

2012 年 4 月 23 日

从减法到加法

——2012 年春季宏观报告

相关研究

《从减法到加法——2012 年春季宏观报告 (PPT)》
2012 年 3 月 22 日

《投资结构分化 关注基建——四大类投资的影响因素及其预测分析 (PPT)》
2012 年 3 月 22 日

《当前经济处于去库存阶段——2012 年 2 月经济数据分析》
2012 年 3 月 12 日

《通过改革提升增长质量——2012 年计划报告解读》
2012 年 3 月 9 日

《2012 年财政政策的力度将强于去年——2012 年政府预算报告解读》
2012 年 3 月 8 日

《增长目标下调，关注 2012 年 10 大突破——2011 政府工作报告解读》
2012 年 3 月 6 日

《经济不悲观 内需是重点——从地方政府工作报告看今年经济和政策走向》
2012-02-24

证券分析师

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

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。
- 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（量化宽松）、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 8.5%，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. 近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. 未来 2 个季度全球和中国都可能迎来转机。

- 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 3%，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）通胀缓解为政策宽松打开空间，货币宽松以数量为主，不过也不排除降息的可能。（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。从中西部的代表地区湖北看，主要依靠投资和第二产业发展。

目 录

1、一个大的视角：从减法到加法.....	7
1.1 减法	7
1.2 加法	10
1.2.1 新非公 36 条细则	12
1.2.2 战略性新兴产业	13
1.2.3 区域振兴规划	14
1.2.4 要素价格改革	15
2、2 季度全球和中国前瞻：等待转机	16
2.1 全球来看，看好美日，看淡欧洲和新兴市场	16
2.1.1 全球PMI下滑，领先指标上行	17
2.1.2 欧债进展顺利，导致避险情绪下降	19
2.1.3 美国经济温和复苏，二季度面临调整	22
2.1.4 灾后重建推动日本经济复苏强劲	26
2.1.5 新兴市场经济减速明显，货币贬值	27
2.1.6 美元二季度或将走强，下半年走弱	28
2.2 中国经济：通胀回落，等待增长动力切换	29
2.2.1 通胀回落是大概率事件	29
2.2.2 影响通胀的微观因素	30
2.2.3 CPI走势预测	32
2.2.4 目前促使经济向下的力量占主导	34
2.2.5 不必对中国经济太悲观	40
3、区域看中国：增长动力仍在.....	42
3.1 中国区域增长动力的变迁	42
3.2 案例分析	45
3.2.1 案例分析-东部：上海	45
3.2.2 案例分析-中部：湖北	48
3.2.3 案例分析-西部：广西	50
3.2.4 案例分析-西部：贵州	52

图表目录

图 1: 随着货币持续紧缩, 通胀开始回落.....	7
图 2: 房地产调控下, 房价回落城市增多.....	7
图 3: 基础设施投资增速回落	8
图 4: 城投债价格变化	10
图 5: 城投债收益率变化-案例.....	10
图 6: 改革推进时间表	10
图 7: 十二五规划时间表	11
图 8: 2012-2013 年主要经济体经济增长预测	17
图 9: 全球综合、制造业和服务业PMI.....	17
图 10: 主要经济体的制造业PMI.....	17
图 11: OECD领先指标	18
图 12: 主要经济体的领先指标.....	18
图 13: 一般政府支出占GDP之比.....	19
图 14: 居民总债务占净可支配收入之比.....	19
图 15: 欧猪五国的 10 年期国债收益率.....	19
图 16: 今年 4-12 月欧猪五国的未偿还债务(本息和)	20
图 17: 今年 4-12 月欧猪五国的未偿还债务分布(亿欧元).....	20
图 18: 欧盟GDP环比增速	21
图 19: 欧盟货币供给和银行紧缩拖累经济.....	22
图 20: 2011-2012 年美国季度GDP及其增速	23
图 21: 美国GDP各组成部分的增速.....	23
图 22: 美国GDP各组成部分的贡献率.....	23
图 23: 美国失业率与每周首次申请失业金人数均下滑.....	24
图 24: 失业 27 周以上人数占总失业人数的比重处于历史高位.....	24
图 25: 美国消费者信心和消费信贷均有所回落.....	25
图 26: 美国耐用品消费和实际消费支出下滑.....	25
图 27: 美国房价和现房销售增速均处于低位.....	25
图 28: 美国通胀整体呈回落趋势.....	26
图 29: 日本消费者信心、工业产值和汽车产量等领先指标均有所改善.....	27
图 30: 日本央行不断扩张资产负债表.....	27
图 31: 金砖四国资金整体流出, 但俄罗斯和中国资金今年有所流入.....	27
图 32: 金砖四国经济整体呈回落趋势.....	27
图 33: 新兴市场出现货币贬值.....	28
图 34: 2011 年至今美元指数走势	28
图 35: 随着货币持续紧缩, 通胀开始回落.....	29
图 36: 工业增加值增速领先CPI出现回落.....	29
图 37: CPI波动周期同经济周期同步, CPI拐点滞后于经济拐点.....	30
图 38: 全球主要农产品的库销比上升.....	30
图 39: 全球主要农产品价格下滑.....	30
图 40: 粮食价格涨幅正常	31
图 41: 粮食供求基本平衡	31

图 42: 仔猪、生猪价格及猪粮比趋稳.....	31
图 43: 生猪存栏不断上升	31
图 44: 居民通胀预期从高点回落.....	32
图 45: 2012 年食品和非食品价格涨幅预测	33
图 46: 2011 年以来月度物价走势及预测	34
图 47: CRB 指数=325.09, 年内同比走势及 PPI 同比.....	34
图 48: WTI 油价=109.77, 年内同比及 PPI 走势.....	34
图 49: 中国领先指数和一致指数.....	35
图 50: 主要领域投资增长率	35
图 51: 对欧盟和金砖三国出口偏弱.....	36
图 52: 全国经济目标变化	36
图 53: 外汇占款和“热钱”.....	37
图 54: 准备金率的调整与新增外汇占款密切相关.....	37
图 55: CPI 与降息	38
图 56: 6 个月银行承兑汇票	38
图 57: 2010 年投资结构占比	40
图 58: 2010-2012 年投资分类结构	40
图 59: 今年世界经济将呈现前低后高走势.....	41
图 60: 房地产投资前低后高	41
图 61: GDP 同比增速及预测	41
图 62: GDP 环比增速及预测	41
图 63: 东部仍占绝对比重, 但比重开始回落.....	42
图 64: 中西部增量贡献超过东部.....	42
图 65: 向中西部的转移支付明显增加.....	43
图 66: 东中西的城镇化水平	44
图 67: 中西部城镇化可提升幅度高于东部地区.....	44
图 68: 东中西部第二产业占比变化.....	44
图 69: 东中西部第三产业占比变化.....	44
图 70: 各省市人均 GDP 排名	45
图 71: 上海和全国 GDP 增速比较.....	46
图 72: 上海 2010 年三大需求占比.....	47
图 73: 上海和全国资本形成总额增速.....	47
图 74: 上海和全国的最终消费增速.....	47
图 75: 上海三大产业占比	48
图 76: 上海第三产业分类占比.....	48
图 77: 湖北和全国 GDP 增速比较.....	48
图 78: 湖北 2010 年三大需求占比.....	49
图 79: 湖北和全国资本形成总额增速.....	49
图 80: 湖北和全国最终消费增速.....	49
图 81: 湖北三大产业占比	50
图 82: 湖北第三产业分类占比.....	50
图 83: 广西和全国 GDP 增速比较.....	51
图 84: 广西 2010 年三大需求占比.....	51
图 85: 广西和全国资本形成总额增速.....	52

图 86: 广西和全国最终消费增速.....	52
图 87: 广西三大产业占比	52
图 88: 广西第三产业分类占比.....	52
图 89: 贵州和全国GDP增速比较.....	53
图 90: 贵州 2010 年的三大需求占比.....	54
图 91: 贵州和全国资本形成总额增速.....	54
图 92: 贵州和全国最终消费增速.....	54
图 93: 贵州三大产业占比	55
图 94: 贵州第三产业分类占比.....	55

表格目录

表 1: 每年地方融资平台债务到期量.....	8
表 2: 各政府部门对地方融资平台问题的表态.....	9
表 3: 十二五约束性目标	11
表 4: 2011 年目标与实际完成情况对比	11
表 5: 新非公 36 条中鼓励民间资本进入的领域.....	12
表 6: 战略性新兴产业及相关十二五规划.....	13
表 7: 十一五时期中西部与全国指标比较.....	14
表 8: 《西部大开发十二五规划》中西部与全国目标比较.....	15
表 9: 2012 年将重点推进要素价格改革	16
表 10: 2012 年第二季度欧债危机需要关注的时间点	21
表 11: 水电燃料等提价对CPI的影响.....	32
表 12: 年度食品和非食品价格涨幅预测.....	32
表 13: 年度翘尾和新涨价因素预测.....	33
表 14: 2008 年 10 月政策放松时的主要经济指标	37
表 15: 各领域十二五期间主要领域计划投资额.....	38
表 16: 2011-2012 年各地方投资增长目标对比	39
表 17: 2011-2012 年地方政府GDP增长目标对比	39
表 18: 2010 年各省市GDP规模（单位：十亿元）	45
表 19: 2011 年上海主要经济指标增速	46
表 20: 2011 年湖北主要经济指标增速	49
表 21: 2011 年广西主要经济指标增速	51
表 22: 2011 年贵州主要经济指标增速	53

1、一个大的视角：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。

1.1 减法

为应对 2008 年次贷危机，我国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、地方融资平台项目贷款急剧增加等问题。

过去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，做了大量的“减法”工作。从以下几方面看，过去三年的清理整顿基本完成，今年政策重点将由过去的主动调整做减法更多转向通过改革做加法：

（1）货币正常化（通货膨胀和房地产价格上涨得到控制）。

从 2011 年的数据看，货币供给逐渐回归到正常偏低水平，通货膨胀和房地产价格上涨逐渐得到控制。图 1 和图 2 显示，M1 增速和通胀以及房价都呈回落态势。

图 1：随着货币持续紧缩，通胀开始回落

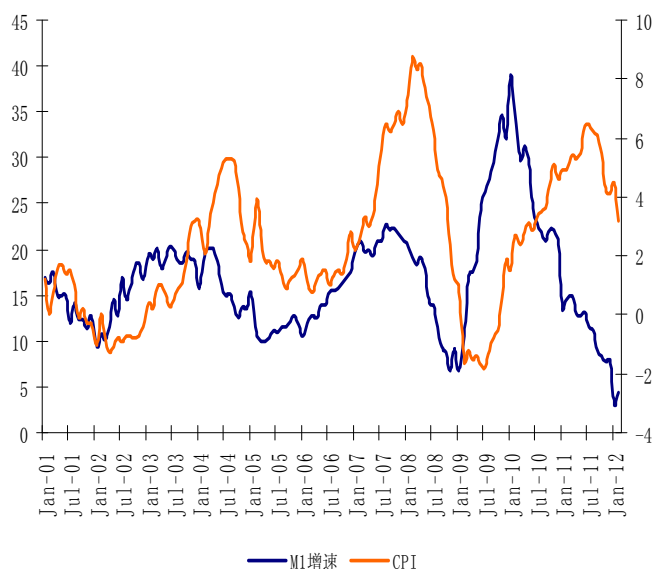
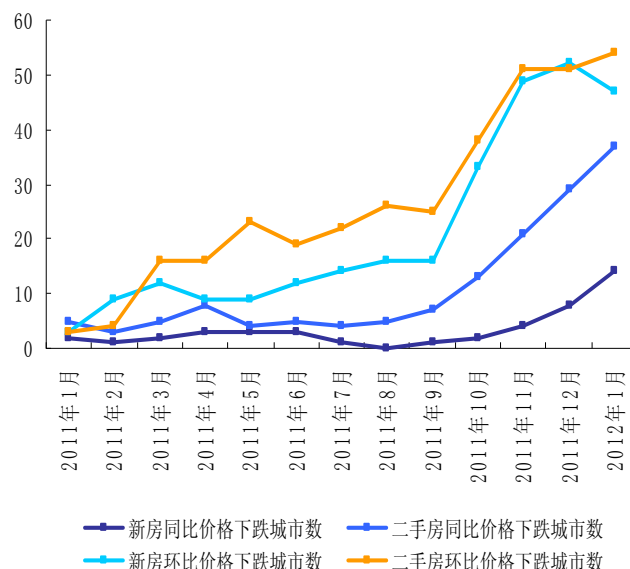


图 2：房地产调控下，房价回落城市增多



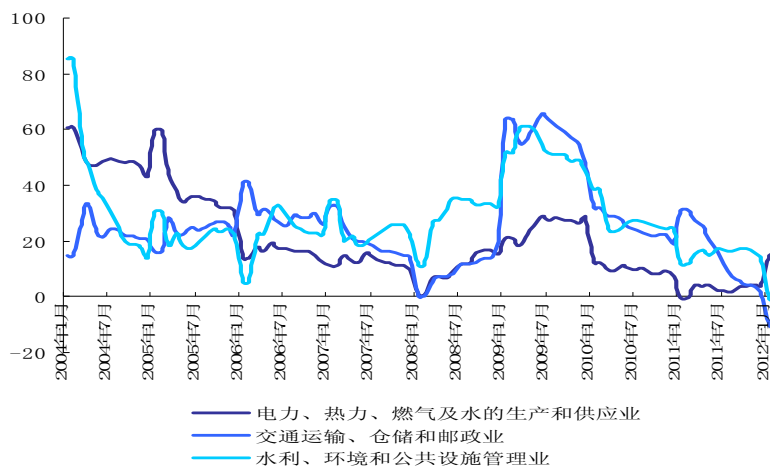
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

（2）国内基建投资降至低位。

从图 3 可以看出，次贷危机保增长之后，我国电力、热力、燃气以及水生产和供应产业，交运、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业在 2009 年年中达到高点，之后随着民间投资的逐渐恢复，基础设施投资出现主动收缩，2011 年，三大类别的投资增速分别为 1.8%、1.8%、15.9%，过去的那种基础设施大干快上问题得到了一定缓解。

图 3：基础设施投资增速回落



资料来源：CEIC，申万研究

（3）地方融资平台债务风险基本得到控制

2011 年政府采取了一系列措施整顿地方融资平台项目贷款，如分类清理、允许部分项目贷款展期等，使得十二五期间债务到期量占比最高的 2011 年融资平台风险并未出现。

根据审计署报告，2012-2015 年地方融资平台债务到期量明显小于 2011 年，并且经历过清理整顿之后，预计债务风险不会爆发，为今年政策的重点转向通过改革做加法提供了有利条件。

表 1：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. 49	24. 49%	18683. 81	27. 84%	3646. 24	15. 60%	3916. 44	23. 46%
2012 年	18402. 48	17. 17%	12982. 52	19. 35%	2972. 07	12. 72%	2447. 89	14. 66%
2013 年	12194. 94	11. 37%	7991. 36	11. 91%	2265. 98	9. 70%	1937. 6	11. 61%
2014 年	9941. 39	9. 28%	6177. 01	9. 20%	2273. 31	9. 73%	1491. 07	8. 92%
2015 年	8012. 26	7. 48%	4934. 69	7. 35%	1780. 66	7. 62%	1296. 91	7. 77%
2016 年 及以后	32377. 35	30. 21%	16340. 12	24. 35%	10431. 48	44. 63%	5605. 75	33. 58%
合计	107174. 91	100. 00%	67109. 51	100. 00%	23369. 74	100. 00%	16695. 66	100. 00%

