

从减法到加法

——2012年春季宏观报告

证券分析师

李慧勇 A0230209110483

孟祥娟 A0230511090004

谢伟玉、徐有俊、陈果

2012. 3. 22



主要结论

- **从减法到加法。**分析今年的宏观形势需要新思维。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。
- **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。

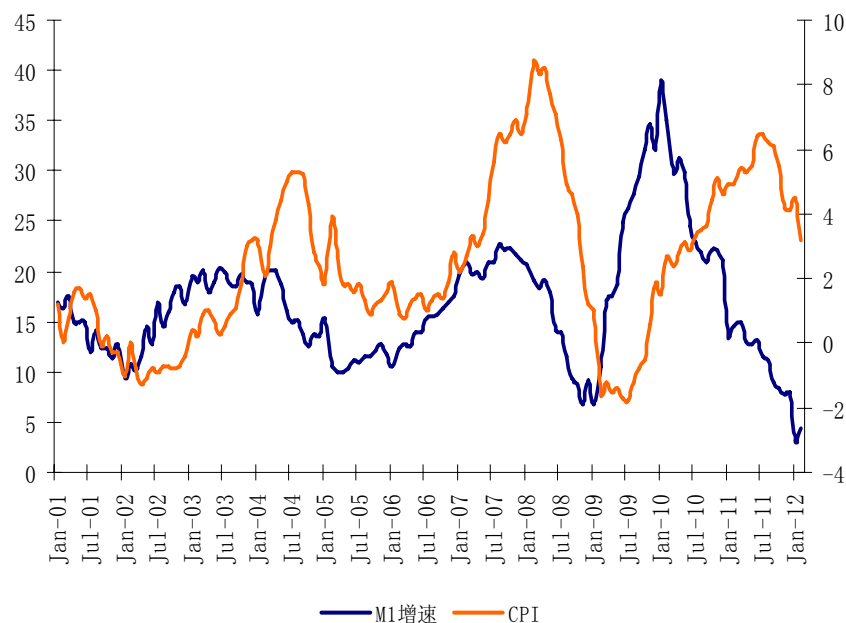
主要内容

1. 政策重心转变：从减法到加法
2. 2季度全球和中国前瞻：等待转机
3. 区域看中国：增长动力仍在

1.1.1 减法

- 过去3年一直在还旧账，现在旧账基本处理的差不多了：货币正常化，通胀和房价基本得到控制

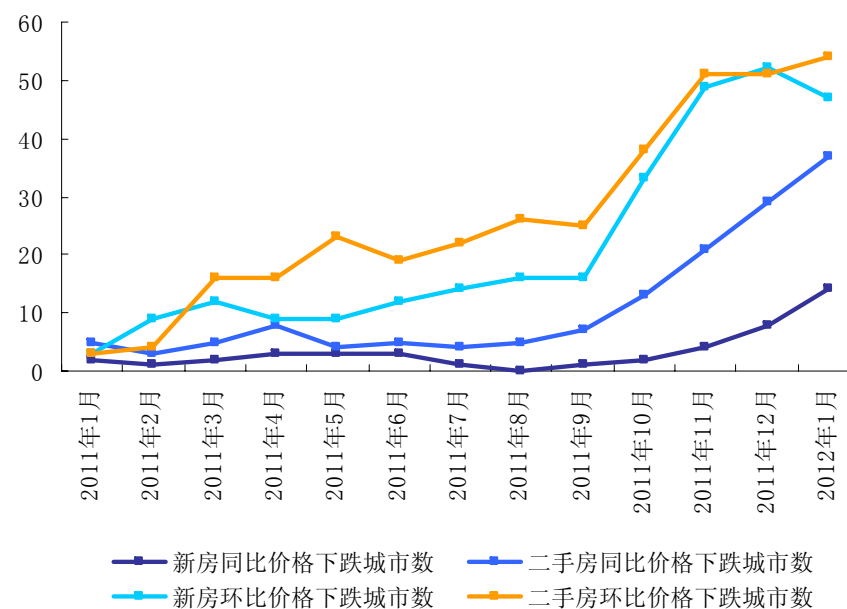
随着货币的持续紧缩，通胀开始回落



资料来源：CEIC，申万研究



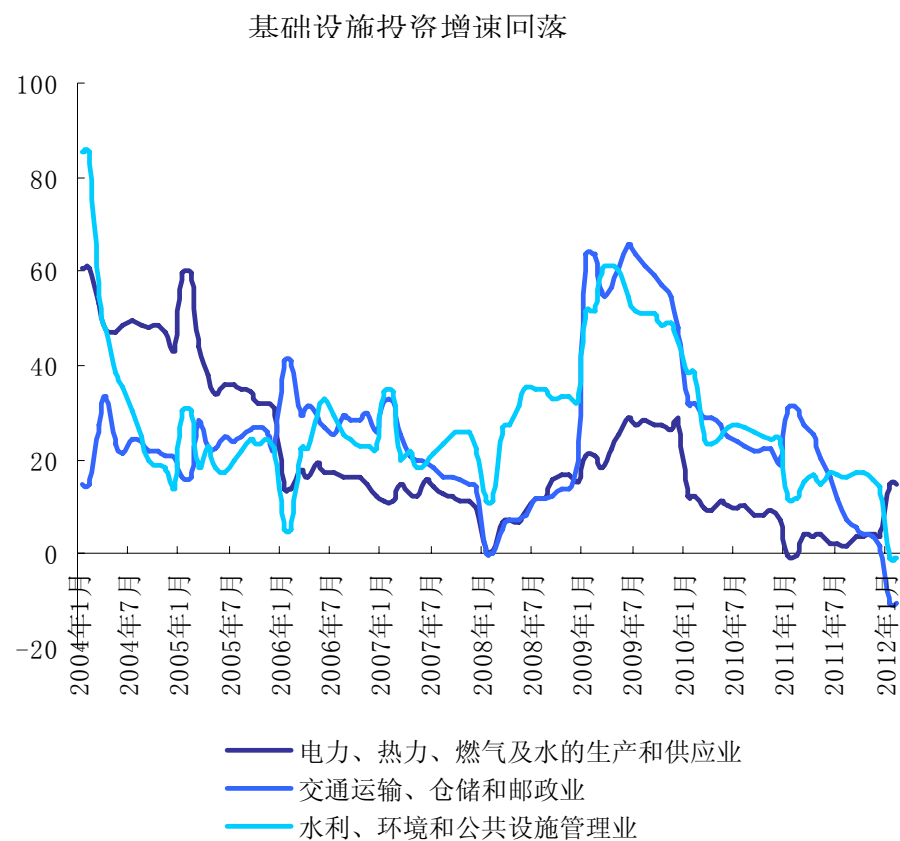
房地产调控下，房价回落的城市增多



资料来源：CEIC，申万研究

1.1.2 减法

■ 基建投资主动缩减，投资过热风险得到控制



资料来源：CEIC，申万研究

1.1.3 减法

■ 地方融资平台债务风险基本得到控制

每年地方融资平台债务到期量

偿债年度	三类债务合计		政府负有偿还		政府负有担保		其他相关债务	
			责任的债务		责任的债务			
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
2011年	26246.5	24.5	18683.8	27.8	3646.2	15.6	3916.4	23.5
2012年	18402.5	17.2	12982.5	19.4	2972.1	12.7	2447.9	14.7
2013年	12194.9	11.4	7991.4	11.9	2266.0	9.7	1937.6	11.6
2014年	9941.4	9.3	6177.0	9.2	2273.3	9.7	1491.1	8.9
2015年	8012.3	7.5	4934.7	7.4	1780.7	7.6	1296.9	7.8
2016年及以后	32377.4	30.2	16340.1	24.4	10431.5	44.6	5605.8	33.6
合计	107174.91	100	67109.51	100	23369.74	100	16695.66	100

资料来源：申万研究整理

1.1.3 减法

■ 地方融资平台债务风险基本得到控制

各政府部门对地方融资平台问题的表态

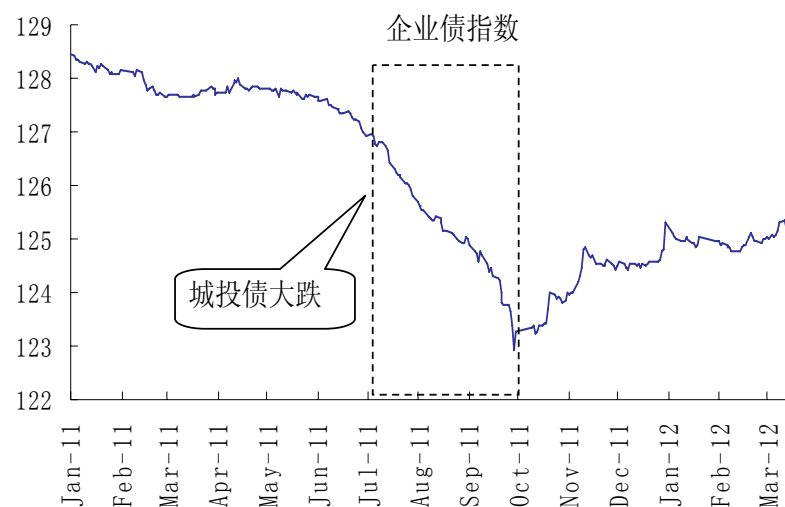
时间	来源	内容和细则
2012年3月6日	十一届全国人大三次会议记者会	发改委主任张平表示，规范融资行为，坚持量力而行。要根据各地自身的经济发展状况，以及财政收入的情况，来合理确定融资规模。
2012年3月1日	推进地方政府融资平台贷款清理规范工作	加强风险监测，切实化解到期贷款的风险；分类处置措施，切实缓释存量贷款风险；按照“保在建、压重建、控新建”坚持有保有压和结构调整；优先保证重点在建项目需求；以现金流覆盖率为抓手，严格把握平台退出条件，强化退出类平台贷款的风险管控；按照“支持类、维持类、压缩类”进行信贷分类；对平台贷款经营管理中出现违法违规问题的，严格按照职责规定严肃追究相关人员责任。
2011年10月24日	银监会将推进地方政府存量平台贷款风险缓释	所有存量平台贷款必须落实合格、足值的抵质押，进行还款方式整改。凡以公益性资产作为抵质押的平台贷款，应以合法非公益性资产进行全额置换；凡以政府承诺担保以及以无土地使用权证的土地出让收入承诺抵押的平台贷款，应及时追加合法有效的抵押担保。对原有期限安排不合理的贷款，在其满足担保抵押落实、合同补正到位等条件后，根据现金流与还本付息的实际匹配情况，经批准可适当延长还款期限或展期一次。
2011年6月28日	地方融资平台发债优先建保障房	发改委支持符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业，通过发行企业债券进行保障性住房项目融资，要求地方政府投融资平台公司发行企业债券应优先用于保障性住房建设。地方政府投融资平台公司从事包括公租房、廉租房、经济适用房、限价房、棚户区改造等保障性住房项目建设的，如果符合《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》要求，以及投融资平台公司发债的各项条件，可申请通过发行企业债券的方式进行保障性住房建设项目的融资。
2010年10月26日	银监会2010年第四次经济金融形势通报会	刘明康强调，银行业金融机构要加大力度，切实抓好地方融资平台贷款风险管控。要对地方融资平台贷款实施动态台帐管理，按现金流覆盖原则开展分类处置工作，并切实加强平台贷款押品、项目现金流和还贷条件以及资产分类、拨备计提的管理。

资料来源：申万研究整理

1.1.3 减法

■ 地方融资平台债务风险基本得到控制

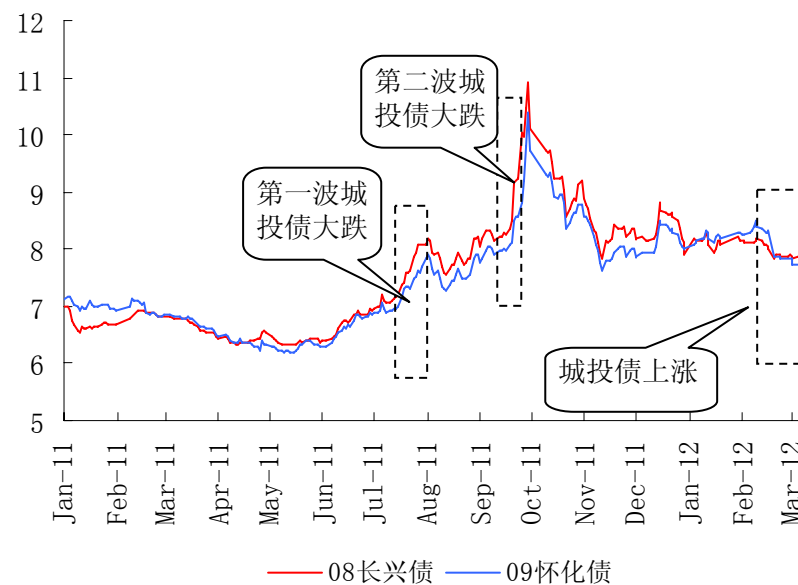
城投债收益率变化



资料来源：WIND，申万研究



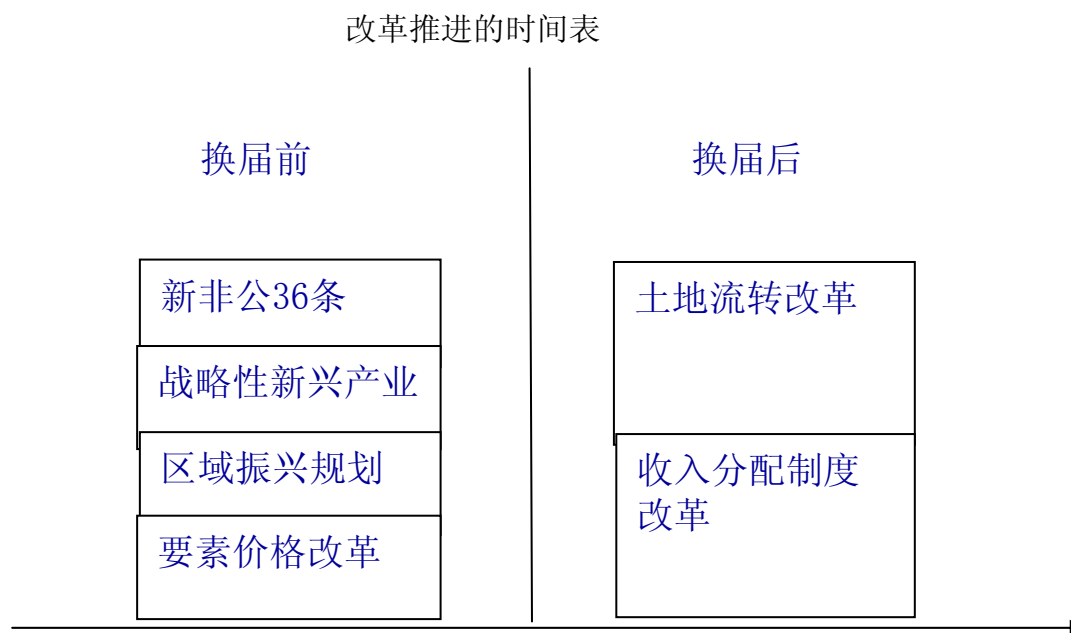
城投债收益率变化-案例



资料来源：WIND，申万研究

1.2 加法

- 短期调控目标的基本完成，为实现稳中求进，推进改革创造了条件。
- 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：



资料来源：申万研究整理

1.2 加法

十二五约束性目标

指标	十二五约束目标
全国总人口年均增长率	年均增长7.2%
单位GDP能源消耗降低（%）	16%
单位工业增加值用水量降低（%）	30%
耕地保有量	18.18亿亩
森林蓄积量	提高到143亿立方米
主要污染物排放总量减少	8-10%
非化石能源占一次能源消费比重提高	达到11.4%
单位GDP二氧化碳排放量	降低17%
九年义务教育巩固率	达到93%
城镇基本养老保险覆盖人数（亿人）	提升至3.57亿
城乡三项基本医疗保险参保率	年均增长3%
城镇保障性安居工程建设	3600万套

资料来源：政府工作报告，申万研究

1.2 加法

2011年目标与实际完成情况对比

项目	2011计划	2011实际	2011完成情况	2012计划	项目	2011计划	2011实际	2011完成情况	2012计划
GDP增速 (%)	8	9.2	完成	7.5	新开工保障房 (万套)	1000	1043	完成	700
CPI (%)	4	5.4	未完成	4	出口 (%)	10	22.5	完成	10
城镇失业登记率	4.6	4.1	完成	4.6	M2增长 (%)	16	13.6	未完成	14
城镇新增就业人口 (万人)	900	1227	完成	900	社会消费品零售总额增速 (%)	16%	17.1	完成	14
财政赤字 (亿元)	9000	5190	完成	8000	中央财政对“三农”投入 (亿元)	9884.5	10419	完成	12287
地方债 (亿元)	2000	2000	完成	2500	保障性安居工程中中央预算内投资 (亿元)	291.63 (中央本级支出)	590	完成	690
城镇化率 (%)	48.5	51.27	完成	52.07	全社会固定资产投资增速 (%)	18	23.6	完成	16
GDP单位能耗降低 (%)	3.5	2.01	未完成	3.5	二氧化硫减少 (%)	1.5	2.2	完成	2
万元工业增加值用水量降低 (%)	7	8.9	未完成	7.2	化学需氧量降低 (%)	1.5	2	完成	2
工业固体废物综合利用率 (%)	70	66.74	未完成	67.9	氨氮降低 (%)	1.5	1.52	完成	1.5
城市污水处理率 (%)	80	82.6	完成	83	氮氧化物降低 (%)	1.5	上升5.73	未完成	0
城市生活垃圾无害化处理率 (%)	74	78	完成	79	城镇居民医保和新农合补助标准 (元/人/年)	200	200	完成	240

资料来源：政府工作报告，申万研究

1.2.1 新非公36条细则

■ “新36条”细则上半年一定制订出来——温家宝，中南海座谈会

新非公36条中鼓励民间资本进入的领域

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：申万研究整理

1.2.2 战略性新兴产业

■ 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。
《生物产业“十二五”规划》	发改委	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；未来五年，在生物制造方面，生物基产品占石化产品的比重达到10%以上；在生物农业方面，培育动植物新品种200个；在生物能源方面，非粮原料能源占比上升。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%。
《可再生能源“十二五”规划》	国家能源局	到2015年，中国将努力建立有竞争性的可再生能源产业体系，风电、太阳能、生物质能、太阳能热利用及核电等非化石能源开发总量将达到4.8亿吨标准煤。 到2015年我国水电装机达到2.9亿千瓦，其中常规水电为2.6亿千瓦，风电将达到1亿千瓦，年发电量1900亿千瓦时，其中海上风电500万千瓦；太阳能发电将达到1500万千瓦，年发电量200亿千瓦时。
《新材料产业“十二五”发展规划》	发改委、工信部	工信部于2012年2月22日发布，十二五期间新材料产业规模总产值将达到2万亿元，年均增长率超过25%。重点新材料企业研发投入占销售收入比重达到5%。建成一批新材料工程技术研发和公共服务平台。打造10个创新能力强、具有核心竞争力、新材料销售收入超150亿元的综合性龙头企业，培育20个新材料销售收入超过50亿元的专业性骨干企业，建成若干主业突出、产业配套齐全、年产值超过300亿元的新材料产业基地和产业集群。“十二五”期间，我国风电新增装机6000万千瓦以上，建成太阳能电站1000万千瓦以上，核电运行装机达到4
《节能与新能源汽车产业发展规划》	工信部	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。从2011到2020年的10年间，中央财政将投入1000亿元用于扶持新能源汽车产业，并在研发、生产、配套、税收等各个环节给予支持。各级政府及公共机构，实行节能与新能源汽车强制性采购，逐步扩大采购规模，至2015年新能源汽车采购比例不得低于10%，节能汽车不得低于50%。

