

春暖待花开

——2012 年二季度宏观经济报告

宏观报告

发布时间：2012 年 4 月 06 日

投资要点：

- 当前对经济运行最大的不确定性不在于“硬着陆”，而在于经济周期衰退的长度。而市场对该疑问得不到缓解的原因在于担心：（1）同步指标指向总需求趋势下行；（2）政策放松不及预期；（3）转型的降速加重衰退深度。
- 我们认为，当前市场对经济的解读存在几个误区：（1）放大了转型的降速预期，中长期潜在增速下降干扰了对经济周期判断；（2）放大了同步指标的指向作用，低估了先行指标的预示作用；（3）放大了局部地区（行业）的悲观数据。
- 转型导致我国经济潜在增速下台阶，但转型的经验是有限降速，方式是“下楼梯”而非“坐滑滑梯”。中国增速仍有望在 8-10%，当前潜在增速已降至 9%，降速冲击将有限。
- 而工业增加值等都是同步指标，同步指标低于预期增长表明当前经济偏冷，但预示性弱。对走势的判断应该依赖先行指标，而诸多先行指标已经回升，“春暖”明确，只待“花开”。
- 回升的动力取决于市场和政策的力量。市场力量的需求端看，（1）欧美经济复苏向好，先行指标指向中国出口将见底回升；（2）企业家预期反弹、信贷增加预示投资不会单边趋势下行，调整后有望回升；（3）收入预期未降，消费信心回升表明消费将平稳并可能回升。而从中观看，经济周期体现为去库存周期，年底去库存将结束，但后期的被动去库存将拉升生产增速。政策力量看，投资的预算内资金增速和新开工项目反弹表明财政政策落地，而货币放松也已见。
- 因此，市场和政策同推经济衰退周期趋近尾声，我们判断经济周期底部在二季度，三季度将回升。考虑当前数据偏冷，调低二季度后增速，具体为：8.3%、8.1%、8.4%、8.6%。而通胀在 3、4 月份承受压力后趋势下行，Q2 和 Q3 将在 3%下方。通胀压力并不显著。
- 衰退周期交织转型期，政策必将出台稳增长兼顾促转型的政策。积极财政搭配稳健货币，但更在于产业、消费和投资政策。水利、公（铁）路、核电、保障房等短快灵项目将加码，但更看好产业升级和消费，将迎中长期利好。货币政策延续适度宽松趋势，二季度降准 1 次，不排除年中有 1 次降息。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)2036 1155
FAX: (8621)2036 1159
Email: wanggb@nescn
地址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮编：200135

目 录

一、“浮云遮望眼”：经济转型的降速增忧经济周期的衰退	6
1、日韩等转型经验：有限降速	6
2、转型成功，我国经济仍有望保持 8-10% 的增速，对周期衰退影响已有限	7
二、增长“倒春寒”：同比指标的低预期增长	10
1、出口是导致生产和经济增速下滑的主因	10
2、环比折年率看，消费增速总体仍相对平稳	11
3、房地产投资的自我稳定保持了投资较高增速	12
4、需求疲软促企业加快去库存，去库存周期走过 1/3	14
三、春暖待花开：先行指标预示经济将见底回升	15
1、外需好转促出口增速见底回升	15
2、企业家预期回升、信贷改善和政策扶持，三因素助推投资稳定并有望适度加快	18
3、收入稳定，消费信心回升，消费增速平稳并有望在下半年加快	20
4、去库存将步入后期，生产有望在二季度后期见底	21
5、经济二季度见底，三季度回升	23
四、通胀趋势下行，但中长期压力犹存	24
五、宏观政策取向	26
1、稳增长的宏观政策取向在二季度将进一步强化	26
2、货币政策“稳中见松”，边际改善但不会明显宽松	26
3、财政预算名减实增，稳增长的政策空间巨大	28
4、稳增长与促转型相结合，转型版的新刺激计划有望拉开序幕	30
5、体制改革未雨绸缪，新一轮改革有望预热	32

图表目录:

表 1: 赶超型国家在不同收入水平的经济增速比较	6
表 2: 不同经济体的转型周期	7
图 1: 日韩的转型期增速并非单边下行, 两国分别存在较强的库存周期和设备周期	7
图 2: 日、德出口大国看出口占比面临天花板, 但较高占比维持 10 年之久	8
图 3: 中国出口同比触及天花板, 但让有望延续较高增速, 只是顺差占比将下降	8
图 4: 单位价值指数看我国出口的价格相对竞争力依然强大	9
图 5: 2001 年以来我国劳动生产率基本高于工资增长率, 保证了出口价格的平稳	9
图 6: GDP 产出缺口两个季度负增长, 经济衰退确认	10
图 7: 三大需求中出口降幅明显, 成下拉经济的主因	11
图 8: 出口交货值增速远低于工业增速, 表明外需下降是导致生产降速的主因	11
图 9: 消费名义增速虽然降速较大, 但是环比折年率较高, 表明消费并未失速	12
图 10: 受政策影响家电消费大降, 但是汽车消费仍较高, 表明消费能力并未失去	12
图 11: 受政策影响家电消费大降, 但是汽车消费仍较高, 表明消费能力并未失去	13
图 12: 购置费大增表明地产商对未来趋向乐观, 房地产投资或不至于出现大的调整	13
图 13: 每一轮的去库存前期总是导致 VAI 下降, 相反去库存后期拉动 VAI 回升	14
图 14: 东部大幅降速有产业转移的因素, 不应过分放大东部地区的降速影响	15
图 15: PIIGS 国债收益率下降而 VIX 大幅下降表明欧债危机风险基本解除	15
图 16: 德、法、意等核心国家的 2 月份 PMI 和信心指数回升	16
图 17: 美国 PNI 和信心指数反应美国经济仍有望平稳复苏	16
图 18: 美国失业率持续改善, 消费意愿和信贷稳步提高	17
图 19: 除了中国外, 欧美等发达经济体和新兴经济体都呈见底回升态势	17
图 20: 欧美进口回升拉动新兴经济体出口增速恢复	18
图 21: 加工贸易领先整个出口和进口, 加工贸易的进出口已经明显回升	18
表 3: 2012 年 1 季度企业家预期指数	19
图 22: 信贷持续增加, 企业贷款情况改善, 有利于稳定投资增速	19
图 23: M2 已经见底, M1 底部来临, 货币条件将进一步改善	20
图 24: 新开工项目稳定增长, 地产商购置积极性提高, 投资趋势下行的可能性小	20
图 25: 居民收入稳定, 消费信心回升, 预示消费基本平稳并有望回升	21
表 4: 我国去库存周期	21
图 26: 每一轮的去库存前期总是导致 VAI 下降, 相反去库存后期拉动 VAI 回升	22
图 27: 除了 2009 年初的强政策推动, 其他时期基本上都是轻工业领先	22
图 28: 宏观经济景气指数的先行指标回升预示经济将在二季度见底	23
表 5: 2012 年宏观经济指标预测概览	23
图 29: 生猪存栏充足, 肉价有望继续回落	24
图 30: 2012 年物价预测	25
图 31: 原油价格高企和不确定性对物价的成本推动较强	25
图 32: 2012 年 PPI 预测	26
表 6: 历年信贷资金的运用情况 (单位: 亿元)	27
图 33: 市场利率明显下行, 市场资金并不太紧张	28
图 34: 贷款需求不旺 利率高企是部分原因	28
图 35: 历年财政收支增速与 GDP 增速的比较	29
图 36: 财政预算资金已经大幅度拨付	29

表 7: 2012 年财政支出庞大, 稳增长空间较大	30
表 8: 2012 年初出台的部分产业规划梳理	31

前言

经济衰退周期叠加经济转型，加上 1-2 月份宏观数据不理想，市场对经济下滑的深度和时间甚是担忧。

担忧的两个直接原因在于：（1）三驾马车的需求不旺，表现为消费、出口和投资整体降速，需求不旺导致生产增速明显下滑，尤其是深圳等东部城市和地区的负增长数据更加重悲观预期；（2）政策放松不及预期，对政策稳增长的意愿和力度仍存疑惑。前者可以理解为对市场因素的判断，后者则是对政府力量的担忧。

经济究竟由什么因素下拉？下拉程度究竟多大？面对同样的数据，大家解读各不相同。因此，用何种方法和视角去解读和分析经济运行至关重要。这远了说是涉及认识方法论，近了说则是我们如何分解和归纳不同类宏观数据以及不同地区的经济数据的指向作用。

我们认为市场对当前宏观数据的解读存在几个误区和干扰：（1）远期干扰近期，即转型期的中长期增速下台阶对短期经济周期的影响；（2）同步（滞后）指标对先行指标的干扰；（3）局部数据对整体数据的干扰。而面对这些不同视角的数据，我们认为解读中也存在高估和低估不同指标。我们认为，市场高估了：（1）远期影响；（2）高估了东部地区数据的指示作用；（3）高估了同步指标对预测和预判的影响。相应的，则是低估了：（1）先行指标的作用被低估，甚至忽视；（2）低估市场了自身运行动力；（3）低估了政策的作用。

根据我们分析，我们认为，

第一，转型期中远期经济降速毫无疑问，但日、韩以及东南亚、南美等新兴经济体的转型期经济有限降速，经济降速是“下楼梯”而非“坐滑滑梯”。表明经济增速不会大滑坡，对短期的冲击作用也不会太显著。

第二，工业增加值、消费、投资和出口等都是同步指标，其体现的是当下，对未来的判断应该依赖先行指标。而综合看先行指标共同指向经济将回暖。

第三，东部地区经济降速，部分城市和地区甚至负增长，既有周期下滑因素，也就产业转移（转型）因素，对比于中西部地区的较高增速，不应过分放大大局地区数据的指示作用。

因此，本报告主要集中在对以上几个视角的对比分析，回答：（1）中远期增速及对短期影响；（2）当前经济下滑的主因及趋势（同步指标分析）；（3）先行指标走势及对三驾马车的趋势分析；（4）政策的放松力度和节奏；。

总体的判断是，当前经济下滑固然离不开需求总体下滑，包括消费和投资都出现一定下滑，但出口降速是主因。而外需向好是相对确定的，固然贸易壁垒和纠纷、人民币升值等影响出口，但外部经济体的需求转暖是主流。

于此同时，我们认为消费仍有望平稳曾展，而投资虽然面临一定的不确定性，风险在于房地产投资，但从数据看，房地产结构在变化，（1）非住宅类投资保持快速增长；（2）保障房建设加快。因此，在房地产内部存在一定的自我稳定因素。于此，同时水利、基础设施等政策扶持领域的投资加快也在一定程度上弥补商品房投资的下降。因此，我们认为投资不会快速下降，到下半年，企业家预期改善和信贷持续宽松将带动投资回升。因此，下半年投资稳住增速的可能性较大，甚至存在一定的回升力量。

而从中观层次看，则表现为去库存周期。在总需求不出现大滑坡的判断下，去库存周期不

会延长,根据以往平均 14 个月的周期,年底将结束去库存,而在下半年进入被动去库存阶段,生产将加快。而这种加快的数据印证来自于宏观先行指标的回升。复苏的“绿芽”已显:(1)新开工项目高增长;(2)信贷增加,M2 拐点已现,而 M1 临近;(3)轻工业见底回升;(4)加工贸易进出口已经回升;(5)消费者信心指数回升;(6)企业家预期指数回升。因此,经济周期的衰退已近尾声,我们判断经济周期底部有望在二季度出现,三季度将有望回升。但转型加剧叠加周期衰退,1 年内都或将低于 9%运行。

通胀在 3、4 月份承受压力后趋势下行,Q2 和 Q3 将在 3%下方,在 2.7%和 2.2%左右。中期看,通胀压力并不显著。

在衰退周期交织转型期时,政策必将出台稳增长兼顾促转型的政策。短期看,水利、公(铁)路、核电、保障房等政府性投资将加码,但促转型的市场开放、社保和分配体制完善也将利好短期消费和投资。物价中期下行将巩固货币政策的适度宽松趋势,年内有 2-3 次降准可能,不排除年中开始有 1-2 次降息,其中二季度降降准 1 次。但货币总体仍是稳健,甚至是“紧平衡”,不会过分宽松。

一、“浮云遮望眼”:经济转型的降速增忧经济周期的衰退

1、日韩等转型经验:有限降速

经过 30 年的快速发展,中国经济发展正面临红利减弱而约束增强的局面。一方面,人口红利、全球化红利、城市化红利、改革红利等拉动经济增长的动力开始减弱,另一方面,成本约束、资源约束、环境约束增加,转型期经济降速已不可避免,并被政府和市场所普遍认识。但问题是中长期降速空间有多少?对短期的经济影响有多大?

为此,我们认为考察日韩以及南美等经济体转型期的经济表现十分有必要。我们从时、空两方面进行分析。得到的基本结论是:

第一,降速空间有限,考察东亚及南美国家等经历着(过)赶超的经济体经济增速,我们发现在人均收入从 5000-10000 年之间的转型期增速只有日本在 76-84 年间经历从上一轮的 7.44%的增速大幅降至 3.66%的情况,其他各类经济体都未在转型期出现明显降速。

表 1: 赶超型国家在不同收入水平的经济增速比较

人均收水平 (美元)	日本	韩国	马来西亚	新加坡	巴西	阿根廷	墨西哥
1000-5000	7.44	8.01	6.51	9.03	3.36	1.47	3.64
5000-10000	3.66	7.86	4.67	7.56	2.20	4.62	2.25
10000-20000	3.74	4.63		9.14			
≥20000	0.85						

资料来源:wind, 东北证券

第二,降速的时间跨度较长,但节奏并非单边下行。从总的时间长度看,东亚几个转型成功的国家都在 7-10 年间完成。而南美国家则相对较长,像阿根廷经历 20 年仍未完成从 5000-10000 的转型。

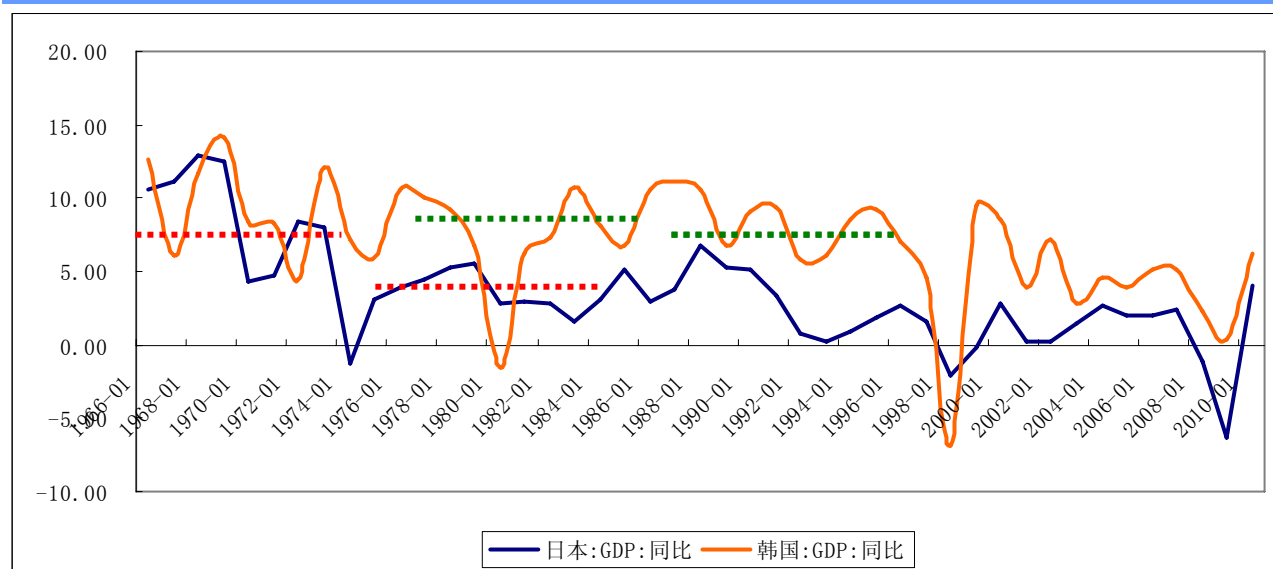
表 2: 不同经济体的转型周期

	日本	韩国	马来西亚	新加坡	墨西哥	巴西	阿根廷
时期	1976-1983	1989-1995	2005-现在	1981-1989	2000-2011	1996-2010	1991-现在
周期长度	8	7	≥ 7	9	12	15	20