资料来源：申万研究

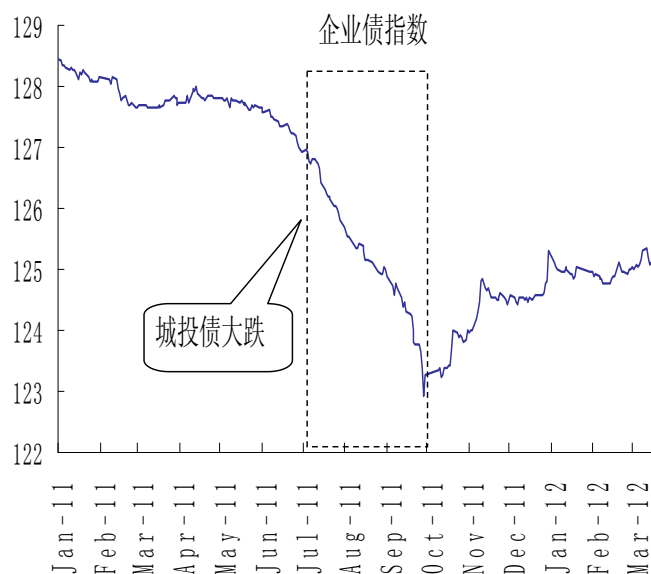
表 2：各政府部门对地方融资平台问题的表态

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，保持合理的投资规模，合理地安排政府投资，控制新开工项目，把政府投资的重点放在在建项目、续建项目、收尾项目。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，以及财政收入的状况，来合理确定融资规模。加强监管，严格按照中央的财税政策、金融政策、产业政策、投资政策确定各个地方可能产生的投资需要、并对资金需求、财税政策、金融政策提出一些限制。
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

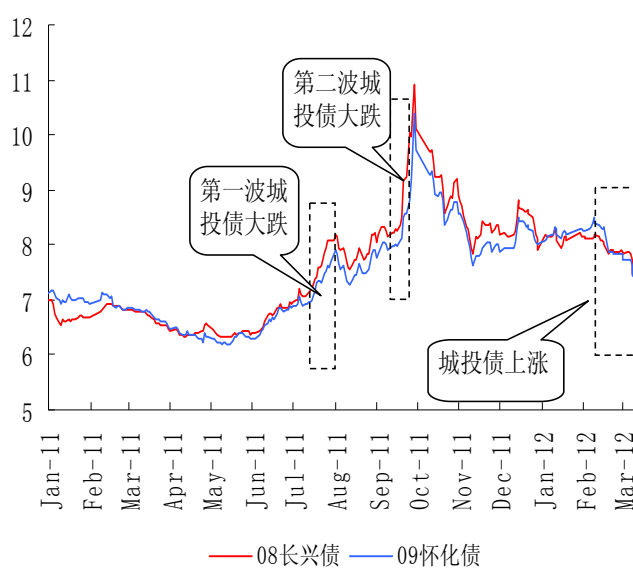
城投债收益率走势能够反映市场对地方债务情绪的变化。在 2011 年的 7 月和 10 月份，市场担忧地方融资平台风险，城投债收益率曾经大幅上升，之后城投债收益率明显下行，显示市场的担忧情绪明显缓解。

图 4：城投债价格变化



资料来源：Wind，申万研究

图 5：城投债收益率变化-案例

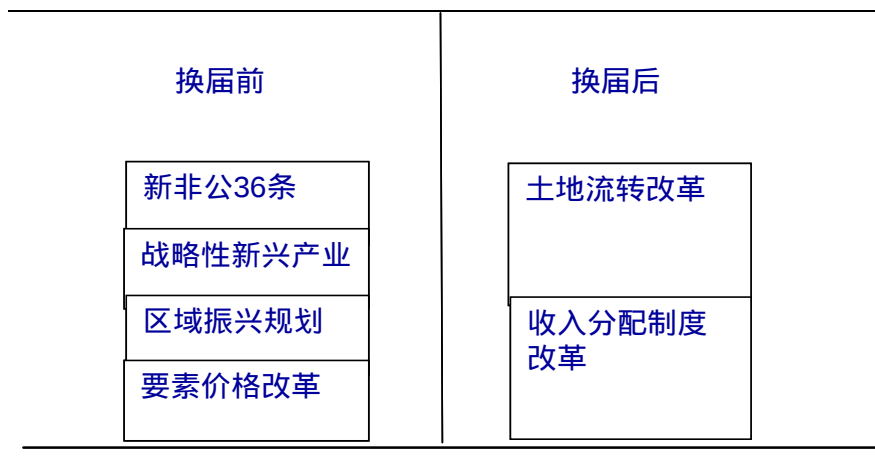


资料来源：Wind，申万研究

1.2 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。以换届为时间点划分的话，我们认为换届前将会推进的改革主要有：出台新非公 36 条细则、出台战略性新兴产业规划、推进区域振兴规划尤其是西部大开发、加快推进要素价格改革。而市场关心的土地流转改革、收入分配制度改革要等到新一届政府去推进。

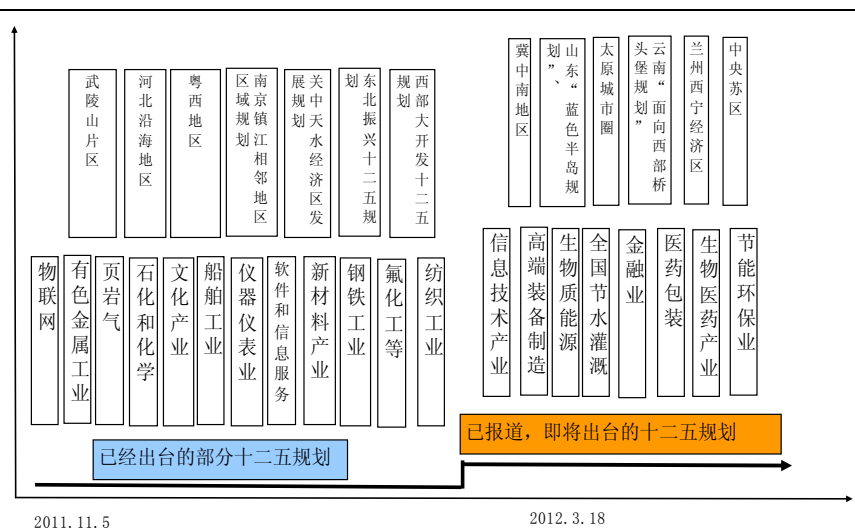
图 6：改革推进时间表



资料来源：申万研究

从去年四季度开始，十二五规划出台的频率明显加快，并增大了对规划的目标进行细化和量化考核。

图 7：十二五规划时间表



资料来源：申万研究

对于今年推进的四大改革，我们是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进行筛选的。

表 3：十二五约束性目标

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：申万研究

表 4：2011 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	保障性安居中央预算内投资（亿元）	291.63	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：申万研究

1.2.1 新非公 36 条细则

根据温家宝总理在中南海座谈会上提出的，新非公 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。

表 5：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
	军民两用高技术开发和产业化	鼓励民营企业参与军民两用高技术开发和产业化

资料来源：申万研究

1.2.2 战略性新兴产业

虽然市场不断在谈战略性新兴产业及其投资机会，但是到目前为止，七大战略性新兴产业十二五规划中仅出台了《新材料产业“十二五”发展规划》，我们预计今年将会有所推进，对相关行业的支持逐渐落实。

表 6：战略性新兴产业及相关十二五规划

是否公布	类别	公布部门	主要内容
已公布	《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。
	《新材料产业“十二五”发展规划》	发改委、工信部	2012 年 2 月 22 日工信部出台。总产值达到 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。新材料产品综合保障能力提高到 70%，关键新材料保障能力达到 50%，实现新材料关键品种产业化、规模化。推广 30 个重点新材料品种，实施若干示范推广应用工程。“十二五”期间，其他战略性新兴产业和实施国民经济和国防建设重大工程对新材料的需求巨大，需要新材料产业提供支撑和保障，将为新材料产业发展提供了广阔市场空间。
	《“十二五”节能环保产业发展规划》 《新一代信息技术产业发展“十二五”规划》	发改委环境资源司 工信部	“十二五”末将达到 2 万亿元以上，即到 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。
未公布 《“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。
《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

1.2.3 区域振兴规划

区域经济曾是并将是中国经济发展的重要推动力。

根据《西部大开发十二五规划》公布的十一五时期西部与全国主要指标看，西部地区GDP年均增长为13.6%，远高于全国的11.2%；此外西部财政收入、进出口贸易额、投资、农村居民人均纯收入、铁路公路等基建投资均高于全国水平。

表7：十一五时期中西部与全国指标比较

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了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：申万研究

展望十二五，《西部大开发十二五规划》中提出的西部发展目标呈现如下特点：第一，经济增速高于全国。规划明确提出“西部经济增速高于全国平均水平”，西部经济的高速发展将有效缓解东部地区经济增速回落对全国经济的影响；第二，对西部地区环境保护的目标要求略低于全国，如森林覆盖率、森林蓄积量、单位地区生产总值能耗等。第三，对民生的指标要求略高于全国。如明确提出“城乡居民收入增速高于全国平均水平”。十二五时期区域经济尤其是中西部地区将继续成为我国经济增长的重要动力。

这表明中西部地区尤其是西部地区的高速发展将在一定程度上缓解全国经济增长速度的下行。我们将在报告的第三部分进行详细论述。

表 8：《西部大开发十二五规划》中西部与全国目标比较

指标	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：申万研究

1.2.4 要素价格改革

2012 年进行要素价格改革将是我国经济工作的重点内容。通胀的回落为要素价格的改革提供了良好的契机。

发改委主任张平也在工作会议中强调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，今年要素价格改革的重点将涉及资源性产品价格改革、

居民用电阶梯价格制度、成品油价格改革、天然气价格改革、水资源收费以及主要污染物排放权交易制度等。

表 9：2012 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

2、2 季度全球和中国前瞻：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 8.5%，维持前低后高的格局。

2.1 全球来看，看好美日，看淡欧洲和新兴市场

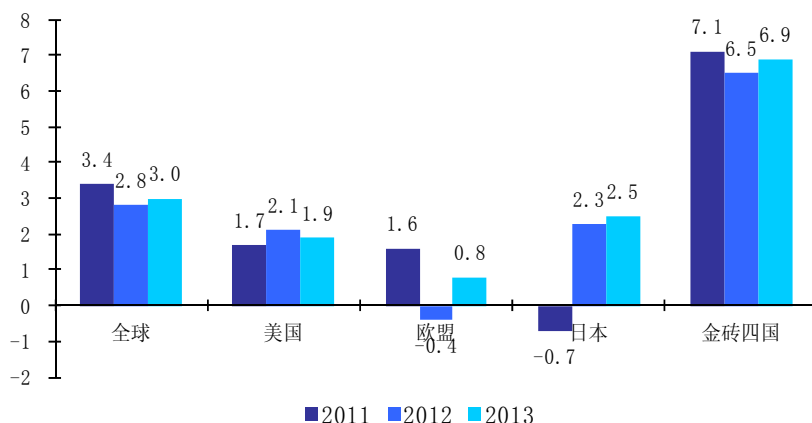
总体来看，2012 年第一季度全球经济整体表现强劲，好于市场预期。尽管如此，我们仍然认为今年全球经济整体保持下滑趋势不变，主要原因在于欧盟经济可能陷入衰退，对全球经济的拖累加大，加之新兴市场的惯性下滑，这可能抵消美国和日本的温和复苏。所以，从全年来看，我们看淡欧洲和新兴市场，相对看好美国和日本。

今年以来的全球经济走势基本符合我们此前的预期。相对于我们 2011 年 11 月的预测，我们对主要经济体的预测值调整在于：

1、今年 2 月 6 日，我们将美国今年一季度的 GDP 环比增速上调至 2.2%，全年 GDP 由 1.8%上调至 2.1%，主要因为美国 1 月非农就业增长 24.3 万人，失业率降至 8.3%，加之 ISM 制造业和消费支出表现强劲；

2、同时，我们将欧盟今年的 GDP 增速由 0.3%下调至-0.4%，主要因为德、法等核心经济体受到拖累，经济下滑明显；银行持续惜贷，货币供给和信贷增速下滑（见图 8）。

图 8：2012-2013 年主要经济体经济增长预测



资料来源：IMF，申万研究

2.1.1 全球 PMI 下滑，领先指标上行

从 PMI 来看，今年第一季度，摩根大通全球所有行业产出指数即综合 PMI 涨至 13 个月新高，表明制造业和服务业产出均有所增长，但 3 月有所回落，预示二季度全球工业生产或增长乏力（见图 9）。

图 9：全球综合、制造业和服务业 PMI

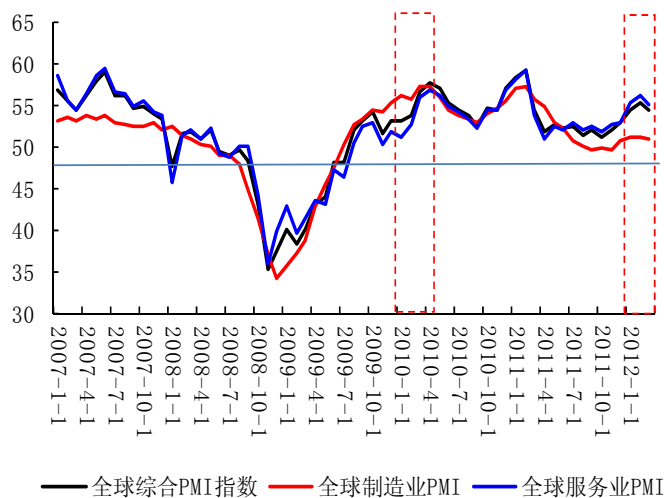
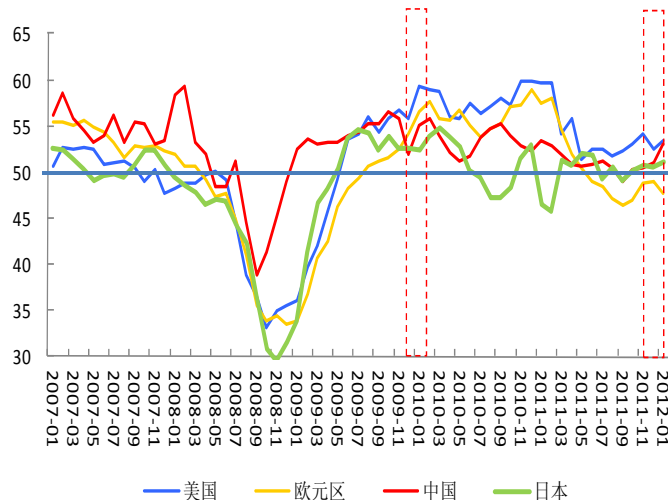


