申万地产研究员的估计，2012 年的房地产投资增速预计回落至 15%。

图 32：房地产销售面积增速领先房地产投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

图 33：2012 年预计房地产投资增速为 15%



资料来源：CEIC，申万研究

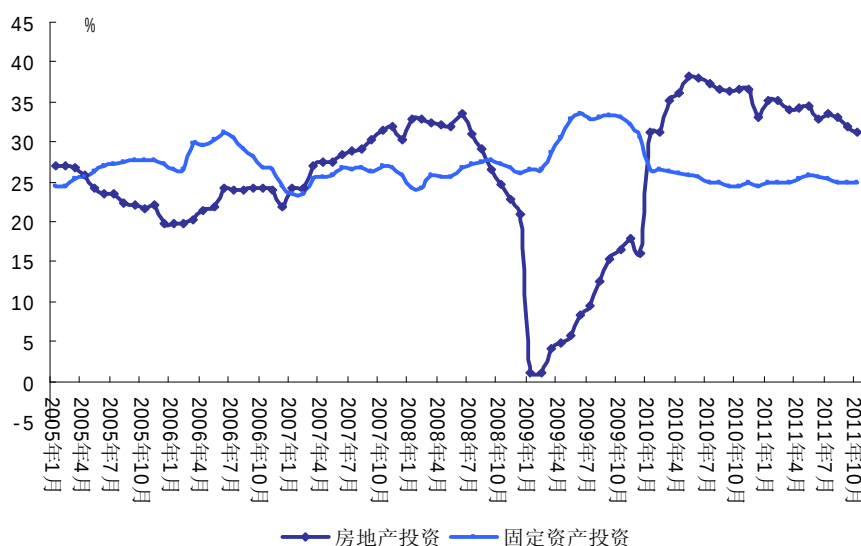
出口和房地产两者的回落叠加在一起，使得经济有加速回落的风险。靠市场力量，经济将呈现惯性下滑。

3.1.2 支撑经济的力量主要来自加快实施的十二五项目

在经济面临加速下滑风险的情况下，考虑到明年国内通胀压力明显缓解、地方和中央新一届领导人逐渐确定，明年十二五项目的加快实施，有望成为政府稳增长的重要手段。

从历史看房地产投资增速回落，固定资产投资增速还是可以保持在较高水平，除了比较特殊的2009年外，2005年间房地产投资大幅回落，但是整体固定资产投资仍维持高位，这说明非房地产投资也能在一定程度上弥补房地产投资的下滑。2011年政府的“退”为2012年政策的“进”预留了足够空间。

图 34：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

鉴于明年十二五项目将加快实施，明年的基础设施投资增速有望提升。十二五期间国家对水利、电网、节能环保、海洋工程装备、文化产业等领域都设定了具体的投资计划，这些主要项目的实施将对明年的稳定增长起到积极的作用。预计明年的基础设施投资增速有望从今年的6.6%提升至14.6%。

表 12：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：申万研究	

从投资的结构占比看，基础设施投资和房地产投资占整体投资的比重分别为 21.4% 和 20%，基础设施投资的提升能从一定程度上弥补房地产投资的下滑。

图 35：2010 年投资结构占比

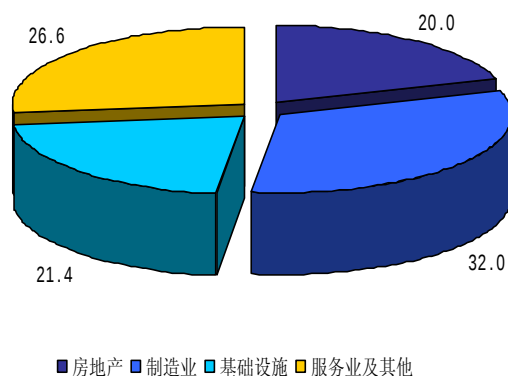
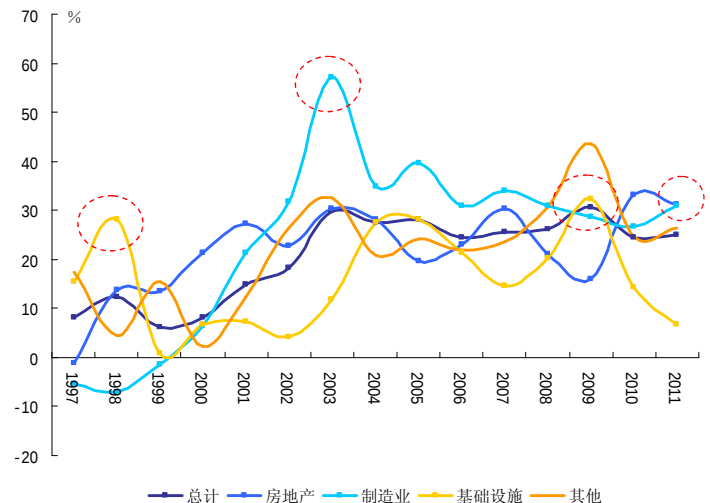