资料来源: 世界银行, 东北证券

而从节奏上, 并非持续下降, 存在小周期波动。其中, 韩国存在较强的 3-4 年的库存周期, 而日本则似乎 10 年的设备周期更明显一点。但有一点基本确认, 转型只是潜在增速的下降, 而并非单边趋势下行。这又回到我国的潜在增速究竟有多高的基本问题。

图 1: 日韩的转型期增速并非单边下行, 两国分别存在较强的库存周期和设备周期



资料来源: wind, 东北证券

2、转型成功, 我国经济仍有望保持 8-10% 的增速, 对周期衰退影响已有限

转型期, 我国经济重要的转变在于从出口导向型转为内需依赖型。2010 年我国出口占全球出口额的比重已经高达 10%, 而贸易顺差占 GDP 的比重在 2007 年也达到 10%。从全球贸易发展史看, 出口额对全球的占比高达 10% 似乎是个天花板, 这在日、德两个大的出口经济体都曾遭遇过。

但出口面临的天花板并不意味着出口占比和增速将遭遇大滑坡。德国在 1968-1979 年的 12 年间出口占全球出口比重都高达 10% 以上, 期间出口同比年均增速高达 18.9%, 而在 1986-1995 年间出口占比再次超过 10%, 期间年均增速为 10%。而日本在 1985 年出口占全球比重超过 9%, 而后 10 年内该比重基本稳定在 9%-10%, 期间出口同比增速年均高达 16.8%, 在 1995 年后的 20 年间, 出口占比逐渐降低至 5%, 但是出口同比增速年均值高达 18.5% 左右, 增速并未降低。

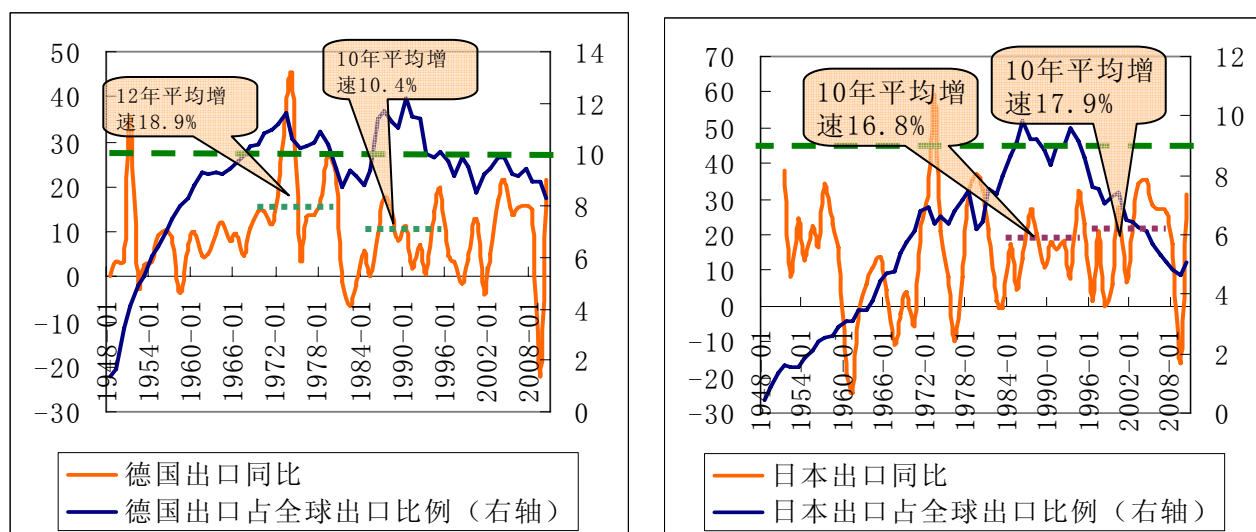
因此, 我们大致可以得出结论: 从出口依赖到内需依赖转型期间, 出口占全球的比重难以提高, 但是出口增速不会大幅降低, 较高增速将持续较长时间 (约 10 年)。

为什么能保持如此长的较高占比和较高增速? 原因在于出口竞争力的形成比较需要较长

积累，而竞争力不会在短时间内消退。具体从我国出口竞争力看，我国低价优势并未随着劳动力成本的提高为消除，出口的低价优势依然明显。

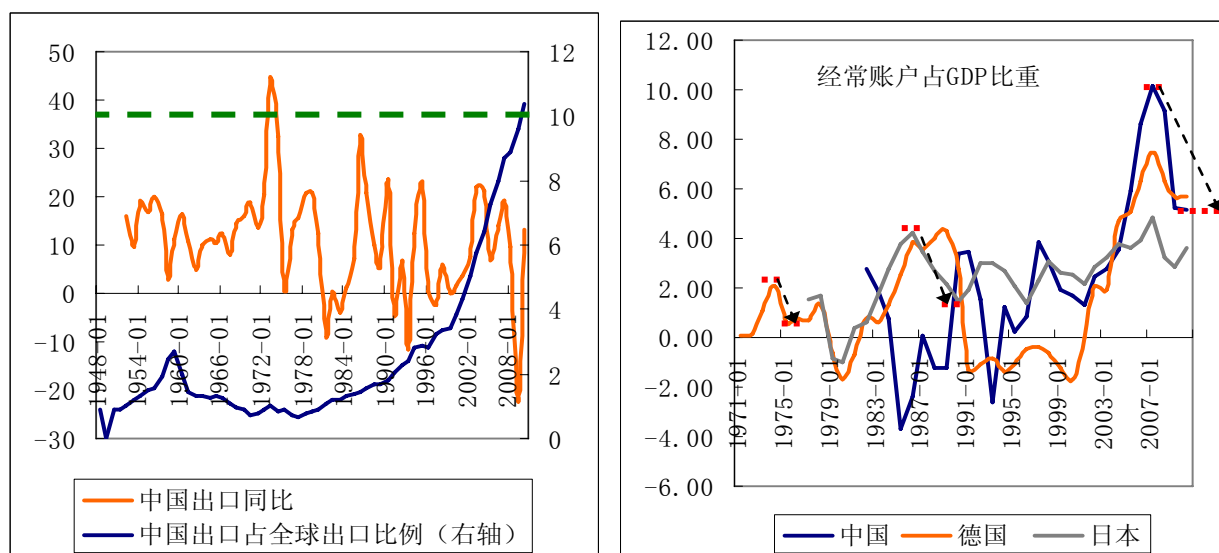
根据 IMF 的数据计算，以 2005 年为基期，到 2010 年，中国出口单位价值指数仅上涨了 10%，而期间全球平均上涨 18.12%，其中欧洲新兴经济体涨幅高达 43.52%，东、南亚几个快速发展的国家中只有菲律宾涨幅为 8.04%，低于中国，其他多在 20-60% 间，都远远高于中国，其中印尼最高，高达 58.95%，马来西亚最低，也高达 21.2%，即使低成本的越南其出口单位价值指数涨幅高达 39.1%。

图 2：日、德出口大国看出口占比面临天花板，但较高占比维持 10 年之久



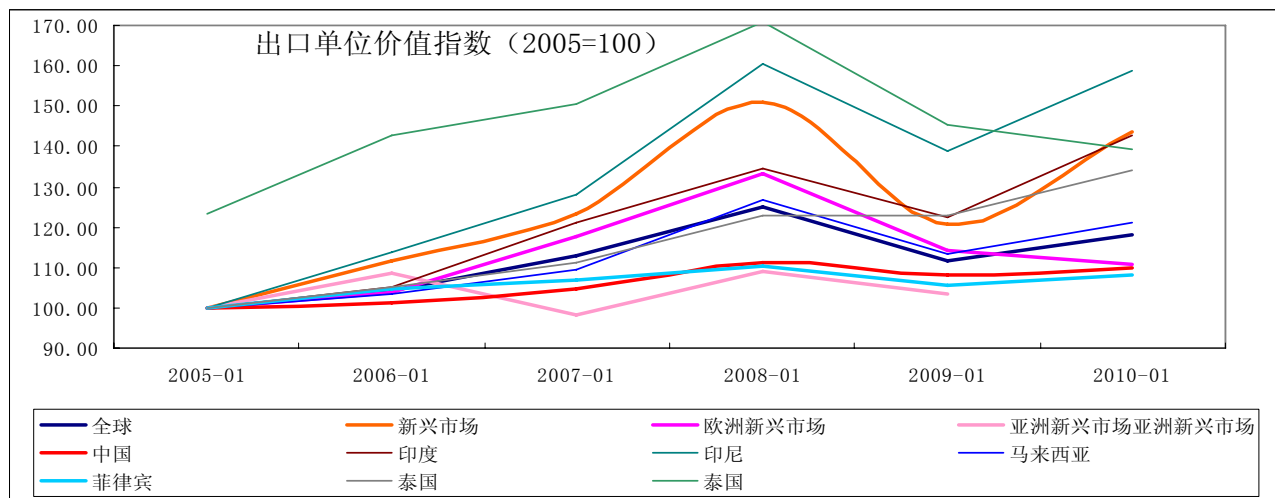
资料来源：wind，东北证券

图 3：中国出口同比触及天花板，但让有望延续较高增速，只是顺差占比将下降



资料来源：wind，东北证券

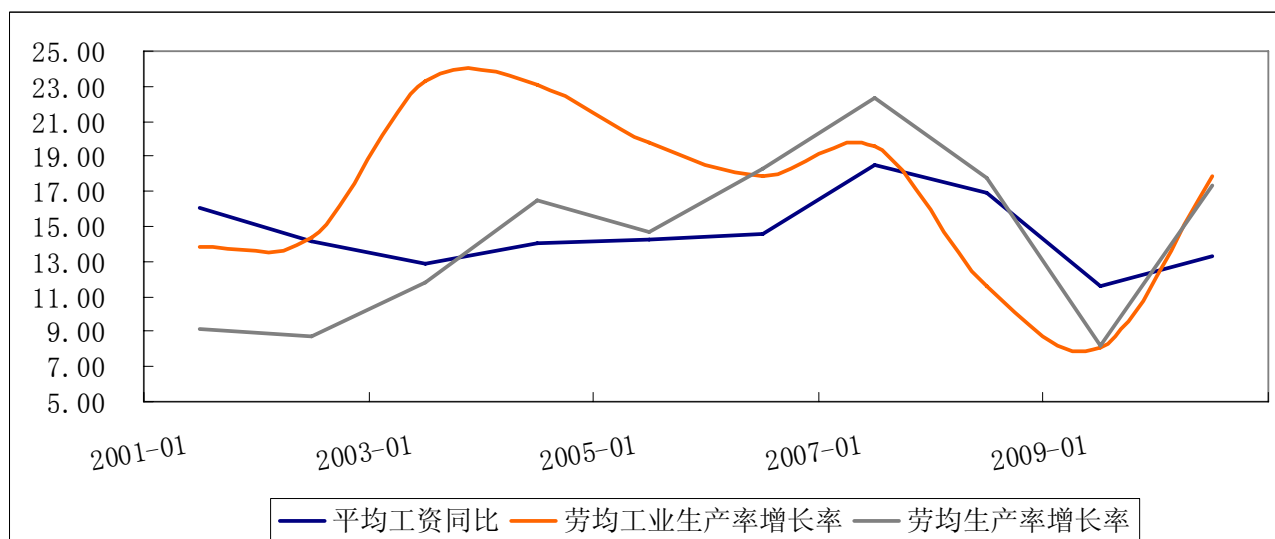
图 4：单位价值指数看我国出口的价格相对竞争力依然强大



资料来源：wind，东北证券

中国能够保持低成本的优势原因在于我国在此期间保持了较高的劳动生产率，劳动效率的提高有效地抵消了劳动力成本的上涨。在 2005-2010 年间，我国平均工资成本提高了 14.8%，但我国工业劳均生产率为 15.8%，GDP 的劳均生产率为 16.44%，期间还在于 2009 年递增长对效率的拉低，其他年份生产效率基本高于工资增长 2-3 个百分点。此意味，在极端下情况下，我国出口和经济增长仍可以允许工资增速再次加快 2-3% 个百分点。但按照国家工资增长计划，十二五期间实现翻番，平均增速也就是 15% 左右，即使考虑到初级劳动力的更快（20%）增长，相对于我国前些年的低价基础，我国对东南亚、东欧地区的价格优势依然显著。

图 5：2001 年以来我国劳动生产率基本高于工资增长率，保证了出口价格的平稳



资料来源：wind，东北证券

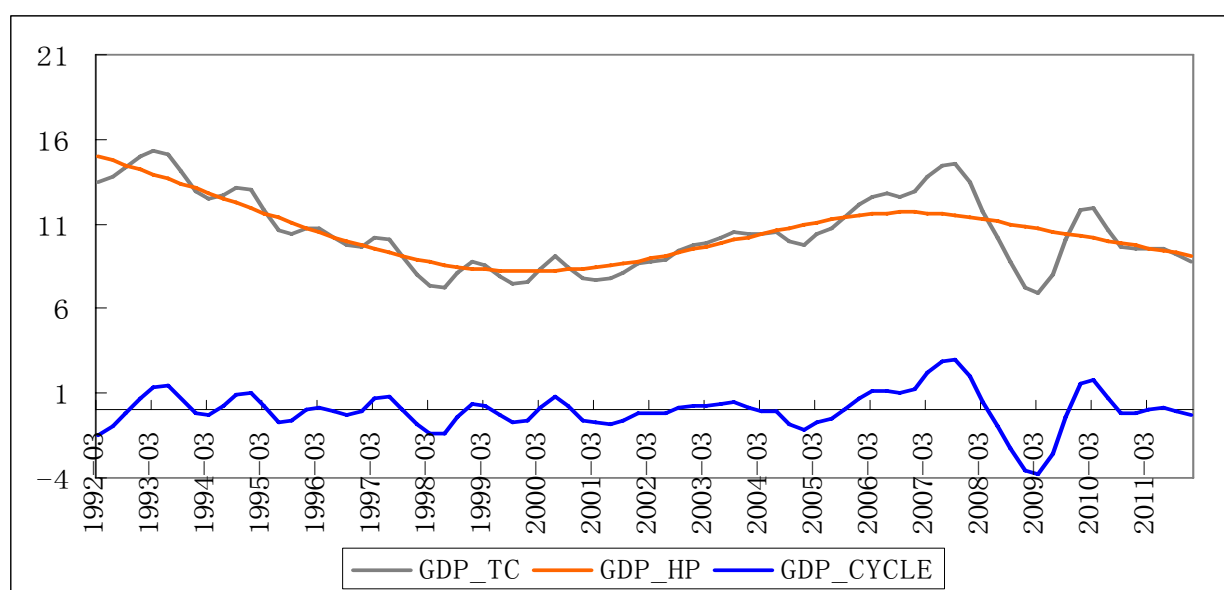
即使转型，我国出口竞争力将依然比较强劲，出口不会因为贸易壁垒和汇率以及劳动力成本提高的因素影响而低增长，仍有望保持较长（10 年）左右的较高增速。只是我国贸易盈余占比将下降，出口对 GDP 的直接拉动作用将比前 10 年大幅降低。目前 GDP 的潜在增速已

降至 9% 附近，比 2010 年之前的 10 年大幅降低 1-2 个百分点，若转型成功，预计潜在增速也有望接近 9%，区间在 8-10% 之间。而目前我国经济增速已经在 8-8.5% 之间，即使考虑到中长期潜在增速的下降，下行的空间也不是很大。

二、增长“倒春寒”：同比指标的低预期增长

从经济增速看，自 2011 年二季度以来我国已经连续 3 个季度下滑，加上 2010 年三、四季度和 2011 年 1 季度的低增长，已经 6 个季度低于 10% 的速度增长。而 1-2 月份宏观数据中，消费、出口以及投资都出现明显下滑，且局部地区和部分行业增长疲软，经济衰退明显。