图 10：主要经济体的制造业 PMI



注：中国制造业 PMI 为官方公布的 PMI 数据。

资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

1、分国别来看，最大的动力来自于美国，对全球综合 PMI 贡献 3 个百分点，日本的产出增速也创历史新高；而最大的拖累来自于欧盟制造业，仍处于萎缩区间，且连续两月下滑，以金砖四国（其中中国采用的是汇丰 PMI）为代表的新兴经济体 3 月增速也出现下滑（见图 10）。

2、分项来看，新订单整体攀升，但3月增速回落；投入品价格因油价大涨抬高原材料价格，所幸3月回落至1月水平；就业子指数2月增速下滑，而3月又回到1月的增长势头。

最受关注的全球制造业 PMI 逐月回落 0.1，一季度几乎持平，相对于服务业增长乏力（见图 9）。

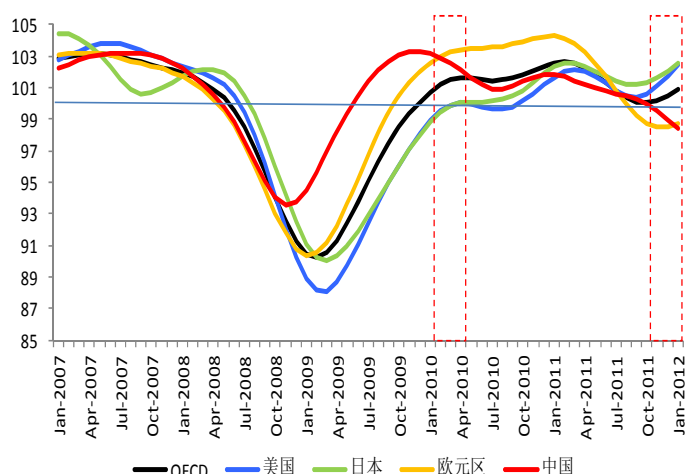
1、分项来看，产出和就业温和增长，新订单逐月回落，投入品价格因高油价和运输成本上升而大幅攀升，服务业 PMI 整体上行，达到 13 个月新高，主要经济体的制造业 PMI 大多上涨，领先指数也出现企稳反弹。

2、各国分化明显，美国制造业的加速扩张被欧盟和新兴市场的下滑所抵消，例如印度制造业产出增速 3 月大幅下滑，不过仍高于全球平均水平，而日本、巴西、俄罗斯 3 月增速均有所提升。

展望今年第二季度，综合 PMI 和服务业 PMI 可能小幅回落后有所上升，因欧债危机缓解后，欧洲和新兴市场下滑程度趋缓，但是下行风险在于欧美服务业的就业减少、消费疲软可能造成拖累；而制造业 PMI 短期延续下滑趋势，但逐步企稳，因中国制造业有望触底反弹，日本加大基础设施建设也将提振全球制造业 PMI。

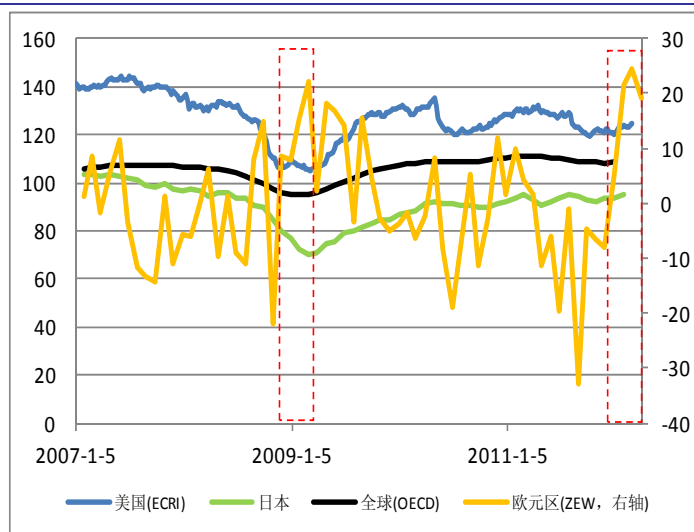
从领先指标来看，OECD 领先指标整体上行，也主要受益于美国和日本去年四季度以来的强劲反弹（见图 11）。欧元区经历了去年的大幅下滑后，今年逐步筑底，但要走出衰退区间尚待时日；而中国去年四季度至今年 1 月，仍处于加速下滑区间。从各经济体自己的领先指标来看，美国和日本确实呈环比改善趋势，而欧元区 ZEW 经济前景预期由于欧债危机的缓解而大幅反弹，但近期有掉头向下的趋势（见图 12）。预计今年第二季度，欧洲经济仍将处于低位，而美国复苏势头放缓，全球经济目前还难以摆脱下滑的趋势。

图 11：OECD 领先指标



资料来源：OECD，申万研究

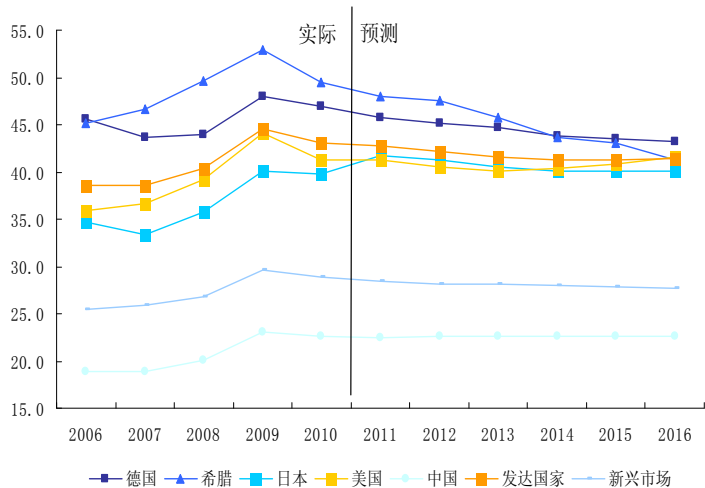
图 12：主要经济体的领先指标



资料来源：彭博，申万研究

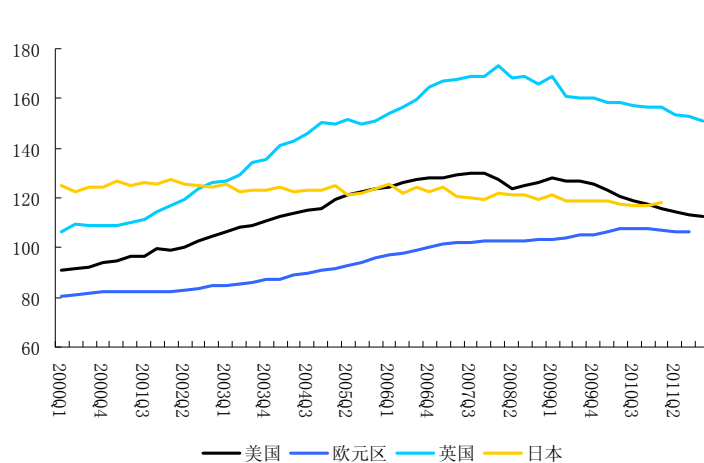
究其原因，主要因为公共部门和私营部门（包括银行和居民）仍处于持续的去杠杆、再平衡过程，其中公共部门大多紧缩财政、减少政府开支，从而降低赤字占 GDP 的比重（见图 13）；而银行调整资产负债表，收紧信贷和对外融资；居民减少信贷、缩减开支，降低债务占家庭收入的比重（见图 14）。

图 13：一般政府支出占 GDP 之比



资料来源：IMF，申万研究

图 14：居民总债务占净可支配收入之比

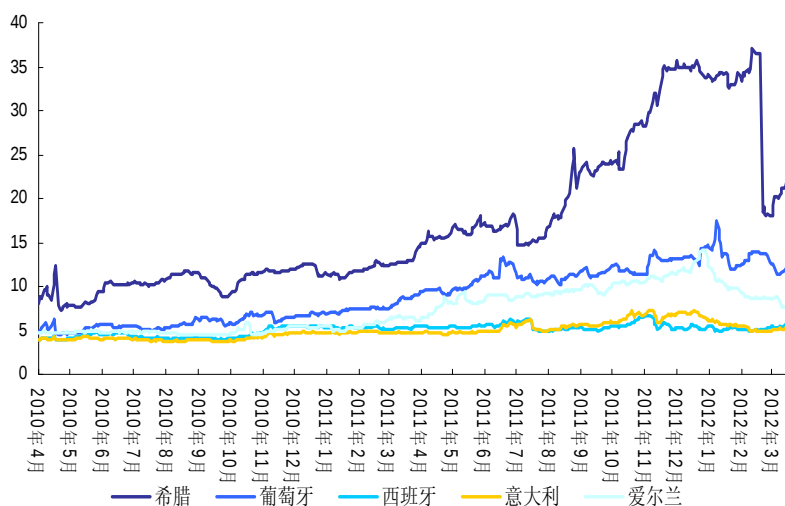


资料来源：IMF，申万研究

2.1.2 欧债进展顺利，导致避险情绪下降

今年以来，欧债危机有所缓和，已安度 3 月偿债高峰，主要受益于希腊完成债务重组并有望获得第二批 1300 亿欧元贷款，其中 75 亿欧元首批新救助款已下发，而且截至 4 月 5 日，97% 的私人部门持债者同意减记 53.5% 来换得利率较低、久期较长、但信用等级较高的新债券，希腊国债收益率已大幅下降一半，爱尔兰和意大利的国债收益率也呈下滑趋势，全球第一季度避险情绪有所缓解，但近期有重新抬头之势（见图 15）。

图 15：欧猪五国的 10 年期国债收益率



注：以上数据截至 2012 年 4 月 15 日。

资料来源：CEIC，申万研究，

近期市场关注的重点是西班牙的风险。迫于欧盟的压力，西班牙今年不得不进行财政整顿，将赤字占 GDP 的比重由去年的 8.5% 削减至今年的 5.3%，而西班牙经济衰退，继去年四季度 GDP 环比下跌-0.3% 后，今年预计将收缩-1.7%，加上房地产过剩，银行坏账高企。但我们认为，西班牙短期不会爆发类似于希腊的危机，欧洲金融市场最坏的时候已经过去。因为西班牙融资能力依然健全，国债收益率前期因减赤这一事件性冲击超过 6%，但不会持续，距接受救援的 7% 仍有空间，4 月中旬两次国债拍卖也顺利过关，即使事态恶化，欧央行和三驾马车也有工具应对，不必恐慌。

另一个焦点在于葡萄牙，去年 GDP 萎缩-1.5%，今年可能再度收缩-3.3%，陷入衰退，加上财政紧缩和改革的压力，导致国债收益率居高不下。所幸的是，葡萄牙去年通过将银行养老基金纳入政府社保、推动改革并为政府增收，成功将赤字削减至 GDP 的 5.9%，2012 年需降至 4.5%。4 月 4 日，葡萄牙刚获得 IMF 51.7 亿欧元救助贷款，如葡萄牙能持续推进财政和经济的结构性改革，未来两年将获得 IMF、欧央行和欧盟近 400 亿欧元的救助贷款，帮助其重筑信心、恢复增长。

我们认为，欧债危机短期风险降低，已由急症转为慢性病。相比而言，意大利和西班牙偿债压力最大，但 3 月债务高峰都已经安度，度过 4 月次高峰应该是大概率事件（见图 16 和图 17）。希腊违约债务重组是特例，量小不足以掀起轩然大波，而西班牙和葡萄牙是庞然大物，欧盟和国际社会不会允许其出现违约。从解决方案来看，欧盟已经批准在除了英国、捷克以外的 25 国推行欧洲财政联盟，并于 3 月 30 日同意建立总金额为 8000 亿欧元的防火墙，欧盟将转移 2000 亿欧元至 IMF 来救助边缘国家，加上日本、金砖四国等同意的新增资金，IMF 已获得 4300 亿美元资金承诺。这些措施将有力缓解欧债危机。

图 16：今年 4-12 月欧猪五国的未偿还债务（本息和）

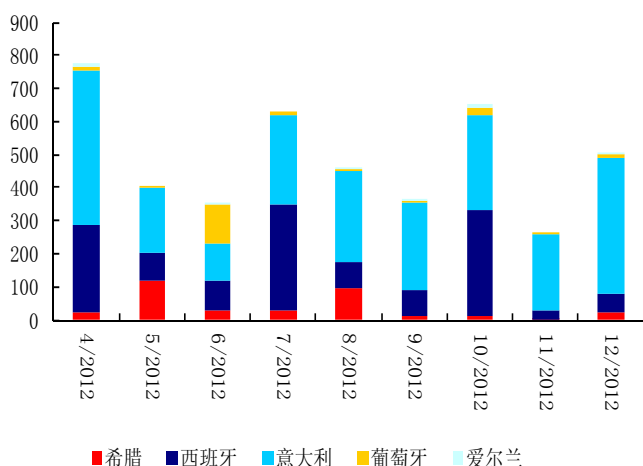
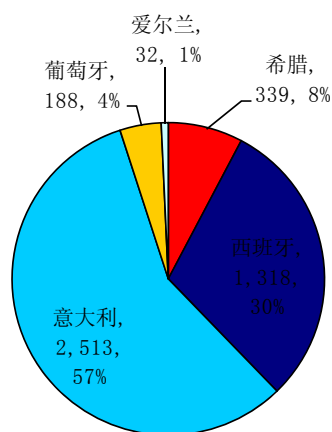


图 17：今年 4-12 月欧猪五国的未偿还债务分布（亿欧元）



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

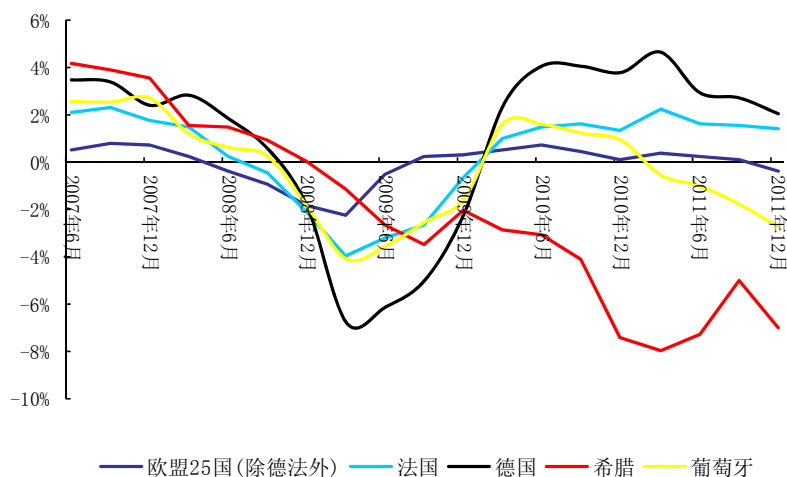
表 10：2012 年第二季度欧债危机需要关注的时间点

4 月 20-22 日	IMF 春季会议，有望商议扩大对欧援助
4 月 22 日	法国首轮选举
4 月 29 日	希腊议会选举
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 3 日	欧央行公布利率决议
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 15 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
5 月 25 日	欧盟峰会
5 月	IMF 审查希腊
6 月 6 日	欧央行公布利率决议
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事、会员会议
6 月 28-29 日	欧盟峰会
6 月底	IMF 审查葡萄牙，希腊 100 亿欧元援助发放期

