

2012 年 03 月 19 日

从减法到加法

——2012 年春季宏观报告观点概要

相关研究

重回“十二五”——2012 年中国经济报告观点概要
2011 年 11 月 16 日

弱周期&新增长
-2011 年秋季宏观报告
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 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

证券分析师
李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004
mengxi@swsresearch.com

研究支持
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com

徐有俊
xuyj@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：

- 从减法到加法。准确研判当前经济需要转换视角。过去 3 年中国经济一直在做减法，在主动调控，以货币正常化（通货膨胀和房地产价格上涨得到控制）、基础设施投资增速下降到个位数、地方融资平台问题基本上得到解决为标志，主动调控基本结束，政策重点转向通过改革做加法。落实新非公 36 条、出台战略性新兴产业及具体行业十二五规划、推动中西部发展、加快要素价格改革是今年的重点。收入分配制度改革和土地流转制度改革是未来的改革重点。这是未来中国的希望所在。
- 等待转机。就今年而言，我们依然认为通胀不是问题，核心矛盾在增长，2 季度能看到拐点和转机。2 季度经济走势的两种可能：1、惯性下滑；2、政府出手抑制经济下滑。我们认为第 2 种情形出现的概率较大。货币政策（降准、降息）、财政政策（加快资金拨付）、项目（十二五、战略性新兴产业、放松垄断）加快施工是稳定经济的主要手段。3、4 季度市场和政策力量一起推动经济向上。全年增长 8.6%，维持前低后高的格局。
- 看好中西部投资和制造以及东部消费和服务。从区域的中观数据看，中国经济将维持“下一个台阶之后的高增长”。东部减速，消费和服务业是亮点。中西部维持高增长，动力主要来自投资和制造。从增长的贡献来看，中西部已经超过东部成为中国经济增长的主要推动力。

原因及逻辑：

- 1. 过去近三年的中国经济调整除了跟国际经济的再平衡有关之外，更多体现了政策主动调控的意图。目前三年的清理整顿基本完成，今年政策重点将由通过调整做减法更多转向通过改革做加法。
- 为应对次贷危机，政府大量投入资金和项目，在拉动经济 V 型回升的同时，也导致中国经济出现通货膨胀、房地产价格上涨、基础设施大干快上问题重重、地方融资平台项目贷款急剧增加等。过去 3 年中国经济一直在做减法，主动调控以清理保增长的后遗症。从去年的数据看，以货币正常化（通货膨胀和房地产价格上涨得到控制）、基础设施投资增长下滑至个位数、地方融资平台问题基本上得到解决为标志，我们认为短期还旧账基本结束，今年政策的重点将转向通过改革做加法。

- 做加法的方向，就是通过一系列改革释放制度红利，这是一个长期的过程。就今年而言，按照落实十二五规划、完成去年未完成的指标、实现政府重点工作的要求，加法（制度红利）主要体现在以下四个方面：（1）新非公 36 条落实。根据温家宝总理在中南海座谈会上提出的，新 36 条细则上半年一定制定出来，基础产业和基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通及国防科技工业等领域将受益；（2）战略性新兴产业及具体行业十二五规划实施。重点扶持节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造四大支柱产业和新能源、新材料和新能源汽车三大先导产业；（3）中西部区域振兴规划实施。《西部大开发十二五规划》明确提出十二五期间西部地区的发展目标，要求实现比全国更快的发展速度，同时提高发展质量，中西部大发展可期；（4）要素价格改革加快。天然气价格改革、成品油价格改革、水资源收费以及居民阶梯电价等将实质推进，主要污染物排放交易制度有望建立。
- 2. 全球和中国都在等待转机。
- 今年以来，全球经济走势基本符合预期。欧债进展顺利，短期风险降低，欧债危机从急症转向慢性病，全球避险情绪有所缓解，欧洲受到银行信贷和财政紧缩的影响，经济增长将会继续下行，预计上半年均维持负增长；美国劳动力市场好转，消费者信心和信贷净额上升，有助于经济复苏，但耐用消费品订单下降，实际消费支出增速下滑以及房地产市场依然低迷等问题将对复苏形成制约，预计美国经济调整的势头将延续到 2 季度。要巩固经济复苏势头，预计美国仍会实施 QE，通过购买长期国债和 MBS，压低中长期利率来提振经济。
- 就中国经济而言，我们依然认为今年的通胀不是问题，核心矛盾在增长。今年通胀的回落是大概率事件。通胀是周期性现象，与经济和流动性密切相关，而经济增长和流动性的持续回落，已经带动物价持续回落。从影响通胀的微观因素看，首先，今年全球农产品库销比上升，供给改善，将会明显减轻价格上涨压力，从国内看，粮食连续八年增产，粮食涨幅趋于稳定；其次，猪肉价格已经从去年 7 月份开始平稳回落，今年猪肉价格处于下降周期。今年要素价格改革的推进，会从一定程度上推高通胀，但是考虑到今年居民收入和企业盈利增速都会下行，居民和企业的承受力下行决定了要素价格改革的力度不会很大。综合以上因素，我们预计今年 CPI 涨幅为 2.6%，呈现前高后稳的走势。预计今年 PPI 涨幅为 1.1%，呈现前低后高的走势。
- 1 季度数据显示投资、出口、消费增速均出现回落，经济仍没有结束调整。在这种情况下，2 季度经济走势存在两种可能：1、惯性下滑；2、政府出手抑制经济下滑。我们认为第 2 种情形出现的概率较大，主要原因是：（1）如果没有外力支撑，经济破 8 的概率在增加，而今年制定的目标是 7.5%，如等到经济破 8 之后再出手，为时晚矣。（2）通胀缓解为下调准备金率和降息打开空间，2 季度准备金率可能再次下调，并存在一次降息可能，不排除非对称降息可能。（3）不需要新出台投资计划，既有的十二五项目是随时可以使用的对冲经济下滑的手段。只要加快既

有项目的开工和在在建续建项目的施工就可以有效稳定经济增长。

- **3. 区域经济发展将带动中国经济进入“下一个台阶之后的高增长”，看好中西部投资和制造以及东部消费和服务。**
- 判断中国中长期经济前景，除了看要素总量和需求总量等宏观指标之外，中观的区域数据也是一个重要的参考。从区域数据的分析看，在国家政策的支持、城镇化加速以及产业转移的推动下，从 2003 年至今，中西部对 GDP 增量的贡献再次超过东部地区。东部在经济增速放慢的同时，以服务业发展和消费提升为代表，增长质量明显提升。
- 从东部的代表地区上海的案例看，在经历了投资减速后，依靠消费和第三产业的发展，经济仍可以维持 8% 以上的较高增长速度。
- 中西部经济增长率明显高于全国平均水平，但增长模式和东部明显不同，中西部内部也略有不同。从西部的代表地区广西和贵州的案例看，广西的特征是投资和第二产业发展迅速，第三产业发展相对缓慢；而贵州的特征是投资和第二产业发展迅速，第三产业发展也相对较快。从中部的代表地区湖北看，主要依靠投资和第二产业发展。

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。本报告清晰准确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。