图 6：GDP 产出缺口两个季度负增长，经济衰退确认



资料来源：wind，东北证券

从总需求看，经济衰退的原因在于三驾马车都出现了下滑。其中，消费增速从 2011 年 12 月的 18.1% 降至 1-2 月份的 14.7%，投资增速从 23.8% 降至 21.5%，而出口累计增速则从 20% 降至 6.9%，降幅高达 13.1 个百分点。

面对三驾马车的疲弱，如何看待其下降程度，以及对经济增速的预示作用？我们认为：

1、出口是导致生产和经济增速下滑的主因

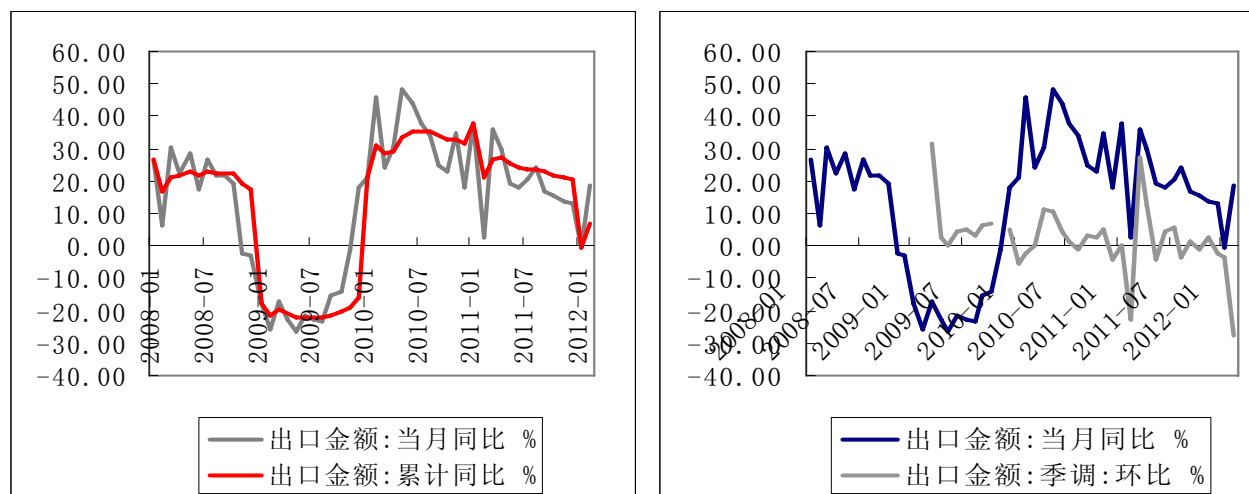
不仅是从绝对增速看，出口累计同比增速下降最大，高达 13.1 个百分点。而且在 1 月出现了 2009 年 12 月份以来的首次负增长。

而从工业生产看，出口交货值明显低于工业增加值增速，表明内需拉动的生产相对稳定，而出口疲弱才导致生产出现较大下滑。

1-2 月份的工业增加值累计增速为 11.4%，但出口交货值累计同比只有 7.2%，比工业增加值增速低了 4.2 个百分点，为 2010 年 3 月份以来首次出现低于工业增加值增速的情况。而从当月同比看，2011 年 11-12 月出现了类似于 2008 年 10 月份到 2010 年 2 月期间的出口交

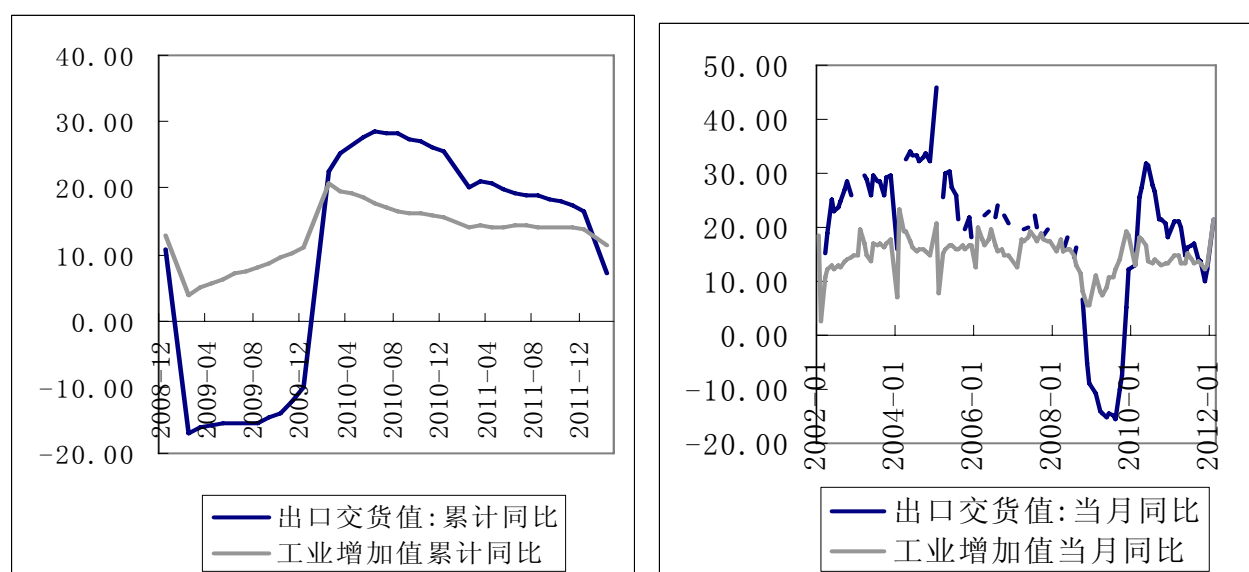
货值增速低于工业增加值增速的情况。

图 7：三大需求中出口降幅明显，成下拉经济的主因



资料来源：wind，东北证券

图 8：出口交货值增速远低于工业增速，表明外需下降是导致生产降速的主因



资料来源：wind，东北证券

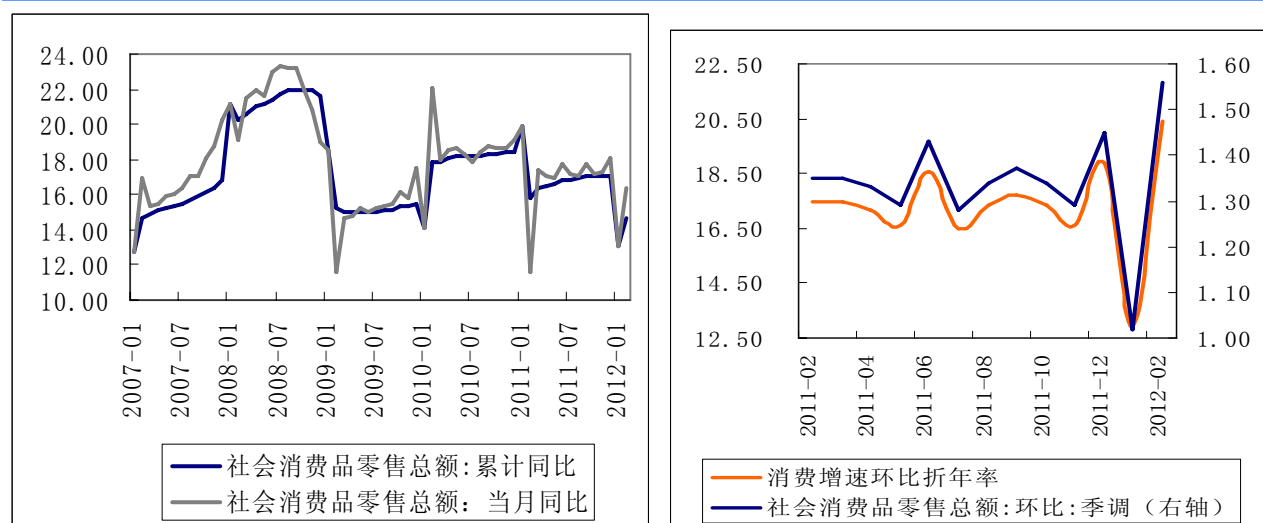
2、环比折年率看，消费增速总体仍相对平稳

消费名义降速虽然较大，增速从去年 12 月的 18.1% 降至 1-2 月份的 14.7%，当月看 2 月也只有 16.4%。但前两个月的环比均值为 1.29%，环比折年率为 16.6%，仅比 2011 年略低 1 个百分点，且 2 月环比折年率高达 20.4%，因此，消费总体仍算平稳。

而且从两大主要的消费热点看，下降主要在于家电消费的大幅回落，2 月累计同比下降 2.9%，但是汽车消费额累计同比为 12.7%，降幅不到 2 个百分点，表现了较强的韧性。而家

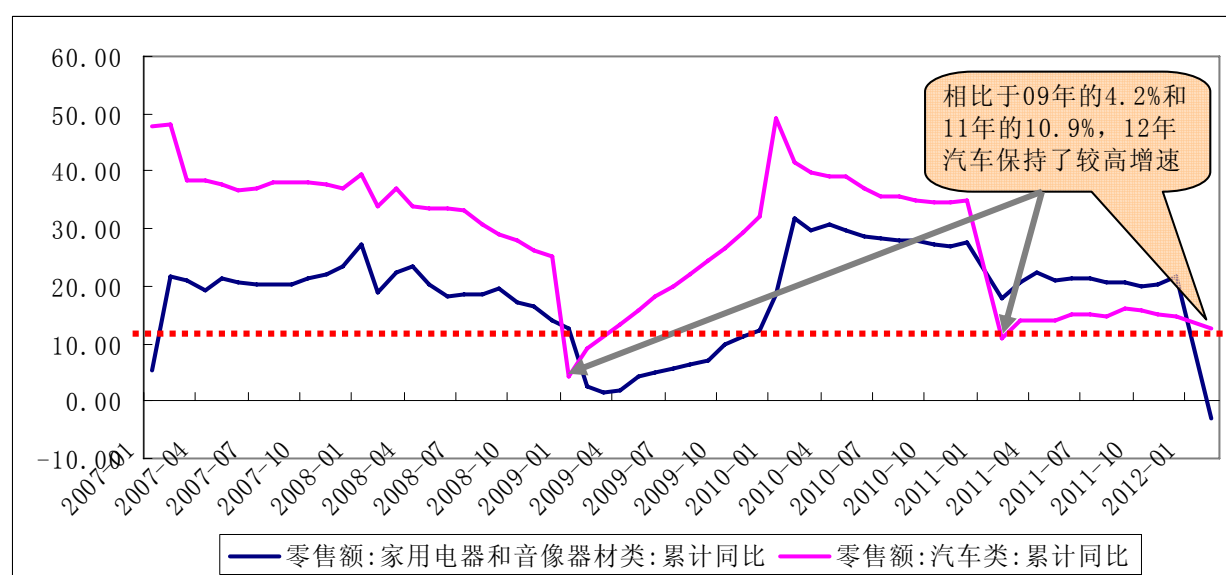
电消费下降受到优惠政策取消的影响，相比于 2009 年初的 4.2% 和 2011 年初的 10.9%，汽车消费增速仍处于相对较高的水平，表明消费能力并未出现大的下滑。

图 9：消费名义增速虽然降速较大，但是环比折年率较高，表明消费并未失速



资料来源：wind，东北证券

图 10：受政策影响家电消费大降，但是汽车消费仍较高，表明消费能力并未失去



资料来源：wind，东北证券

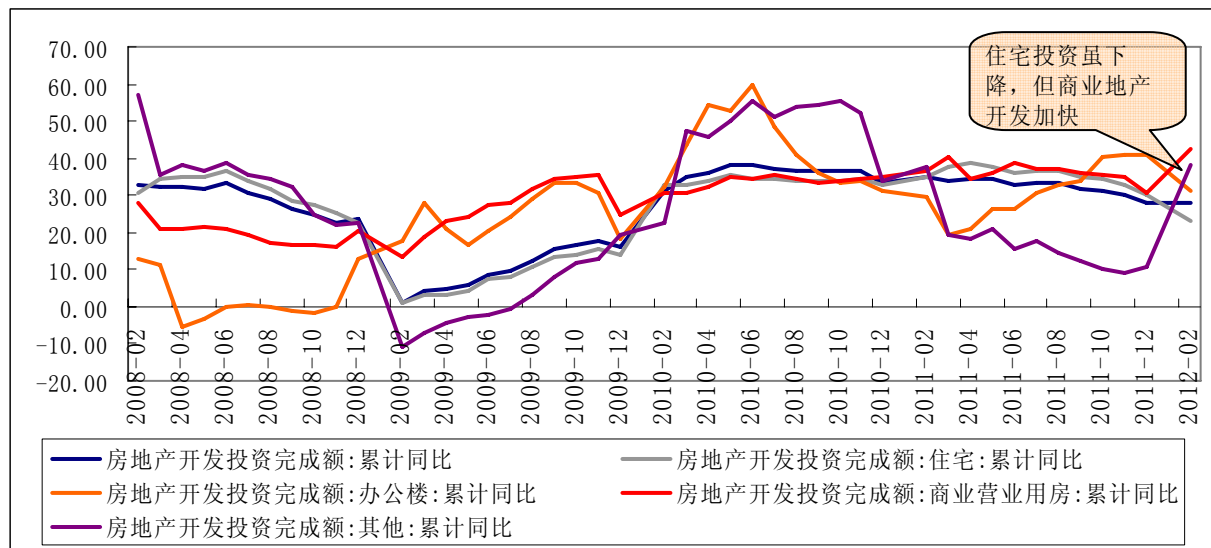
3、房地产投资的自我稳定保持了投资较高增速

投资在 1-2 月份实现了 21.5% 的增速，仍处在较高水平。虽然面临一定的不确定性，风险在于房地产投资，但从数据看，房地产结构在变化：

(1) 非住宅类投资保持快速增长。2012 年房地产投资实现了 27.8% 的高增长，仅比 2011 年 12 月下降 0.1 个百分点，远超预期。房地产投资保持了较高增速的原因在于非住宅投资加快。其中，营业用房累计曾展 42.5%，比 12 月加快 12 个百分点，此数据也表明该领域的扩张。而房地产类的其他累计曾展 38.4%，比 12 月高出近 28 个百分点。其他投资主要包括土

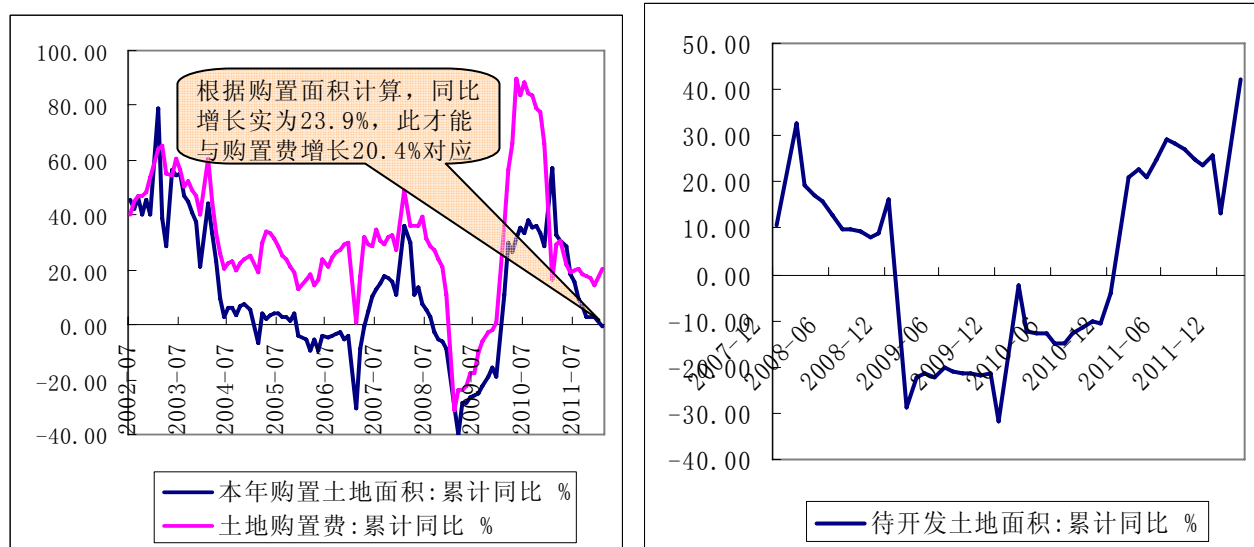
地购置费等，该数据的大幅增加表明地产商拿地储备的积极性显著提高。而拿地积极性也可以从土地购置费指标得到佐证。2月份土地购置费增长20.4%，比12月提高6.3个百分点，根据统计局公布数据土地购置费下降0.48%，但根据4683.91万平方米的数据计算，土地购置面积累计同比实际则增长23.9%，这与20.4%相符，这意味地产商的预期相对乐观，在下半年开始房地产投资可能得到一定程度恢复。而与此同时，待开发土地增长42%，比12月增加了近30个百分点，这一方面可能反映了开工建设意愿的不足，但也表明土地项目储备充足，具备保持较高增长的潜力。