资料来源：申万研究

但是，从经济层面，欧洲经济仍将延续去年的惯性下滑，除了德法以外的欧盟 25 国去年第四季度已环比萎缩-0.4%，而且德法经济也出现了明显下滑，加之希腊和葡萄牙持续衰退，导致欧盟去年第四季度整体萎缩-0.3%（见图 18）。我们预计，今年由于银行为了在 6 月底将一级核心资本充足率达到 9%而不得不惜贷、持续去杠杆，加上空前的财政紧缩，欧盟 GDP 今年将萎缩-0.4%，而欧洲委员会 2 月 23 日分别下调今年欧盟和欧元区的 GDP 增速为 0 和-0.3%。

图 18：欧盟 GDP 环比增速



资料来源：CEIC，申万研究

今年欧洲主要的下行风险有：

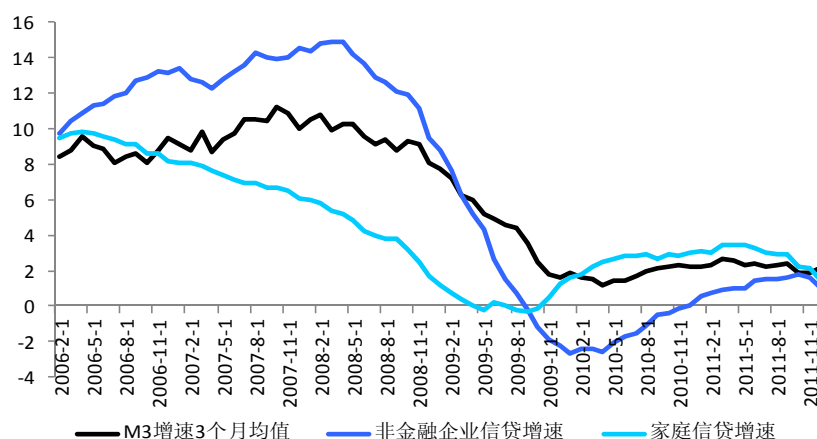
- 1、债务危机风险。欧元区实体经济受债券市场危机蔓延而再度激化；

2、失业问题。欧盟失业率连创新高，2 月已达 10.2%，失业人数约 2455 万人，欧元区失业率更高达 10.8%，其中西班牙和希腊均超过 20%，25 岁以下的年轻人失业率更超过 50%；

3、通胀风险。今年欧元区通胀难以回到 2% 以下，因大宗商品价格高企和间接税率上调；

4、财政和信贷紧缩。欧洲国家空前的财政紧缩，而且基础货币扩张和私营部门贷款增长依然疲弱。M3 增速略有改善，从 1 月的 2.5% 升至 2 月的 2.8%，而私营部门贷款增速则从 1 月的 1.5% 降至 2 月的 1.1%，其中 1、2 月非金融企业和居民的贷款量几乎持平（见图 19）。尽管两轮长期再融资操作分别给欧洲 523 家和 800 家金融机构合计注入 1.019 万亿欧元，近 1/4 被意大利银行借走，但是意大利银行对私营经济包括非金融公司的放贷反而下降。

图 19：欧盟货币供给和银行紧缩拖累经济

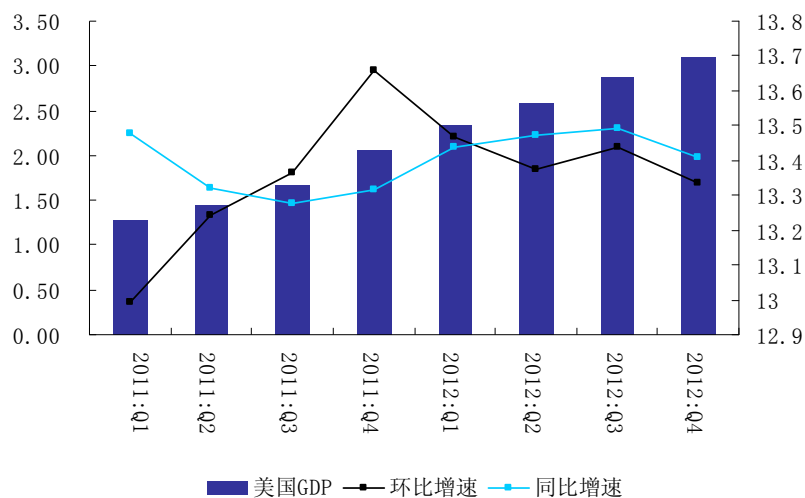


资料来源：CEIC，申万研究

2.1.3 美国经济温和复苏，二季度面临调整

美国今年第一季度温和复苏，主要因为就业市场持续复苏，消费者信心加强，这也使美国股市涨至 2008 年危机以来的新高。尽管我们全年看好美国，但我们也需要警惕美国二季度经济下滑的风险，因为 3 月底以来经济数据大多走弱，意味着二季度美国经济增长后劲不足，前两个季度虽同比上行，但环比或呈放缓趋势（见图 20）。

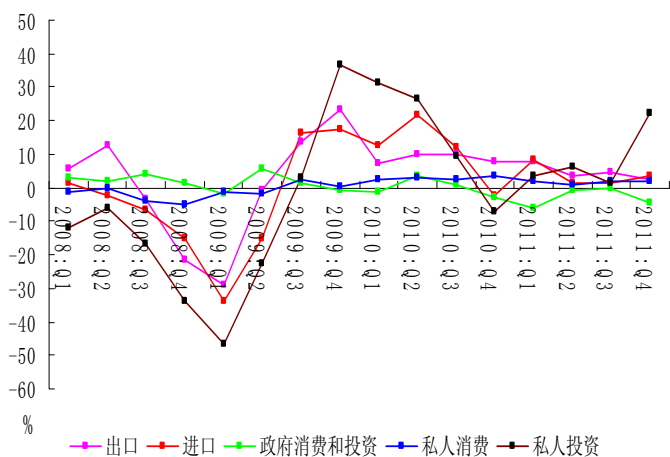
图 20: 2011-2012 年美国季度 GDP 及其增速



资料来源: CEIC, 申万研究

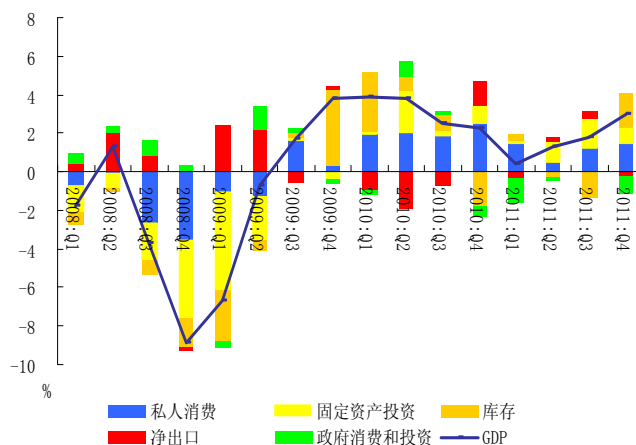
从美国去年各季度的 GDP 走势来看, 固定资产投资和消费的启动发挥了重要作用, 而第四季度库存增加贡献最大, 贡献比例达 63%。而在今年全球经济下行、通胀风险仍然存在的情况下, 企业难以持续加库存和增加固定资产投资, 私人总投资的贡献预计将减弱, 而政府受财政紧缩的约束不得不削减消费和投资, 继续对美国经济造成拖累 (见图 21 和 22)。

图 21: 美国 GDP 各组成部分的增速



资料来源: CEIC, 申万研究

图 22: 美国 GDP 各组成部分的贡献率



资料来源: CEIC, 申万研究

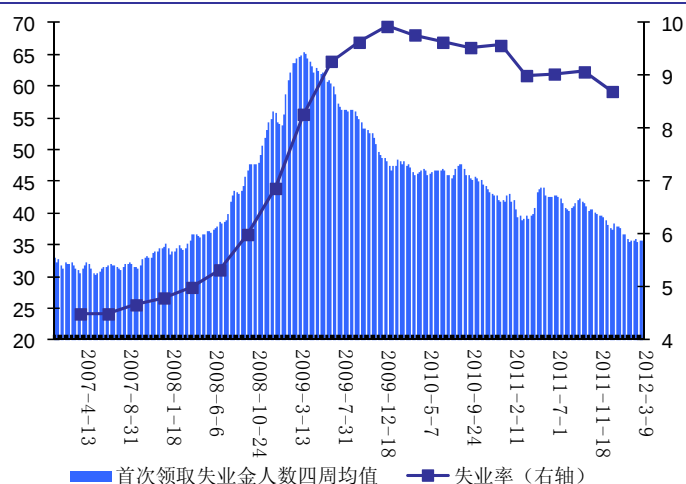
美国劳动力市场方面, 一季度温和复苏, 但预计二季度将难以为继, 主要表现在:

(1) 首次领取失业金人数触底反弹, 需要警惕这一趋势会否延续。首次领取失业金人数先降至 3 月底的 35.7 万人, 而四月前两周持续高于 38 万人, 意味着就业改善的势头放缓 (见图 23)。

(2) 失业率持续下降至3月的8.2%，为三年新低，但劳动力参与度一直偏低，意味着更多人退出劳动力市场。尽管前两个月非农就业增长强劲，均超过20万人，但3月新增就业仅12万人，大幅低于预期，这表明失业率下降，不是因为更多人找到了工作，而是因为许多人放弃了寻找工作，导致3月劳动力总数下降16.4万人，劳动力参与度降至63.8%。

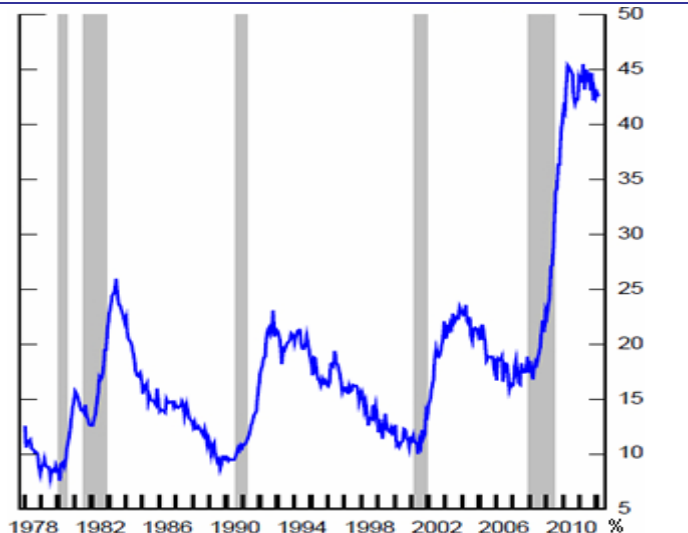
(3) 长期失业问题依然严重。失业27周以上长期失业人数占总失业人数的比重超过40%，而这部分失业人群再就业的概率仅为10.1%，因为其劳动技能难以满足日益更新的劳动力市场需求，而且长期没有收入，也未参加培训，陷入恶性循环（见图24）。

图 23：美国失业率与每周首次申请失业金人数均下滑



资料来源：CEIC，申万研究

图 24：失业27周以上人数占总失业人数的比重处于历史高位



资料来源：CEIC，申万研究

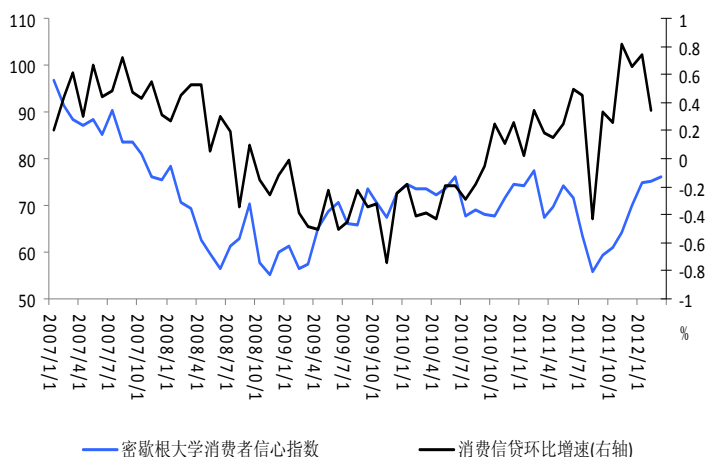
美国私人消费一季度表现良好，但二季度面临动力不足的风险，主要表现在：

(1) 消费者信心和消费信贷均有所回落。消费者信心前期不断增强，但3月密歇根大学以及4月初拉姆森（Rasmussen）调查的消费者信心均出现下滑；消费信贷前期一直走高，但2月也出现半年来最大环比跌幅（见图25）。

(2) 2月耐用消费品订单上升1.3%，主要依靠运输设备特别是国防开支的大幅增长，扭转了1月-1.1%的跌幅，但仍低于市场预期，但反弹力度仍有待观察（见图26）。

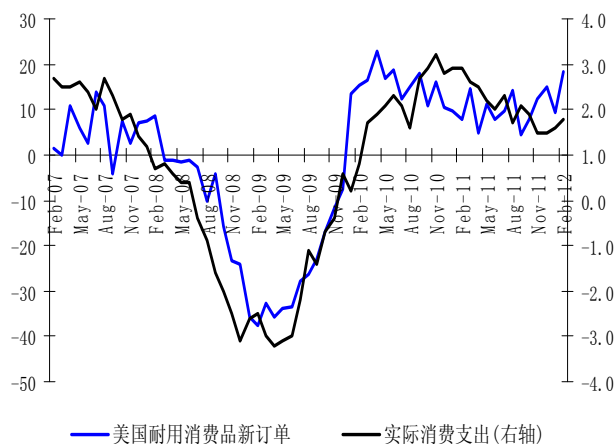
(3) 实际消费支出虽然有所上升，但仍处于低位，主要因个人收入增长乏力，加上油气价格高企，导致前两个月实际可支配收入负增长。

图 25：美国消费者信心和消费信贷均有所回落



资料来源：CEIC，申万研究

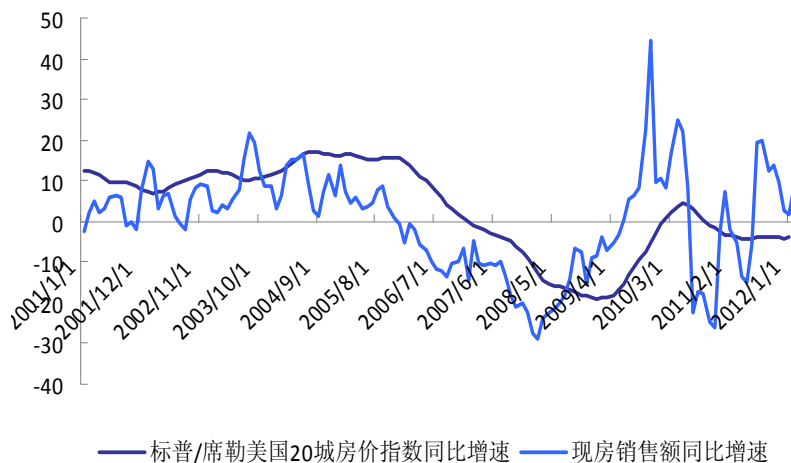
图 26：美国耐用品消费和实际消费支出下滑



资料来源：CEIC，申万研究

美国房地产市场方面，依然低迷。尽管新屋开工和建筑许可 2 月同比大幅上升，但环比仍下滑。新屋和待定房屋的销售整体呈反弹趋势，但占比最大的成屋销售仍处于低位；房价持续下跌，已回到 2003 年初的水平（见图 27），不过，积极信号在于每周申请房贷的人数 3 月下旬连续两周上升。我们预计，美国房地产市场今年有望企稳反弹，但仍需政策的进一步推动。