资料来源：申万研究整理

1.2.3 区域振兴规划

《西部大开发十二五规划》中西部与全国目标比较

指标	2005年		2010年		“十一五” 年均增长	
	西部	全国	西部	全国	西部	全国
年末总人口（万人）	35914	130756	36069	134091	0.1	0.5
地区生产总值（亿元）	34086	184937	81409	401202	13.6	11.2
地方财政收入（亿元）	2465	15101	7873	40613	26.1	21.9
进出口贸易总额（亿美元）	451	14219	1284	29740	23.3	15.9
全社会固定资产投资（亿元）	17645	88774	61892	278122	28.5	25.7
城镇居民人均可支配收入（元）	8783	10493	15806	19109	12.5	12.7
农村居民人均纯收入（元）	2379	3255	4418	5919	13.2	12.7
铁路营业里程（万公里）	2.7	7.5	3.5	9.1	5.3	3.9
公路里程（万公里）	120.3	334.5	156.8	400.8	5.4	3.7
高速公路里程（万公里）	1.05	4.1	2.13	7.41	15.1	12.6
“两基”覆盖率（%）	91.5	95	100	100	[8.5]	[5]
每十万人口高等学校在校学生数（人）	1210	1613	1812	2189	8.4	6.3
卫生机构人员数（万人）	133.3	542.7	207.2	819.7	9.2	8.6
化学需氧量排放（万吨）	396.2	1414.2	366.8	1238.1	-7.42	-12.45
二氧化硫排放（万吨）	896.8	2549.2	817.4	2185.1	-8.85	-14.29
森林覆盖率（%）	14.42	18.21	17.05	20.36	2.63	2.15

注：森林覆盖率为2008年底普查数据；[]为5年累计变化率；主要经济数据增速除地区生产总值为可比价外，其余均为现价；2010年人口数为当年人口普查数据推算数，2005年为在年度人口抽样调查基础上根据人口普查数据修订。

资料来源：政府工作报告，申万研究

1.2.3 区域振兴规划

《西部大开发十二五规划》中西部与全国目标比较

	西部目标	全国十二五目标
GDP	经济增速高于全国平均水平	GDP年平均增长7%
新增就业	就业更加充分，城镇登记失业率控制在5%以内	4500万人，城镇登记失业率控制在5%以内
城镇化率	超过45%	提高4个百分点
节能减排	单位工业增加值用水量降低30%，农业灌溉用水有效利用系数提高到0.53。	单位工业增加值用水量降低30%，农业灌溉用水有效利用系数提高到0.53。
环境保护	森林覆盖率达到19%左右；森林蓄积量增加3.3亿立方米；单位地区生产总值能源消耗（不含西藏自治区）下降15%左右。主要污染物排放总量显著减少，其中，化学需氧量排放量减少4.5%，二氧化硫排放量减少3.5%，氨氮排放量减少6.8%，氮氧化物排放量减少3.4%。	森林覆盖率达到21.66%左右；森林蓄积量增加6亿立方米；单位地区生产总值能源消耗（不含西藏自治区）下降16%左右。主要污染物排放总量显著减少，其中，化学需氧量排放量减少8%，二氧化硫排放量减少8%，氨氮排放量减少10%，氮氧化物排放量减少10%。
公共服务	九年义务教育巩固率达到90%以上。城乡三项基本医疗保险参保率提高3个百分点，新型农村养老保险和城镇居民养老保险实现全覆盖。	九年义务教育巩固率达到93%以上。城乡三项基本医疗保险参保率提高3个百分点，城镇参加基本养老保险人数3.57亿人，新型农村社会养老保险实现制度全覆盖。
人民生活	城乡居民收入增速高于全国平均水平。城镇保障性住房覆盖面达到20%以上。	城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年平均增长7%以上

资料来源：政府工作报告，申万研究

1.2.4 要素价格改革

2012年将重点推进要素价格改革

时间	发言人	会议	内容
2012年3月5日	张平	“经济形势与宏观调控”记者会	要理顺一些资源性产品的价格，为价格改革留出一定的空间
2011-12-16	张平	全国发展和改革工作会议	要积极稳妥地推进资源性产品价格改革， 试行居民用电阶梯价格制度， 择机推出成品油价格改革方案， 出台天然气价格改革试点方案， 推进水资源等收费改革， 建立主要污染物排放权交易制度

资料来源：申万研究整理

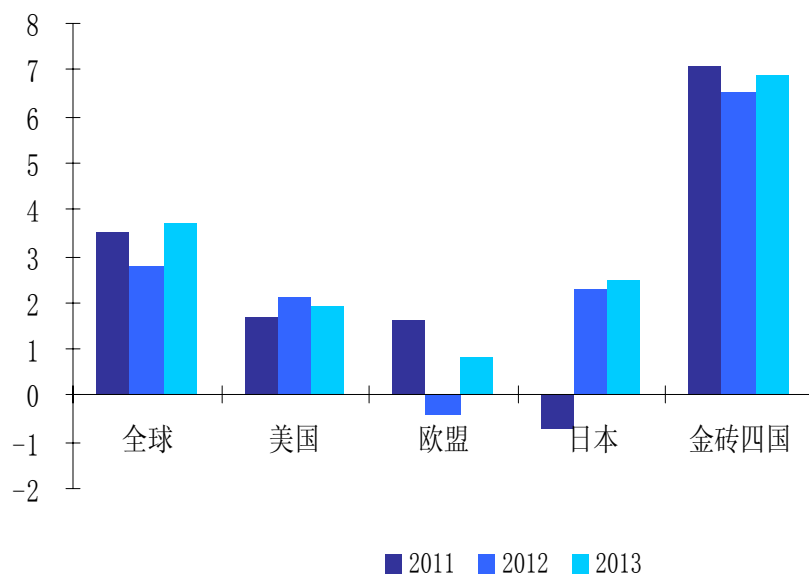
主要内容

1. 政策重心转变：从减法到加法
2. 2季度全球和中国前瞻：等待转机
3. 区域看中国：增长动力仍在

2.1 全球来看，看好美日，看淡欧洲和新兴市场

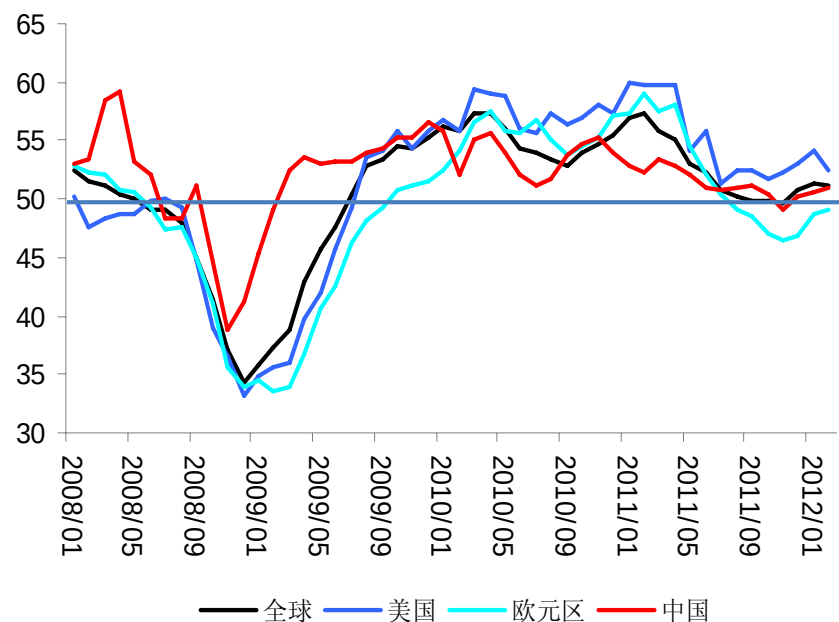
■ 今年以来全球经济走势基本符合预期

2012-2013年主要经济体经济增长预测



资料来源: bloomberg, 申万研究

全球主要经济体PMI增速

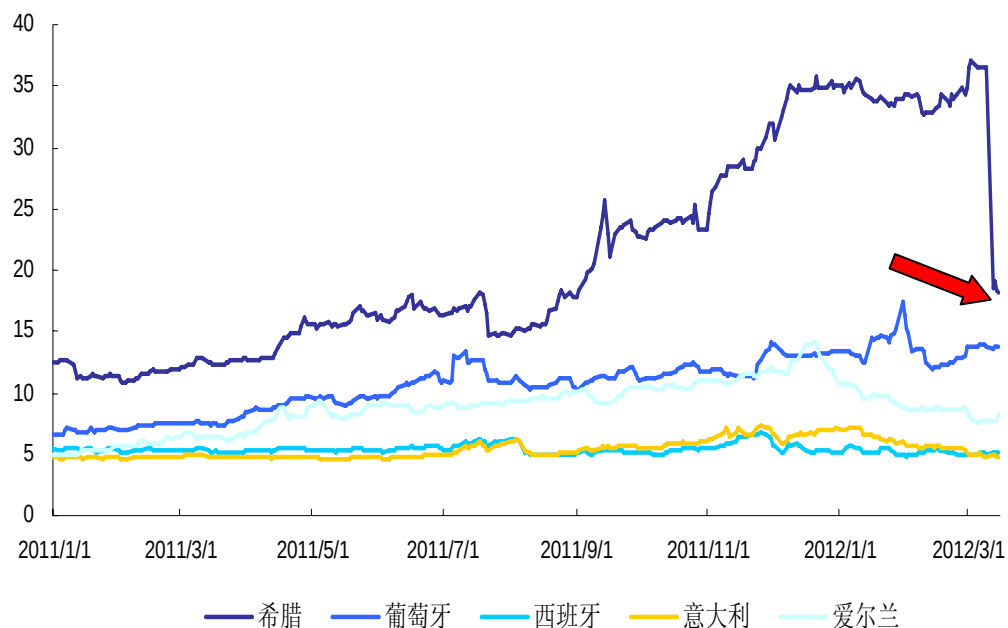


资料来源: bloomberg, 申万研究

2.1.1 欧债进展顺利，导致避险情绪下降

- 欧债进展顺利，除了葡萄牙以外的欧猪五国债券收益率下降，全球避险情绪缓解
- 希腊完成债务重组，将获得第二批1300亿欧元贷款

除了葡萄牙，欧猪五国10年期国债收益率均下降



注：以上数据截至2012年3月16日

资料来源：bloomberg，申万研究

欧债解决进程表

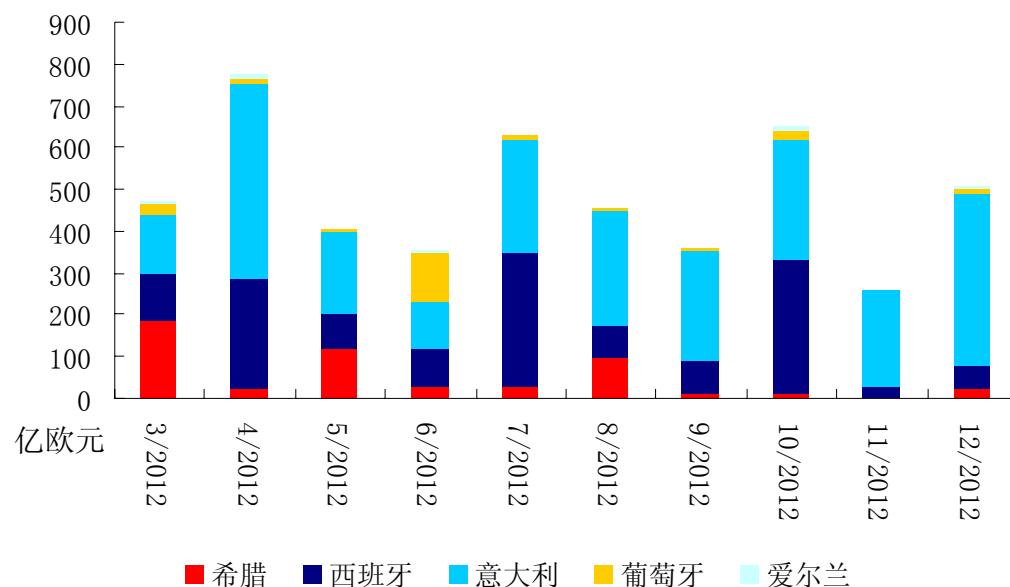
3月20日	希腊151亿欧元债务到期
3月底	希腊出售70亿欧元资产，100亿欧元援助发放期
4月	希腊议会选举
4月20-22日	IMF春季会议
4月22日	法国首轮选举
5月6日	法国第二轮选举
5月25日	欧盟峰会
6月28-29日	欧盟峰会

资料来源：申万研究

2.1.1 欧债进展顺利，导致避险情绪下降

■ 短期风险降低，欧债危机从急症转向慢性病

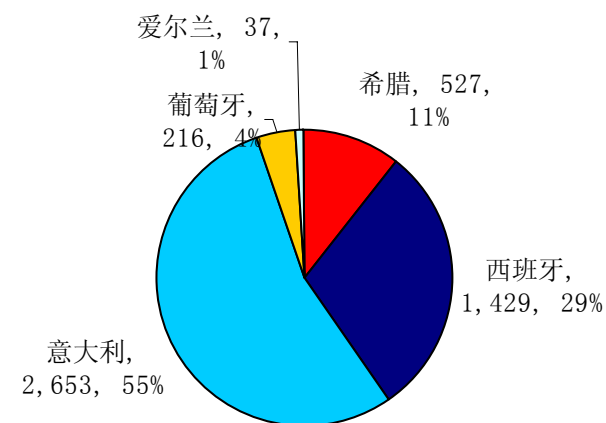
今年欧猪五国的月度未偿还债务（本息和）



注：以上数据截至2012年3月16日

资料来源：bloomberg，申万研究

今年欧猪五国的未偿还债务分布(亿欧元)



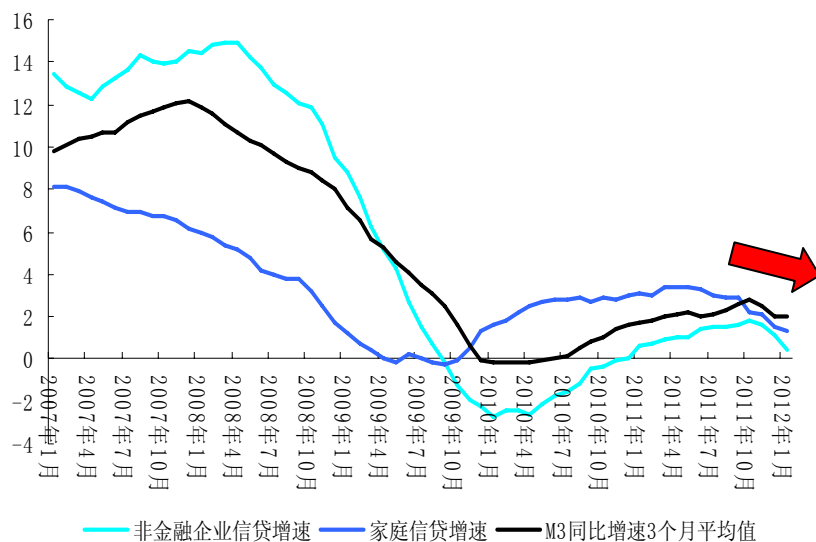
注：以上数据截至2012年3月16日

资料来源：CEIC，申万研究

2.1.2 欧洲经济上半年仍受到危机影响，维持负增长

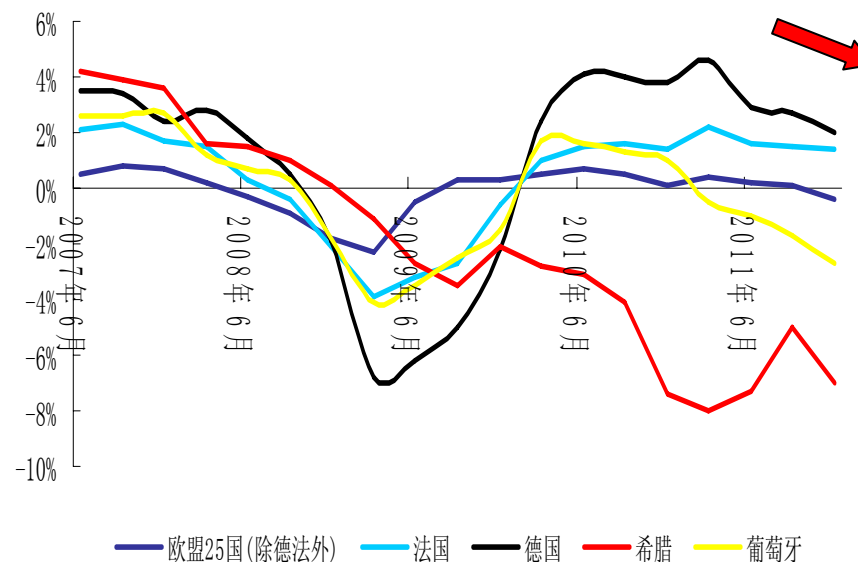
- 欧洲受到银行信贷和货币供给紧缩的影响而继续下行
- 2012年6月前，欧洲银行不得不持续收缩，以使其一级核心资本充足率需达到9%