图 11：受政策影响家电消费大降，但是汽车消费仍较高，表明消费能力并未失去



资料来源：wind，东北证券

图 12：购置费大增表明地产商对未来趋向乐观，房地产投资或不至于出现大的调整



资料来源：wind，东北证券

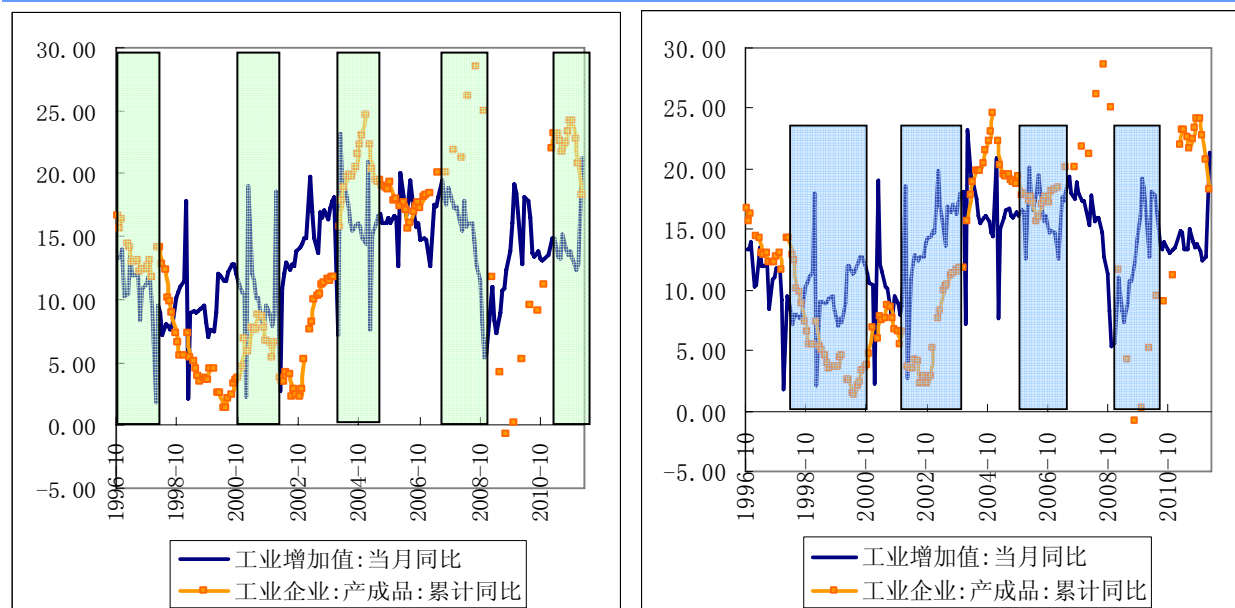
（2）保障房建设加快。1-2月份住宅类投资增长23%，低于整体增速，表明房地产调控政策对该类投资仍存在较大抑制，但增速并没有大幅下降，背后在于保障房的开工建设。鉴于中央和地方政府签下的“军令状”，住宅投资结构在短期内保障房建设弥补商品建设的情况仍将延续。

4、需求疲软促企业加快去库存，去库存周期走过 1/3

终端需求的疲软导致企业生产放缓，主动去库存加速。1-2 月份产成品库存已经降至 18.3%，比 2011 年的 10 月的 24.17%下降了近 6 个百分点。从 2011 年 4、5 月份库存已累计到去库存高度，从经济周期看，虽然总需求疲软，但从周期驱动力看，短期体现为去库存。

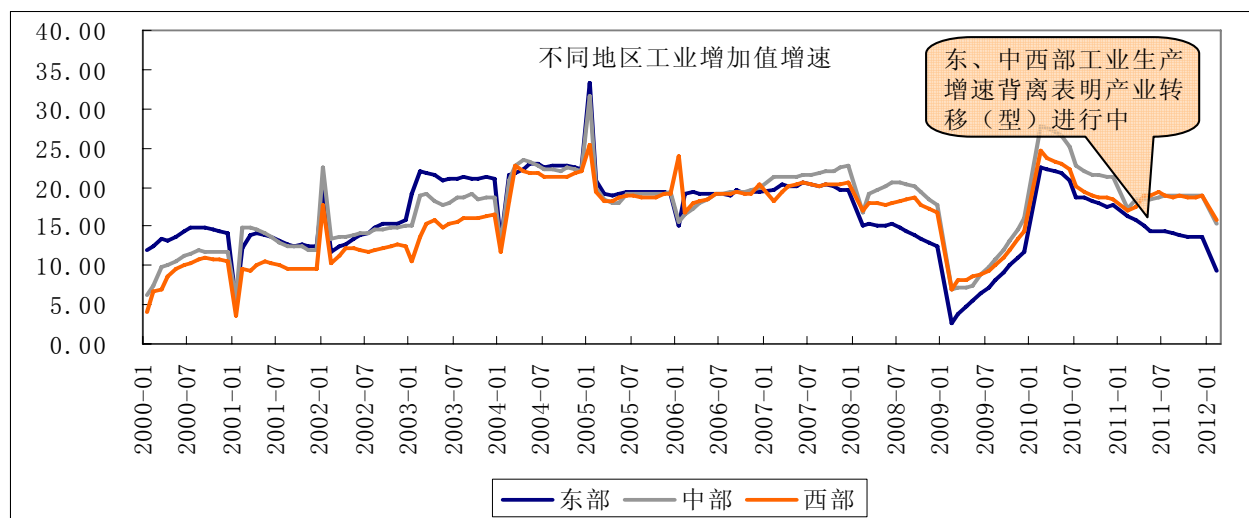
因此，经济周期的短期走势主要受去库存的影响。从时间节奏看，到 2 季度去库存仍将延续。

图 13：每一轮的去库存前期总是导致 VAI 下降，相反去库存后期拉动 VAI 回升



而当前对经济下滑的担心也来自于局部地区的悲观数据，尤其是市场对 3 月底公布的深圳地区的生产负增长。从各地区看，1-2 月都出现了一定的降速，但是对比中、西部地区，显然市场放大了深圳等东部地区（城市）的降速影响。在 2012 年的 1-2 月份，东部工业增加值累计同比从 13.62%降至 9.27%，像北京和浙江甚至降至 2.4%和 2.9%的极低增速，但中西部地区虽然也出现了较大降幅，从 18.8%降至 15%，但仍处于较高增速。而从 2008 年危机依赖，东部地区的增速一直低于中西部，在 2011 年，东部地区增速出现下降，而中西部地区工业反而加速增长，这在一定程度上反映了产业转移的存在。因此，总体上看，我国经济增长并未如市场担心的那样大幅下滑。

图 14: 东部大幅降速有产业转移的因素, 不应过分放大东部地区的降速影响



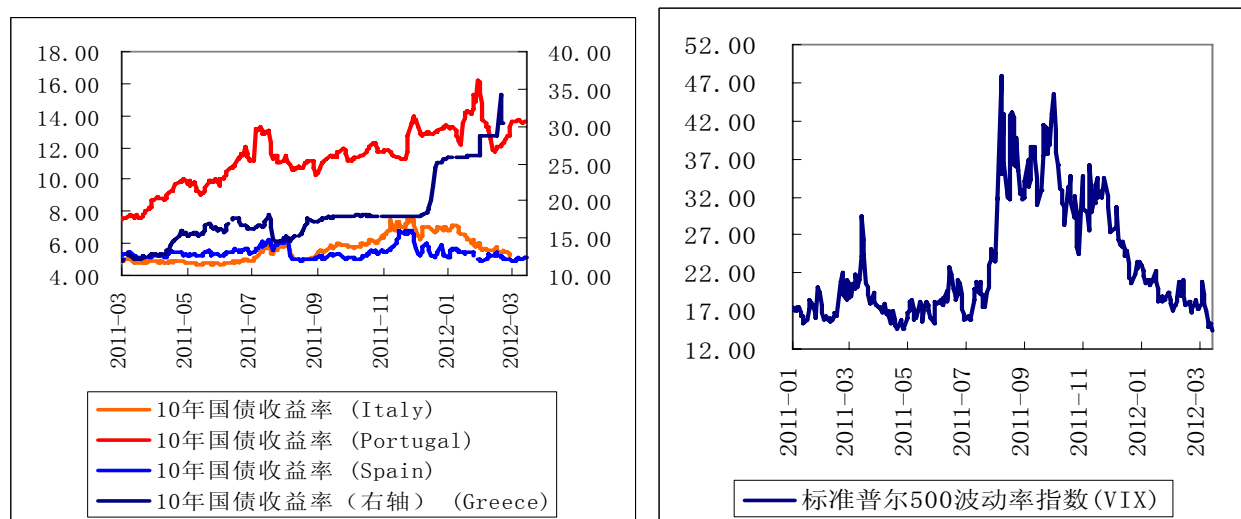
资料来源: wind, 东北证券

三、春暖待花开: 先行指标预示经济将见底回升

1、外需好转促出口增速见底回升

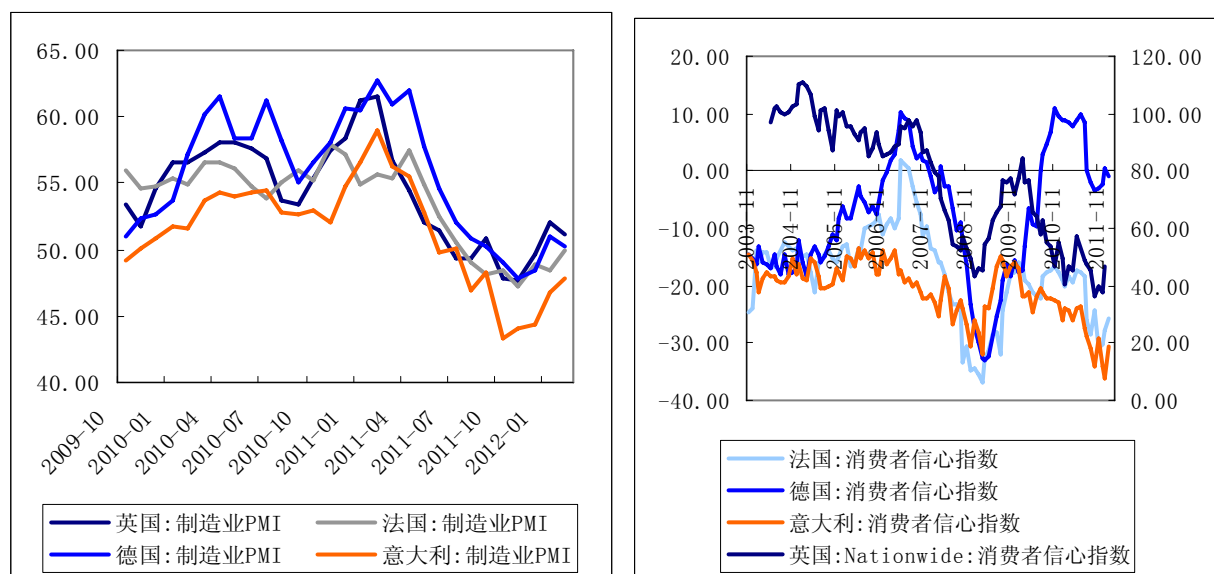
3月9日, 希腊财政部宣布, 持有希腊政府发行的约1720亿欧元政府债券本金的债权人已投标交换债券, 即同意2012年2月24日提出的邀标和同意请求。即, 85.8%的债券持有人已经接受互换报价, 满足66%的最低标准。而欧元集团主席容克(Jean-Claude Juncker)于3月14日发布声明称, 欧元区国家周三正式批准了1,300亿欧元的希腊第二轮援助计划, 该计划将帮助满足该国政府融资需求直至2014年。债务危机解决方案出台, 欧元区经济从“灭火”到“重建”, 欧元区经济将有望逐步走出债务危机的困局。

图 15: PIIGS 国债收益率下降而 VIX 大幅下降表明欧债危机风险基本解除



资料来源: wind, 东北证券

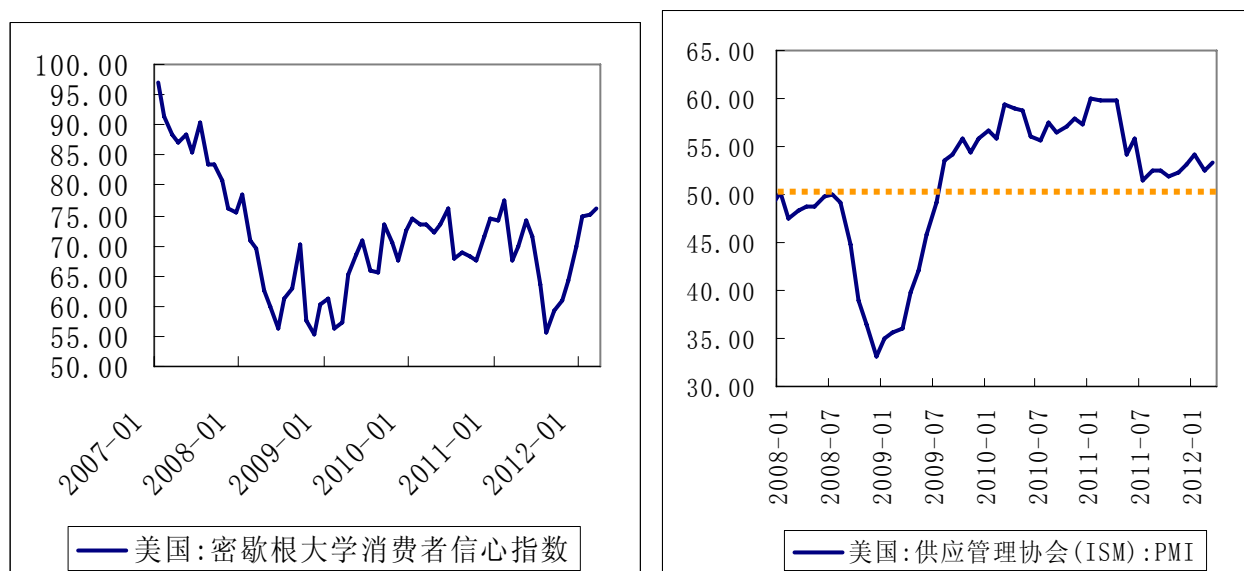
图 16: 德、法、意等核心国家的 2 月份 PMI 和信心指数回升



资料来源: wind, 东北证券

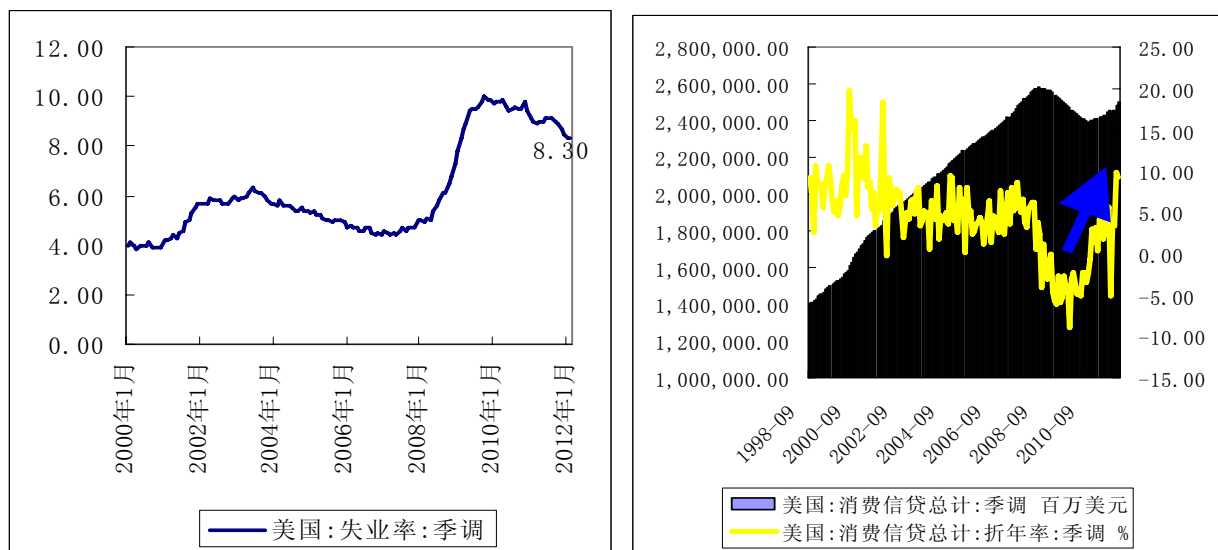
去年下半年以来, 美国经济复苏相对强劲。当前各项宏观数据指标表明美国经济仍有望保持较高增速, 3 月份美国 PMI 指数继续走高, 高达 53.4%, 自 2011 年 7 月以来已经 3 个季度处于扩张格局。而美国经济的信心也来自消费的提高以及房地产的相对走稳。密歇根大学消费者信心指数已高达 76%。