图 36：基础设施投资带动制造业投资



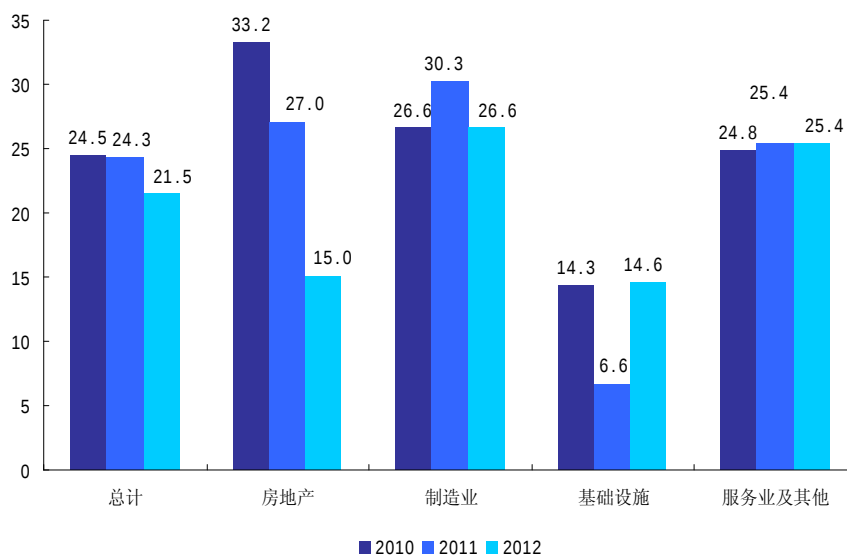
资料来源：CEIC，申万研究

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，我们预计 2012 年投资增速为 21.5%，比 2011 年的 24.3% 小幅回落。

图 37：2010-2012 年投资分类结构

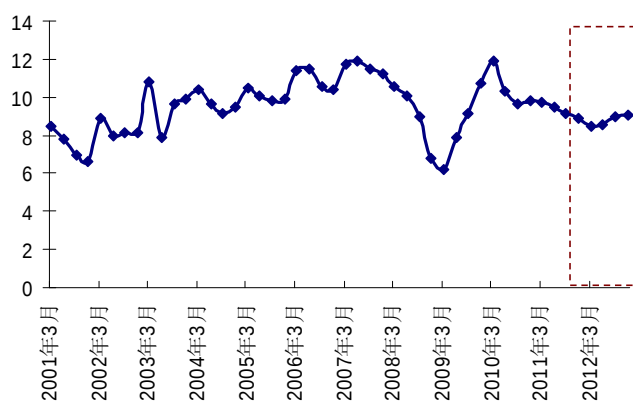


资料来源：CEIC，申万研究

3.1.4 2012 年中国经济前瞻

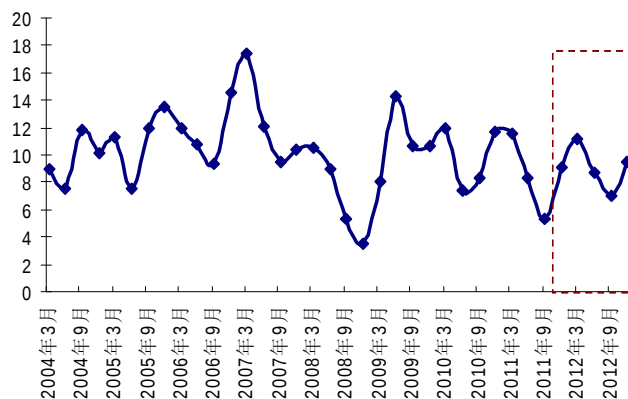
总体上我们对经济增长不悲观，增长会有所回落，但总体风险不大，预计明年 GDP 增速为 8.6%，呈前低后高的态势。

图 38：GDP 同比增速及预测



资料来源：CEIC，申万研究

图 39：GDP 环比增速及预测

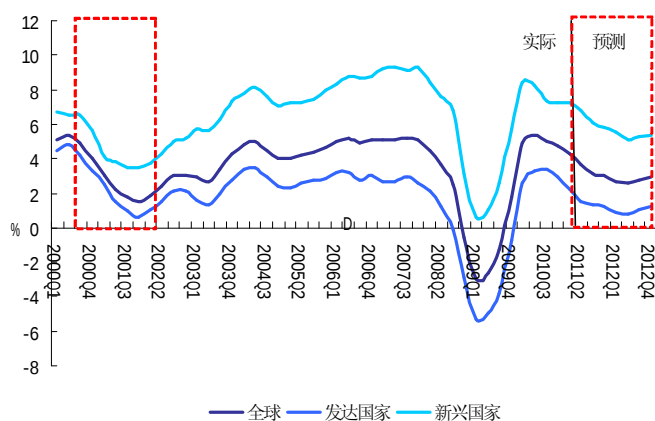


资料来源：CEIC，申万研究

3.1.5 经济拐点可能在 6 月份前后

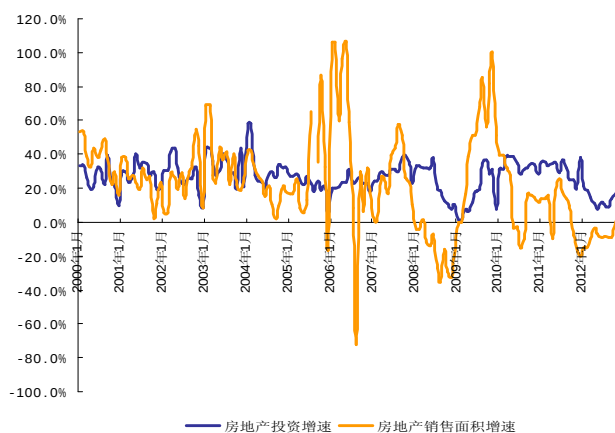
经济拐点将出现在 6 月份前后，其中，房地产投资低点在 2 季度，世界经济前低后高，出口可能是前低后高，两会之后稳增长政策加力，滞后效应会在 6 月份前后体现。

图 40：明年世界经济将呈现前低后高走势



资料来源：CEIC，申万研究

图 41：房地产投资前低后高



资料来源：CEIC，申万研究

3.2 通货膨胀压力减轻、呈前高后低

明年输入性、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。回落会主要集中在上半年，下半年物价涨幅会基本稳定。