欧盟货币供给和银行紧缩拖累经济



资料来源: bloomberg, 申万研究

欧洲经济继续下滑

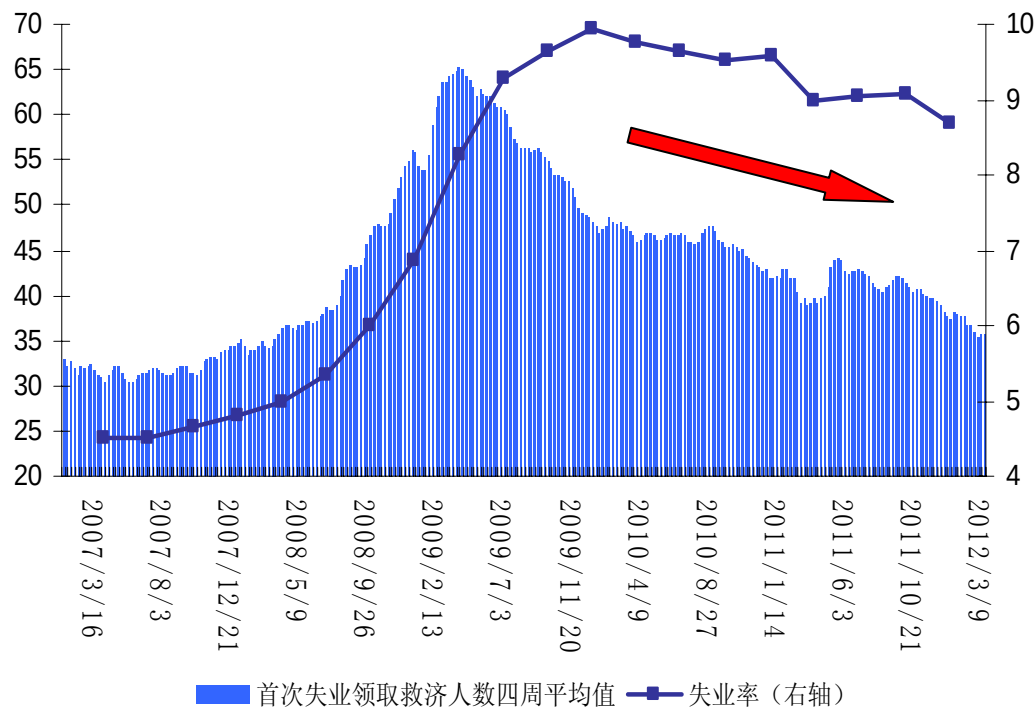


资料来源: CEIC, 申万研究

2.1.3 美国经济缓慢复苏，2季度仍面临压力

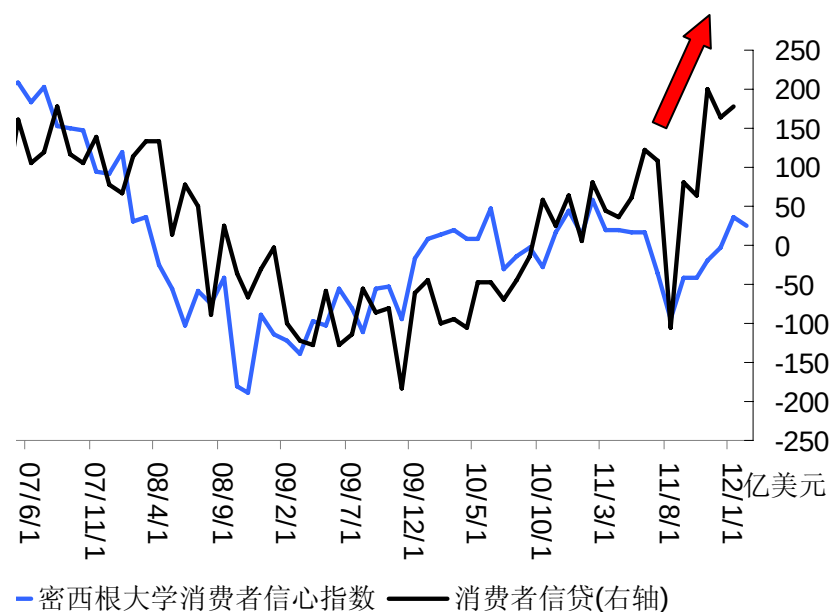
- 美国经济复苏趋势明显：劳动力市场好转；消费者信心和信贷净额上升

美国的劳动力市场持续改善



资料来源：美国劳工部，申万研究

美国消费者信心和信贷好转

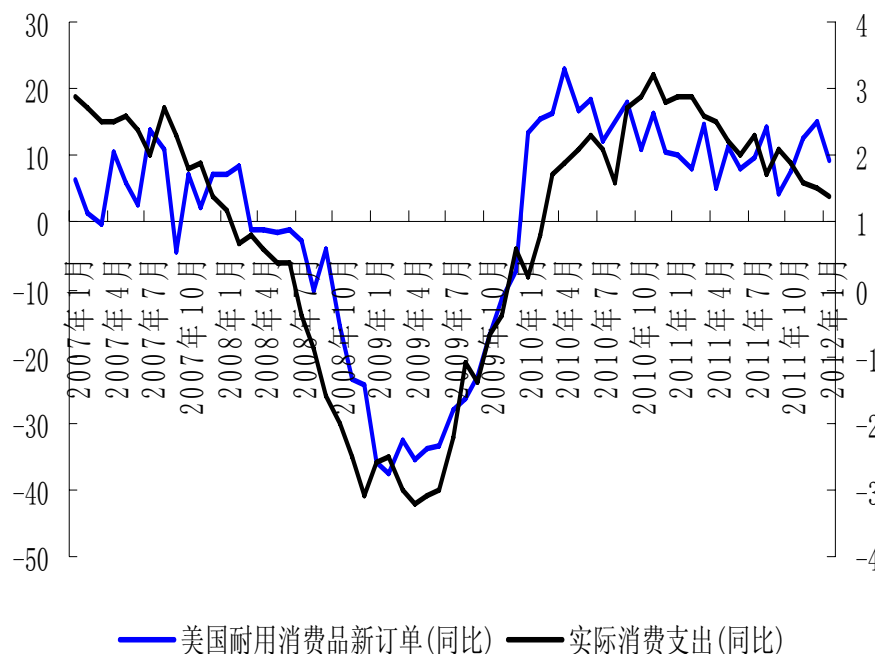


资料来源：bloomberg，申万研究

2.1.3 美国经济缓慢复苏，2季度仍面临压力

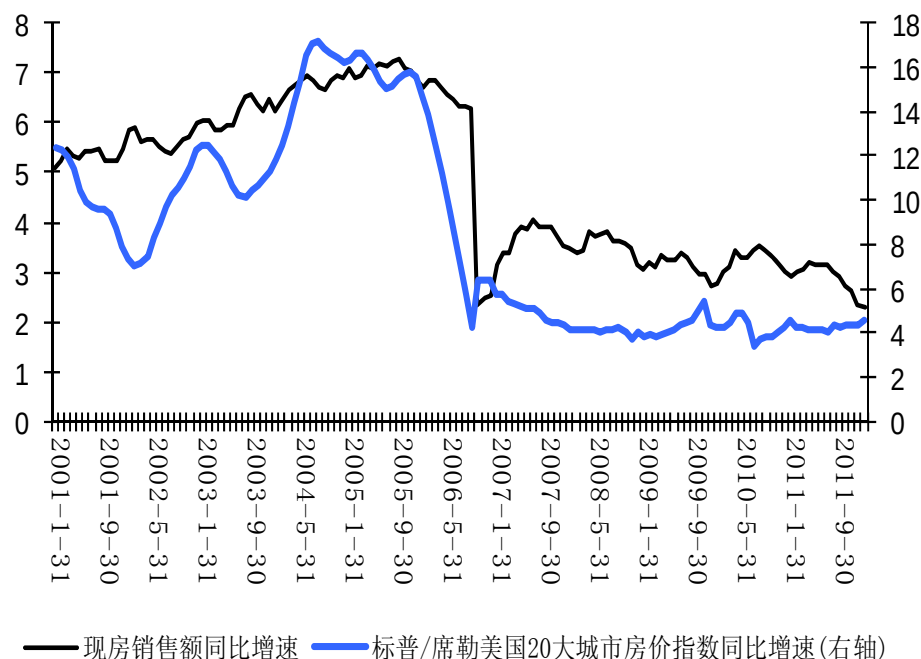
- 面临的压力：1、耐用消费品订单下降，而实际消费支出增速下滑至两年以来的低点；2、房地产市场依然低迷

美国耐用品消费和实际消费支出下滑



资料来源：美国商务部、申万研究

美国房价和成屋销售依然低迷不振

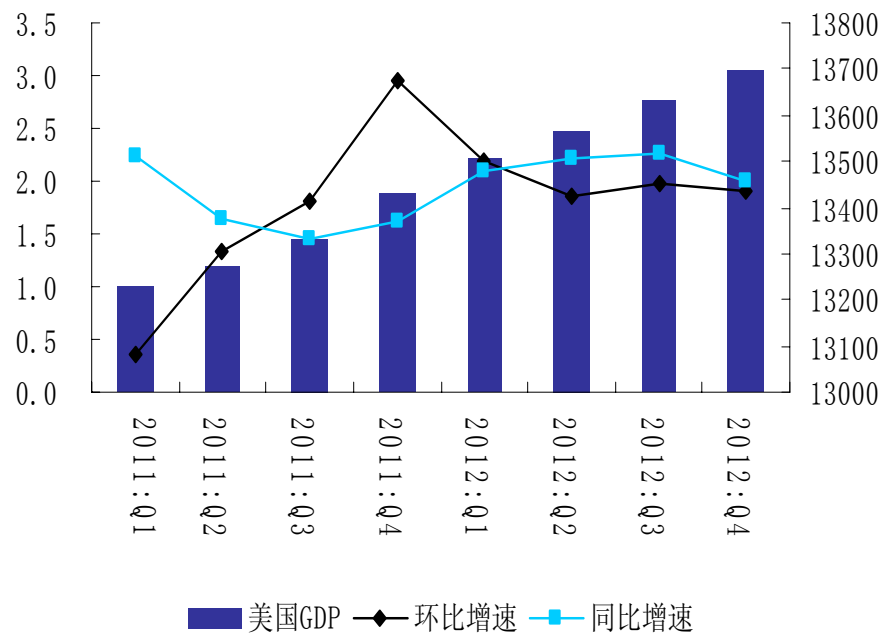


资料来源：美国国会预算办公室、申万研究

2.1.3 美国经济缓慢复苏，2季度仍面临压力

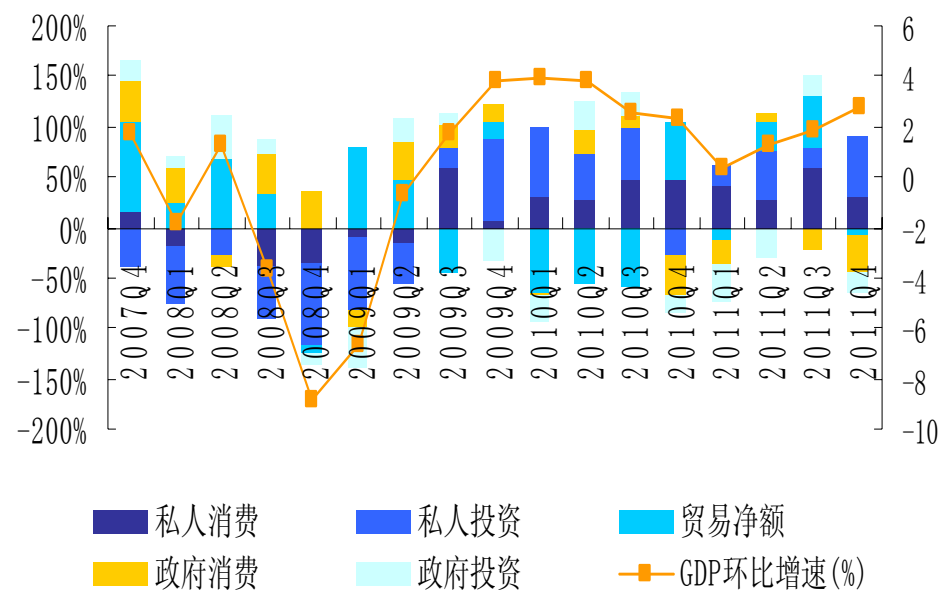
■ 预计美国经济调整的势头将延续到2季度

2011-2012年美国GDP及其同比、环比增速



资料来源：美国经济分析局、申万研究

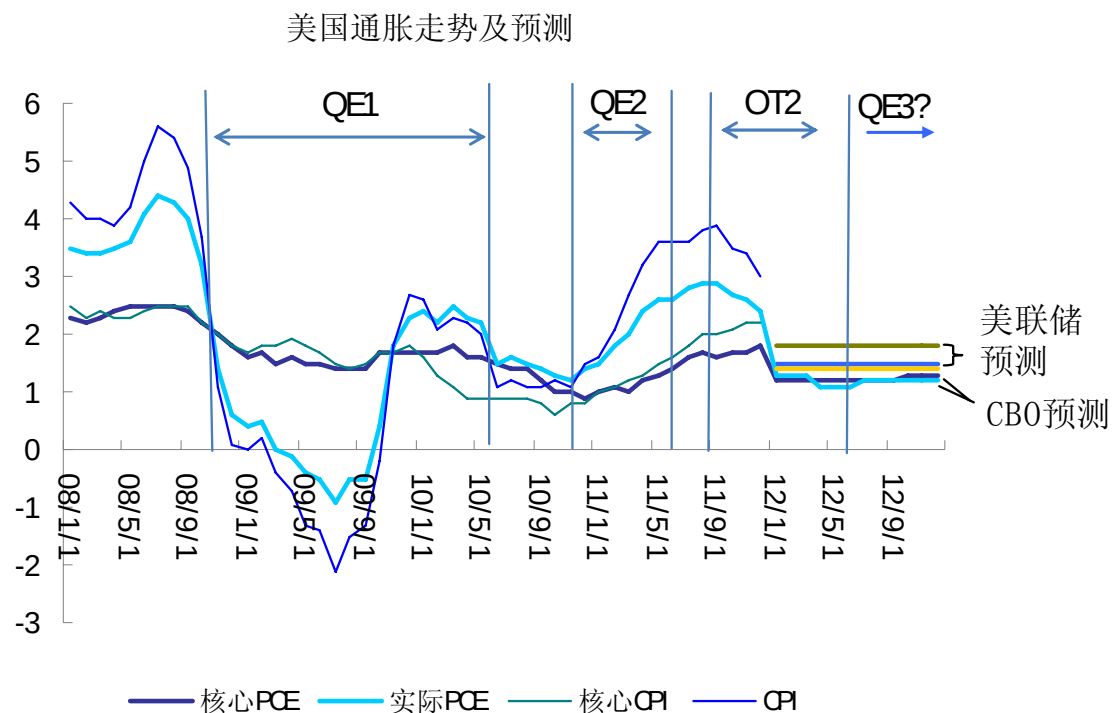
美国GDP各组成部分的贡献



资料来源：美国经济分析局、申万研究

2.1.3 美国经济缓慢复苏，2季度仍面临压力

- 美国可能于下半年实施QE：通过购买长期国债和MBS，来提振经济
- 1、美国通胀整体呈下行趋势
- 2、由于美国失业率依然高企在8%以上
- 3、房地产市场依然不振

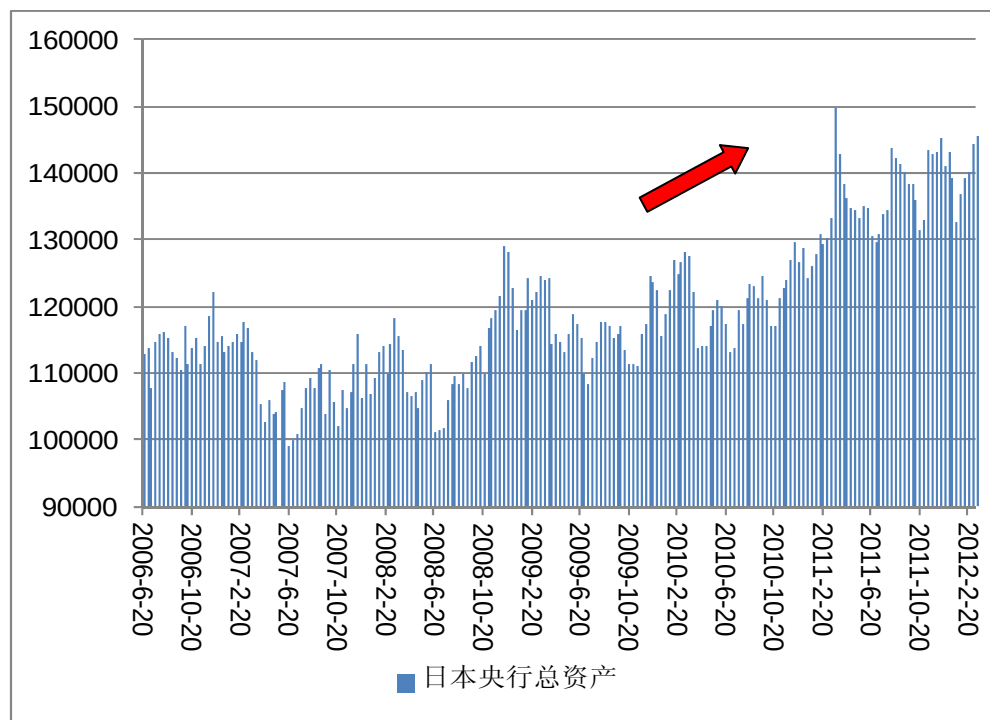


资料来源：美联储、美国国会预算办公室(CBO)、申万研究

2.1.4 灾后重建推动日本经济恢复

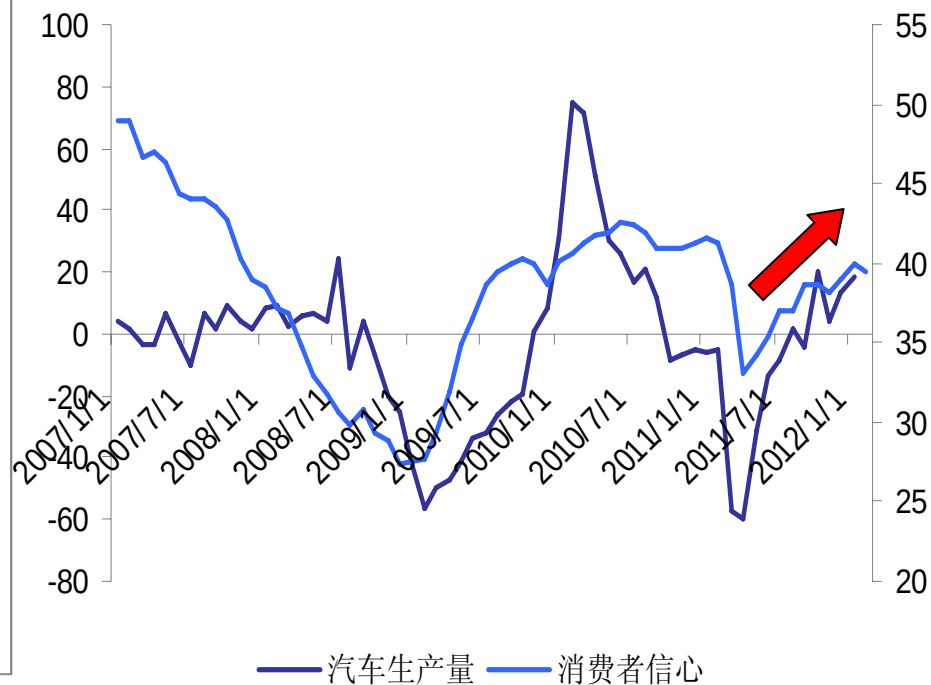
- 日本因政府支持、灾后重建而有望加速增长，汽车产业和消费信心复苏较快。

日本不断扩大资产负债表，刺激经济复苏



资料来源：美国劳工部，申万研究

日本汽车产量和消费者信心大幅修复

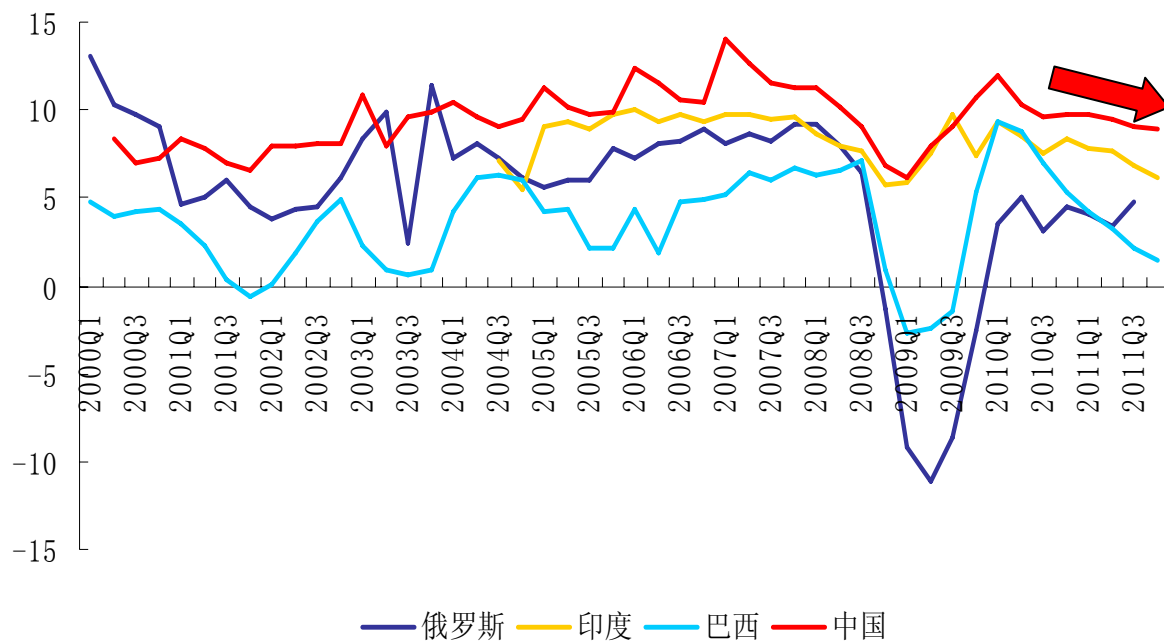


资料来源：bloomberg，申万研究

2.1.5 新兴市场经济减速明显

- 金砖四国受到通胀和需求减弱的困扰，加之资金整体流出的趋势，导致经济下滑明显

金砖四国经济明显下滑

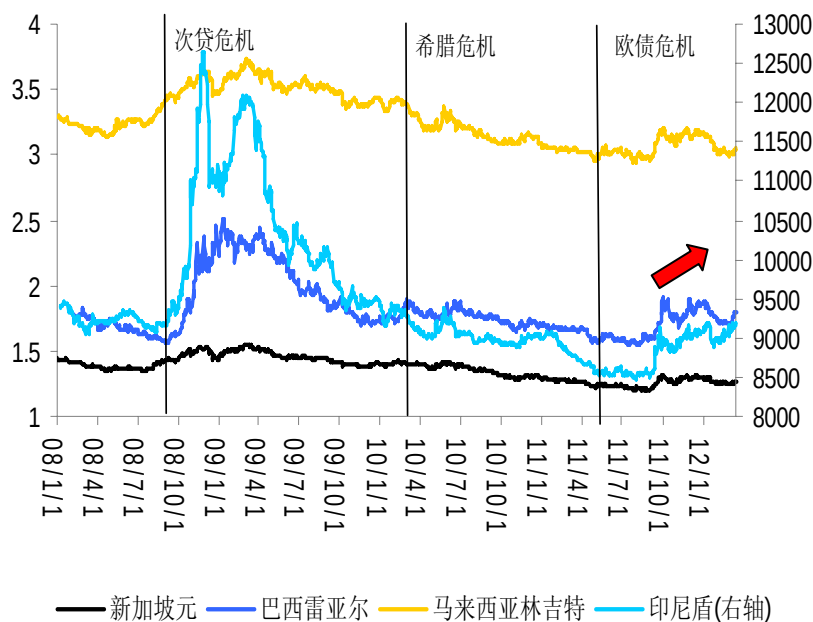


资料来源: Bloomberg, 申万研究

2.1.6 2季度美元震荡向上

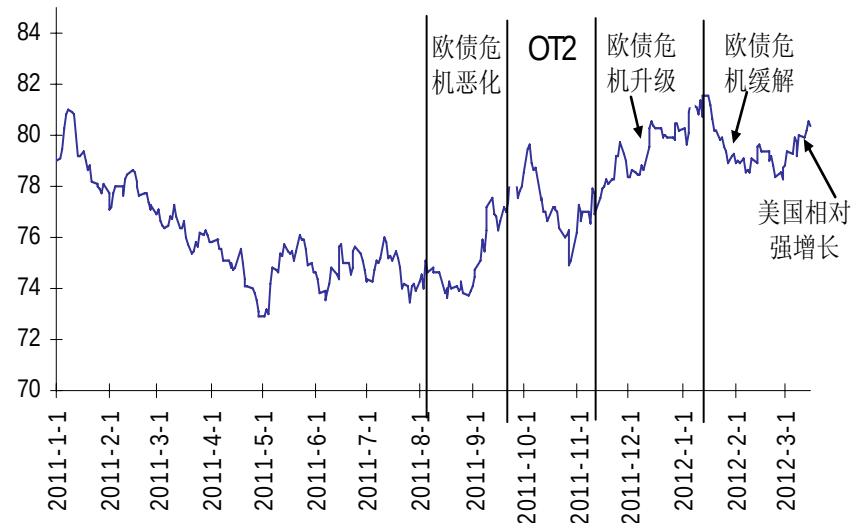
- 影响美元指数的因素由避险转向经济相对增长，美元2季度有望走强。阶段性会受到QE的冲击