图 17: 美国 PNI 和信心指数反应美国经济仍有望平稳复苏



资料来源: wind, 东北证券

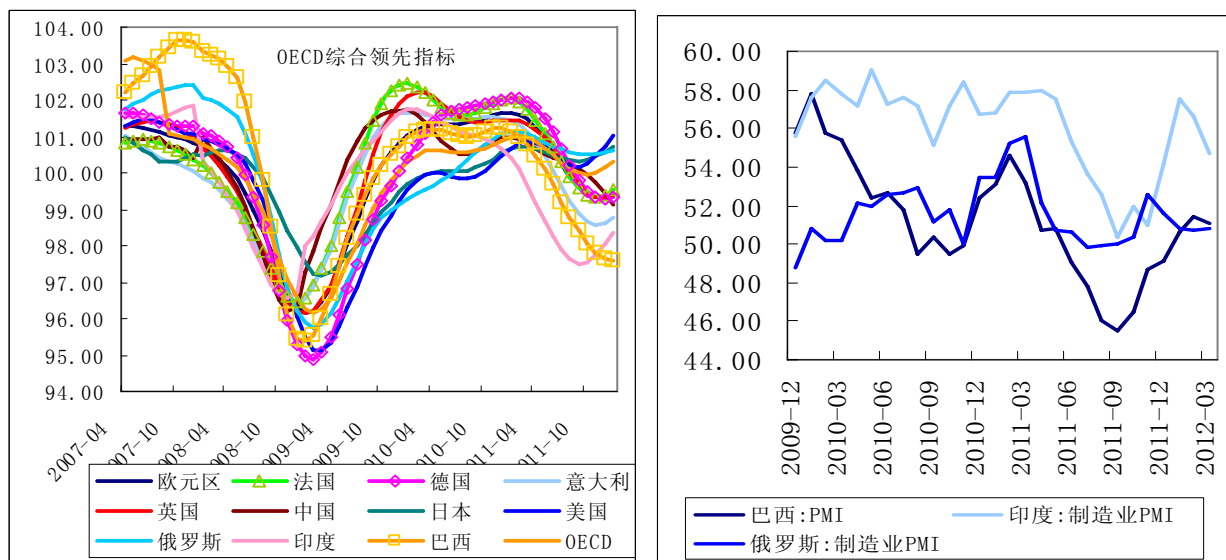
图 18: 美国失业率持续改善, 消费意愿和信贷稳步提高



资料来源: wind, 东北证券

而新兴经济体在美国经济复苏的带动加上通过货币放松等保增长政策作用下,也已经见底回升。其中,巴西的 PMI 已经持续三个月稳定在 50%以上,处于扩张阶段,而俄罗斯也持续 2 个季度高于 50%,虽然仅仅处在扩展边缘,但至少不在走向衰退。除了中国外,主要经济体的 OECD 综合领先指标均已见底,表明全球经济有望见底回升。

图 19: 除了中国外,欧美等发达经济体和新兴经济体都呈见底回升态势



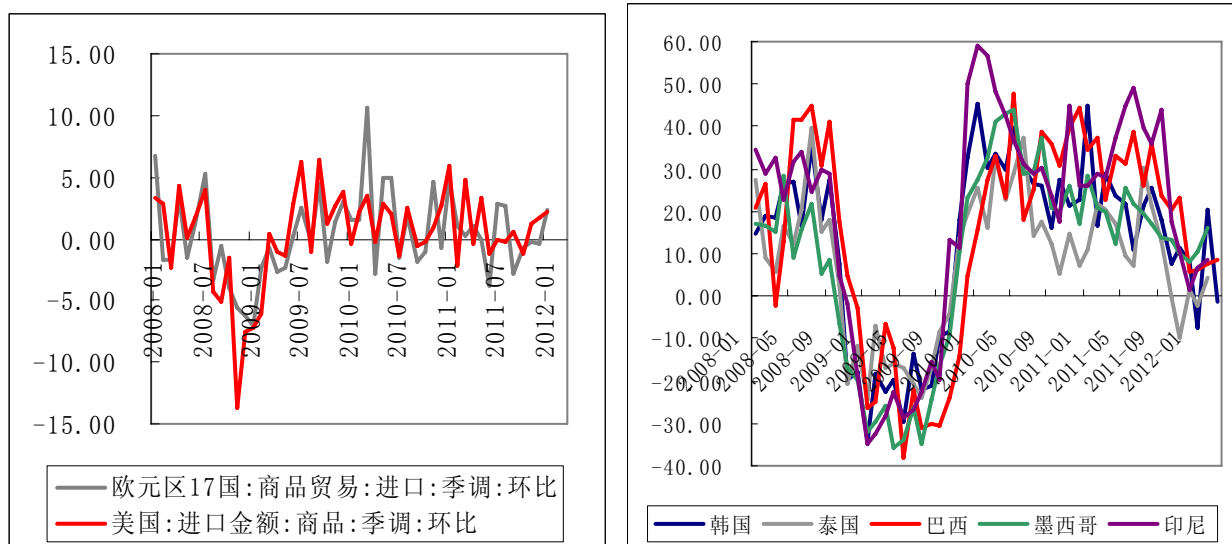
资料来源: wind, 东北证券

因此,总体看,我们认为中国的出口增长两个特征:(1)高度依赖欧美市场,欧美经济好转,则中国出口终将增长;(2)中国出口竞争力在于价格优势,竞争力是持续和普遍的,表现为产品种类和数量的增长,贸易壁垒以及汇率因素并不是决定因素。

美国经济复苏比较稳定,欧元区的债务危机困局得到缓解,欧美经济的好转决定了中国出口增长一定会回暖。而当前欧美进口的回升趋势比较明显,从环比看,截止 1 月份,美国的

商品进口已经连续 3 个月环比正增长，并有所加快。而欧元区的商品进口在经过 4 个月的收缩后在 1 月份正增长，且环比增幅高达 2.4%。欧美经济体的好转必将拉动全球贸易回升，从最新数据看，巴西、墨西哥、泰国和印尼等新兴经济体和韩国的出口增速已在 2011 年 11 月-2012 年 1 月间见底，其中巴西增长恢复强劲，从 1 月份的 1.47% 恢复至 3 月份的 8.54%，虽然韩国在 3 月份再次负增长 1.4%，但是出口底部相对明确。

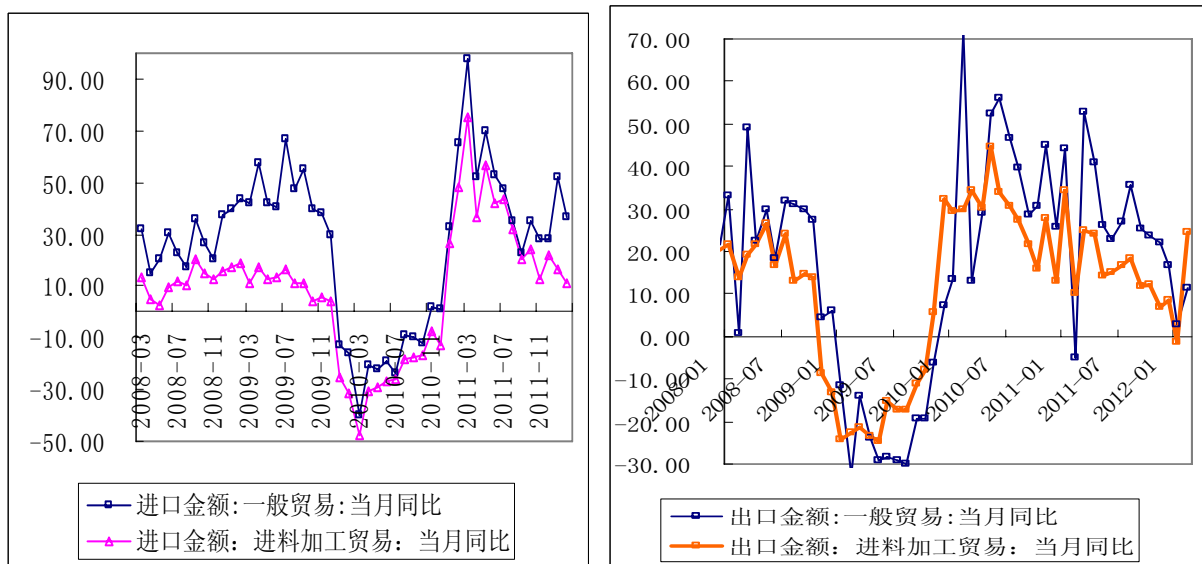
图 20：欧美进口回升拉动新兴经济体出口增速恢复



资料来源：wind，东北证券

而从我国出口看，加工贸易见底回升，外需见底迹象明显，我们认为当前出口增速已经在底部，在二季度开始出口将稳步回升。

图 21：加工贸易领先整个出口和进口，加工贸易的进出口已经明显回升



资料来源：wind，东北证券

2、企业家预期回升、信贷改善和政策扶持，三因素助推投资稳定并有望适度加快

1-2 月份规模以上工业企业利润同比下降 5.4%，企业盈利恶化，这必将对企业的投资形

成了较大制约。但企业对投资更取决于对未来经济增速的预期。

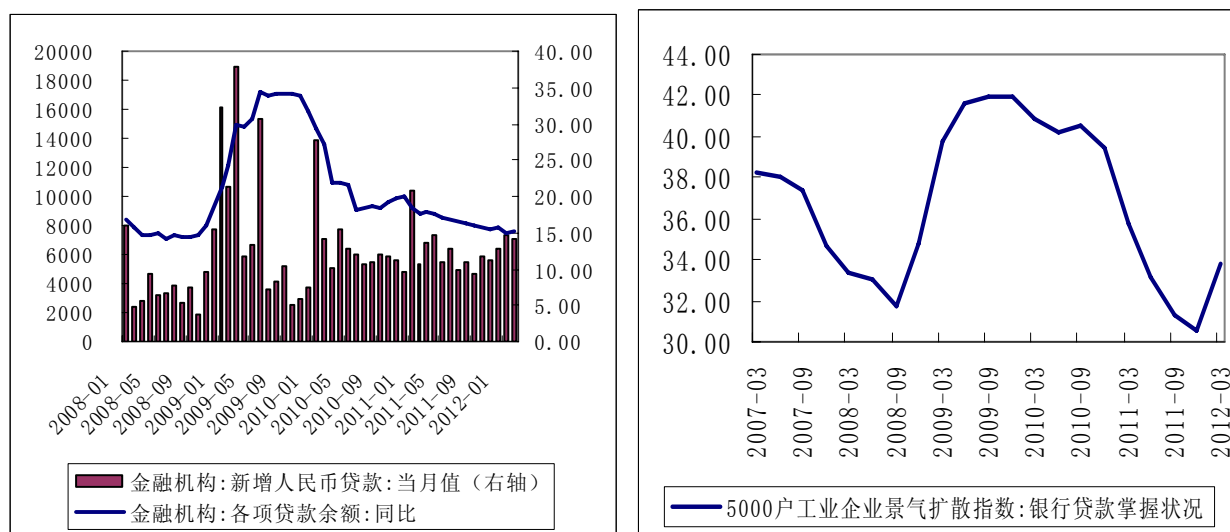
根据央行 2012 年 1 季度的调查，1 季度企业家宏观经济信心指数为 70.2%，较上季上升 1.8 个百分点，是去年 1 季度以来的首次回升。市场需求预期指数为 59.4%，较上季提高 2.2 个百分点。出口订单预期指数为 52.1%，较上季上升 3.1 个百分点。国内订单预期指数为 53.5%，较上季上升 1 个百分点。企业经营景气预期指数为 68.6%，较上季上升 1.3 个百分点；企业盈利预期指数为 57.8%，较上季上升 1.4 个百分点。

表 3: 2012 年 1 季度企业家预期指数

	2012 年 1 季度 (%)	比上季度提高 (百分点)
宏观经济热度指数	39.20	2.5
企业家信心指数	70.20	1.8
市场需求预期指数	59.40	2.2
出口订单预期指数	52.10	3.1
国内订单预期指数	53.50	1
企业经营景气预期指数	68.60	1.3
企业盈利预期指数	57.80	1.4