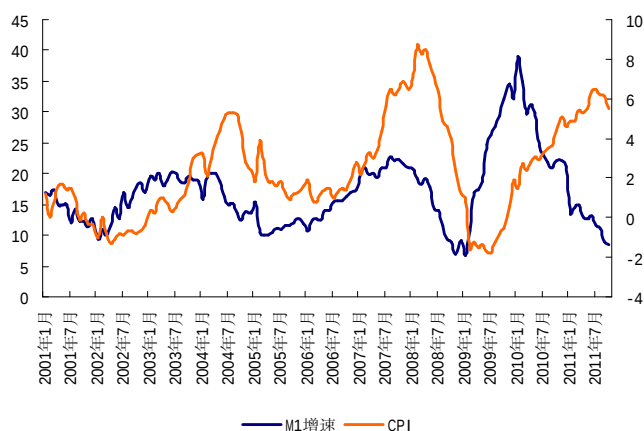
3.2.1 宏观条件有利于通胀回落

从宏观条件看，流动性和经济增长的双双回落，使得通胀压力明显减轻。

历史数据表明，流动性指标M1增速领先于CPI约6个月经验，M1增速的不断回落，降低了明年物价的流动性压力。

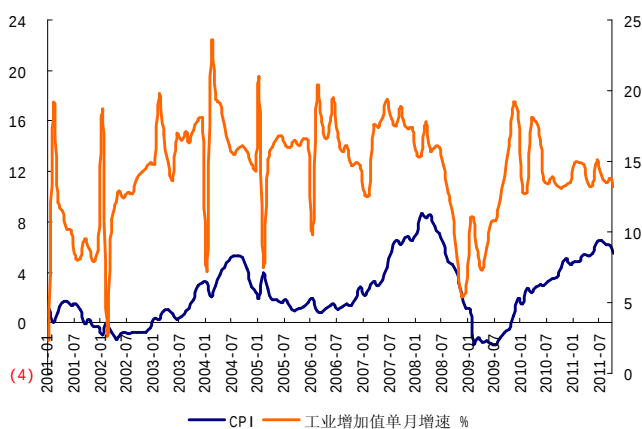
此外，代表经济增长的工业增加值增速也领先于CPI，而工业增加值的不断回落，降低了通胀的需求端压力，也有利于明年通胀的回落。

图 42：M1 增速领先 CPI 约 6 个月



资料来源：CEIC，申万研究

图 43：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

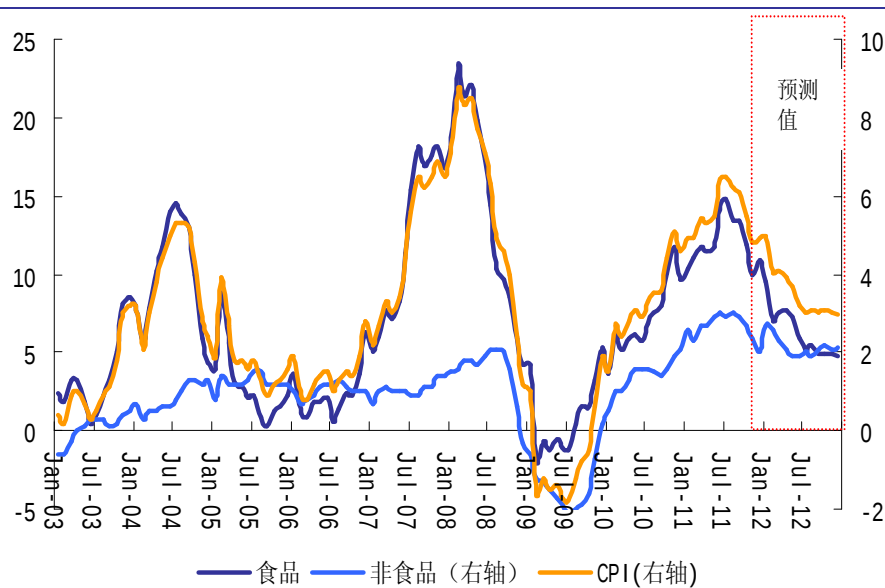
预计明年 CPI 为 3.2%，食品和非食品价格涨幅分别为 5.6% 和 2.2%，分别比 2011 年回落 6.5 和 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落幅度将明显大于非食品。

表 13：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

图 44：2012 年食品和非食品价格涨幅预测

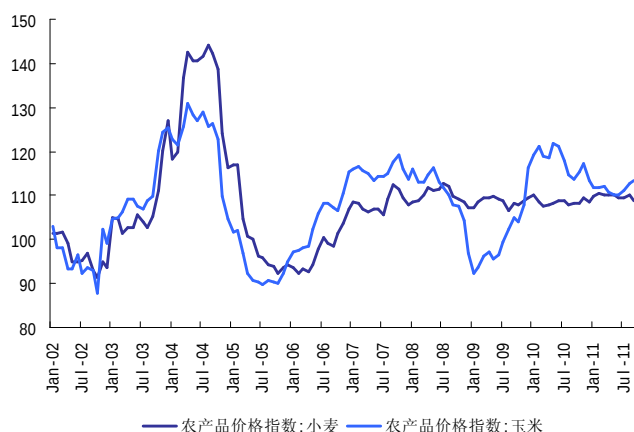


资料来源：CEIC，申万研究

食品价格中，重点关注占比偏高的粮食和猪肉价格。

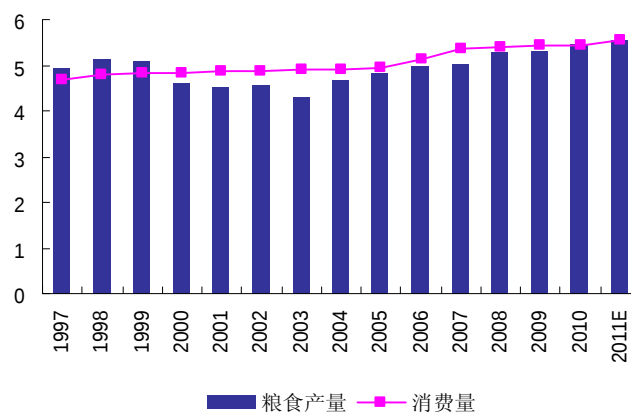
首先，我国的粮食供求基本平衡，加之今年秋粮连续第八年增产，粮食库存也维持高位，预计明年粮价涨幅基本稳定。