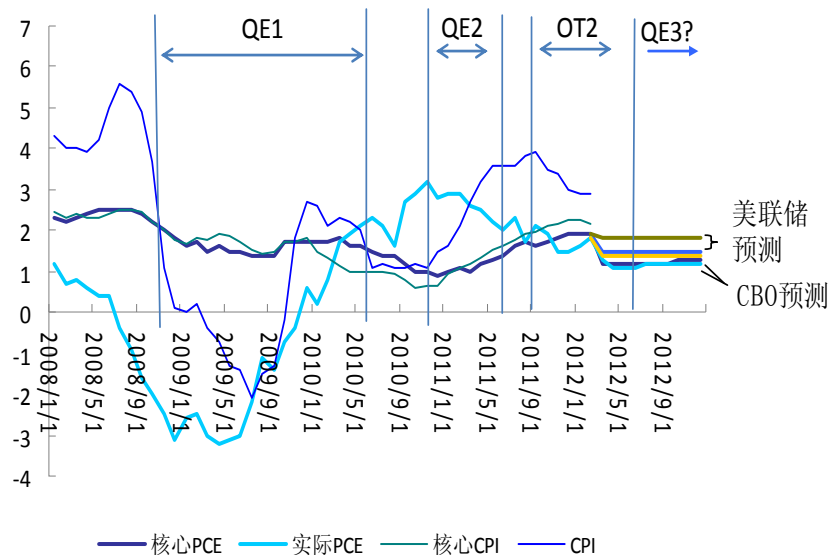
图 27：美国房价和现房销售增速均处于低位



资料来源：申万研究

基于以上分析，美国劳动力市场和房地产市场第二季度仍较疲弱，加上美国通胀整体呈下行趋势（见图 28），消除了量化宽松最大的障碍，因此，美国很可能于下半年采取冲销式 QE 等量化宽松政策，通过购买长期国债和 MBS，而通过逆回购等方式回收部分流动性，来提振美国经济。

图 28：美国通胀整体呈回落趋势



资料来源：美联储、国会预算办公室（CBO）、申万研究

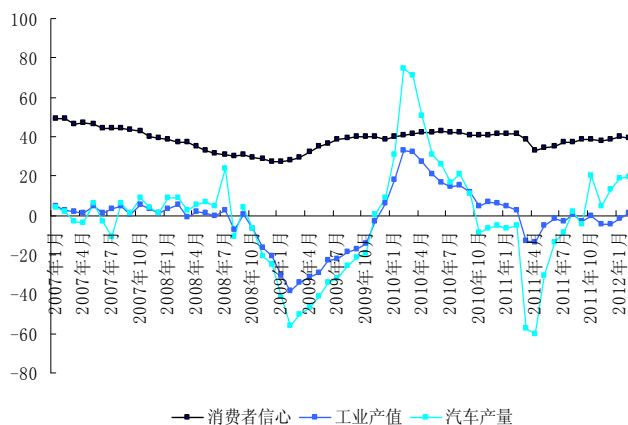
2.1.4 灾后重建推动日本经济复苏强劲

我们预计，日本经济今年一季度有望在去年四季度萎缩-0.7%的基础上强劲反弹 2.2%，这主要得益于 2011 年大地震后，日本加大对基础设施的投资，以满足大量灾后重建的需求，消费者信心增强，加上第一季度日元贬值、2 月日本经常账户大幅回升，由 1 月的 4373 亿日元赤字涨至盈余 1.18 万亿日元（约合 145 亿美元），这均将改善日本出口。投资方面，日本工业生产和公共事业支出已显现经济将加速增长的迹象，表现在工业产值和私人投资均有所上升，其中 2 月工业产出同比上涨 1.5%。私人消费方面，也有所上升，因政府补贴刺激了高能效汽车的需求，加上央行和政府对于灾后重建的支持，汽车生产能力增加（见图 29）。今年日本经济复苏有望超预期，2012 年 GDP 有望增长 2.3%。

另一方面，日本央行 2 月 14 日宣布，增加投入 10 万亿日元（合 1280 亿美元）购买长期政府债券，总规模由此达到约 65 万亿日元；还设定了 1% 的暂时通胀目标。此后，日元一度大幅贬值超过 8%。3 月 13 日，日本央行决定再增加 2 万亿日元的贷款额度（合计 244 亿美元），使日本的“扶持增长融资工具（GSFF）”从 3.5 万亿日元上升至 5.5 万亿日元，而央行的总资产也不断扩张，以促进日本经济复苏、遏制通缩（见图 30）。我们预计，4 月 9 至 10 日，日本可能将量化宽松的规模新增 5 万亿日元至 70 万亿日元。

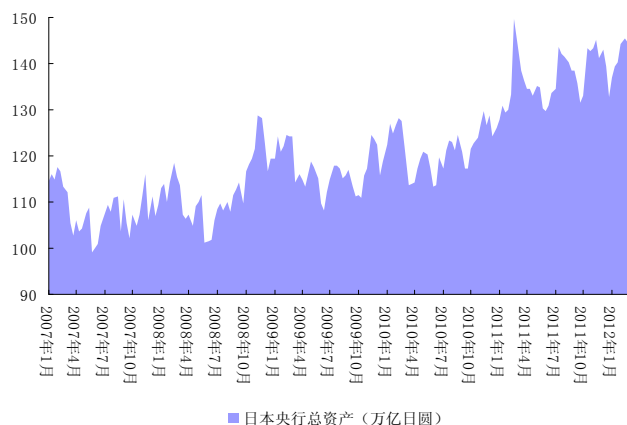
但是，日本的隐忧在于过于庞大的债务，政府一方面被迫削减赤字目标，并遏制债务持续增加，另一方面不得不支付高达 22.3 万亿日元的利息支出，占政府一般账户预算的 1/4。这无异于悬在日本头上的达摩克利斯之剑。

图 29：日本消费者信心、工业产值和汽车产量等领先指标均有所改善



资料来源：CEIC，申万研究

图 30：日本央行不断扩张资产负债表



资料来源：CEIC，申万研究

2.1.5 新兴市场经济减速明显，货币贬值

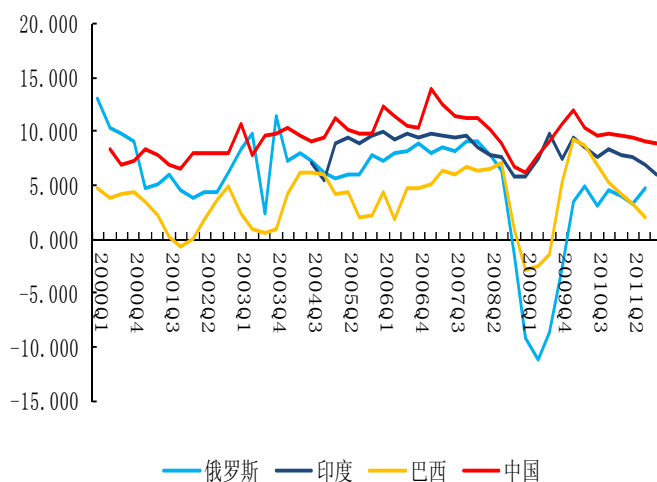
以金砖四国为首的新兴市场整体仍处于惯性下滑区间，深陷滞胀之苦。国际油价高企，导致通胀再度抬头；另一方面，又受到需求萎缩的困扰，资金整体仍呈流出之势（见图 31），这些因素导致新兴市场经济下滑明显（见图 32）。

图 31：金砖四国资金整体流出，但俄罗斯和中国资金今年有所流入



资料来源：EPFR，申万研究

图 32：金砖四国经济整体呈回落趋势

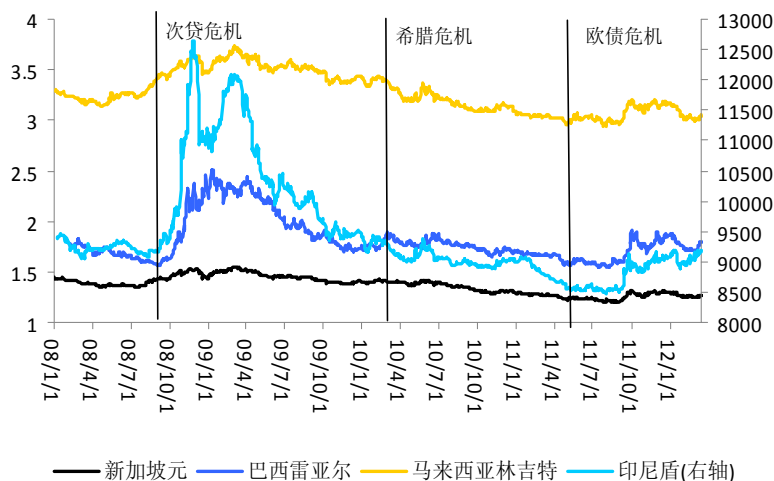


资料来源：彭博，申万研究

作为应对，新兴市场也纷纷步入货币政策放松的周期，动用放松信贷、降息等手段来刺激经济。我们预计，新兴市场上半年仍然承压，下半年随着欧美国家经济改善、逐步放松信贷而有所好转。

需要警惕的是，一些新兴市场货币再度出现去年下半年以来的贬值趋势，例如东盟经济体和巴西这些中国的主要贸易对手，这对中国出口造成不利影响（见图 33）。

图 33: 新兴市场出现货币贬值



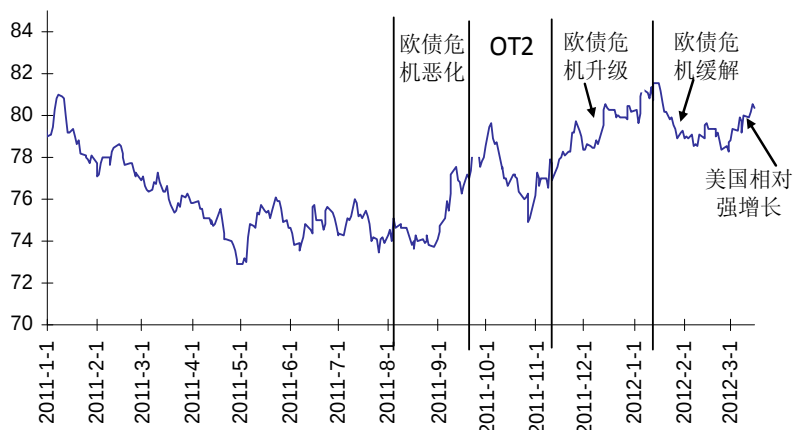
资料来源: 彭博、申万研究

2.1.6 美元二季度或将走强, 下半年走弱

基于以上对主要经济体的分析, 美国经济虽环比增速回落, 但仍好于欧洲和新兴经济体, 温和复苏更具投资吸引力。欧债危机虽不会重演去年下半年的崩盘, 但因西班牙危机仍有波澜, 对市场有一定冲击。

因此, 美国的相对增长和避险需求将带动美元指数今年 4、5 月走强, 将突破 80 关口。而下半年在美国第三轮量化宽松的压制下, 加上新兴市场政策放松、经济企稳反弹吸引资金流入, 美元将出现下行(见图 34)。

图 34: 2011 年至今美元指数走势



资料来源: 彭博、申万研究

2.2 中国经济：通胀回落，等待增长动力切换

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。

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，将带动着物价的持续回落。M1 增速领先 CPI 已经出现了快速回落的态势，随着通胀回落趋势的确定，预计 2012 全年将呈现前高后稳的走势。

此外，工业增加值也出现了持续的回落态势，根据工业增加值领先 CPI 的经验，预示着未来通胀也会出现回落。

图 35：随着货币持续紧缩，通胀开始回落

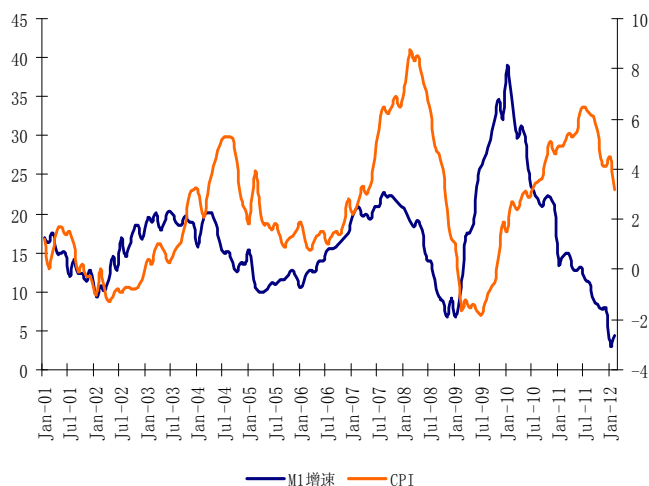
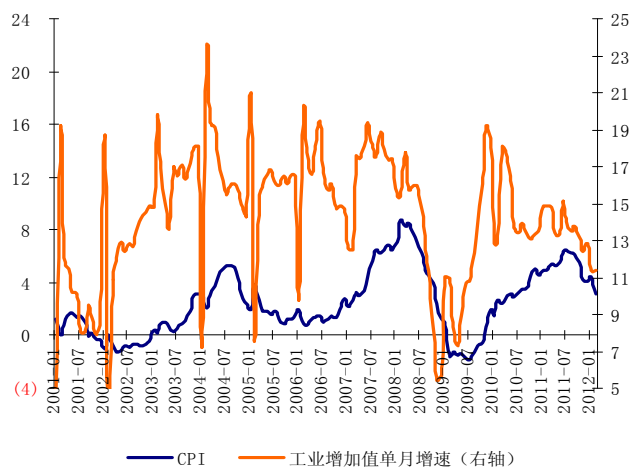


图 36：工业增加值增速领先 CPI 出现回落



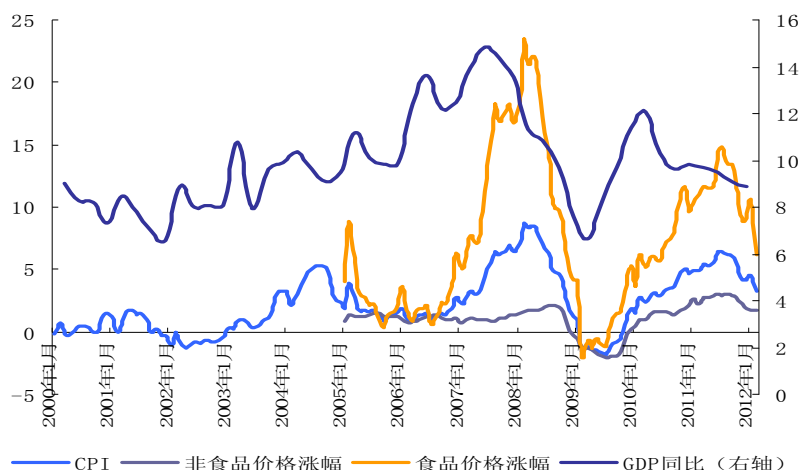
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