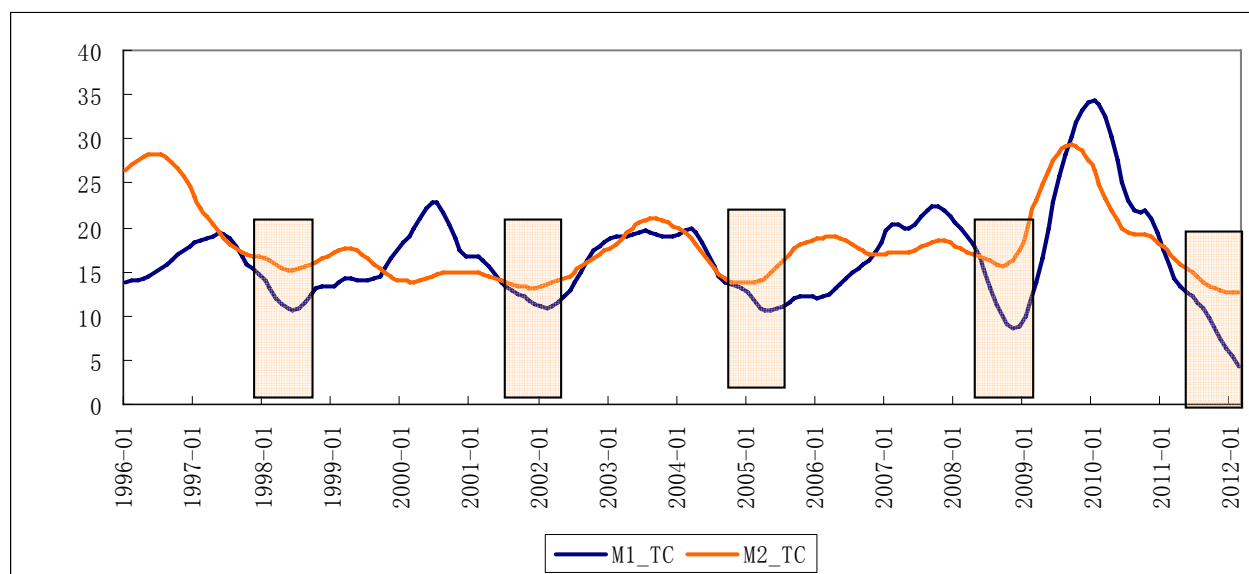
资料来源：人民银行，东北证券

图 22: 信贷持续增加，企业贷款情况改善，有利于稳定投资增速



资料来源：wind，东北证券

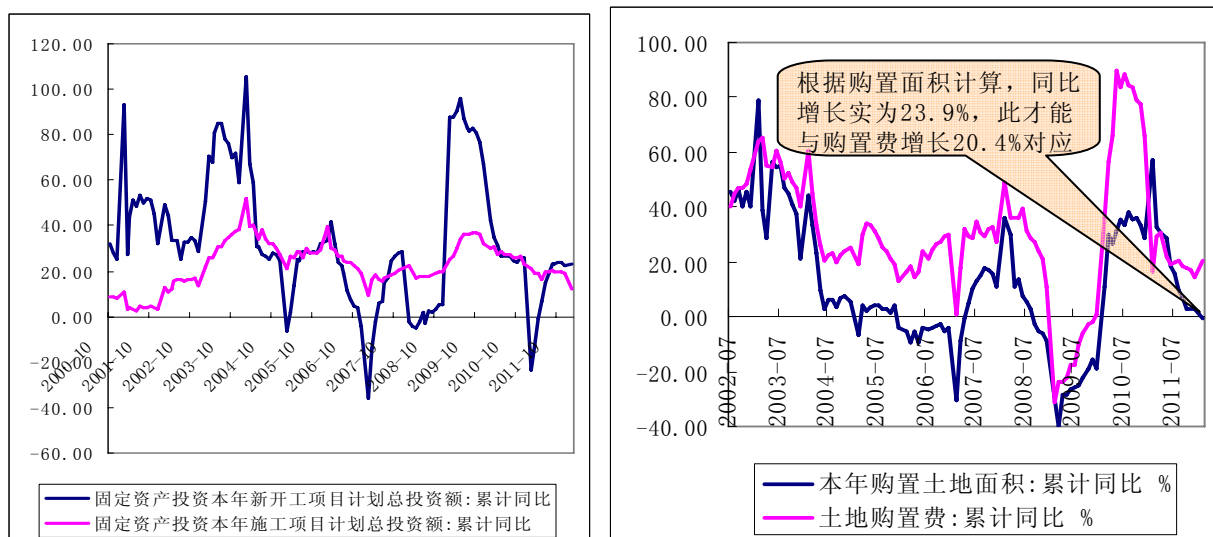
图 23: M2 已经见底, M1 底部来临, 货币条件将进一步改善



资料来源: wind, 东北证券

而投资稳定, 甚至逐步走高的直接数据印证来自于新开工项目投资的增长。1-2月新开工项目投资累计同比增长23.2%, 比12月提高0.7个百分点, 而新开工项目在2011年3季度开始都维持在20%以上的增速, 表明在4万亿投资逐渐退出后, 新项目已经跟进。加上地产商拿地积极性提高, 土地购置面积大幅增加。预计投资增速将基本稳定, 甚至在下半年回升, 出现趋势下行的可能性较小。

图 24: 新开工项目稳定增长, 地产商购置积极性提高, 投资趋势下行的可能性小



资料来源: wind, 东北证券

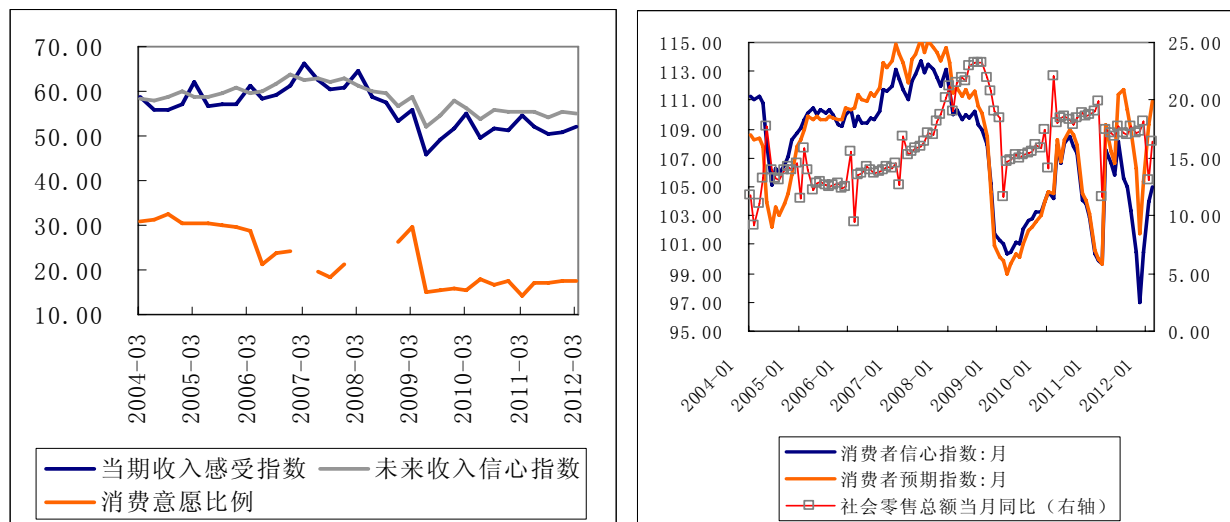
3、收入稳定, 消费信心回升, 消费增速平稳并有望在下半年加快

1-2月份的消费出现了较大回落, 主要原因在于优惠政策退出后导致家电等热点消费的减速。但面对未来, 我们依然看好消费增长。主要原因在于居民收入的稳定提高及扩内需和促

消费政策的持续推出。

从指标看，1 季度居民对收入预期稳定，据央行调查，1 季度居民收入感受指数、收入指数和消费意愿指数均处在上升通道中，表明消费能力继续得到保障。而消费意愿比例为 17.5%，虽然低于 2008 年以前的 20-30 的比例，但自 2009 年以来呈稳定上升态势。而根据统计局的数据，消费者信心指数和预期指数在 2011 年 11 月份见底后稳步回升，当前已经回升 105 以上的较高水平，而该数据对社会零售总额有领先作用，预计消费增速经过调整后有望回升。

图 25: 居民收入稳定，消费信心回升，预示消费基本平稳并有望回升



资料来源: wind, 东北证券

4、去库存将步入后期，生产有望在二季度后期见底

去库存调整抑制生产增速，1-2 月工业增加值增速降至 11.4%，但我们认为下行的时、空不会太大。原因在于：（1）以上分析表明总需求将基本平稳，并在下半年逐步好转；（2）宏观的去库存逐步进入后半段，即从主动去库存进入被动去库存。

从去库存周期看，我国去库存周期在 11-16 个月间，平均为 14 个月，如果以 2011 年 10 月的产成品库存高点算起，到 2012 年底基本结束去库存。因此，去库存压力短期仍在，但不能放大效应，库存指标是严重滞后的指标，只能经济仍存在阻力，不能作为预示经济回升和底部的指标。

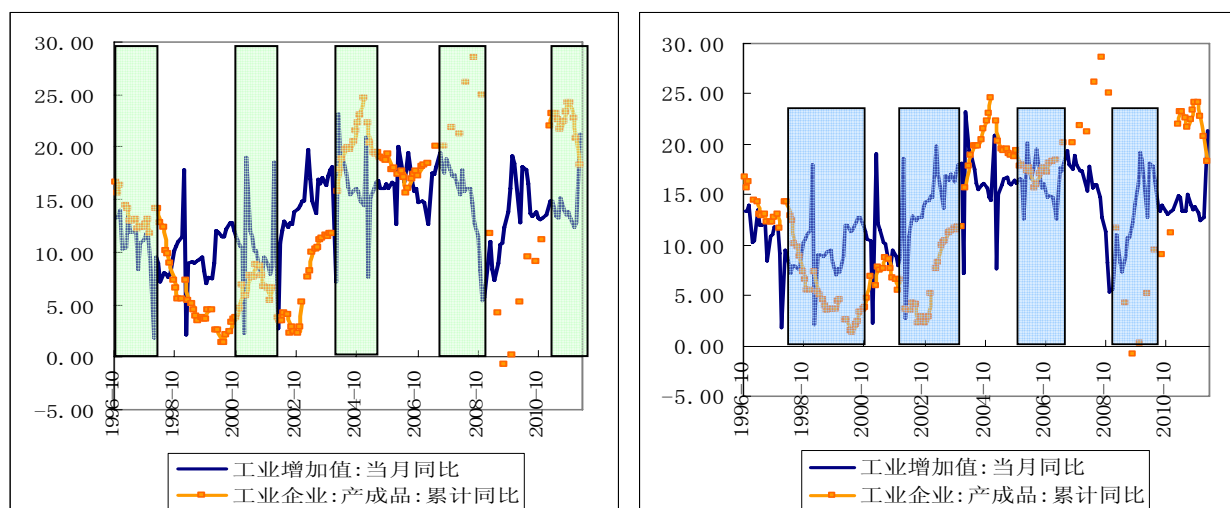
而去库存阶段分为主动去库存和被动去库存，前者生产将减速，而后者却反而拉动生产回升。因此，我们认为，在需求不发生大的负向冲击情况下，生产将在中期企稳回升，根据我们预测，时间在 5、6 月份左右。

表 4: 我国去库存周期

	库存周期	时期	周期长度	周期总长度
第一轮	补库存	2000. 6-2001. 6	12 个月	27
	去库存	2001. 7-2002. 10	15 个月	
第二轮	补库存	2002. 11-2004. 12	13 个月	29
	去库存	2005. 1-2006. 5	16 个月	

第三轮	补库存	2006.6-2008.8	14 个月	25
	去库存	2008.9-2009.8	11 个月	
第四轮	补库存	2009.9-2011.10	25 个月	?
	去库存	2011.11-	?	

图 26：每一轮的去库存前期总是导致 VAI 下降，相反去库存后期拉动 VAI 回升

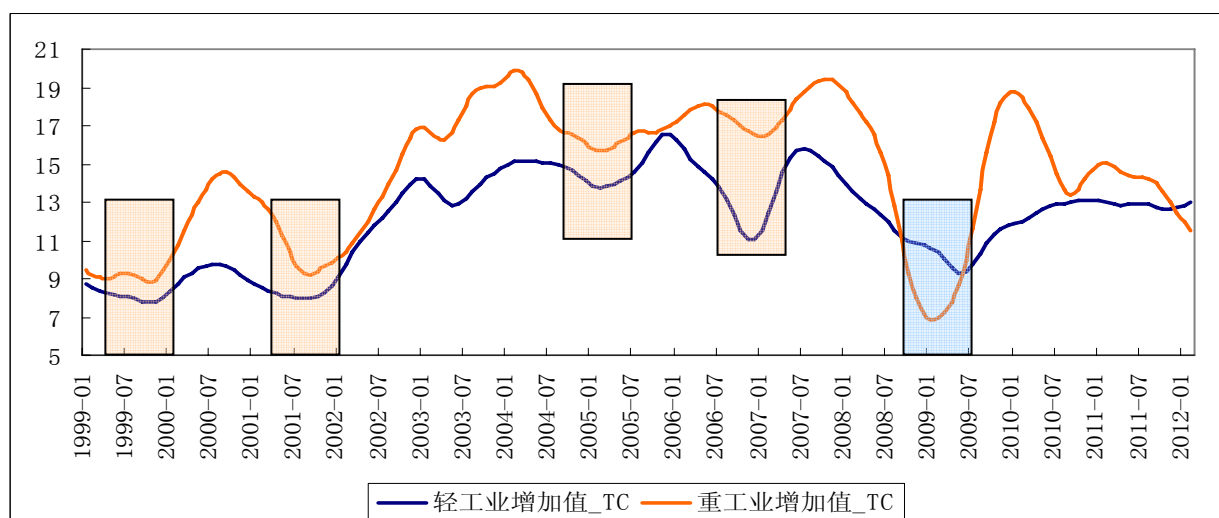


资料来源：wind，东北证券

而这个时间节点也基本符合货币与实体经济的关系。我们判断 M2 在 2 月见底，那么 1-2 个月后 M1 有望见底，而 M1 见底表明企业经营活动开始活跃，在未来的 1-2 个月左右，工业增速见底回升。从这个推理，工业增速也将在年中见底回升。

并且，从工业内部结构看，当前轻工业增速呈见底回升态势，我们认为该数据一方面说明下游的终端消费可能并没有出现大的趋势性下降，另一方面，轻工业对重工业有领先作用。领先时间在 1-2 个季度，那么按照 2011 年 11 月份轻工业见底推算，重工业将 2012 年 5、6 月份有望见底回升。

图 27：除了 2009 年初的强政策推动，其他时期基本上都是轻工业领先



资料来源：wind，东北证券

5、经济二季度见底，三季度回升

因此，我们判断经济周期的衰退已近尾声，而宏观经济景气指数的先行指标也开始回升，根据先行指标的领先规律，年中将开始反弹，其中工业增加值有望在 5、6 月左右见底回升。因此，我们判断经济周期底部在二季度，三季度将回升。

图 28：宏观经济景气指数的先行指标回升预示经济将在二季度见底



资料来源：wind，东北证券

鉴于当前宏观数据的偏冷状态，我们下调二季度后的经济增速 0.1 个百分点，四个季度的 GDP 增速预计为：8.3%、8.1%、8.4%、8.6%。其他指标见下表。

表 5：2012 年宏观经济指标预测概览

主要经济指标		2011F	2012F	12-1Q	12-2Q	12-3Q	12-4Q
GDP	实际增速 (%)	9.2	8.4	8.3	8.1	8.4	8.6
三大需求 (支出法):							
最终消费	对 GDP 增长的拉动 (%)	4.5	4.4	5.1	4.2	4.3	4.5
资本形成总额	对 GDP 增长的拉动 (%)	4.8	4.3	3.7	4.1	4.2	4.2
货物和服务的净出口	对 GDP 增长的拉动 (%)	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2	-0.1	-0.1
城镇固定资产投资	名义累计增速 (%)	24	20	21.3	20.5	21.2	20.2
社会消费品零售总额	名义累计增速 (%)	17	16.5	16	16	16.3	16.5
进出口增速	出口当季增速 (%)	19.5	13	10.5	12.2	16.5	22.2
	进口当季增速 (%)	25	18	13.4	15.1	19.9	23.4
货币供应	M2 增速 (%)	12.8	13.6	12.3	13	14.2	13.6

	信贷（万亿）	7.5	7.7	2.3	2.3	1.5	1.5
CPI	CPI（%）	5.4	2.8	3.5	2.9	2.1	2.9
PPI	PPI（%）	6.2	1.0	0.5	-0.2	1.0	3.2

数据来源：东北证券。

四、通胀趋势下行，但中长期压力犹存

2 月份 CPI 已降至 3.2% 的相对合意水平，物价的回落主要在于三方面原因：（1）翘尾因素的降低；（2）猪肉价格的较大幅度回落；（3）以酒类为代表的非农产品类食品价格回落明显。

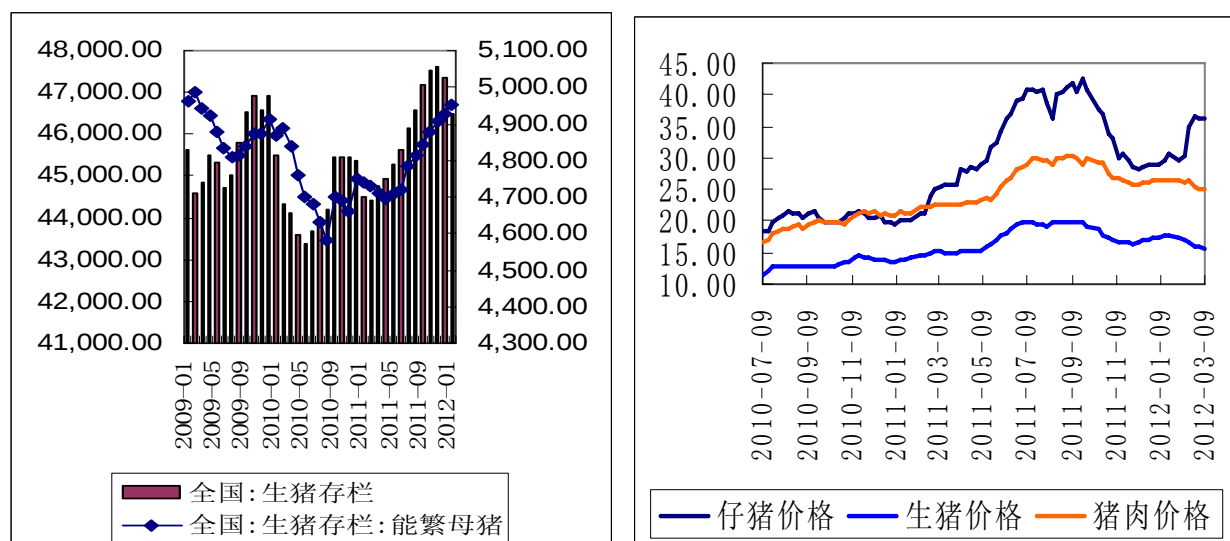
截止 3 月底，生猪价格比 2011 年的 9 月份高点已经下降了 18%，而 2012 年以来价格回落了 6%。由于目前生猪存栏充足，且能繁母猪仍处于高位，预计生猪供应总体较充足，猪肉价格在上半年将下行。但由于前期仔猪供应受病情影响影响生猪存栏，此或将导致猪肉价格在年中开始上行，但相比于 2011 年 5 月以后的肉价飙升，猪肉上升对 CPI 的拉动作用比较微弱。