图 45：粮食价格涨幅正常



资料来源：CEIC，申万研究

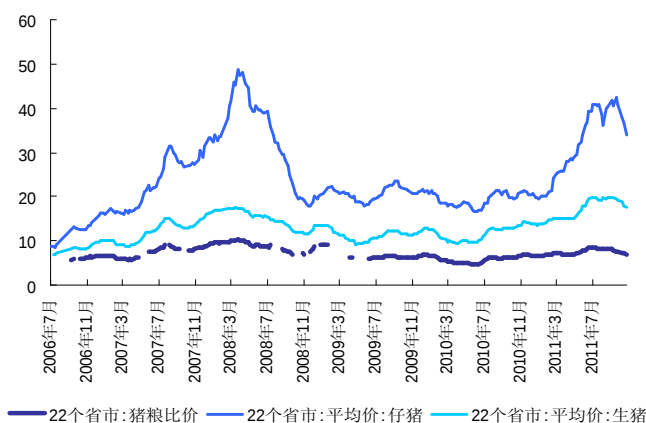
图 46：粮食供求基本平衡



资料来源：申万农业组，申万研究

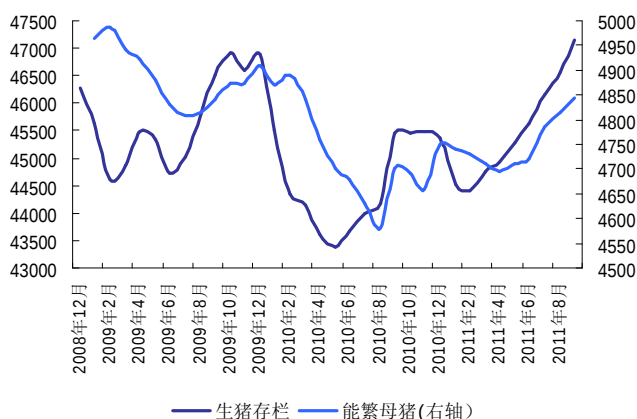
其次，明年猪肉价格涨幅将比 2011 年明显回落。高盈利推动农户积极补栏，当前生猪存栏量已经超过 2009 年峰值，供给的改善将抑制猪肉价格的上涨，近期猪肉价格的回落就是很好的证明。未来需要关注的是猪肉价格的持续回落对后期补栏的影响。

图 47：仔猪、生猪价格及猪粮比趋稳



资料来源：Wind，申万研究

图 48：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

明年非食品价格涨幅比今年仅回落 0.5 个百分点的主要原因是受资源要素价格改革和电价上调的影响。

根据我们的测算，如果电价上调 20%，将带动 CPI 上升 0.5 个百分点，如果水电燃料价格均上调 20%，将带动 CPI 上涨 1.1 个百分点。

表 14: 水电燃料等提价对 CPI 的影响

	占消费比重	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

中国的通货膨胀呈现周期和结构叠加的影响, 从这两个方面看, 明年通胀预计回落至 3.2%, 回落的幅度不大。周期性力量、需求和货币紧缩的滞后效应, 都有助于通胀的回落。但两个方面的变化使得通胀仍然承压: 一是全球流动性泛滥使得大宗商品价格难以大幅度回落。二是资源要素价格改革, 如电价的上调等。

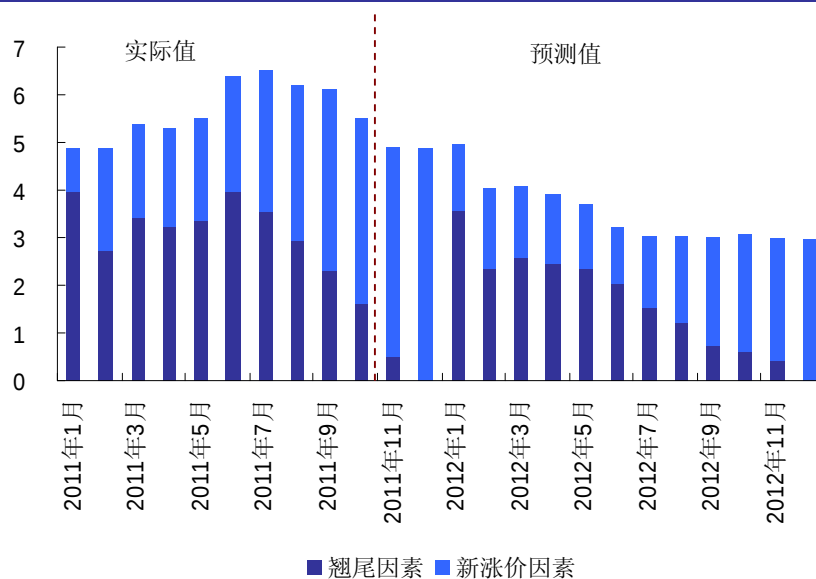
表 15: 年度翘尾和新涨价因素预测

年份	CPI	食品	非食品
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	3.5	1.7	1.8

资料来源: CEIC, 申万研究

从全年的通胀走势看, 1 月份受春节错位的影响, 预计 CPI 会比 2011 年 12 月的 CPI 有小幅提升, 但之后将步入下降通道, 下半年通胀基本保持稳定, 全年呈现前高后低的走势。