需要指出的是，物价是一种周期性现象，高物价不等于高通胀。物价波动周期与经济周期是同步的，通胀的拐点滞后于经济拐点。

今年经济整体呈现稳中有落的走势，通胀预计也将回落。

图 37: 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：申万研究

2.2.2 影响通胀的微观因素

从影响CPI的主要微观因素看，食品价格涨幅将呈大幅回落态势。

（1）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

从全球来看，2012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。

图 38: 全球主要农产品的库销比上升

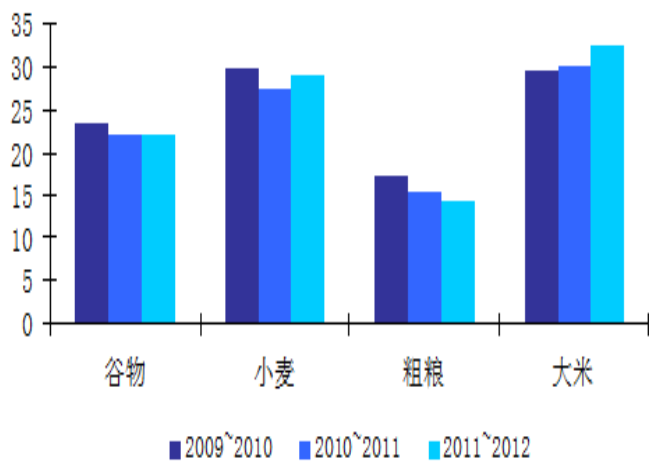
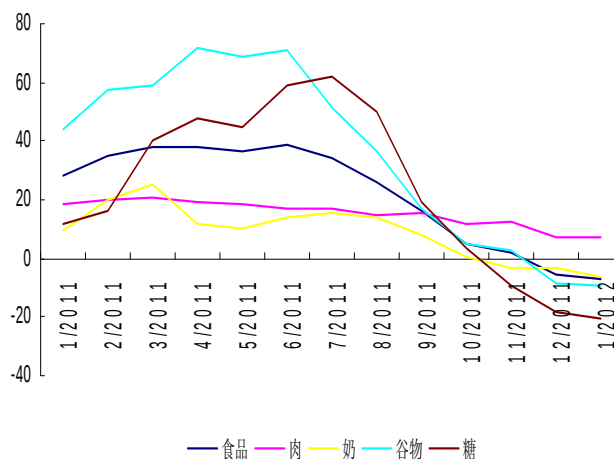


图 39: 全球主要农产品价格下滑



资料来源：联合国粮农组织，申万研究

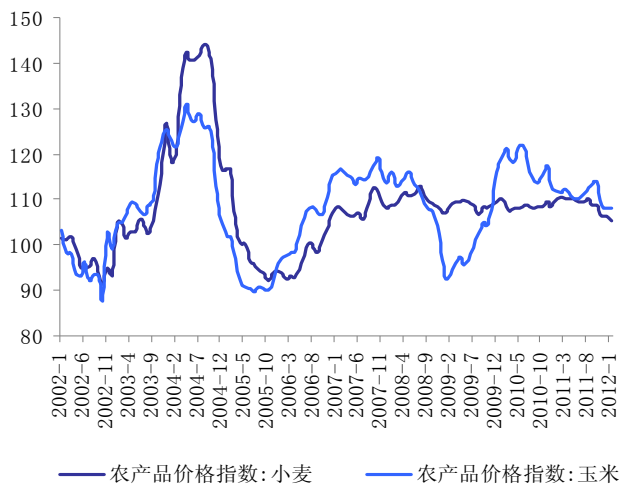
资料来源：联合国粮农组织，申万研究

（2）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

从国内看，粮食连续八年增产，粮食涨幅趋于稳定。小麦和玉米的价格走势趋于平缓，涨幅回落到正常区域。

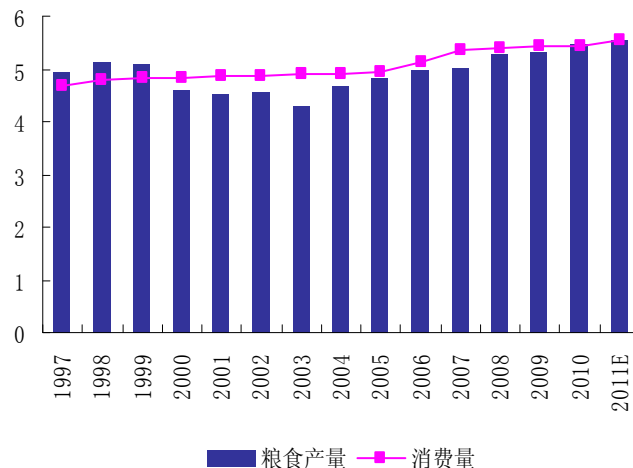
此外，粮食供求也基本平衡，需求大幅超出供给的情形仍然较小。

图 40: 粮食价格涨幅正常



资料来源: CEIC, 申万研究

图 41: 粮食供求基本平衡



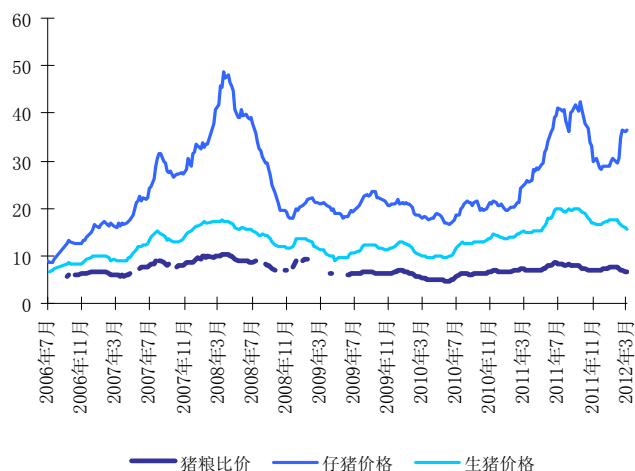
资料来源: 申万农业组, 申万研究

(3) 猪肉价格平稳回落, 今年猪肉价格处于下降周期

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, 逐步平稳回落。虽然受春节前后疫病影响以及春节消费的影响, 生猪存栏量有所下降, 但是节后农户已经在积极补栏, 并且能繁母猪量仍维持高位, 预计今年供给充足, 猪肉价格将处于下降周期。

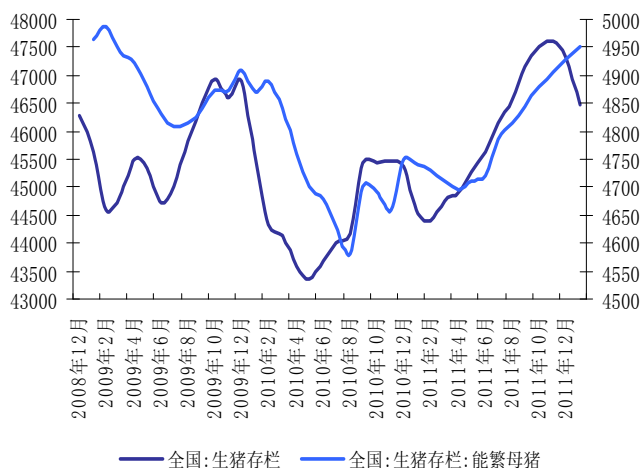
今年最需关注的是蔬菜价格。2010 年蔬菜价格上涨的很厉害, 而 2011 年蔬菜价格下降的比较厉害, 今年预计将是蔬菜价格的上涨周期。但是考虑到蔬菜和猪肉价格在 CPI 中的占比均为 3% 左右, 因此预计全年食品价格涨幅会明显回落。

图 42: 仔猪、生猪价格及猪粮比趋稳



资料来源: Wind, 申万研究

图 43: 生猪存栏不断上升



资料来源: Wind, 申万研究

(4) 要素价格改革的双重制约

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。

表 11：水电燃料等提价对 CPI 的影响

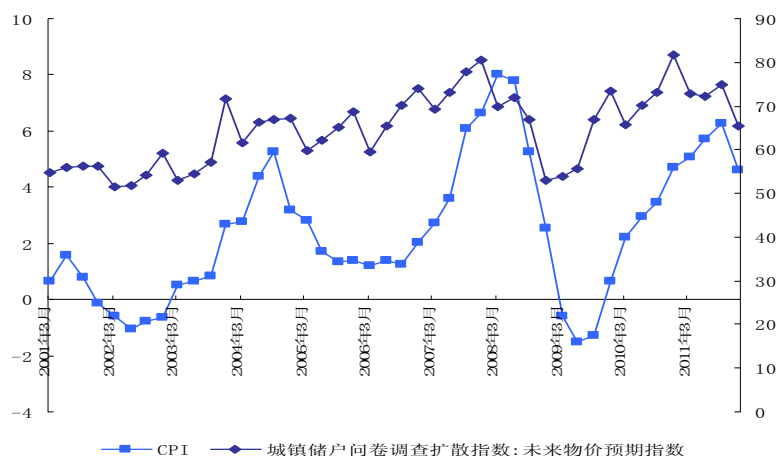
项目	占消费比重	提价 5%	提价 10%	提价 15%	提价 20%
水电及燃料	5.5	0.28	0.55	0.83	1.1
水	0.6	0.03	0.06	0.09	0.12
电	2.5	0.13	0.25	0.38	0.5
石油类能源	1.7	0.09	0.17	0.28	0.34

资料来源：申万研究

（5）通胀预期回落

从历史数据看，通胀预期的拐点领先 CPI 的拐点。城镇居民问卷调查扩散指数领先 CPI 的经验数据表明，居民的通胀预期已从高位回落。

图 44：居民通胀预期从高点回落



资料来源：CEIC，申万研究

2.2.3 CPI 走势预测

（1）食品和非食品价格涨幅回落，带动 CPI 涨幅回落

2012 年食品和非食品价格的持续回落，将会带动通胀下行回落。预计今年食品价格涨幅为 6%，比上年回落 5.8 个百分点；非食品价格涨幅为 1.6%，比去年回落 1 个百分点。

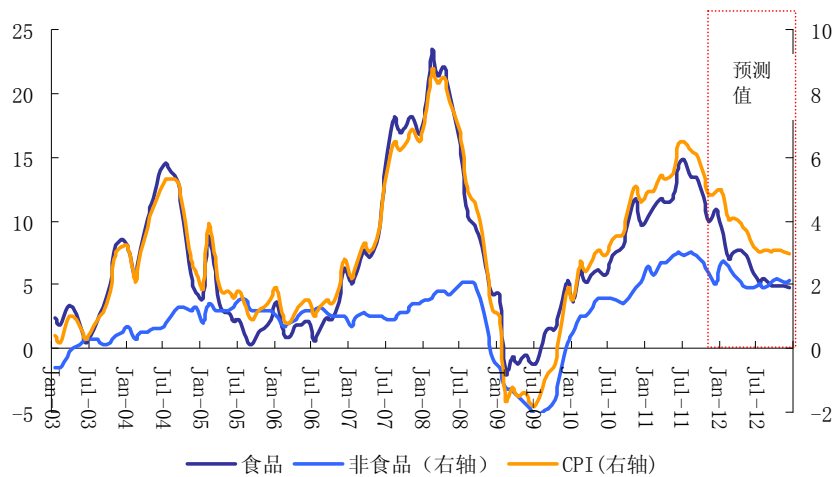
表 12：年度食品和非食品价格涨幅预测

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	3	6	1.6

资料来源：申万研究

图 45：2012 年食品和非食品价格涨幅预测



资料来源：CEIC，申万研究

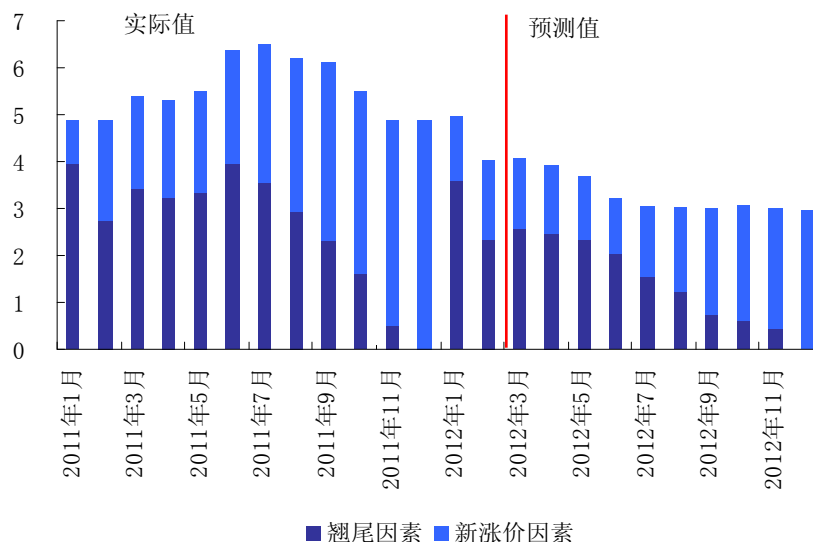
CPI 方面，2012 年月度 CPI 呈现前高后稳的走势，从月度看，CPI 的最低点在 7 月份左右，从季度看，最低点在第 3 季度，预计今年 CPI 涨幅为 3%。

表 13：年度翘尾和新涨价因素预测

年份	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	3.0	1.2	1.8

资料来源：申万研究

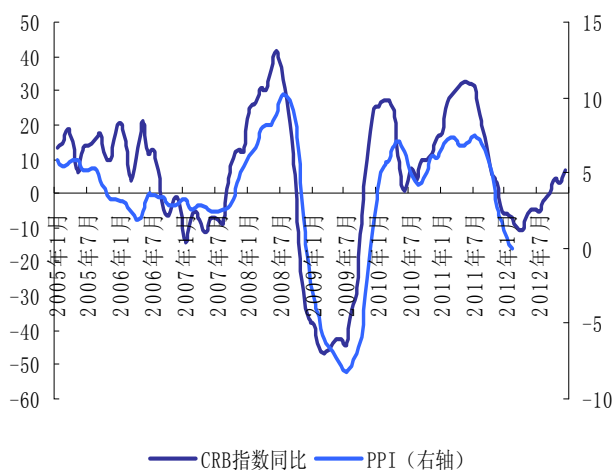
图 46: 2011 年以来月度物价走势及预测



资料来源: CEIC, 申万研究

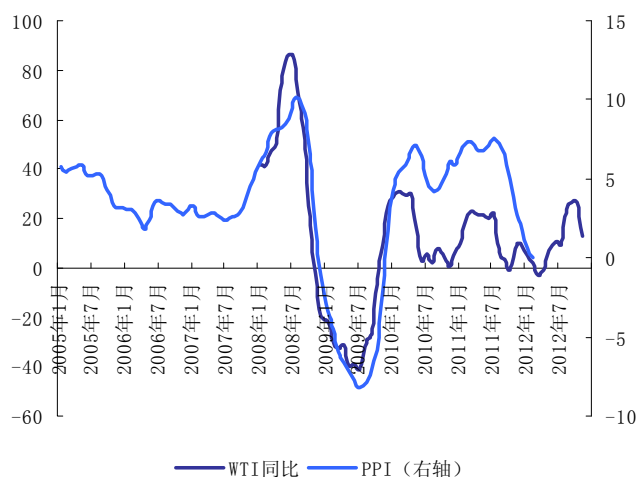
预计全年 PPI 上涨 1.1%，呈现前低后高的走势。假定 3 月-12 月 CRB 指数和 WTI 油价分别为年初以来日度最高值，分别为 325.09 和 109.77，则年内同比将呈先下降后回升的走势，但整体涨幅均低于去年。因此，从该数据我们可以确认今年 PPI 定将回落，并呈现先下降后回升的走势。