新兴市场货币再次出现贬值



资料来源：bloomberg，申万研究

美元指数



资料来源：CEIC，申万研究

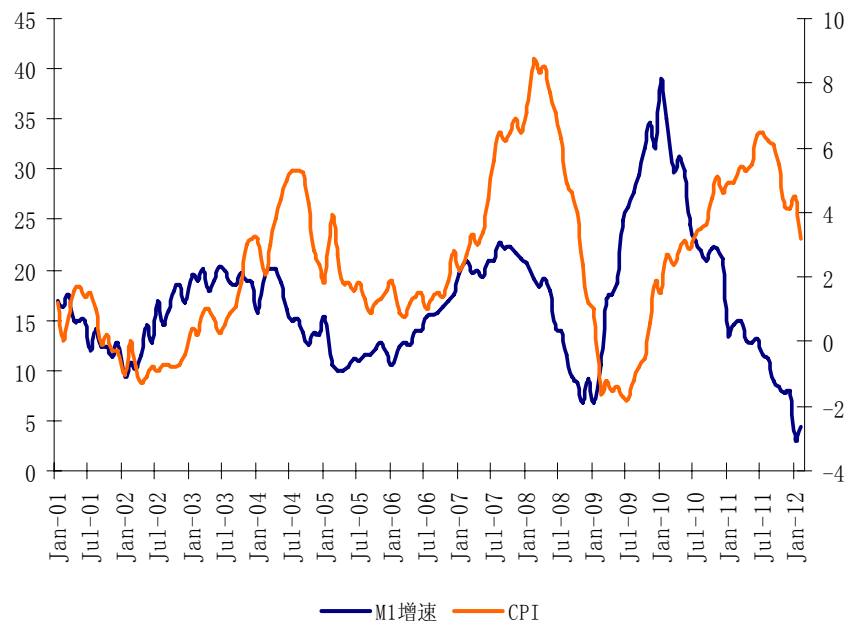
2.2 中国经济：通胀回落，等待增长动力切换

- 通胀如期回落，全年将呈现前高后稳的走势，今年政策的重点将由通胀转向增长
- 基础设施投资、房地产投资和出口的下滑共同带动国内经济的回落，2季度推动经济向上的力量将出现：倒逼机制，通胀缓解以及两会结束后资金和项目下拨，这将带动经济在3-4季度止跌回升

2.2.1 通胀回落是大概率事件

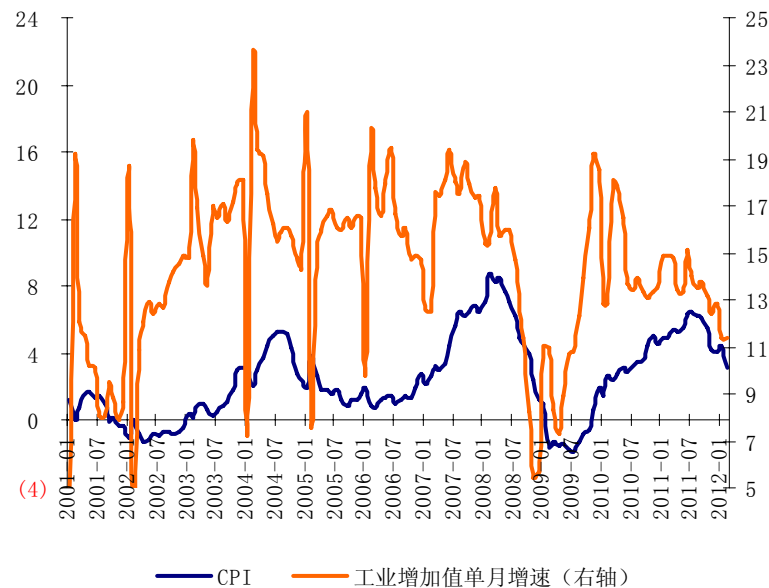
- 经济增长和流动性的持续回落，带动物价持续回落

随着货币的持续紧缩，通胀开始回落



资料来源：CEIC，申万研究

工业增加值增速领先CPI出现回落

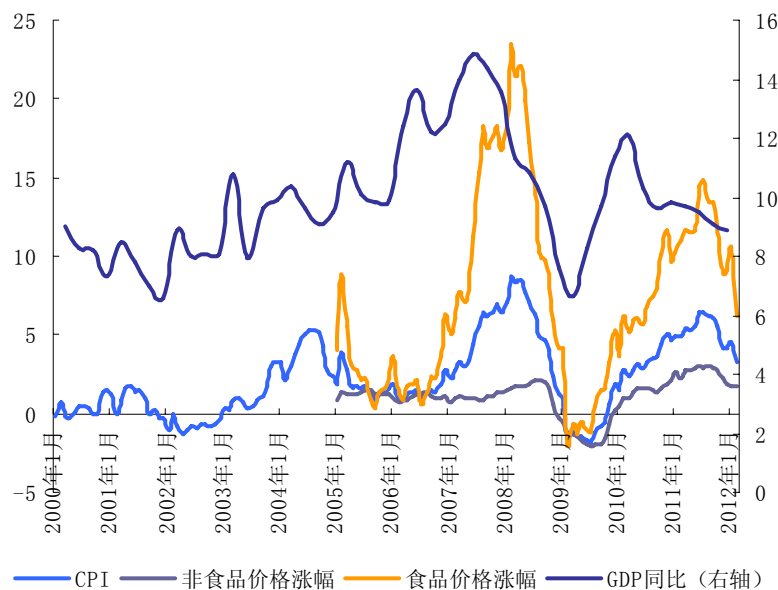


资料来源：CEIC，申万研究

2.2.1 通胀回落是大概率事件

- 物价是周期性现象，高物价不等于高通胀

CPI波动周期同经济周期同步，CPI拐点滞后于经济拐点

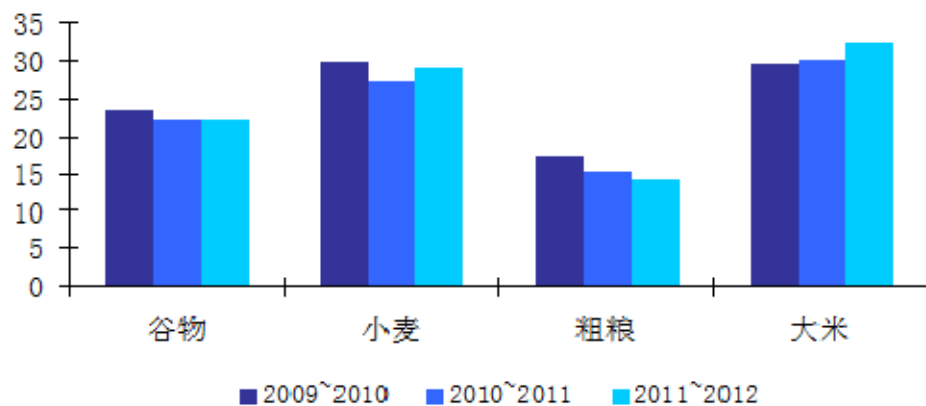


资料来源：CEIC，申万研究

2.2.1 影响CPI的主要因素：食品价格涨幅将回落

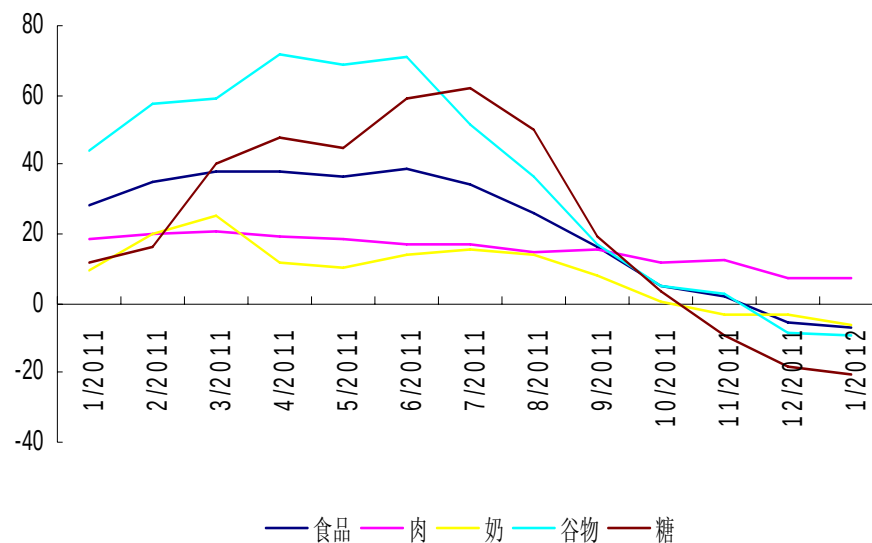
- 从全球来看，农产品库销比上升，供给改善，价格上涨压力减轻

全球主要农产品的库销比上升



资料来源：联合国粮农组织，申万研究

全球主要农产品价格下滑



资料来源：联合国粮农组织，申万研究

2.2.1 影响CPI的主要因素：食品价格涨幅将回落

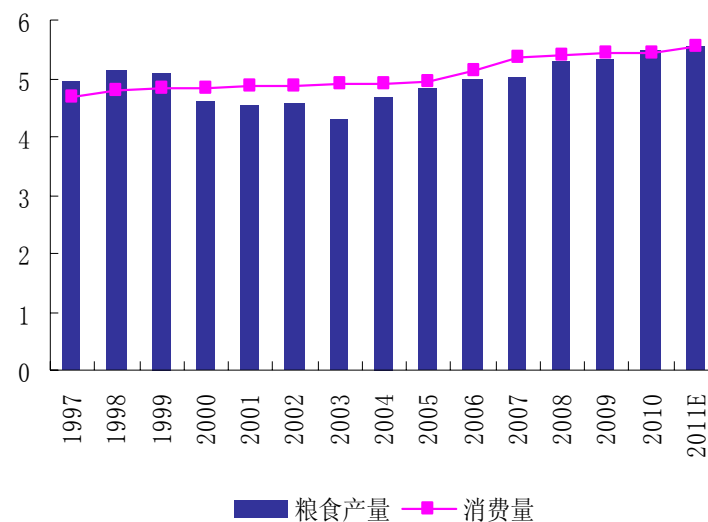
- 从国内看粮食连续第八年增产，加之高库存，粮食供求平衡，粮价涨幅趋于稳定

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

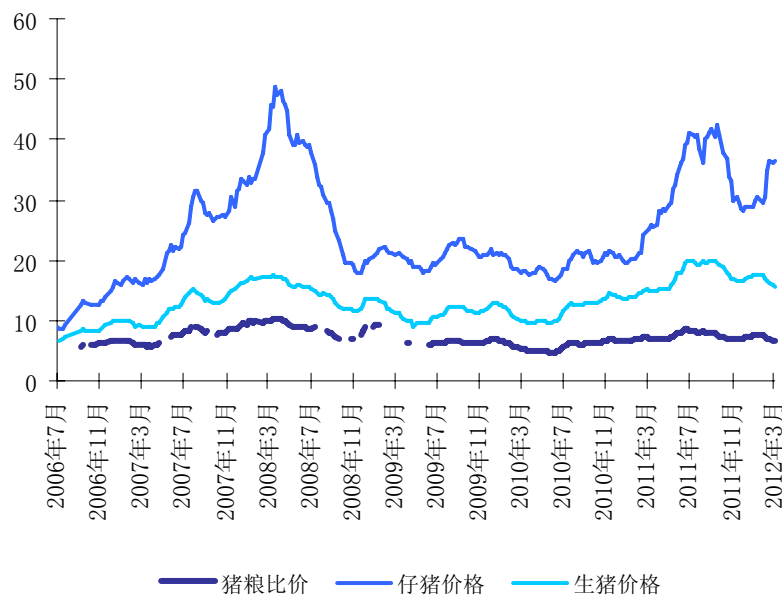


资料来源：申万农业组，申万研究

2.2.1 影响CPI的主要因素：食品价格涨幅将回落

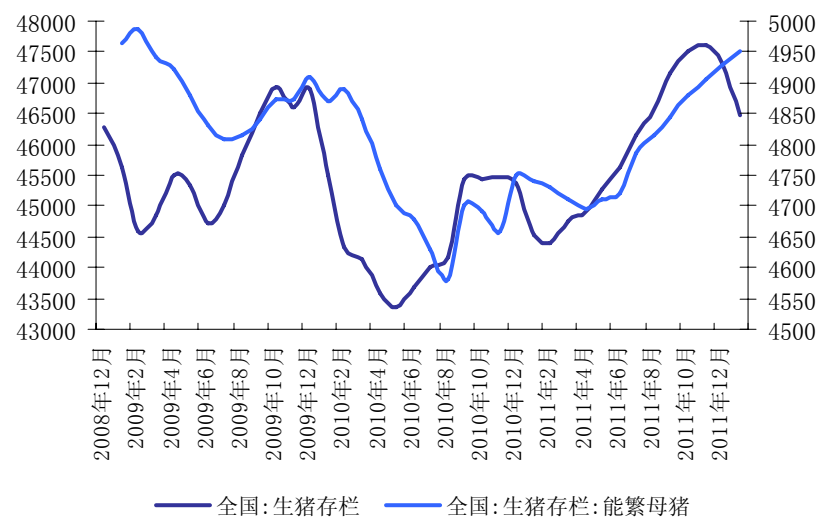
- 高盈利推动农户积极补栏，猪肉价格在去年6月份达到高点后，平稳回落

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

2.2.1 影响CPI的主要因素：要素价格改革

- 要素价格改革的双重制约：总体通胀压力；企业和居民承受力

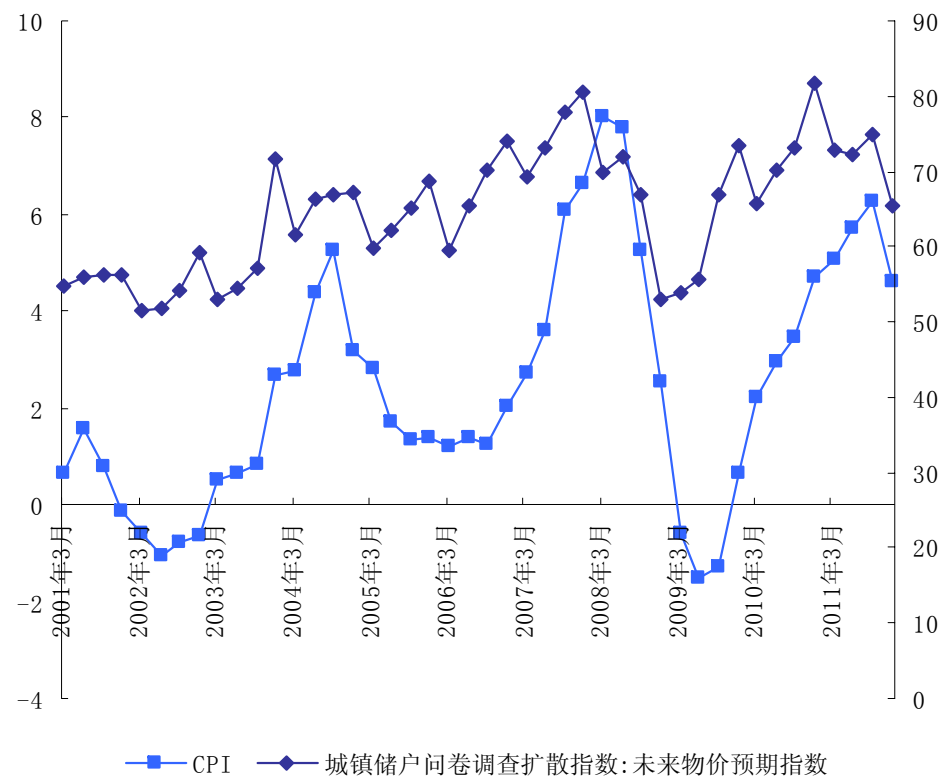
水电燃料等提价对CPI的影响

	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

2.2.1 影响CPI的主要因素：通胀预期回落

居民通胀预期从高点回落



资料来源：CEIC，申万研究

2.2.1 CPI走势预测

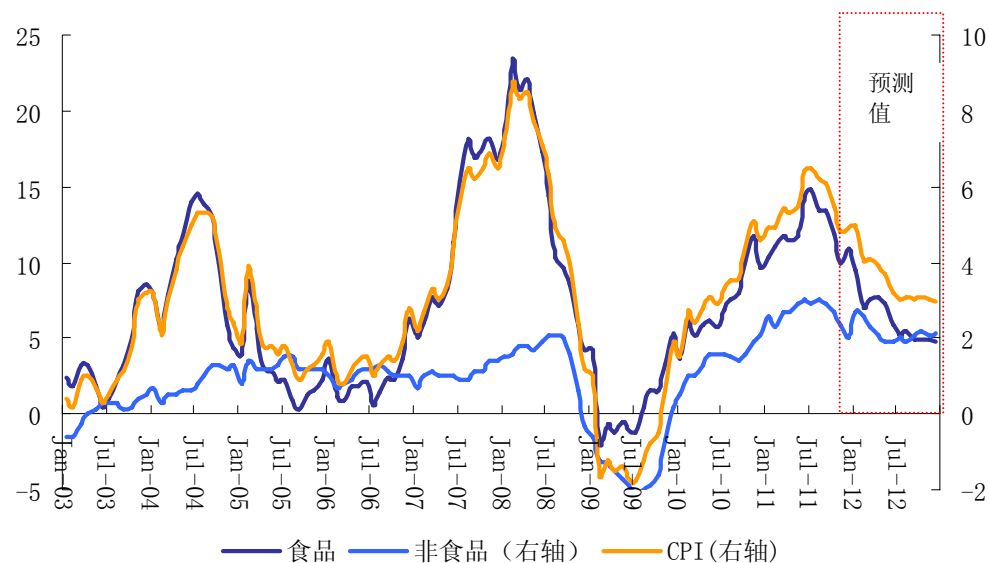
■ 食品和非食品价格涨幅回落，带动CPI涨幅回落

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
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	5.4	11.8	2.6
2012	2.6	5	1.6