图 49：2011 年以来月度物价走势及预测

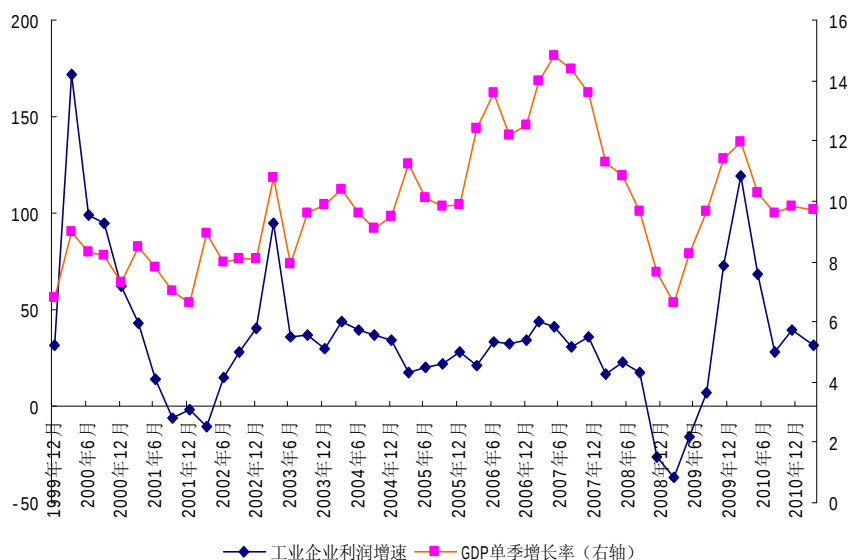


资料来源：CEIC，申万研究

3.3 需求回落带动企业盈利增速下滑

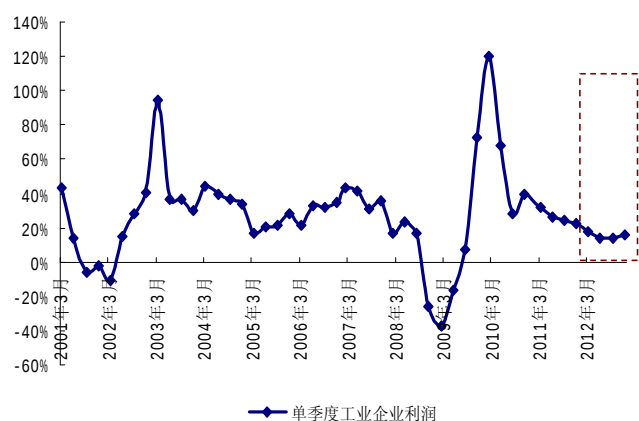
工业企业利润与需求密切相关。需求回落一方面使得企业融资需求减退，缩减生产规模；另一方面也会带动企业盈利增速下滑。预计 2012 年工业企业利润增速为 15.5%，低于今年的 26%，呈现 U 型走势。

图 50：利润增长率与经济走势密切相关



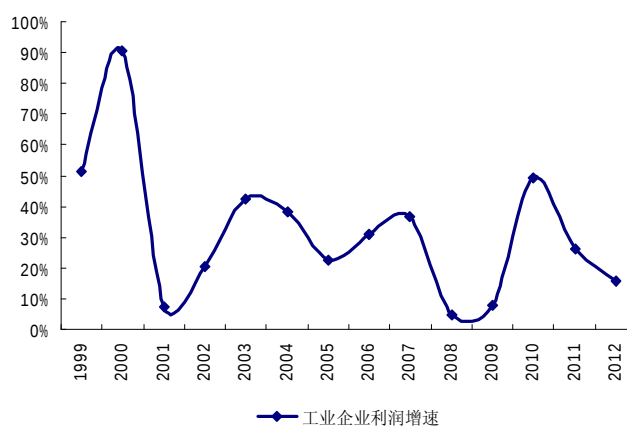
资料来源：CEIC，申万研究

图 51: 季度工业企业利润预测



资料来源: CEIC, 申万研究

图 52: 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

鉴于以上分析,我们认为2012年将是经济和通胀双回落的年份。投资、消费和出口增速均比2011年有所回落,流动性有所改善,存贷款利率保持不变。下表是我们对主要指标的预测,供参考。