而货币因素和需求因素将在短期难以明显上拉物价。从货币因素看，M1 的拐点最快也将在 3 月出现，未来半年内物价仍将受制于前期的货币紧缩。而从需求看，经济在 2 季度难以明显回升，工业生产也要到 5、6 月份才可能见底回升，因此，我们认为上半年物价将趋势下行。具体看，3、4 月份 CPI 仍将在 3% 以上，但从 5 月份开始，CPI 将低于 3%，且有望延续至 3 季度。短期内物价将趋势下行。

但由于原油价格高企，且不确定性因素较大，原油高位、劳动力成本以及价格体制改革将推高中期物价的中枢。

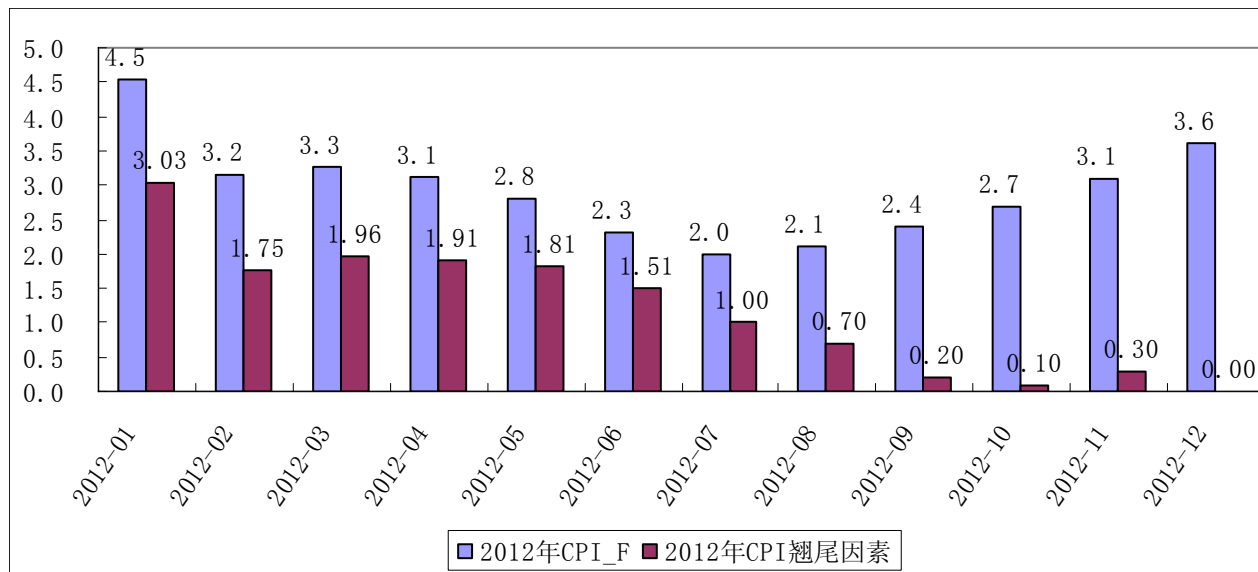
不过，据我们预测，全年物价在 2.8-3.2% 之间，中值在 3%，即使受到油价、价格体制改革等因素冲击，年内物价控制在 4% 以内应该没有问题。

图 29：生猪存栏充足，肉价有望继续回落



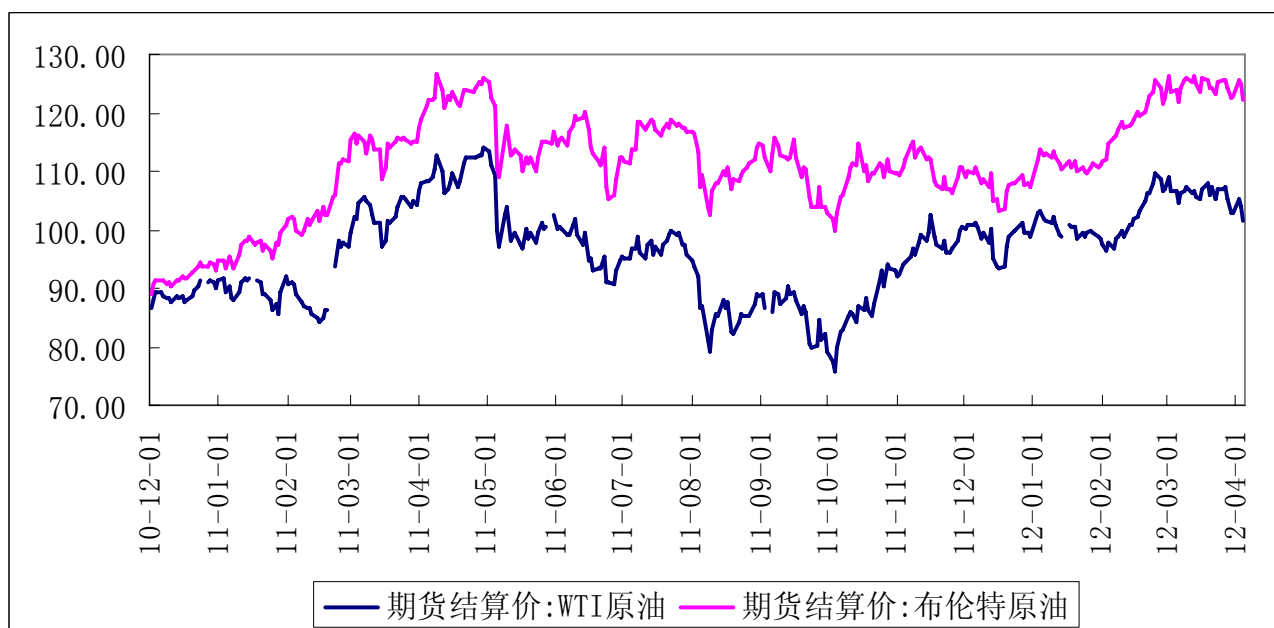
资料来源：wind，东北证券

图 30：2012 年物价预测



资料来源：wind，东北证券

图 31：原油价格高企和不确定性对物价的成本推动较强

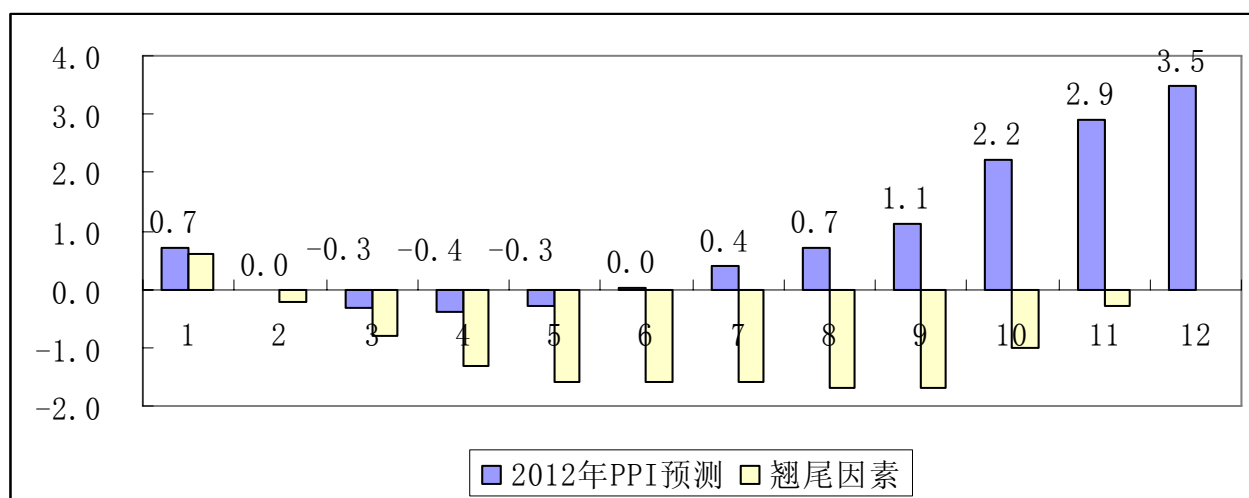


资料来源：wind，东北证券

而 PPI 的走势虽然存在原油价格上涨等推动因素，但在经济放缓，需求疲软情况下，其决定力量主要在于需求。总体看，受去库存和工业生产放缓的限制，中下游价格难以提升，这在一定程度上影响上有原油等价格上涨的传导。

我们预计在 6 月份之前，PPI 可能出现负增长，但在中期之后，成本推动和需求回暖，将推动 PPI 环比明显回升，我们预计二季度负增长 0.2%，三季度恢复至 0.5-1% 的涨幅，全年在 1% 左右。

图 32: 2012 年 PPI 预测



资料来源: wind, 东北证券

五、宏观政策取向

1、稳增长的宏观政策取向在二季度将进一步强化

由于全年物价的目标在 4%，从目前看，完成 4% 的目标应该没有问题。因此，在全球经济复苏相对缓慢，我国面临周期性衰退叠加转型期降速的情况下，经济增长面临一定不确定性。宏观政策将继续稳增长为主线。

而 1-2 月宏观数据的偏弱，管理层对增长的担忧程度也进一步提高，而在货币适度放松下，信贷增加一直低于预期，随着通胀形势在短期将大大缓解，预计中央对稳增长目标的贯彻将强化，相关财政扶持和货币放松的力度将在 2 季度将有所提高

而稳增长将着重稳内需，因此，稳投资和促消费将双面推进。从稳投资的角度看，一方面需要货币政策适度宽松，扩大信贷；另一方面，加快核准投资项目的开工建设以及保证已有项目的开工建设。

对消费来说，在家电和汽车下乡等几大热点已出台过刺激政策后，能够“快、灵”拉动消费的领域不多。因此，促消费重点还在于中长期的战略，即加快出台收入分配改革、完善社保体制来提高消费能力和消费意愿。而短期看，通过消费税调整等结构性减税以及对文化、旅游和电子商务的政策优惠还存在一定空间。

2、货币政策“稳中见松”，边际改善但不会明显宽松

在稳增长的主基调下，财政政策和货币政策都将适度放松。货币政策的主基调仍是稳健，难以形成宽松的局面。原因在于货币存量过大，2011 年 M2/GDP 的比值依然高达 180.6%。同时，根据我们测算，2009 年和 2010 年天量信贷并未都进入实体经济，两年中长期贷款高于投资信贷资金的额度为 4.5 万亿，剔除 2011 年回流会实体经济约 6300 亿，富裕资金仍有

3.9 万亿。因此，适度保持货币的“紧平衡”促使社会资金流向实体经济，消化前两年的过量信贷仍有必要。

表 6：历年信贷资金的运用情况（单位：亿元）

年份	新增贷款	投资资金的国内贷款	中长期贷款	中长期贷款与投资中信贷资金的差额	贷款超出比例(%)
2001	13,000.00	6,210.40			
2002	18,000.00	7,735.73	8,164.00	428.27	5.25
2003	27,700.00	10,779.46	14,000.00	3220.54	23.00
2004	22,600.00	12,779.90	13,703.00	923.10	6.74
2005	23,500.00	15,182.70	11,966.00	-3216.70	-26.88
2006	31,800.00	18,771.60	18,942.00	170.40	0.90
2007	36,300.00	22,060.66	25,041.00	2980.34	11.90
2008	49,100.00	24,667.55	25,203.00	535.45	2.12
2009	95,900.00	37,604.22	67,000.00	29395.78	43.87
2010	79,500.00	45,104.70	61,600.00	16495.30	26.78
2011	74,700.00	40,398.00	34,095.00	-6303.00	-18.49

资料来源：wind，东北证券

但货币必须适度放松，1、2 月份都在 7000 亿级的规模，远低于市场 8000-10000 亿的规模。而从利率结构看，市场资金并不紧张。从银行间利率看，隔夜 Shibor 在 3 月中旬已经降至 2.4% 以内，虽然在 3 月末 4 月初升值 3% 附近，但仍低于 2011 年下半年，较长的 3、6、9 及 1 年 Shibor 则是自 2011 年 10 月份后趋势性下降，同样固定利率的国债收益率已经从 3.66% 的高位降至 2.7% 附近，Shibor 和国债收益率的明显下降表明银行间资金持续、较大改善。而票据直贴利率则是自 2011 年 10 月后高位回落，6 个月的票据利率从 13% 已经跌至目前的 5% 上下，低于贷款利率，贷款利率的改善表明资金的供需条件已经大为改善。因此，资金供给已经大为改善，在一定程度还在于需求的回落。根据央行调查，2012 年的贷款需求指数在 2011 年基础上继续下滑至 79.6%。

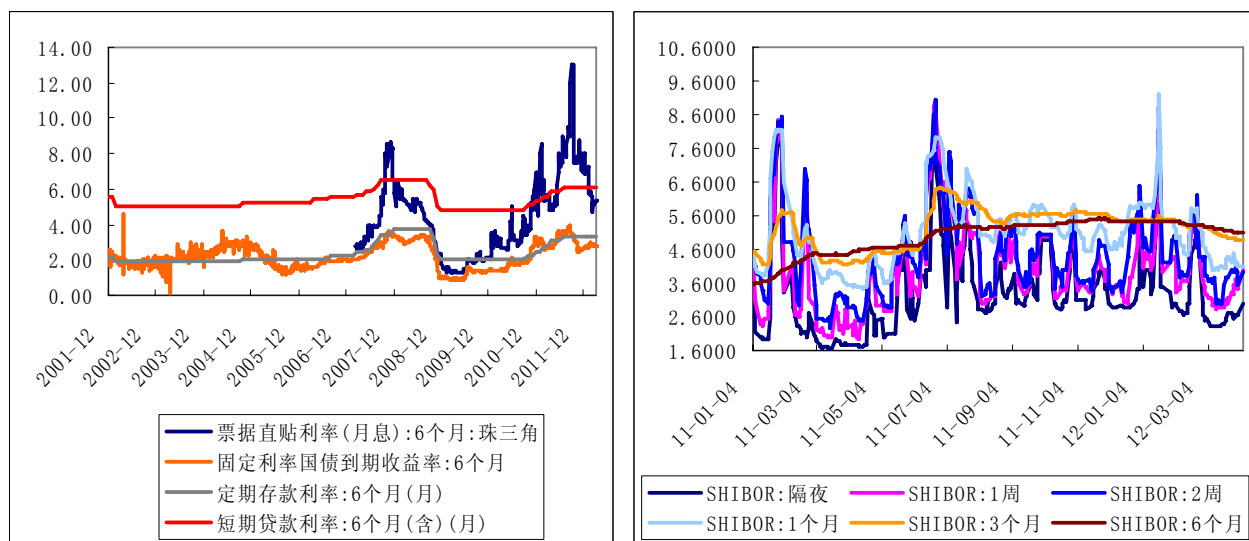
而贷款需求不足一方面受到高利率的限制，到 12 月贷款加权平均利率仍高达 8.01%；另一方面，需求疲软在于经济增速下降，企业投资、企业经营活动下降。