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

2.2.1 CPI走势预测

- 月度CPI呈现前高后稳的走势，回落主要集中在上半年，下半年基本稳定

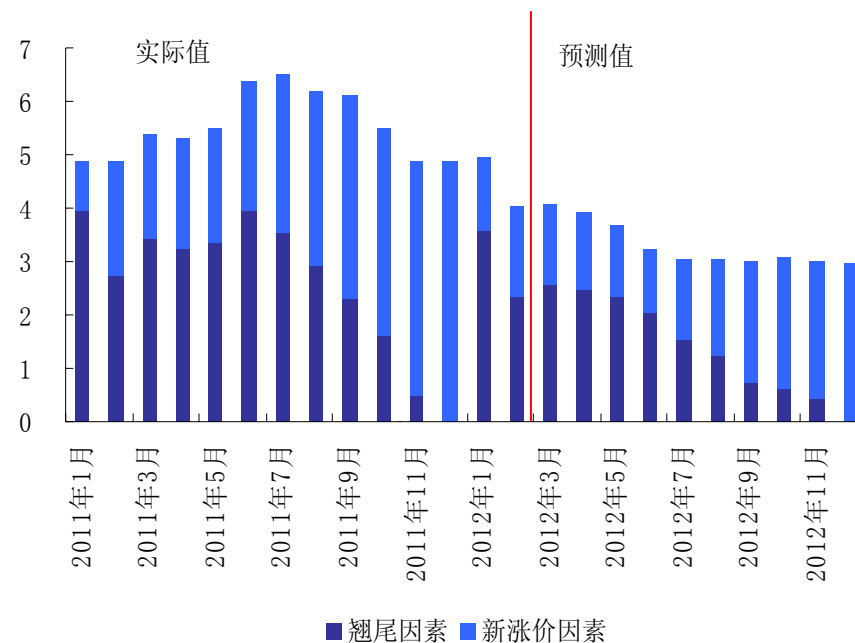
年度翘尾和新涨价因素预测

	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	5.4	2.6	2.8
2012	2.6	1.1	1.5

资料来源：CEIC，申万研究



2011年以来月度物价走势及预测

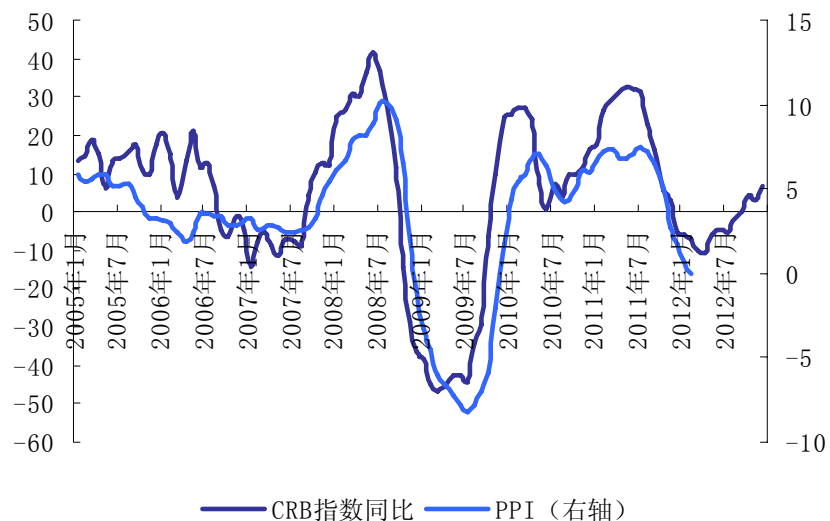


资料来源：CEIC，申万研究

2.2.1 全年PPI预计为1.1%

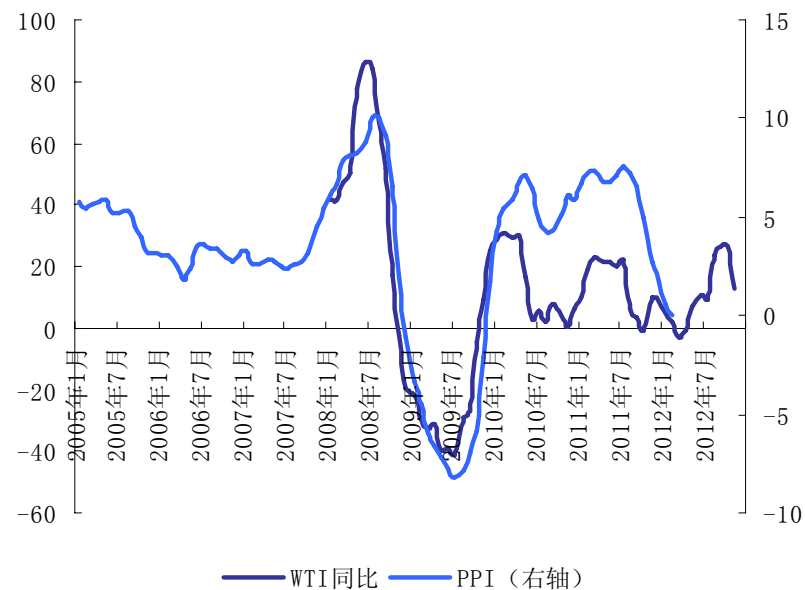
- 预计全年PPI上涨1.1%，呈现前低后高的走势

CRB指数=325.09，年内同比走势及PPI同比



资料来源：Bloomberg，申万研究

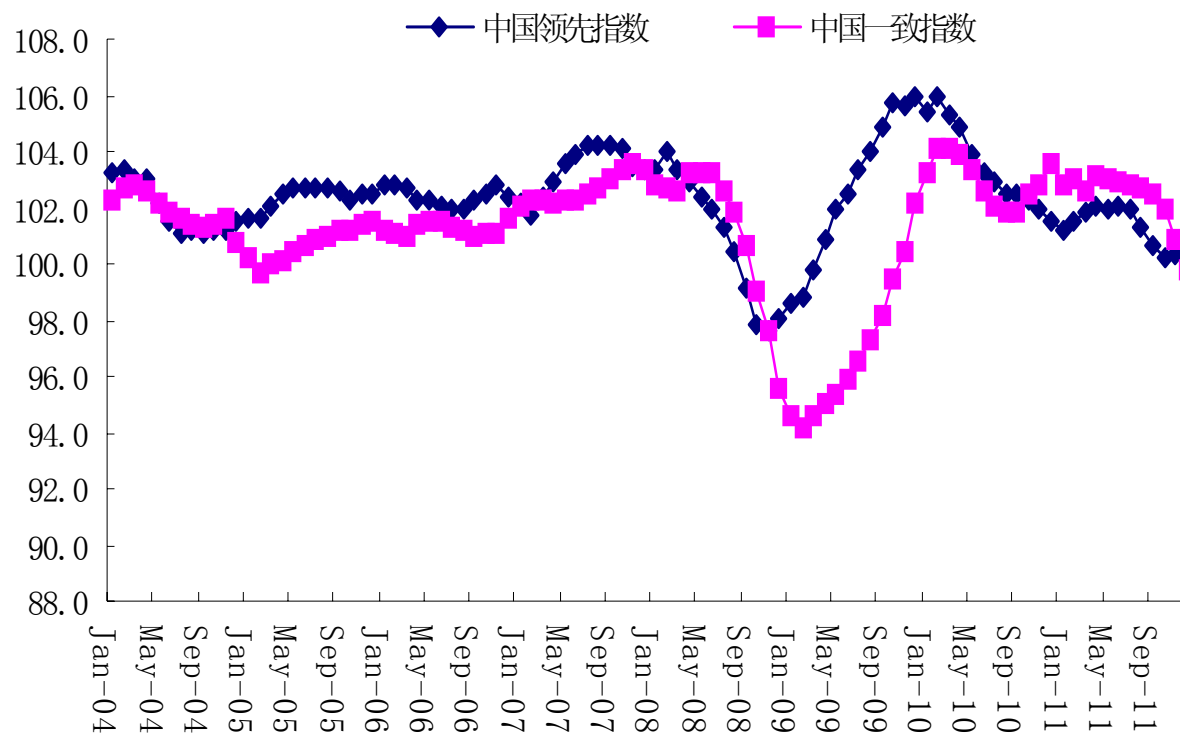
WTI油价=109.77，年内同比及PPI走势



资料来源：Bloomberg，申万研究

2.2.2 目前促使经济向下的力量占主导

■ 目前仍是以促进经济向下的力量为主:

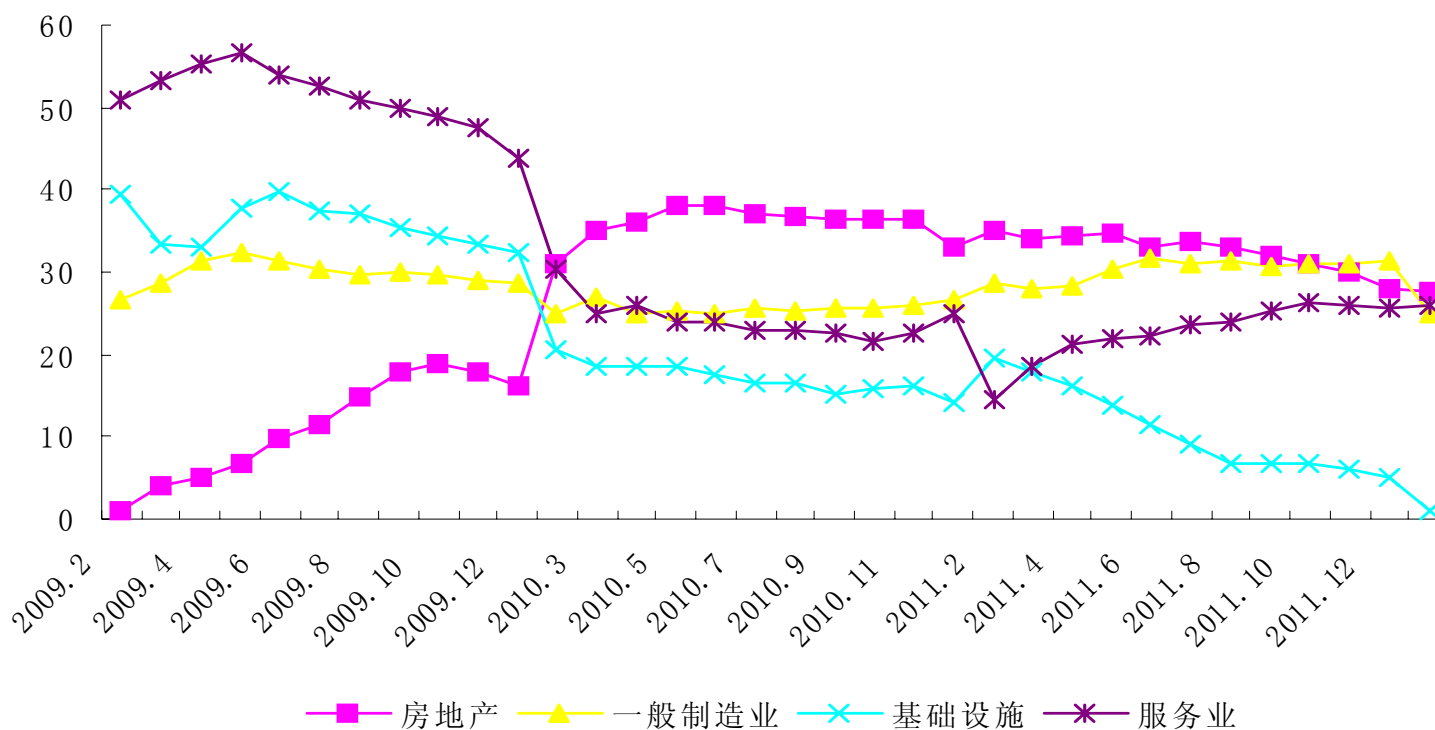


资料来源: CEIC, 申万研究

2.2.2 目前促使经济向下的力量占主导

■ 除了服务业投资之外，三大投资增速均回落

主要领域投资增长率

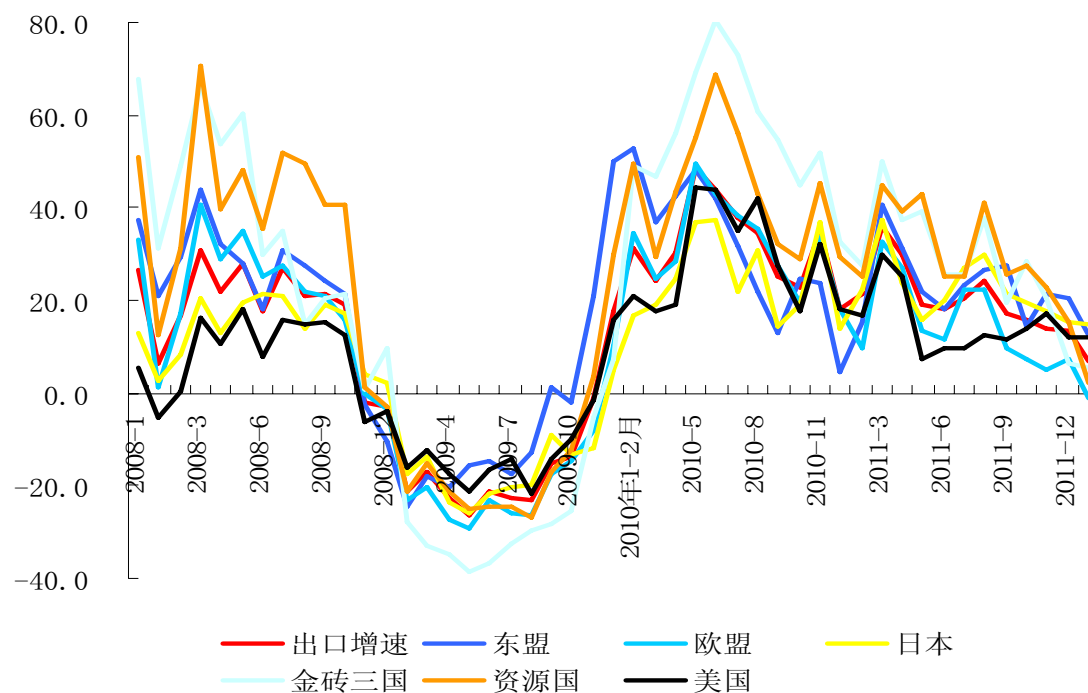


资料来源：CEIC，申万研究

2.2.2 目前促使经济向下的力量占主导

- 全球经济调整尤其是欧洲和新兴市场调整导致出口增速回落

对欧盟和金砖三国出口偏弱



资料来源：CEIC，申万研究

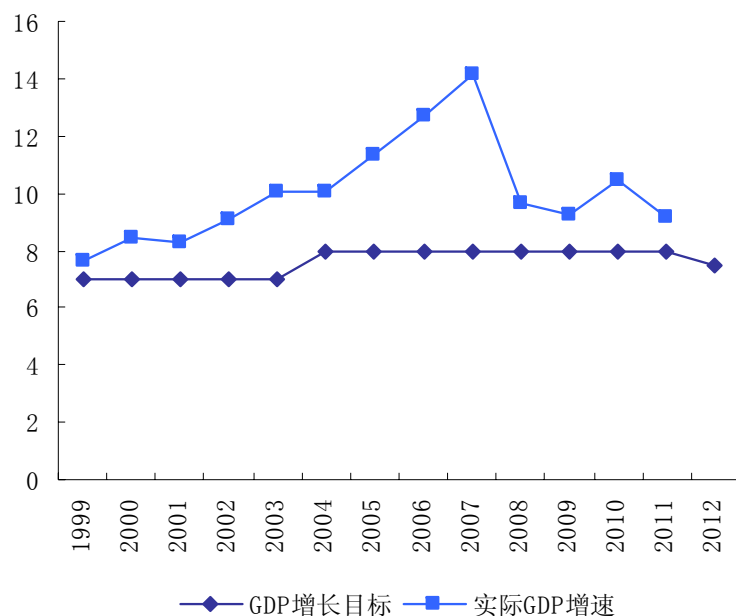
2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

- 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。
- 倒逼机制：经济增长逼近容忍底线
- 通胀缓解
- 既有的项目开工

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

■ (1) 如果没有外力支持，经济破8的概率在增加

全国目标变化



资料来源：申万研究

2008年10月政策放松时的主要经济指标

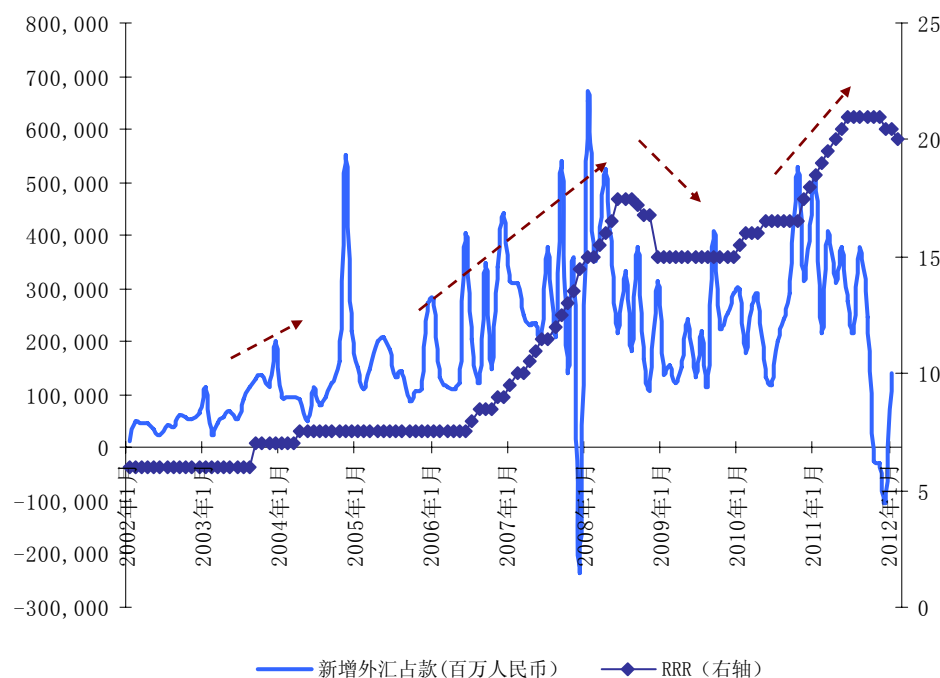
	2008年9月	2008年10月
工业	11.4	8.2
消费	23.2	22
投资	27.6	27.2
出口	21.3	19.1
CPI	4.6	4
PPI	9.1	6.6
房价	3.5	1.6
房地产销售面积	-15.0	-17.4
M2	16	15.3
M1	11.5	9.4
贷款	14.3	14.5