表 16: 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

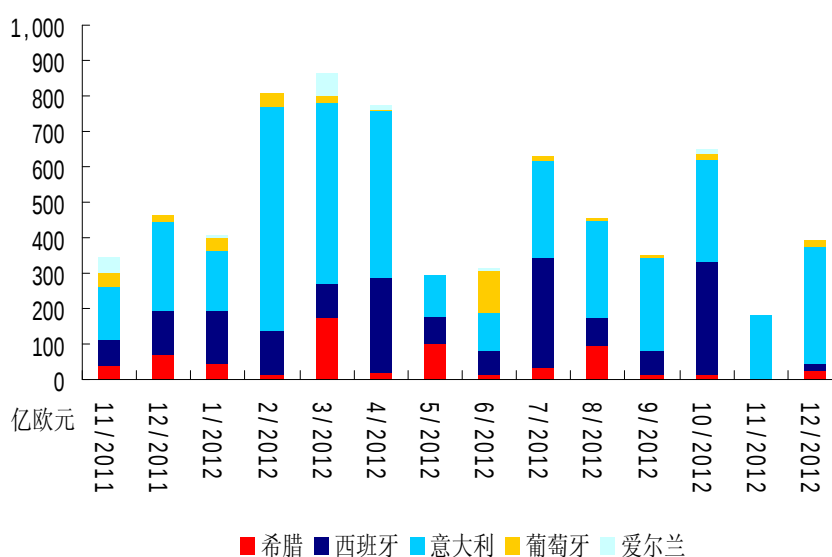
资料来源: 申万研究

3.5 2012 年政策前瞻

明年宏观调控的重点将由控通胀转向稳增长，政策表呈现“财政政策有为，货币政策无为”的格局。

相对于欧美财政政策空间受限，我国具有更多的空间。首先是财政政策。我国的政府负债率总体上并不高。结构性减税可以推行。其次在货币政策方面，利率和存款准备金率都可以下调。考虑到相对于3%的物价水平，我国的利率水平并不高，利率大幅度下调的空间不大。下调存款准备金率，稳定货币增长将是最主要的手段。政府再推类似四万亿的概率不大，更有可能通过十二五项目的大规模推开来对冲经济的惯性下滑。

图 53：欧洲边缘国家 2012 年的未到期债务（本息和）



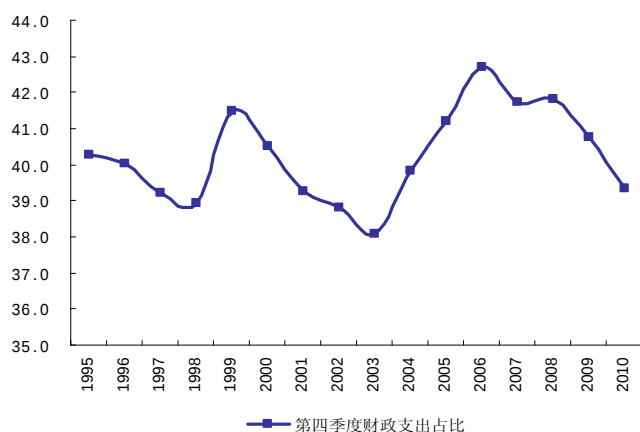
资料来源：Bloomberg，申万研究

3.5.1 财政政策将发挥更大作用

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，从可运用的政策看，主要有三方面：

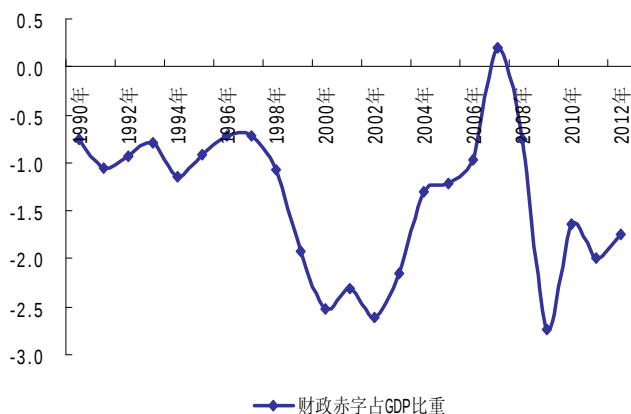
第一，赤字政策。从财政赤字占 GDP 比重看，我国财政政策还有空间。假定 2012 年财政赤字为 9000 亿元，则财政赤字占 GDP 比重约 1.7%，在 2011 年的基础上继续收窄，相对于 2000 年、2002 年和 2009 年，赤字政策还有巨大空间。

图 54：年底突击花钱现象有所改善



资料来源：CEIC，申万研究

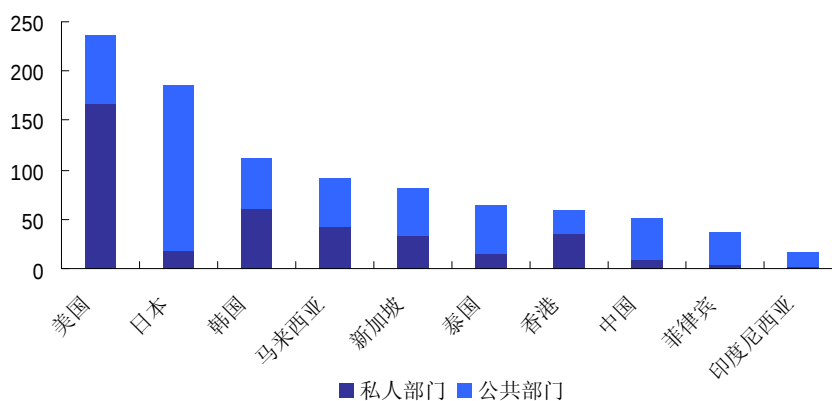
图 55：财政政策还有空间



资料来源：CEIC，申万研究

第二，国债政策。与发达国家相比，我国的国债余额占 GDP 比重偏低，未来国债发行仍存较大空间。2009 年，我国国债余额占 GDP 比重为 40.8%，远低于日本 167.5%和美国的 70%。

图 56：我国国债余额占 GDP 比重偏低



资料来源：中国债券，申万研究

假定明年预算赤字为 9000 亿元，其中中央赤字为 7000 亿元，中央代地方政府发行或者允许地方政府发行 2000 亿元国债，则明年国债发行规模约为 15281.9 亿元，国债余额占 GDP 比重比 2011 年小幅回落。

表 17：预计 2012 年国债发行规模约为 15281.9 亿元

年份	国债到期规模 (亿)	国债发行规模 (亿)	净发行 (亿)	当年中央赤字 预算 (亿)	当年中央赤字 决算 (亿)	地方财政赤字 预算 (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：申万研究