图 47: CRB 指数=325.09, 年内同比走势及 PPI 同比



资料来源: CEIC, 申万研究

图 48: WTI 油价=109.77, 年内同比及 PPI 走势



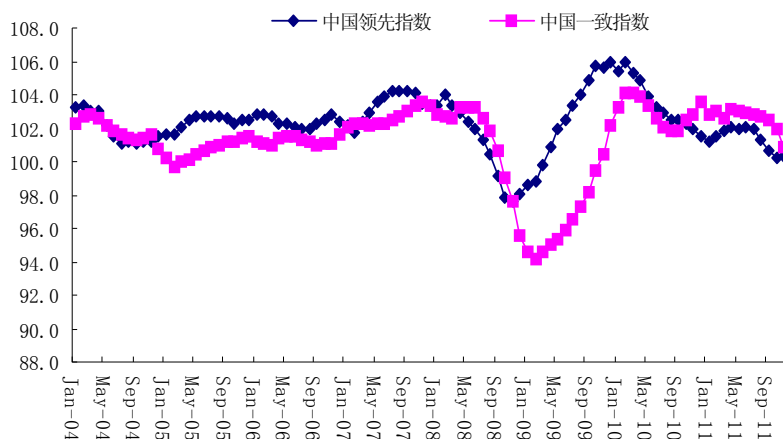
资料来源: 申万农业组, 申万研究

2.2.4 目前促使经济向下的力量占主导

(1) 促使经济向下的力量仍占据主导地位

从中国领先指数和一致指数来看，仍是以促进经济向下的力量为主。1-2 月份数据显示投资、出口、消费增速均出现回落，经济仍没有结束调整。

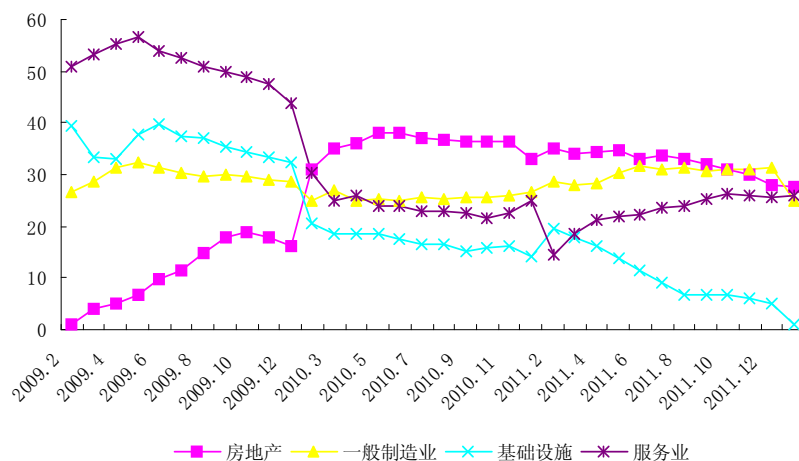
图 49：中国领先指数和一致指数



资料来源：CEIC，申万研究

除了服务业投资增速上升外，房地产、一般制造业以及基础设施这三大投资增速均呈回落态势。

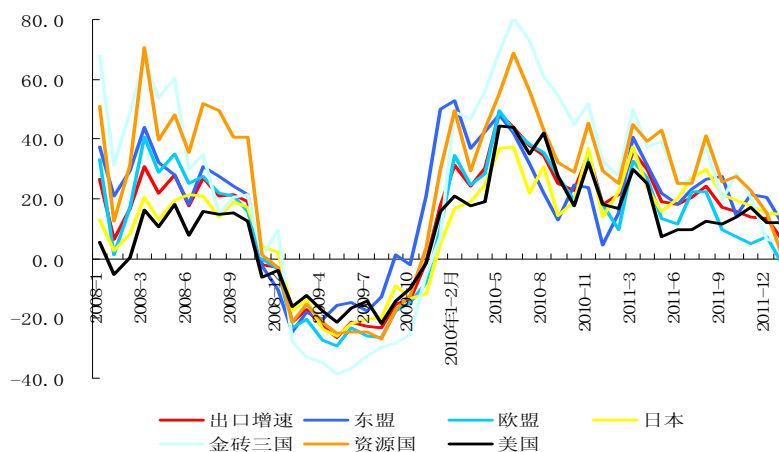
图 50：主要领域投资增长率



资料来源：CEIC，申万研究

随着全球经济调整尤其是欧洲和新兴市场调整，将会进一步导致我国外贸出口增速回落。我国对欧盟和金砖三国的出口已经显示出了下滑趋势。

图 51: 对欧盟和金砖三国出口偏弱



资料来源: CEIC, 申万研究

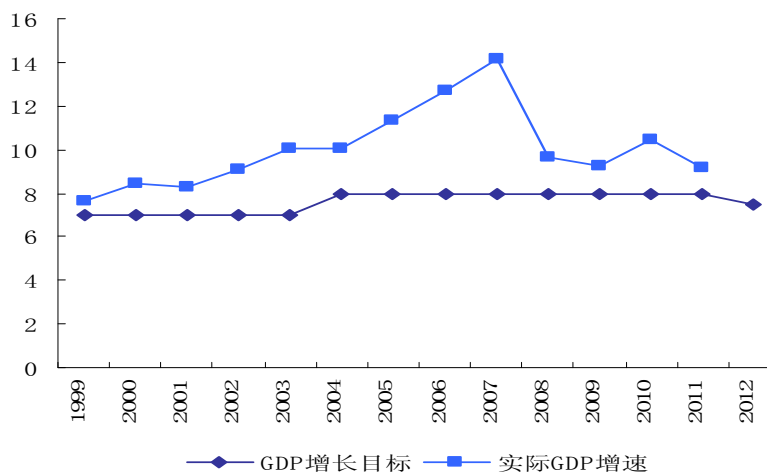
(2) 2 季度面临经济增长力量的切换

由于我国当前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, 主要原因有以下几个方面。

1、如果没有外力支持, 经济破 8 的概率在增加

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。

图 52: 全国经济目标变化



资料来源: CEIC, 申万研究

比较巧合的是, 今年 1-2 月的工业增加值为 11.4%, 与 2008 年 9 月份数据相同, 如果政策迟迟不见行动, 经济预计将继续下滑。

表 14: 2008 年 10 月政策放松时的主要经济指标

项目	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	-17.4
M2	16	15.3
M1	11.5	9.4
贷款	14.3	14.5

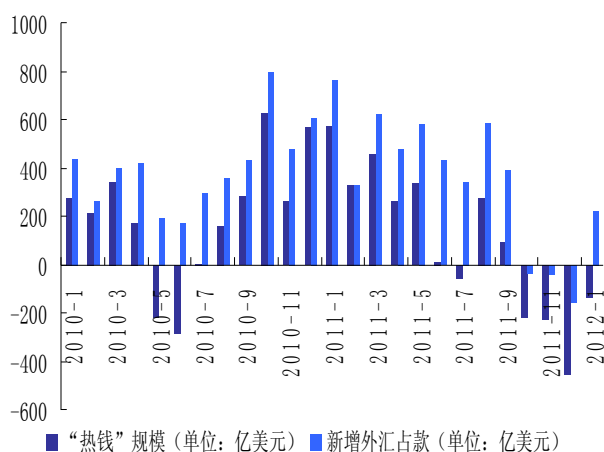
资料来源：申万研究

2、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。

“热钱”跨境流入增多时，会导致外汇占款增加；当“热钱”跨境流入减少时，会导致外汇占款降低。

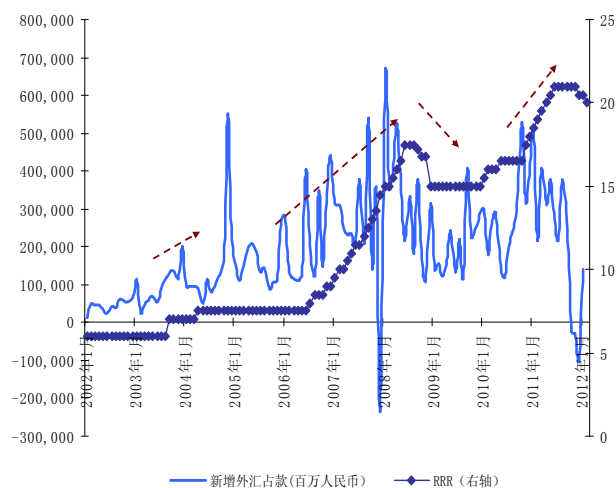
准备金率的调整与新增外汇占款关系密切，当外汇占款增加时，央行上调准备金率的压力增大，当外汇占款降低时，央行上调准备金率的压力减小。近期资金再次呈现流出迹象，这将为准备金率的下调打开空间。

图 53: 外汇占款和“热钱”



资料来源：CEIC，申万研究

图 54: 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

由于通货膨胀大幅度回落的可能性不大，降息的空间不大。以 3% 的通货膨胀率计，今年降息的空间至多 1 次。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。

从最能够反映实体经济需求情况的票据直贴利率看，尽管与去年高点明显回落，但仍处于2008年以来偏高的水平，抑制了企业的贷款需求。在这种情况下，下调利率确实可以降低企业的资金成本，增强企业应对经济调整的能力。

图 55: CPI 与降息

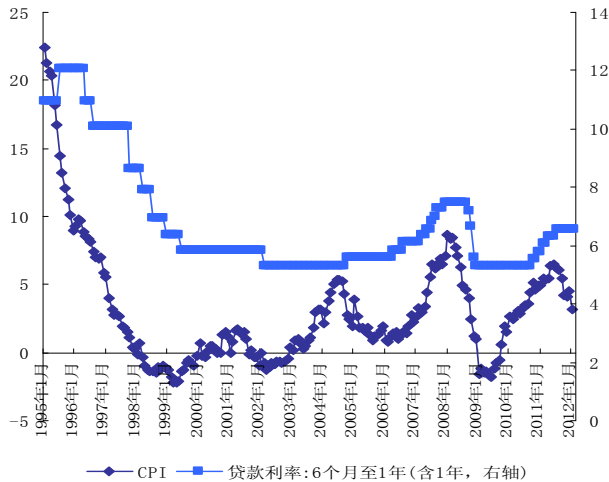
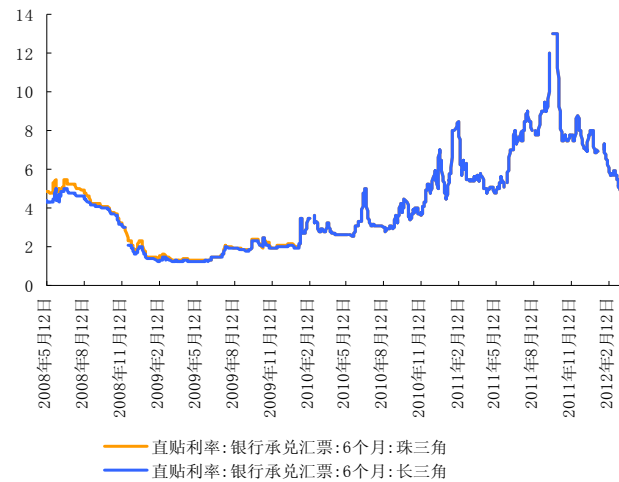


图 56: 6 个月银行承兑汇票



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

（3）加快既有项目的开工

十二五期间我们有充足的项目储备，比如电力、电网、保障性住房、高铁、环保、电信以及水利、海洋工程装备投资等。2011 年受制于高通胀，很多项目出现了暂缓缓建，而今年随着通胀的回落和保增长的需要，加快项目建设的必要性增加。今年如果完成去年没有完工的项目，并按计划完成今年的计划项目，那么我国的经济增长力量将会得到一定的保障。

表 15: 各领域十二五期间主要领域计划投资额

类别	主要项目
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%
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。
保障性住房	“十二五”开工建设 3600 万套保障性住房，整体投资将达到 4.7 万亿元
高铁	“十二五”规划投资 28000 亿元
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
电信	“十二五”期间，我国电信业总体投资规模将达到 2 万亿元，其中宽带投资约占总体投资的 80%。
水利	“十二五”水利建设投资将达 1.8 万亿元

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

资料来源：申万研究

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。显示地方对今年的经济并不悲观。

表 16：2011-2012 年各地方投资增长目标对比

区域	省市	2011 目标	2012 目标	2012 目标与 2011 目标相比	省市	2011 目标	2012 目标	2012 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	江苏	18	18	0
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：申万研究

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。

表 17：2011-2012 年地方政府 GDP 增长目标对比

区域	省市	2011 目标	2012 目标	2012 与 2011 目标比较	省市	2011 目标	2012 目标	2012 与 2011 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：各地两会政府工作报告，申万研究

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 14.3%的基础上，预计 2012 年投资增速为 21.5%。

图 57：2010 年投资结构占比

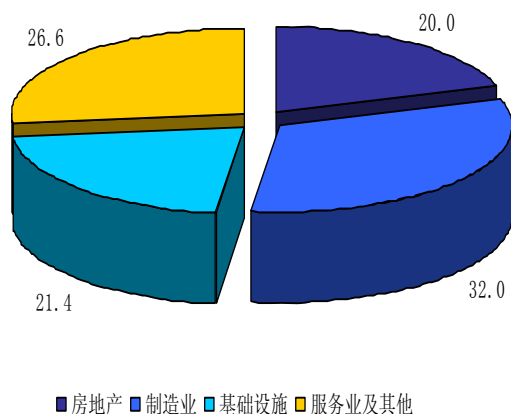
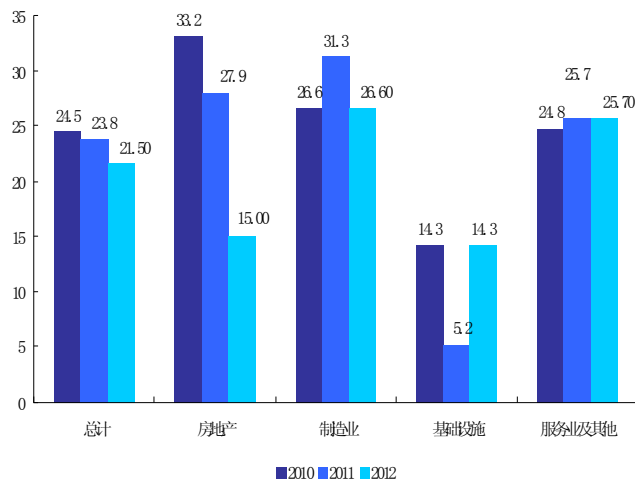