资料来源：申万研究

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

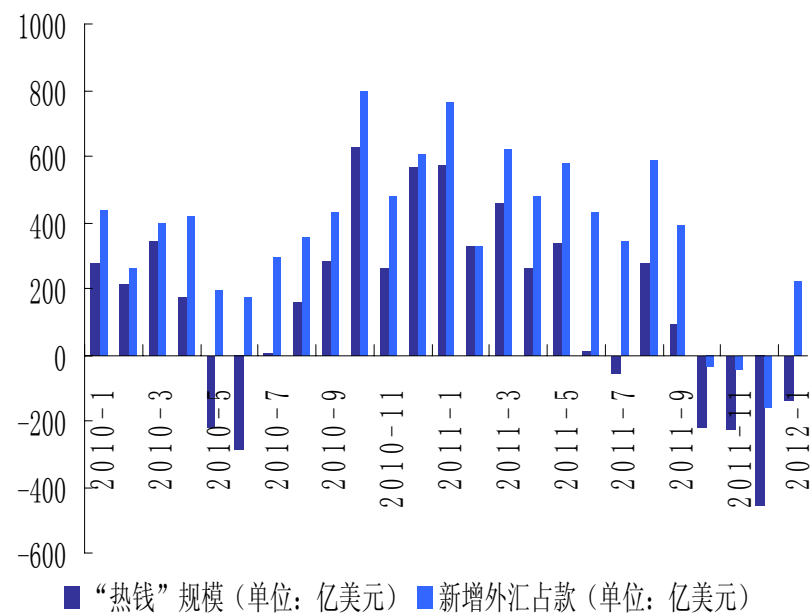
- (2) 通胀缓解为下调准备金率及降息打开空间。2季度准备金率可能再次下调

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

外汇占款和热钱

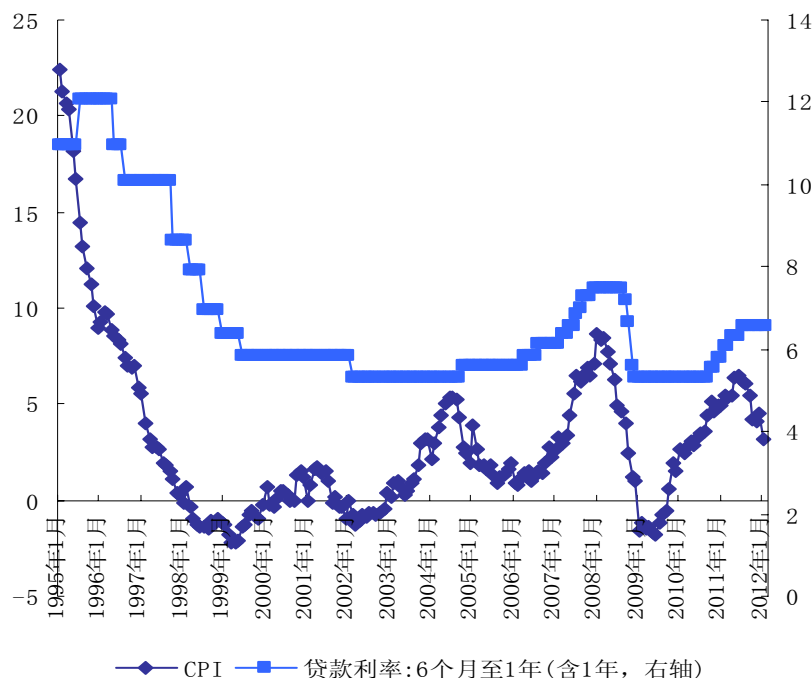


资料来源：CEIC，申万研究

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

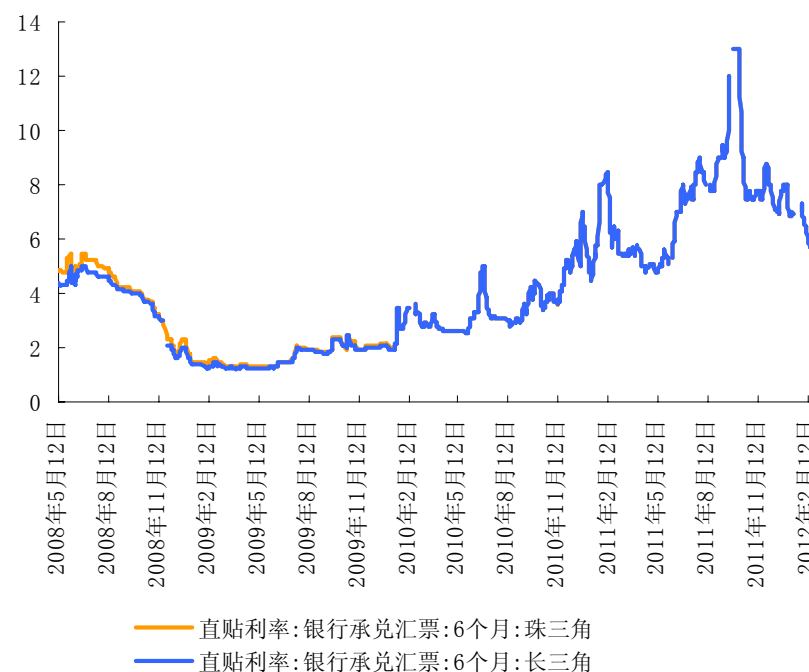
- 2季度存在一次降息可能。考虑到稳定储蓄和加大金融对经济的支持力度，不排除非对称降息的可能

CPI与降息



资料来源: CEIC, 申万研究

6个月银行承兑汇票



资料来源: CEIC, 申万研究

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

■ (3) 既有的项目开工

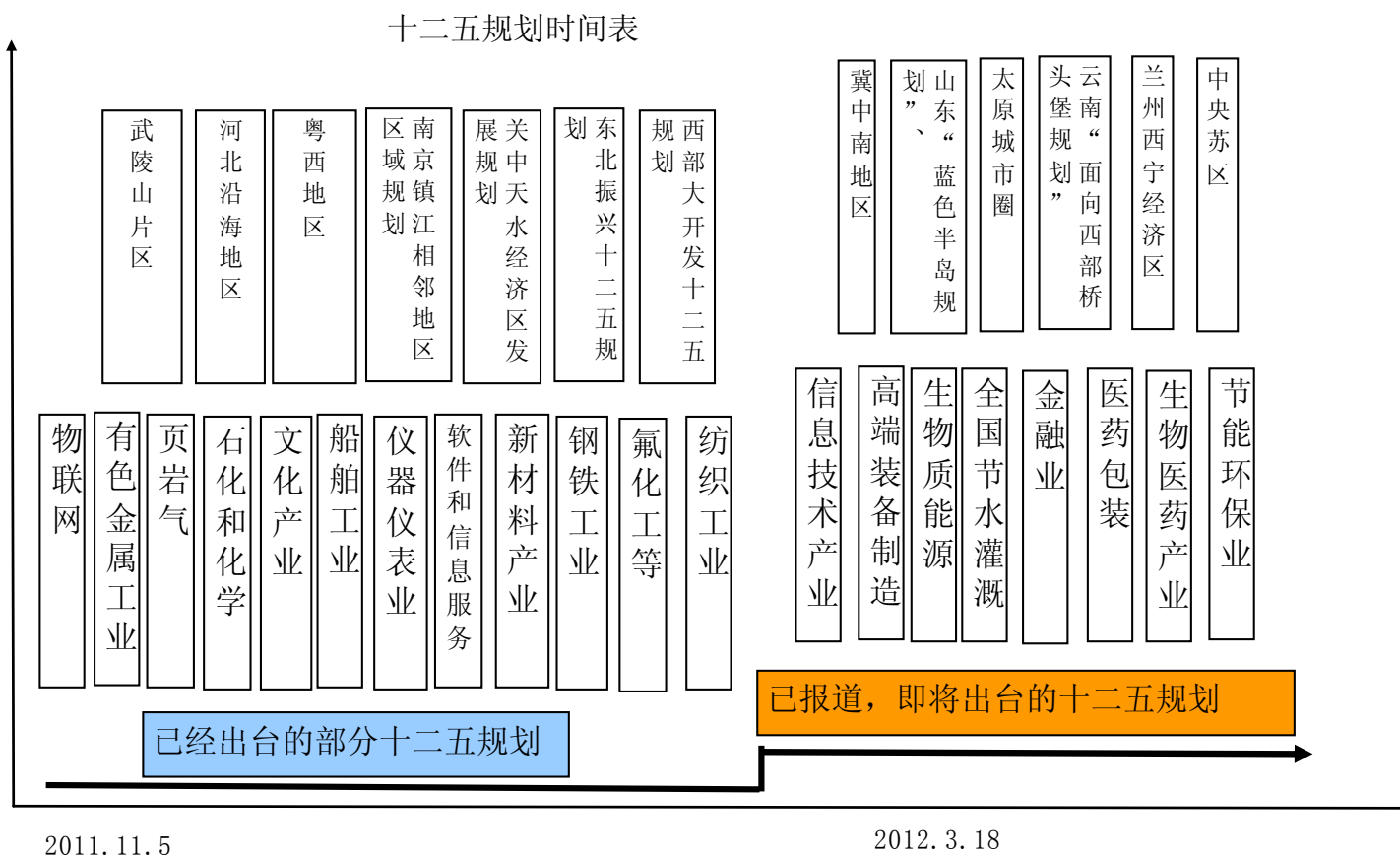
各领域十二五期间主要领域计划投资额

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	2012年2月28日，文化部正式发布《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》，提出了“十二五”期间文化部门管理的文化产业增加值年平均现价增长速度高于20%，2015年比2010年至少翻一番；到2015年，动漫业增加值超300亿元，着力打造5至10个在国际上具有较强竞争力和影响力的国产动漫品牌和骨干动漫企业；游戏业市场收入规模达到2000亿元。
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

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

■ 十二五规划出台频率明显加快



资料来源: 申万研究整理

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

- 从有可比数据的25个省份的情况看，2012年固定资产投资平均增长22%，去年增速目标为21%，基本持平

2011-2012年各地方投资增长目标对比

区域	省市	2011目标	2012 目标	2012年目标 与2011目标 相比	省市	2011目标	2012 目标	2012年目标 与2011目标 相比
东部	北京	10	9	-1	广东	16	15	-1
	天津	15	15	0	福建	21	18	-3
	河北	18	19	1	海南	25	28	3
	辽宁	15	20	5				
中部	山西	22	22	0	江西	25	20	-5
	吉林	25	25	0	河南	20	21	1
	黑龙江	30	30	0	湖南	20	22	2
	安徽	20	20	0	湖北	20	20	0
西部	陕西	25	25	0	西藏	18	18	0
	四川	17.5	12.3	-5.2	广西	20	20	0
	重庆	18	18	0	新疆	25	28	3
	贵州	30	50	20	甘肃	25	30	5
	宁夏	25	25	0	青海	20	20	0

资料来源：地方政府工作报告，申万研究

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

- 从有可比数据的31个省份的情况看，2012年GDP平均增长11.2%，去年增速目标为11%，基本持平

2011-2012年地方政府GDP增长目标对比

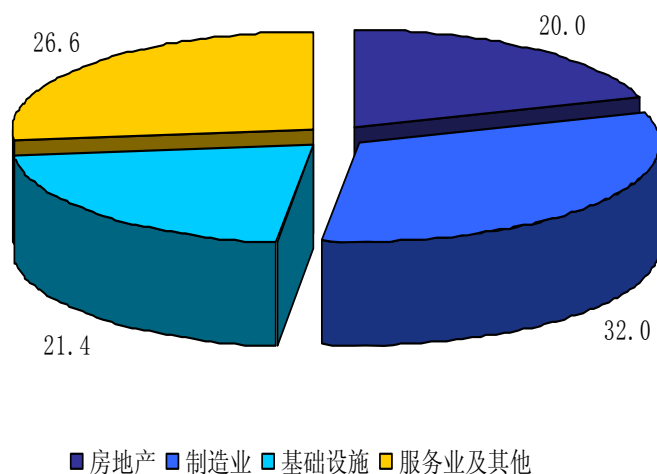
区域	省市	2012与2011			省市	2012与2011		
		2011目标	2012 目标	目标比较		2011目标	2012 目标	目标比较
东部	北京	8	8	0	江苏	10	9	-1
	天津	12	12	0	浙江	9	8.5	-0.5
	河北	9	9	0	广东	9	8.5	-0.5
	辽宁	11	11	0	福建	12	11	-1
	上海	8	8	0	海南	13	13	0
	山东	10	9.5	-0.5				
中部	山西	12	12	0	江西	10	10	0
	吉林	11	12	1	河南	11	10	-1
	黑龙江	12	12	0	湖南	10	11	1
	安徽	10	12.6	2.6	湖北	10	10	0
西部	陕西	12	13	1	广西	10	11	1
	四川	12	12	0	内蒙古	13	15	2
	重庆	13.5	13.5	0	新疆	10	11	1
	贵州	13	14	1	甘肃	12	12	0
	宁夏	12	12	0	青海	12	12	0
	西藏	12	11	-1	云南	10	12	2

资料来源：地方政府工作报告，申万研究

2.2.2 2季度面临经济增长力量的切换

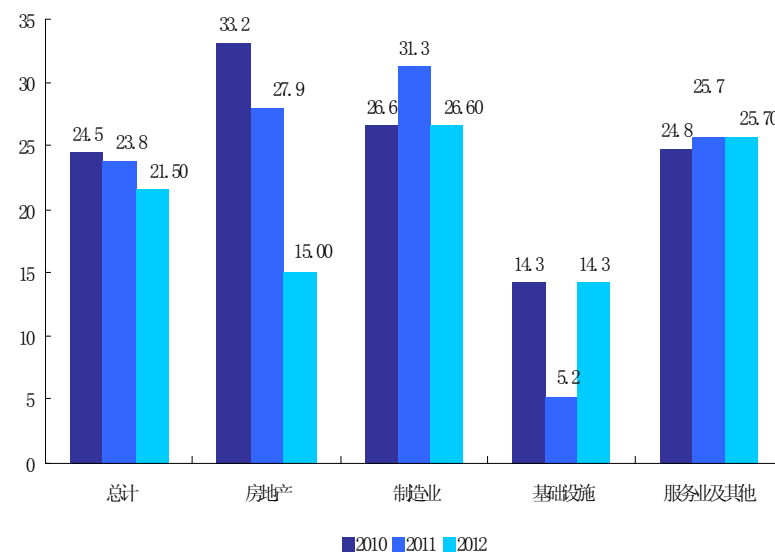
- 在房地产投资增长15%、制造业投资增长26.6%、服务业投资增速保持不变、基础设施投资增长14.6%的基础上，预计2012年投资增速为21.5%

2010年投资结构占比



资料来源：CEIC，申万研究

2010-2012年投资分类结构

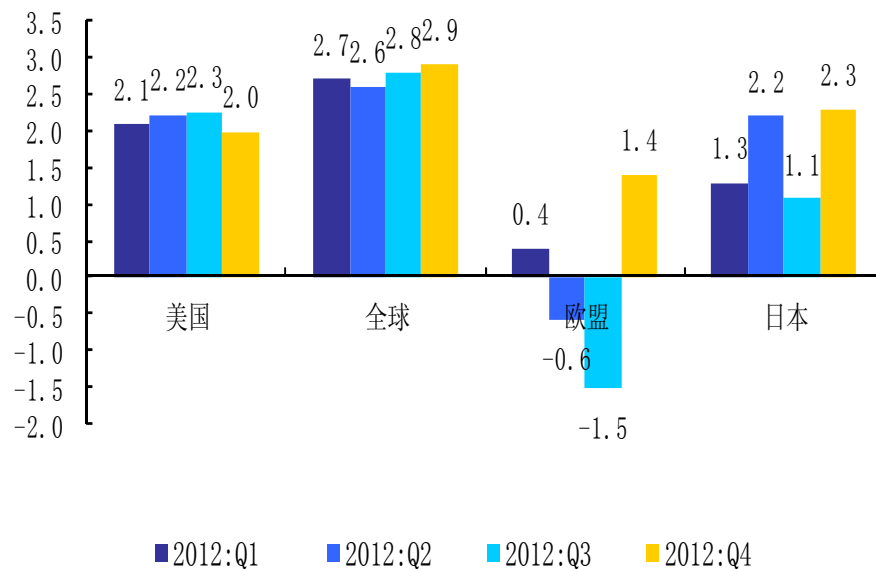


资料来源：CEIC，申万研究

2.2.3 不必对中国经济太悲观

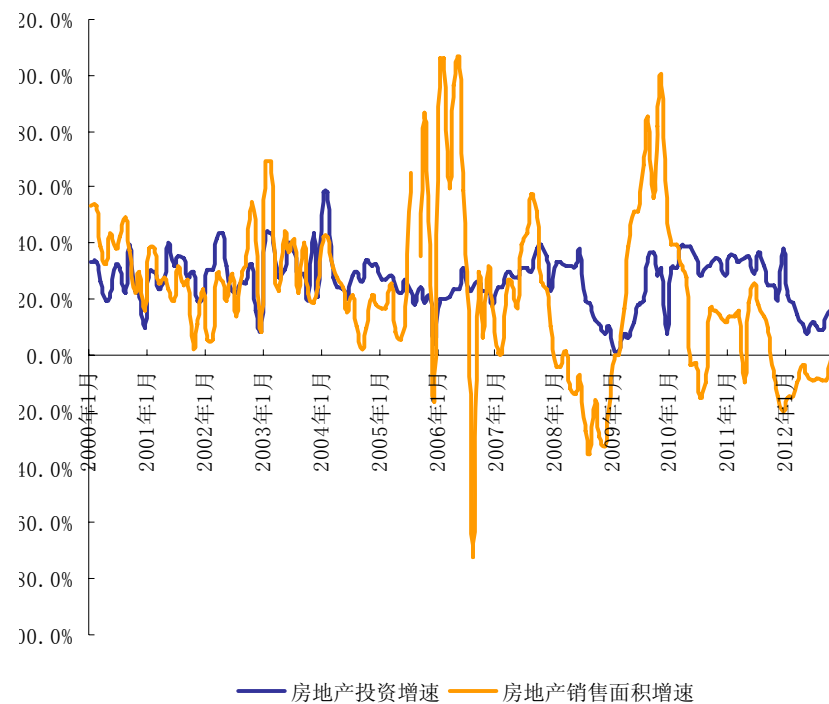
■ 经济走势判断：3-4季度市场和政策的力量可能都向上

今年世界经济将呈现前低后高走势



资料来源：申万研究

房地产投资前低后高

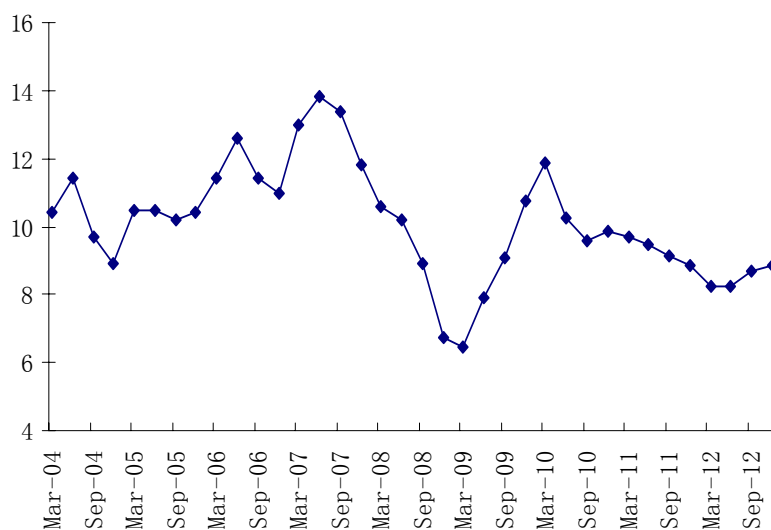


资料来源：申万研究

2.2.3 不必对中国经济太悲观

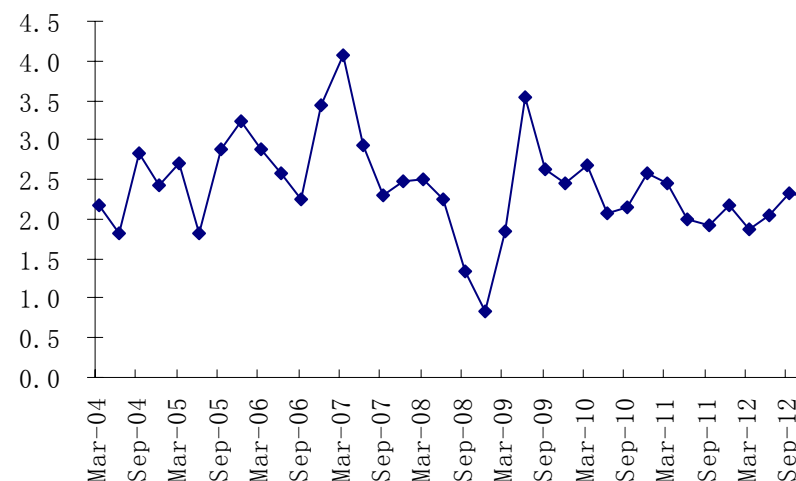
- 总体上我们对经济增长不悲观，预计GDP增速为8.6%，前低后高。其中2-4季度分别为8.4%、8.7%、8.8%