第三，结构性减税。今年以来，政府已经在多领域实施结构性减税措施，例如提高个税起征点；对企业持有的 2011-2013 年发行的中国铁路建设债券取得的利息收益减半征收企业所得税；出台《支持小型和微型企业发展的金融财税措施》，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；以及近期出台的自明年 1 月 1 日起实施营业税改增值税试点。明年以及未来，结构性减税有望作为促进经济发展、实现调结构的重要手段，在更多领域实施。

表 18：2011 年以来的结构性减

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。 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技术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

密切关注营业税改增值税试点对不同生产性服务业的促进作用。根据规定：自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。

根据我们的计算，如果实行6%的低档税率，交通运输业、房地产管理及中介业、租赁及商务服务业、计算机服务业和通信服务业收益明显。关注营业税改增值税在具体行业的实施细则，评估各行业的收益情况。

表 19：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
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。

资料来源：申万研究

表 20：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%

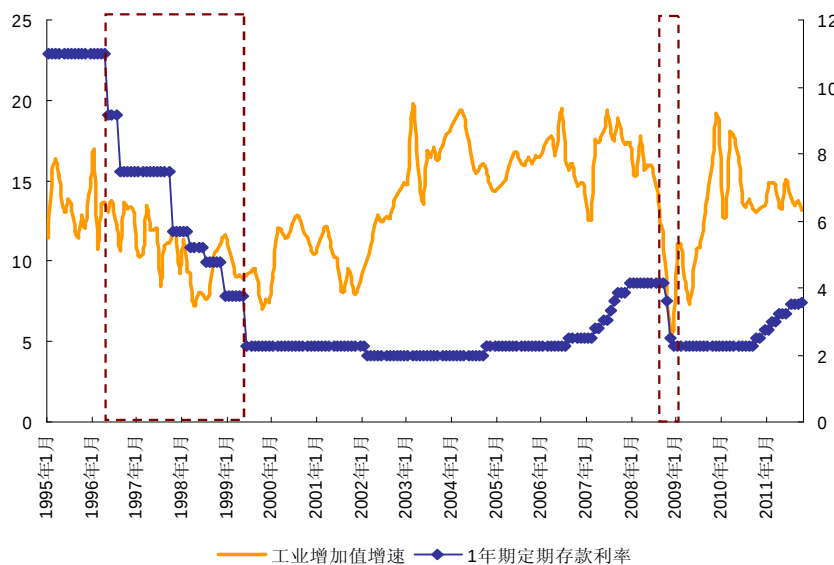
资料来源：申万研究

3.5.2 货币政策

(1) 利率政策

货币政策方面，利率和存款准备金率都可以下调。但 2012 年利率政策运用的空间不大。原因一是考虑到相对于明年 3.2% 的物价水平，我国的利率水平并不高（一年期存款利率 3.5%），利率和物价水平基本持平，二是在资金已经大量流出的情况下，下调利率将加剧资金流出。

图 57：历史上利率下调的前提是经济大幅回落

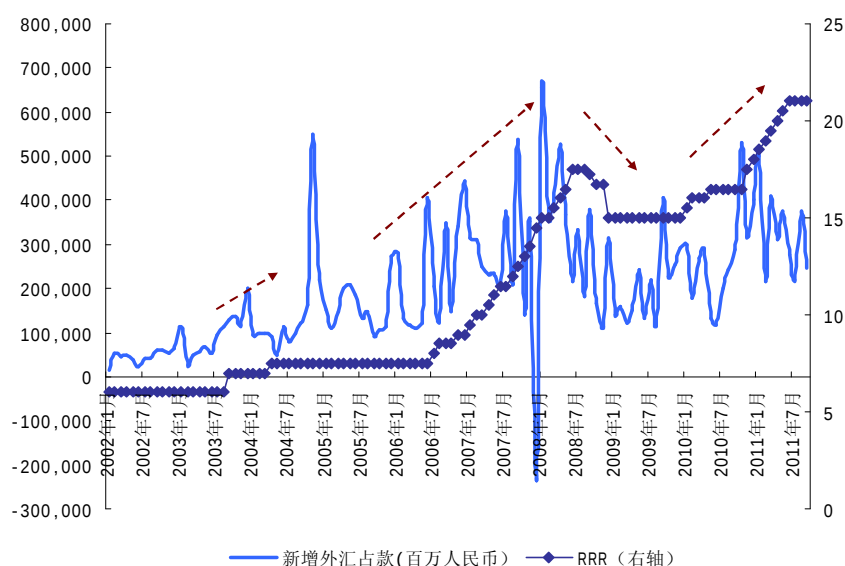


资料来源：CEIC，申万研究

(2) 准备金率

下调存款准备金率，稳定货币增长将是最主要的手段。准备金率的调整与新增外汇占款关系密切，当外汇占款增加时，央行上调准备金率的压力增大，当外汇占款降低时，央行上调准备金率的压力减小。