因此，从激活需求看，货币政策需要适度放松，缓解流动性过分紧张格局，促使利率下降，我们认为二季度将有 1 次降准，而在年中或将降息一次。

至于市场对信贷低于预期的担心，我们认为是对市场原先乐观预期的修正。根据我们的测算，如果 09 年和 10 年这两年未流入实体经济的富余资金能有 1 万亿资金回流，那么 8 万亿的信贷已是今年信贷的极限。

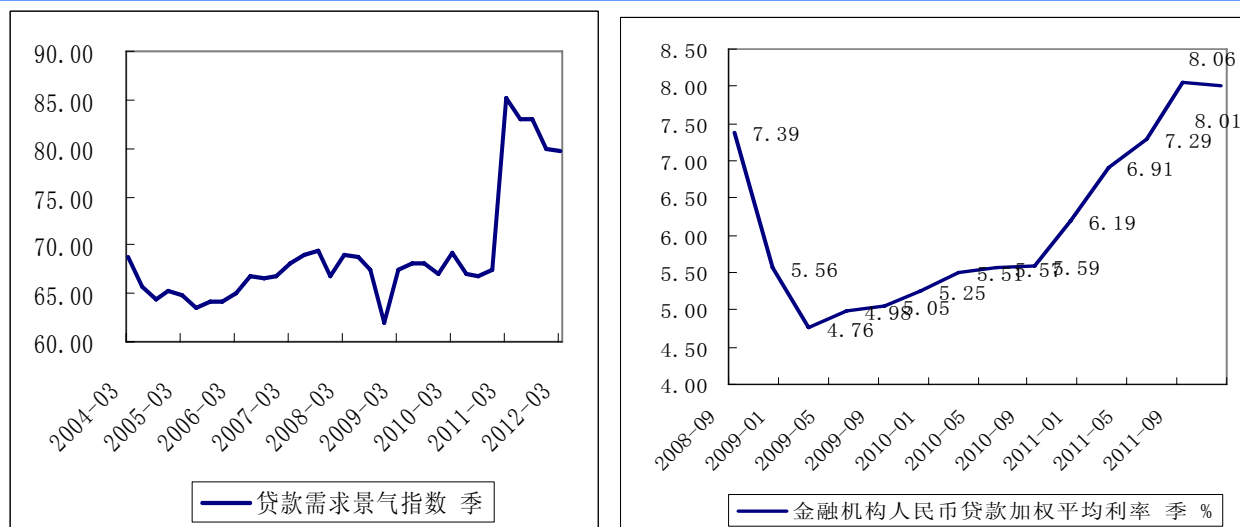
因此，我们维持 2012 年年度报告的测算，即 2012 年的信贷在 7.5-8 万亿之间，中值为 7.7 万亿。

图 33: 市场利率明显下行, 市场资金并不太紧张



资料来源: wind, 东北证券

图 34: 贷款需求不旺 利率高企是部分原因



资料来源: wind, 东北证券

3、财政预算名减实增, 稳增长的政策空间巨大

我们对 2012 年的财政政策的基本判断是, 财政资金宽裕并已开始落地, 而非悬在空中。保障房、农林水务、交运和文化传媒将重点收益。

根据两会公布的财政预算, 国财政收入 113600 亿元, 增长 9.5%。加上从中央预算稳定调节基金调入 2700 亿元, 可安排的收入总量为 116300 亿元。全国财政支出 124300 亿元, 增长 14.1%。收支差额 8000 亿元 (其中, 中央财政赤字 5500 亿元), 比上年减少 500 亿元, 占国内生产总值的比重下降到 1.5% 左右。

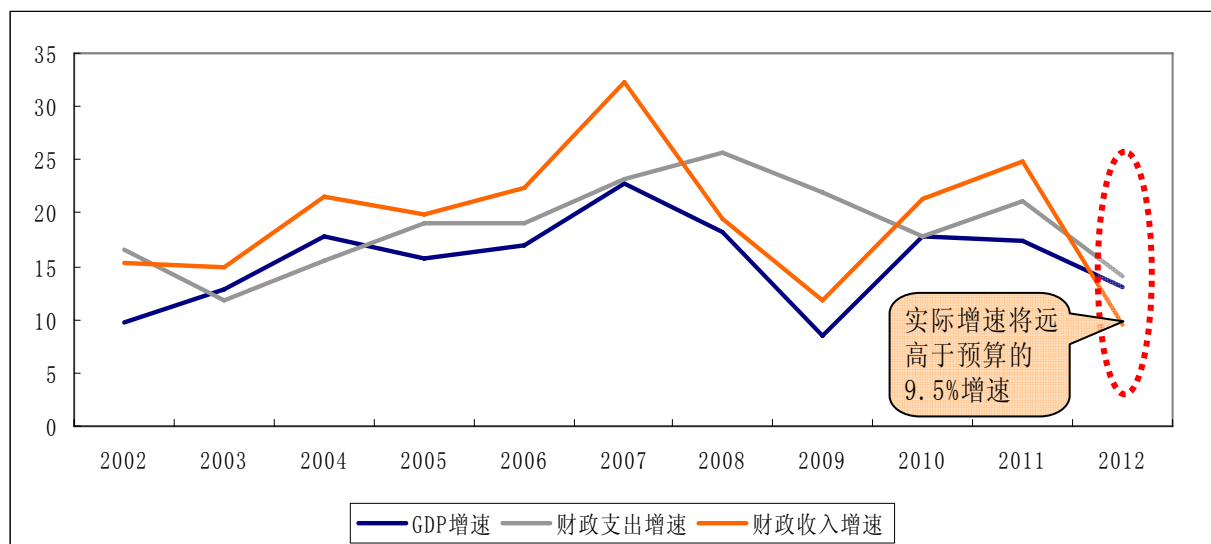
但是实际上, 2011 年财政的实际赤字 (财政支出与财政收入的差值) 只有 5190 亿元,

比预算的 8500 亿少了 2700 亿元，而 2012 年预算赤字 8000 亿，但实际赤字却高达 1.07 万亿，几乎比 2011 年扩了 1 倍，赤字率实际上也高达 2.01%，为 3 年来最高，仅次于 2009 年的 2.28%。而若考虑 2011 年底尚有 1918 亿的结转，那么 2012 年实际赤字 1.27 万亿，赤字率 2.36%，高于 2009 年。

加上财政收入增长 9.5% 的预算增速实际上不会出现，如果按照财政部的预算，2012 年 GDP 名义增速应该为 13%，而 1996 年以来中国的财政收入增速就没有低过 GDP 增速，那么 2012 年财政首恶最终仍可能实现 15% 以上的财政收入，那么财政收入将超收 3000 亿，这也将为 2012 年财政支出提供保障，意味着极端情况下中央可能存在 12.7 万亿的支出规模。

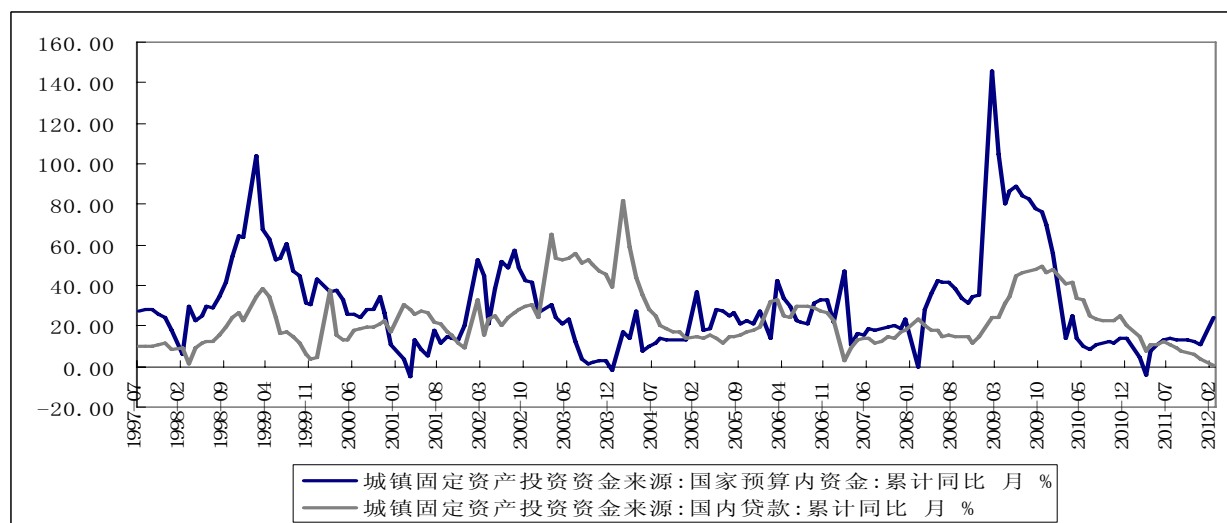
因此，2012 年财政预算在赤字规模和赤字率上似乎都在压缩，但实际上财政支出规模庞大，预算支出空前。根据财政预算报告，2012 年在保障房、社保支出增长明显。但是我们根据其公布的财政支出额计算的增速，发现除了前两者外，稳增长和稳投资的交通运输、农林水务以及文化传媒的增速都接近或超过 20%。

图 35：历年财政收支增速与 GDP 增速的比较



资料来源：wind，东北证券

图 36：财政预算资金已经大幅度拨付



资料来源：wind，东北证券

表 7: 2012 年财政支出庞大，稳增长空间较大

	预算支出额（亿元）		预算的增长（%）		根据支出额 计算的增长
	2011	2012	2011	2012	
教育支出	2963.57	3781.32	16.3	16.4	27.59
科学技术支出	1944.13	2285.46	12.5	12.4	17.56
文化体育与传媒	374.43	493.84	18.5	18.7	31.89
医疗卫生	1727.58	2035.05	16.3	16.4	17.80
社会保障与就业	4414.34	5750.73	16.6	21.9	30.27
住房保障	1292.66	2117.55	14.8	23.1	63.81
农林水务	4588.83	5491.45	18.3	14.8	19.67
节能环保	1591.85	1769.1	10.3	9	11.13
交通运输	2866.91	3565.93	10.3	8.1	24.38
资源勘探	744.86	877.26	10	6.1	17.78

资料来源：wind，东北证券

4、稳增长与促转型相结合，转型版的新刺激计划有望拉开序幕

从目前的经济走势看，政策稳增长力度需要加强。在银行间资金利率下降明显的情况下，信贷低于预期反映了需求的相对疲软。我们认为一味强调放松货币并没有意义，正如对货币政策的传统看法所描述的“你可以把马牵到河边，但不能强迫马喝水”，现在货币政策面临类似局面。因此，稳增长一方面需要适度货币放松，同时需要财政投入加大，但另一方面更需要在产业政策上有针对性激活企业投资和经营积极性，即管理部门要加快投资项目审批和推动已有项目的开工建设，新一轮的刺激计划有望推出。而 2012 年以来，我国相关部门密集出台产业（区域）规划已经明确了该思路。

但我们认为新一轮的刺激计划不同 2008 年底的以保增长为主要目的的“4 万亿”刺激计划，一方面当前经济下滑并不像 2008 年底面临的硬着陆，我们认为一季度而有望在 8.3% 附近，而二季度也难以跌破 8%；另一方面，国内面临的环境迫使我国转型压力加大。

因此新一轮刺激计划一定是结合促转型的刺激计划。为此，我们看好消费和产业转型领域。不过消费领域由于家电、汽车和住房等热点都已实施过，大规模的刺激计划难以实施。主要方向将以收入分配改革和社保体制完善来提高消费能力和意愿，但是在文化、旅游，新能源汽车以及网络消费等领域还是有一定的空间。

而对产业转型方向，根据国家发展战略和当前技术水平，我们认为突出的几个方向可以重点把握：

（1）农业现代化。农业现代化首次与工业化、城市化、信息化等传统“三大化”并列，表明中央对粮食安全和农业基础地位的认识大幅提高，而在 2012 年一季度出台的规划文件也是最密集的区域，加上财政预算不断提高，我们认为育种、畜牧业、农机等龙头企业将直接受益。

（2）通信网路。从十五规划，我国就一直强调信息化，但是信息化的推进程度并不理想。而从相关规划看，我国对通信网路的基础设施建设及信息化推进明显提高。我们对年初的相关规划作了初步统计，从互联网十二五规划到网络技术路线以及到宽带中国研究组织机构设立以及宽带提速等文件看，顶层设计和具体组织落实都涵盖，反映了中央对该领域的重视以

及政策的可操作性。

(3) 节能减排。紧迫性已经非常明显，我们在此只是强调 1 季度中央对环保节能领域出台的规划文件非常密集，导向性明确。该产业技术上比较成熟，主要在于政府推动力度，随着相关文件和规章出台，节能环保的约束性自然进一步体现。

(4) 电子商务。一方面来源于需求端（网络购物）的快速发展，另一方面也来自于信息化的推进。因此，而国家在 1 季度针对该领域出台了 3 个相关规范文件，足以体现对该领域的重视。

(5) 文化产业。该产业的发展影响居民对文化（旅游）的消费，作为下一个明确发展的国民经济支柱产业，我们认为可以重点关注。

表 8：2012 年初出台的部分产业规划梳理

领域和方向	具体产业	规划文件
农业现代化		国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见（20120306）
		全国现代农业发展规划（2011—2015 年）
		全国蔬菜产业发展规划（2011—2020 年）
	生物育种	关于组织实施生物育种能力建设与生产化专项的通知（120316）
		农业部关于推进节水农业发展的意见（120131）
战略新兴产业	海洋工程	国务院办公厅关于加快发展海水淡化产业的意见（20120206）
		全国海洋人才发展中长期规划纲要（2010 年~2020 年）
	产业升级全覆盖	工业转型升级规划（2011—2015 年）
		科研条件发展十二五专项规划（120227）
	环保节能	《林业应对气候变化“十二五”行动要点》
		国家环境保护“十二五”规划
		《环境空气质量标准》（1202029）
		节能减排全民行动实施方案（20120131）
	通信网络	关于实施宽带普及提速工程的意见（120401）
		关于下一代互联网“十二五”发展建设的意见（120327）
		《物联网“十二五”发展规划》发布
		关于开展“宽带中国战略”研究工作的通知（120319）
	新能源汽车	页岩气发展规划（2011—2015 年）（120314）
	高端装备	关于调整重大技术装备进口税收政策有关目录的通知
	新能源汽车	关于节约能源 使用新能源车船车船税政策的通知
	电子商务	关于促进电子商务健康快速发展有关工作的通知（120206）
		关于加强网络团购经营活动管理的意见（120312）
		快递服务与网络零售协同发展的指导意见
	文化产业	《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》（1120229）
	现代服务业	《现代服务业科技发展“十二五”专项规划》（120129）
区域规划		东北振兴“十二五”规划（120318）

		国务院关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见（20120112）
		国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见（20110930）
		国务院关于支持河南省加快建设中原经济区的指导意见（20110928）
传统产业升级		煤炭工业发展“十二五”规划（120318）
		《有色金属工业“十二五”发展规划》
		《产业用纺织品“十二五”发展规划》（2011227）

资料来源：wind，东北证券

5、体制改革未雨绸缪，新一轮改革有望预热

面对转型，相关经济体制改革必须推进。其中，政府和市场关系、政府职能转变是关键。这种改革的取向在温家宝总理的两会记者会以及发改委发布的《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》已明确反映。

在《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》中时隔 10 年再提“强调市场在资源配置中的基础性作用”表明市场化改革再次加快，结合中长期及 12 年意见，我们认为有几点可以对经济运行产生影响，但主要是利好中长期：

（1）反垄断，新一轮的“国退民进”。这将从中长期利好中国经济结构，在短期也可以在一定程度激发民间资本投资积极性；

（2）收入分配改革。经济相对低迷或许推动政府加快制定出台收入分配改革方案。这有望从根本上利好我国的消费增长，实现扩内需的战略。

（3）社保、医疗卫生体制。既关于民生健康，也关于消费积极性的问题。只有完善社保、医保，居民的消费意愿才有可能进一步提高。

当然，也涉及更多领域，但我们认为基本上是以市场化推动民间投资发展，以收入分配体制改革和社保医疗体制完善来改善民生，同时提高消费意愿。以上两方面将实现远期和短期的平衡。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。