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

2.2.4 判断的风险

- 相对于我们的基准判断，判断的风险在于：
 - 1、经济不着陆
 - 2、通胀超预期（CPI、房价）

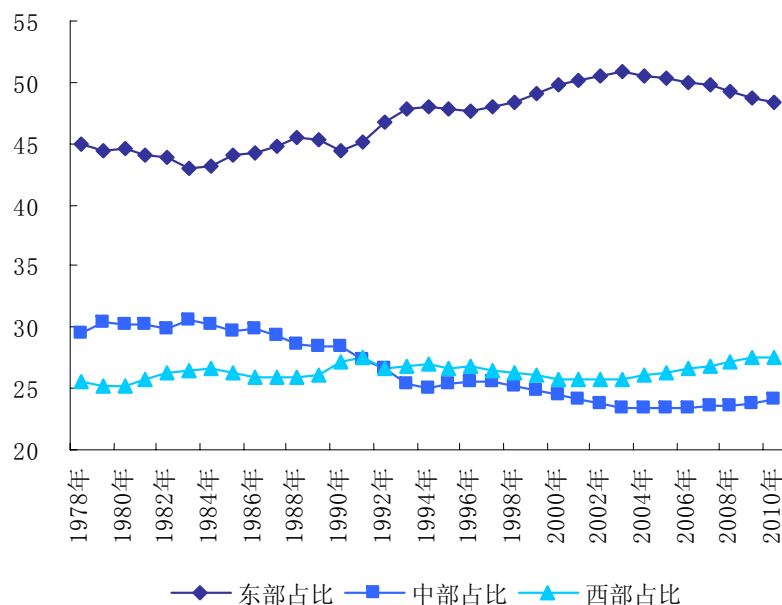
主要内容

1. 政策重心转变：从减法到加法
2. 2季度全球和中国前瞻：等待转机
3. 区域看中国：增长动力仍在

3.1 中国区域增长动力的变迁

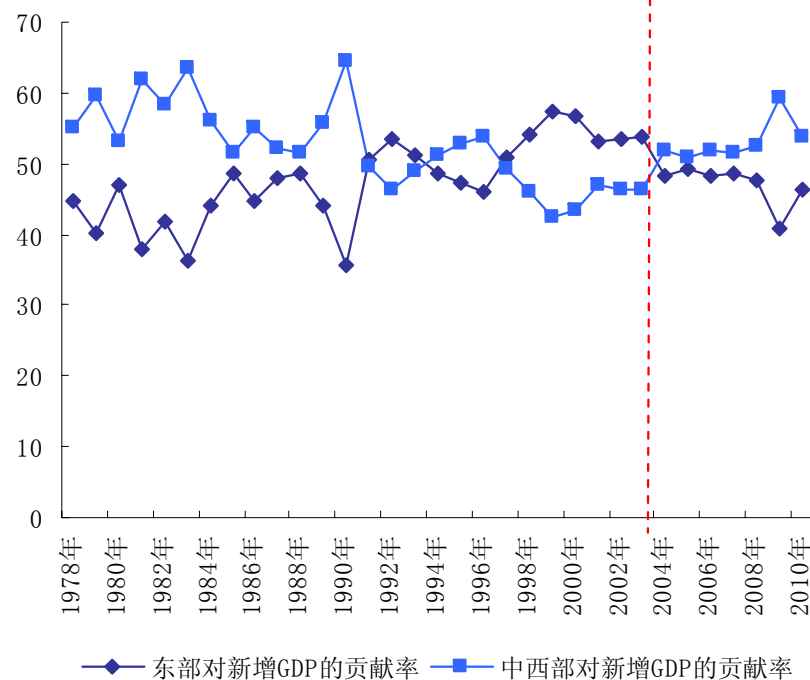
- 中国增长动力经历了三次变迁，1992年之前主要来自中西部，1993年—2003年主要来自东部，2003年至今来自中西部

东部仍占绝对比重，但比重开始回落



资料来源：CEIC，申万研究

中西部增量贡献超过东部

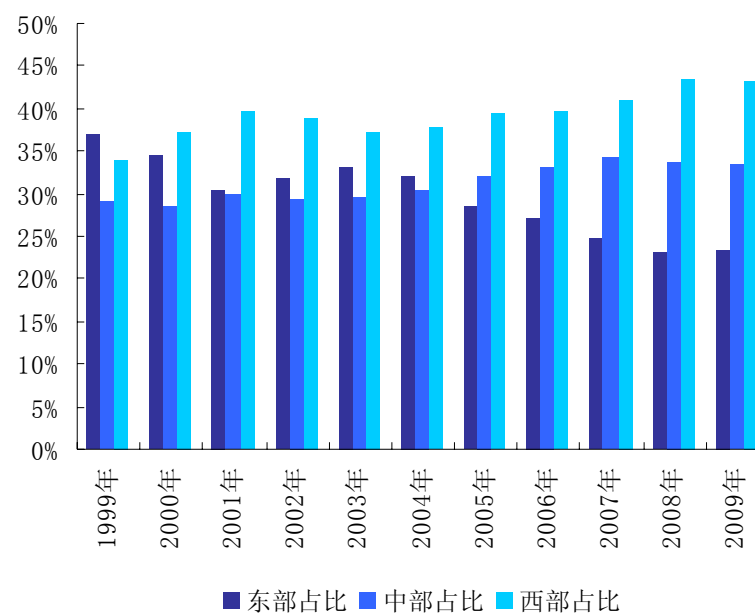


资料来源：CEIC，申万研究

3.1 中国区域增长动力的变迁

■ 政策支持

向中西部的转移支付明显增加

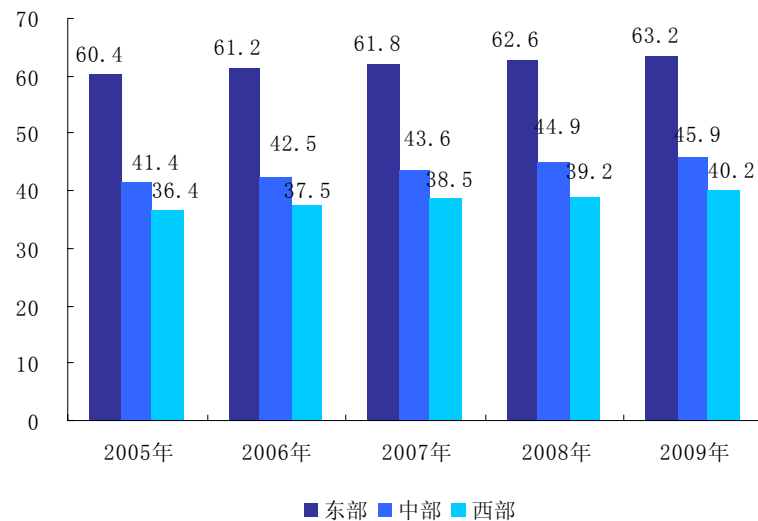


资料来源：CEIC，申万研究

3.1 中国区域增长动力的变迁

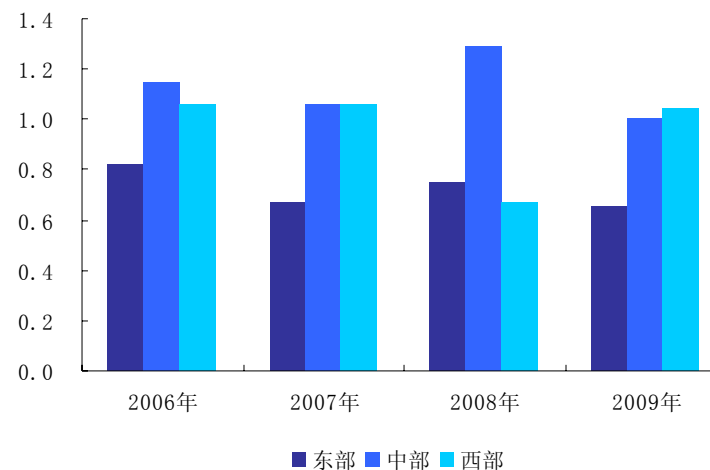
■ 城镇化

东中西的城镇化水平



资料来源：CEIC，申万研究

中西部城镇化提高幅度高于东部地区

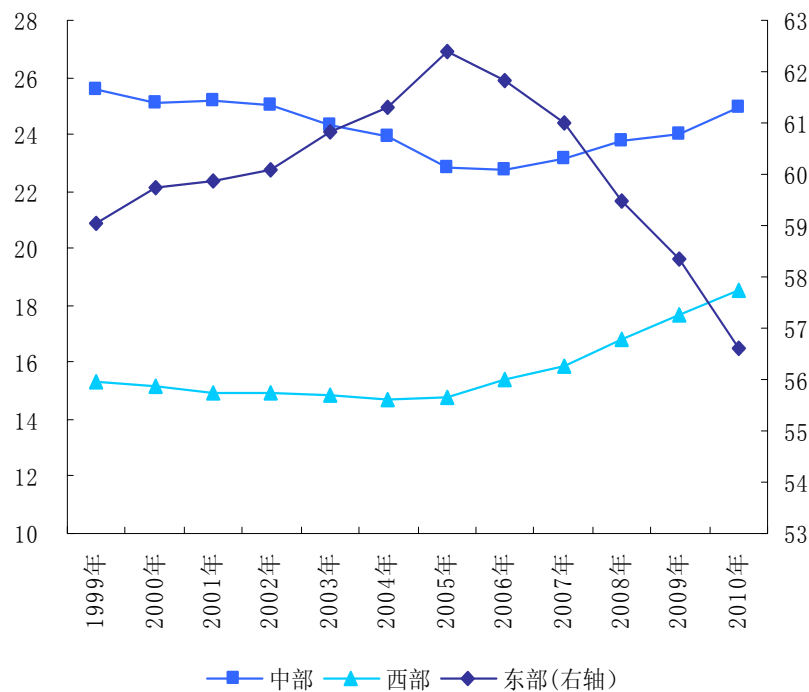


资料来源：CEIC，申万研究

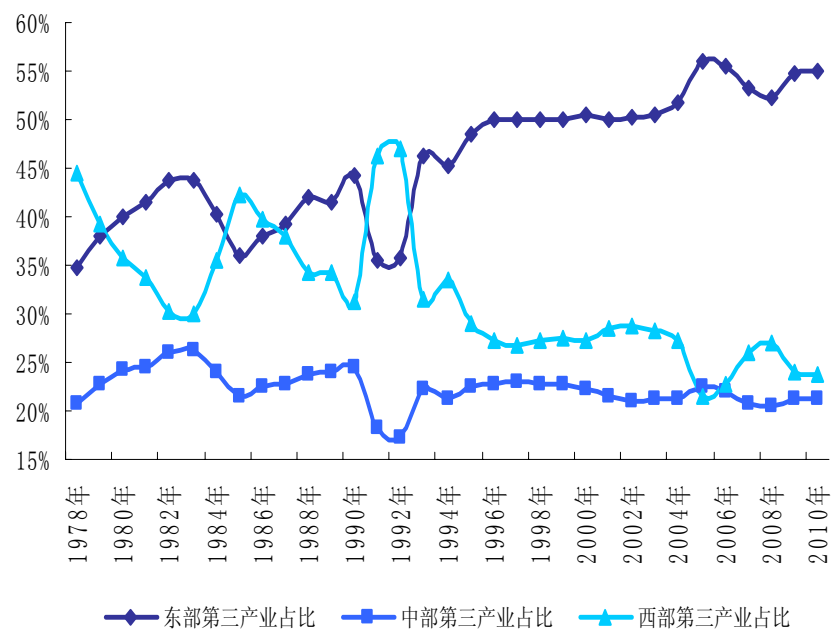
3.1 中国区域增长动力的变迁

■ 产业转移

第二产业占比变化



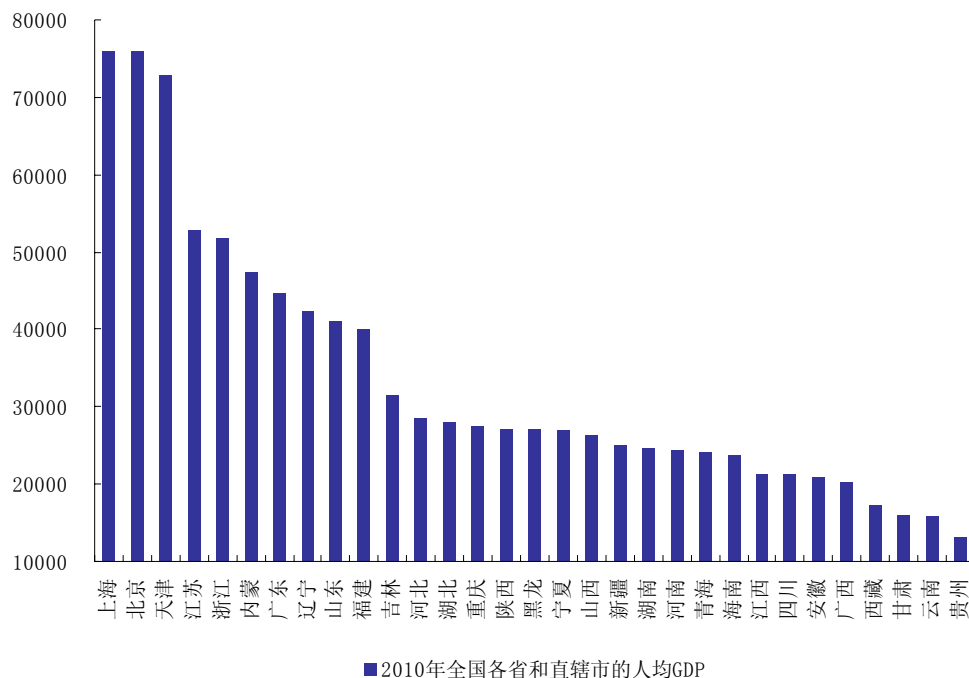
第三产业占比变化



资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析

2010年各省市人均GDP排序



资料来源：CEIC，申万研究

2010年各省市GDP规模

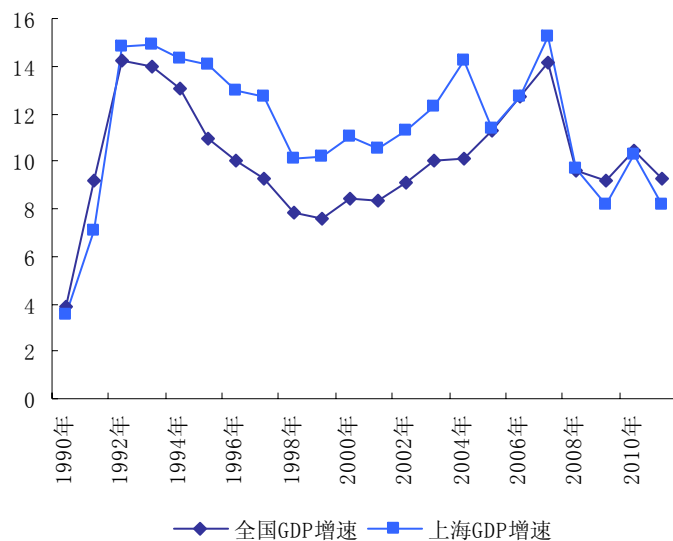
2万亿元以上	广东（4601.31）；江苏（4142.55）；山东（3916.99）；浙江（2772.23）；河南（2309.24）；河北（2039.43）；广东（4601.31）
1万亿至2万亿元	辽宁（1845.73）；四川（1718.55）；上海（1716.60）；湖北（1618.23）；湖南（1603.80）；福建（1479.04）；北京（1411.36）；安徽（1235.93）；内蒙古（1167.20）；黑龙江（1036.86）；陕西（1012.35）
1万亿元以下	广西（956.99）；江西（945.13）；天津（922.45）；山西（920.09）；吉林（912.86）；重庆（792.56）；云南（722.42）；新疆（543.75）；贵州（460.22）；甘肃（412.08）；海南（206.45）；宁夏（168.97）；青海（135.04）；西藏（50.75）

资料来源：CEIC，申万研究，单位：十亿元。

3.2 案例分析-东部：上海

- 上海投资增速降低，但消费上升，整体经济仍维持较高增长水平

上海VS全国GDP增速



资料来源：CEIC，申万研究

上海主要经济指标2011年增速

上海	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011年增速 (%)	8.2	-0.7	6.5	9.5

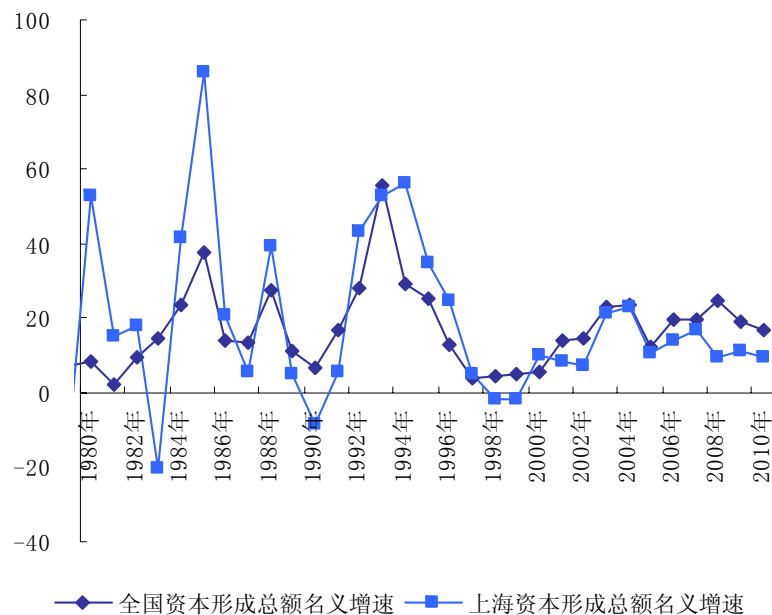
上海	投资	消费	出口	进口
2011年增速 (%)	0.3	12.3	18.1	19.5

资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-东部：上海

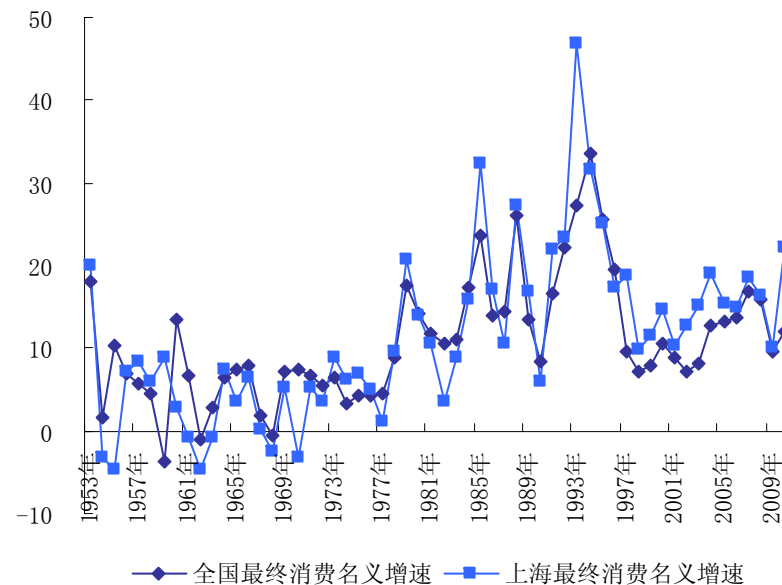
- 上海投资增速降低，但消费上升，整体经济仍维持较高增长水平

上海资本形成总额增速



资料来源：CEIC，申万研究

上海最终消费增速

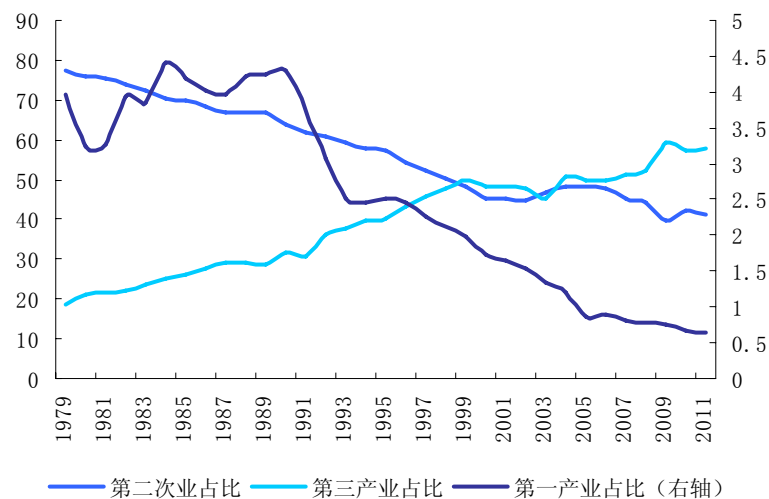


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-东部：上海

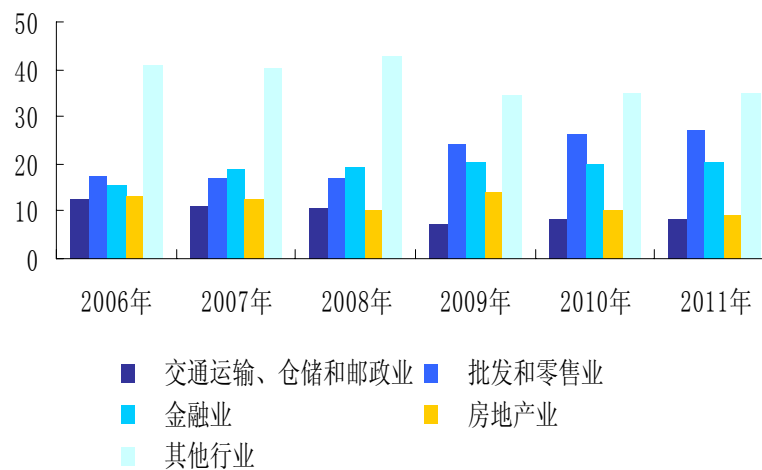
- 上海1999年第三产业首次超过第二产业，2005年后第三产业大幅超过第二产业