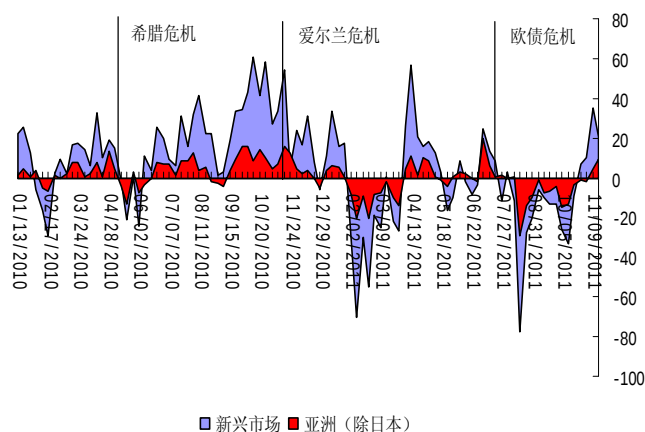
图 58：准备金率的调整与新增外汇占款密切相关



资料来源：CEIC，申万研究

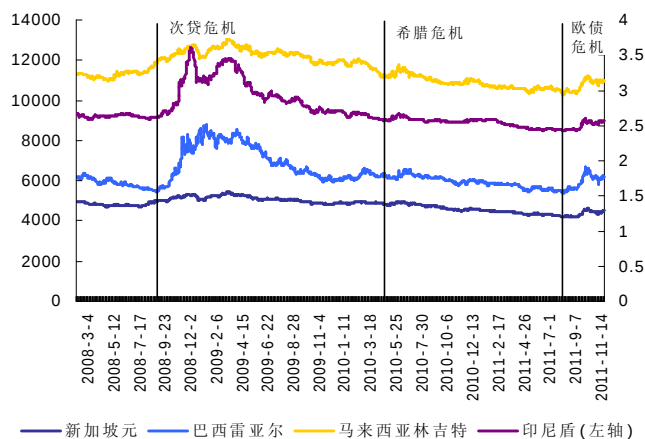
尽管我们认为从中长期来看，资金从发达市场流入新兴市场的趋势没有改变，但从短期内看，在欧债没有解决之前，资金流出中国的趋势难改。因此在明年上半年之前，存款准备金率可能存在2个百分点的下调空间。

图 59：危机或者动荡往往导致资金回流



资料来源：EPRF，申万研究

图 60：危机爆发后，部分国家的货币出现贬值

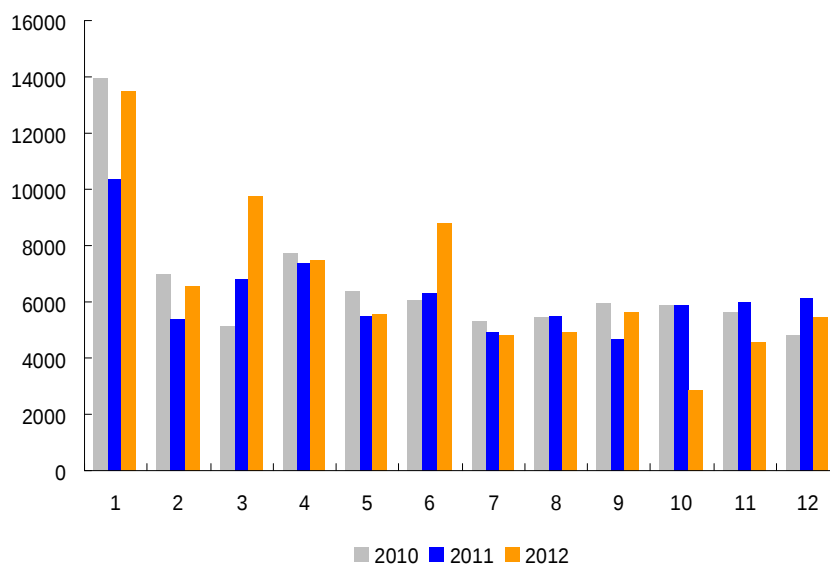


资料来源：EPRF，申万研究

（3）信贷

预计明年还将维持稳健的货币政策，但是流动性比今年稍宽松。根据 GDP 增速及物价涨幅，预计明年贷款余额增速为 14.6%，新增信贷投放为 8 万亿。

图 61：2012 年月度信贷投放预测（亿元）

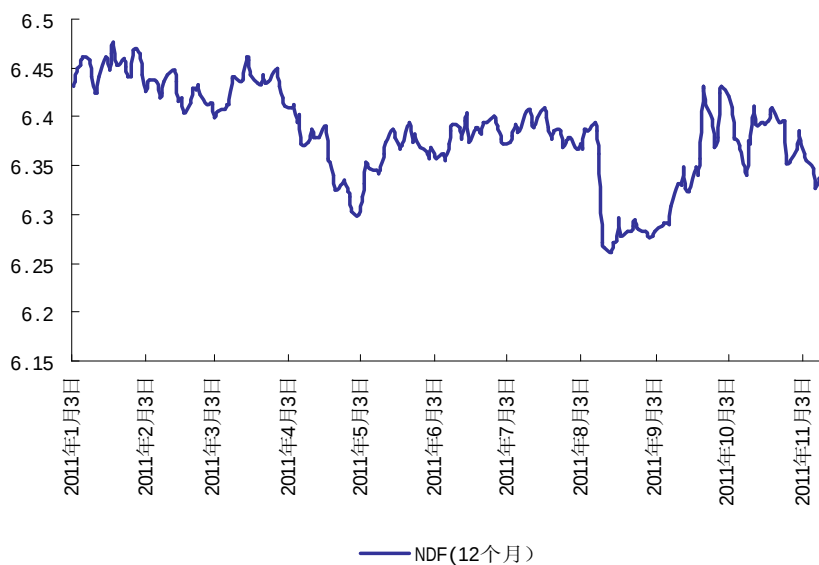


资料来源：CEIC，申万研究

（4）汇率

人民币汇率升值有助于促进我国的贸易方式调整，因此汇率政策已经成为我国调结构的一个重要的宏观政策。尽管资金流出，加大了人民币贬值的压力，但在次贷危机期间人民币都没有贬值，当前贬值的可能不大。在经济不出现大问题，出口仍能保持 10% 左右的的增长的情况下，我们认为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 左右。

图 62：一年期 NDF 走势



资料来源：Bloomberg，申万研究

附录：重要事件及时间点关注

表 21：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

资料来源：申万研究

信息披露

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 索取有关披露资料或登录 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。