上海三大产业占比



资料来源：CEIC，申万研究

上海第三产业分类占比

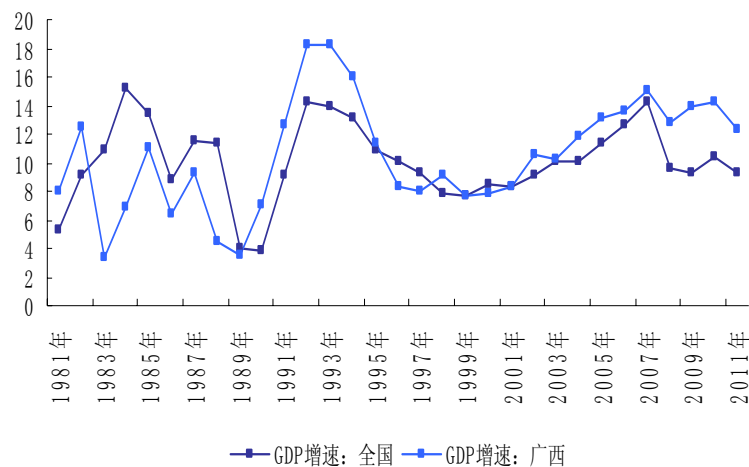


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-西部：广西

- 广西投资高于全国，消费低于全国，整体经济增长高于全国

广西VS全国GDP增速



资料来源：CEIC，申万研究

广西主要经济指标2011年增速

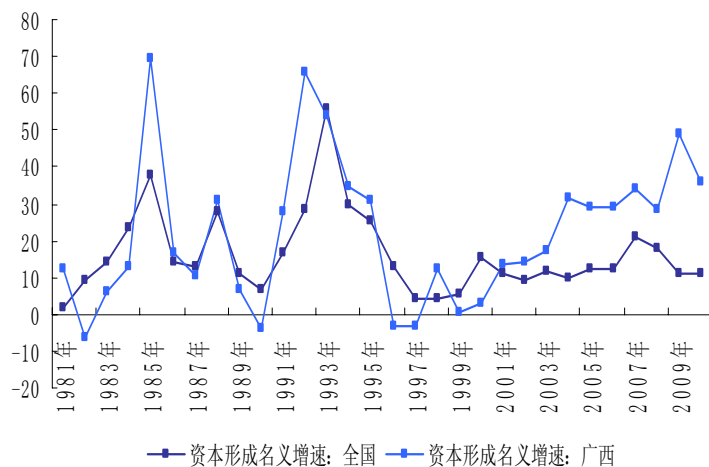
广西	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011年增速 (%)	12.3	4.8	17.1	9.4
广西	投资	消费	出口	进口
2011年增速 (%)	29.1	18	29.7	33.7

资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-西部：广西

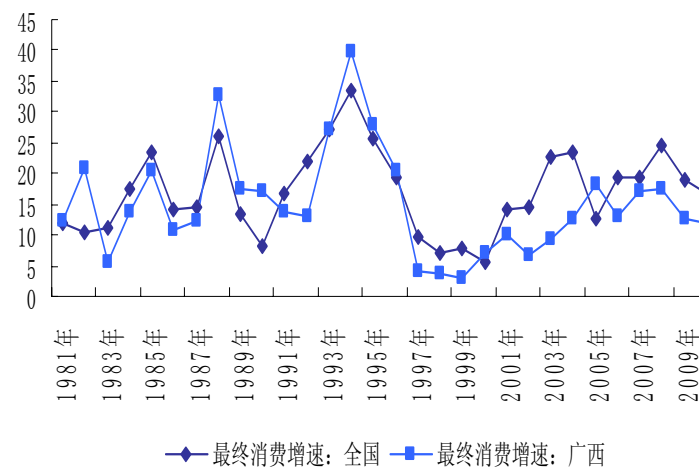
- 广西投资高于全国，投资是广西经济增长的主要来源

广西资本形成增速



资料来源：CEIC，申万研究

广西最终消费增速

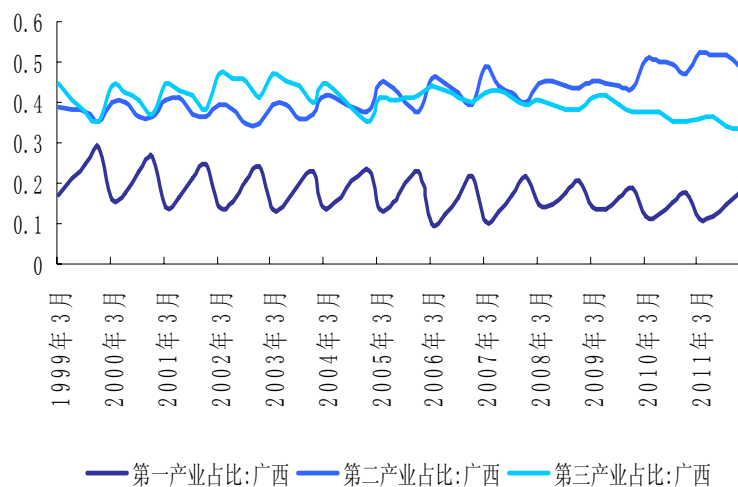


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-西部：广西

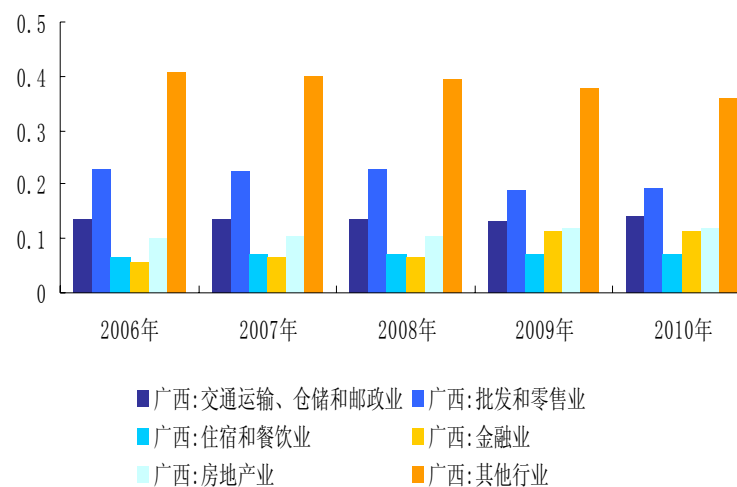
■ 广西第二产业发展迅速，占比稳步增加

广西三大产业占比



资料来源：CEIC，申万研究

广西第三产业分类占比

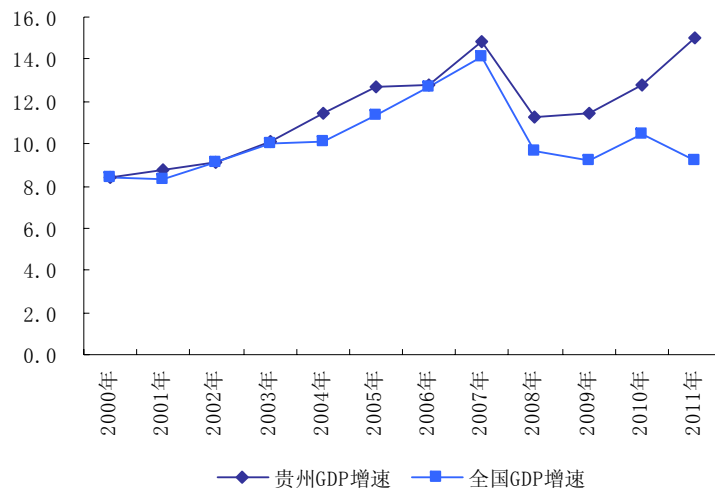


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-西部：贵州

- 贵州经济增长主要来源于投资，经济增速大幅高于全国水平

贵州VS全国GDP增速



资料来源：CEIC，申万研究

贵州主要经济指标2011年增速

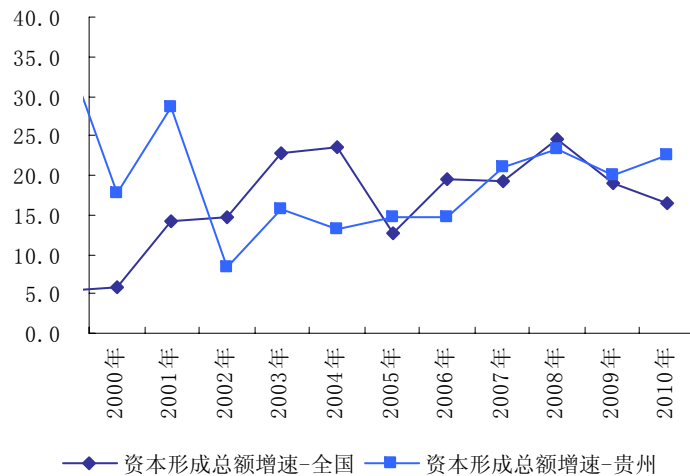
贵州	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011年增速 (%)	15	1.2	20.7	14.2
贵州	投资	消费	出口	进口
2011年增速 (%)	60.1	18.1	55.5	54.8

资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-西部：贵州

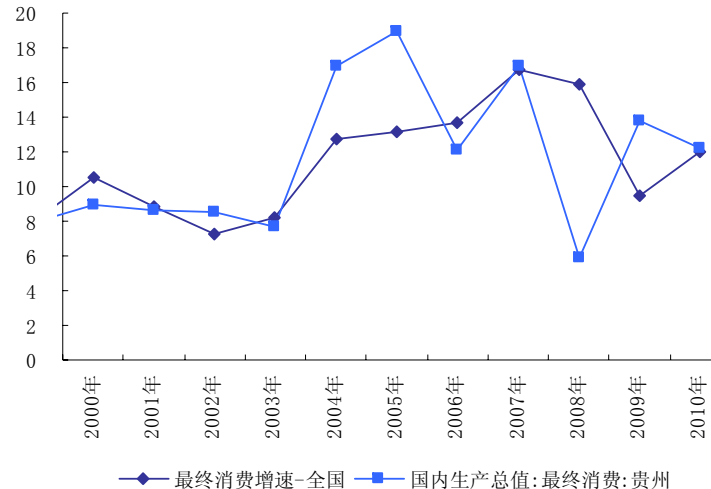
■ 贵州增长主要依靠投资

贵州资本形成总额增速



资料来源：CEIC，申万研究

贵州最终消费增速

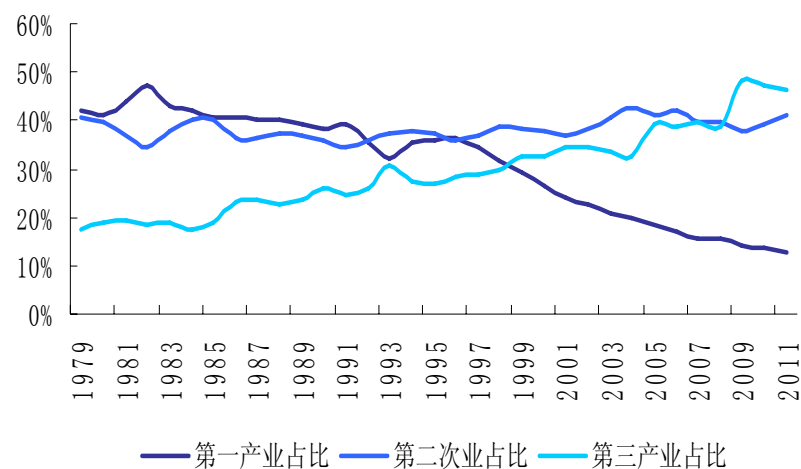


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-西部：贵州

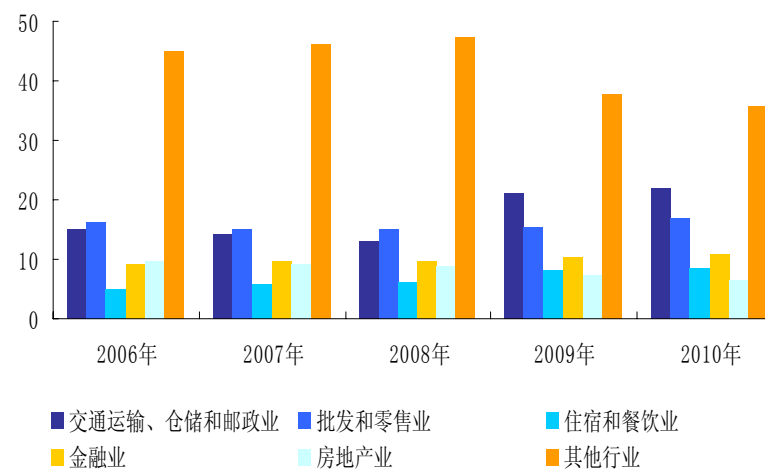
■ 贵州投资高增长推动第二产业增长

贵州三大产业占比



资料来源：CEIC，申万研究

贵州第三产业分类占比

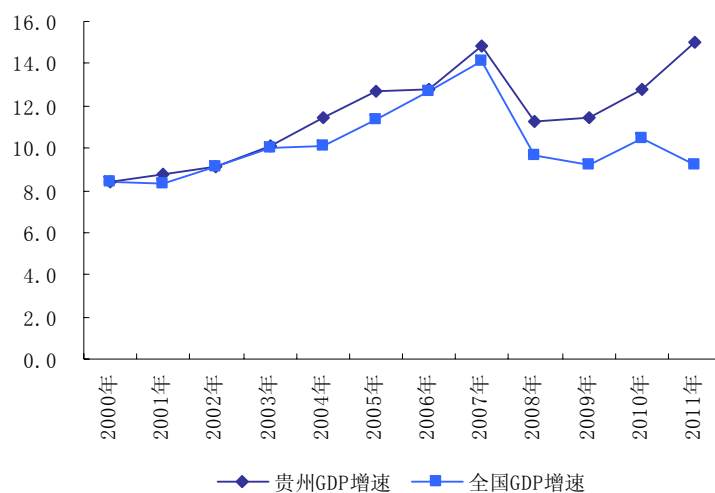


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-中部：湖北

- 湖北经济高于全国水平，第二产业遥遥领先于第一和第三产业

湖北VS全国GDP增速



资料来源：CEIC，申万研究

湖北主要经济指标2011年增速

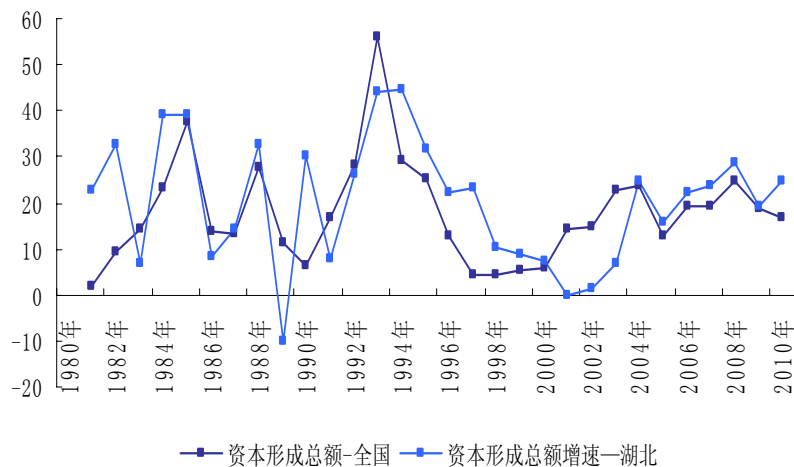
湖北	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011年增速 (%)	13.8	4.4	17.9	12
湖北	投资	消费	出口	进口
2011年增速 (%)	28.7	18	35.3	21.5

资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-中部：湖北

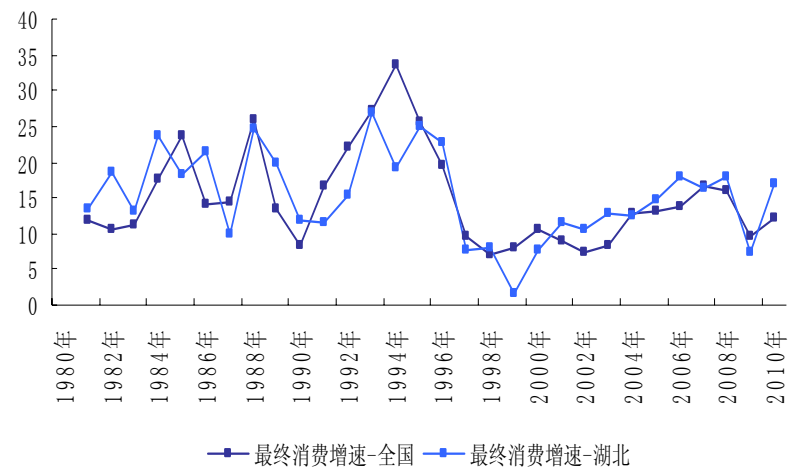
- 2005年后湖北投资增速高于全国水平，推动第二产业发展

湖北资本形成总额增速



资料来源：CEIC，申万研究

湖北最终消费增速

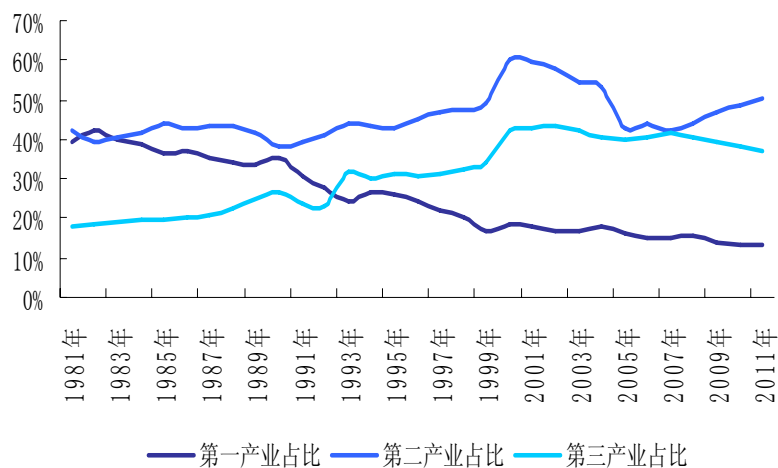


资料来源：CEIC，申万研究

3.2 案例分析-中部：湖北

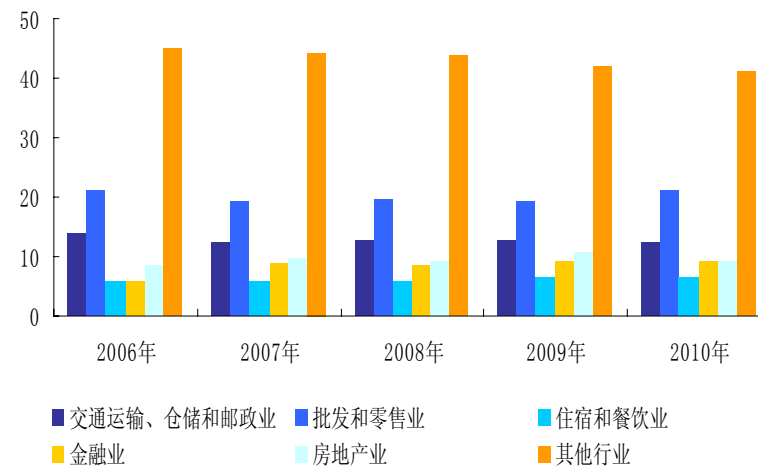
■ 第二产业占比提升，推动经济增长

湖北三大产业占比



资料来源：CEIC，申万研究

湖北第三产业分类占比



资料来源：CEIC，申万研究

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。

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