图 58：2010-2012 年投资分类结构



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

2.2.5 不必对中国经济太悲观

(1) 经济走势的判断

我们对经济走势的判断认为，3-4 季度市场和政策的力量可能都向上。随着外围经济在今年下半年好转，会带动我国出口的增加。

此外，房地产方面，预计房地产投资下半年会有所改善，投资呈现前低后稳的格局。

图 59：今年世界经济将呈现前低后高走势

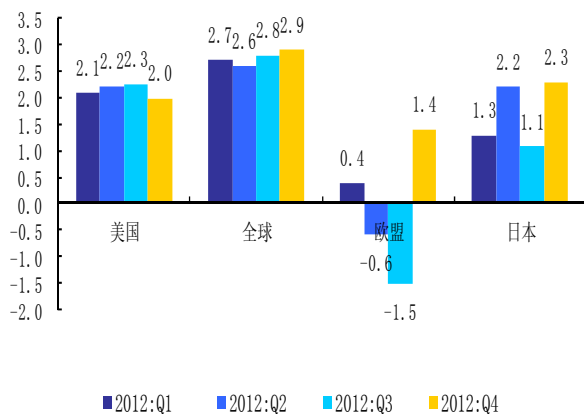
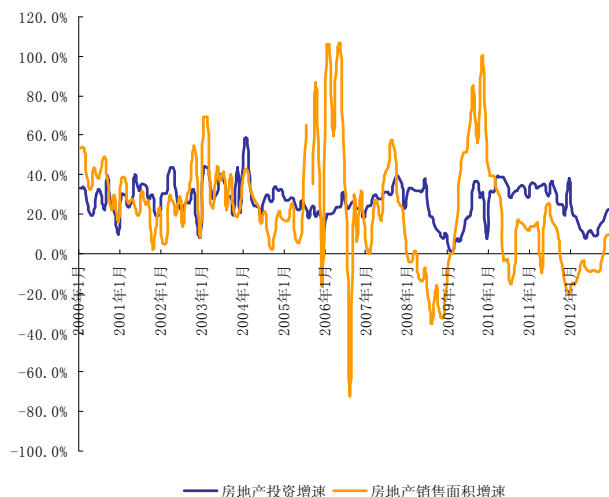


图 60：房地产投资前低后高



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

（2）全年 GDP 走势

总体上我们对经济增长不悲观，预计全年 GDP 增速为 8.5%，前低后高。其中 2-4 季度分别为 8.1%、8.6%、8.8%。

图 61：GDP 同比增速及预测

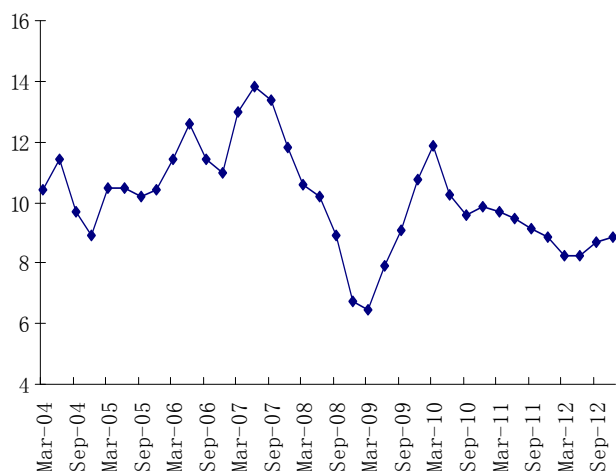
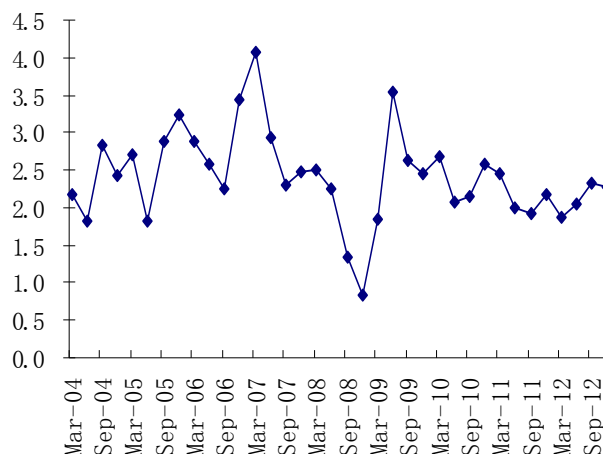


图 62：GDP 环比增速及预测



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

（3）判断的风险

相对我们的判断标准，可能会存在以下两点风险。

一是经济不着陆，如果这样的话，将会出现一些问题阻碍经济发展。

二是通胀超预期，如果 CPI 持续走高，超预期发展的话，可能会影响到我们给出的判断。

3、区域看中国：增长动力仍在

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。

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。

3.1 中国区域增长动力的变迁

整体看，中国增长动力经历了三次变迁。1992年之前主要来自中西部，期间东部地区GDP占比比较平稳，在45%左右波动；中部地区占比呈现逐年降低趋势；西部地区占比则出现小幅增长态势。

1993年至2003年，我国经济增长动力主要来自东部，东部地区占比自1993年后出现了较快提升；而同时，中部和西部地区的占比则出现了不同程度的回落。值得注意的是，1993年后，西部地区的占比超过了中部地区，两者的差距呈不断扩大。

2003年至今，我国经济增长动力又发生了转变，动力主要来自中西部地区。东部地区占比出现了逐年下滑的态势；中部地区呈小幅增长，但是增长幅度要小于西部地区。

图 63：东部仍占绝对比重，但比重开始回落

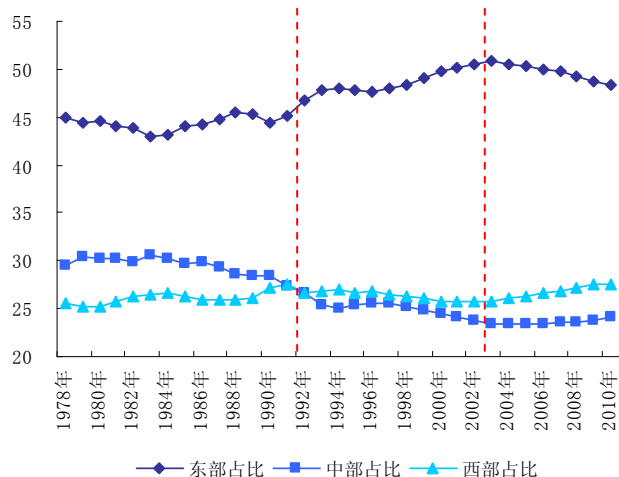
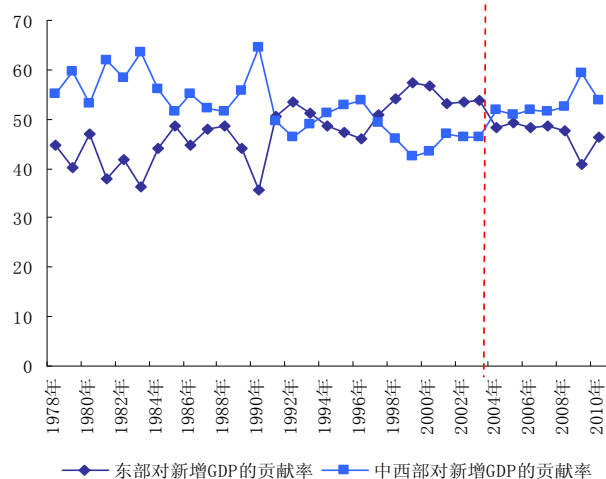


图 64：中西部增量贡献超过东部



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

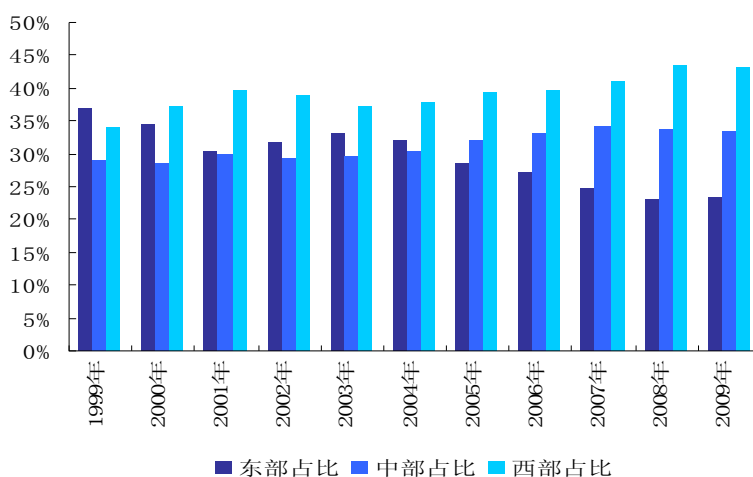
中西部地区经济的高速增长，主要有政策支持层面，城镇化以及产业转移三个方面的原因。

（1）政策支持

东部地区在整个经济中占比下降，而中西部地区占比上升的一个重要推动力来自政府政策支持。

我国已经经历了以经济增长为核心的非均衡发展阶段，现在正逐步走入注重区域经济协调发展阶段。在以经济增长为核心的非均衡发展阶段，东部地区的经济取得了高速发展，但却给东部地区、中西部地区的发展带来了不可逾越的一系列问题。为此，国家先后出台了《促进中部地区崛起规划》以及《西部大开发“十二五”规划》等相关政策，并增大了对中西部的转移支付力度，以实施促进区域经济协调发展的战略。

图 65：向中西部的转移支付明显增加



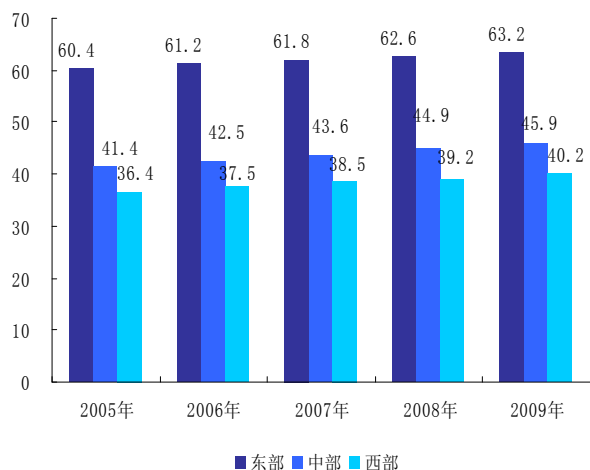
资料来源：CEIC，申万研究

（2）城镇化

2005年至2009年，我国东中西部地区的城镇化率都有了很大提升，但是从提升的幅度看，中西部地区要明显高于东部地区，这是带动中西部经济增长速度高于东部地区的一个重要原因。

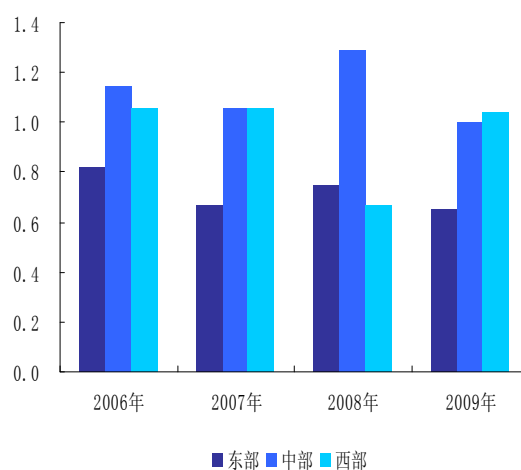
东部地区城镇化发展迅速，城镇化率已经超过60%，明显高于中西部地区。因此，对东部地区来讲，很难依靠城镇化带动房地产，耐用消费品需求，未来将主要发展第三产业。对中西部地区来讲，它们当前的城镇化率分别处在46%和40%的水平，仍处在初级阶段，未来必将提升房地产需求以及相关配套基础实施的建设。

图 66：东中西的城镇化水平



资料来源：CEIC，申万研究

图 67：中西部城镇化可提升幅度高于东部地区



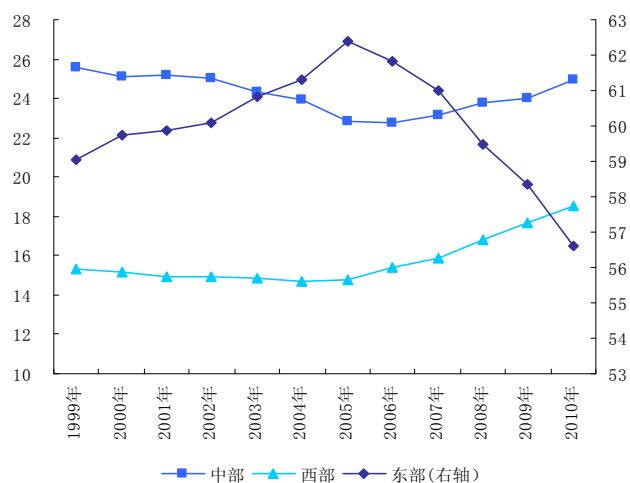
资料来源：CEIC，申万研究

（3）产业转移

我国中西部省市经过改革开放以来的发展积累，打下了较为坚实的经济基础。近年来，中西部省市还赢得了来自中央和地方政府相应的区域和产业规划支持，使得中西部省市具备了承接东部地区产业向其转移的条件。

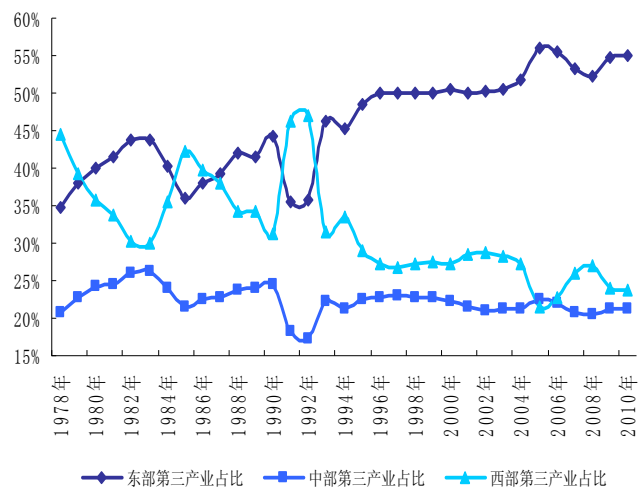
从不同区域的第二产业走势看，东部地区第二产业占比已经明显下降，而中西部地区第二产业占比不断提升。东部地区的优势主要体现在第三产业，其第三产业占比上升趋势显著。

图 68：东中西部第二产业占比变化



资料来源：CEIC，申万研究

图 69：东中西部第三产业占比变化



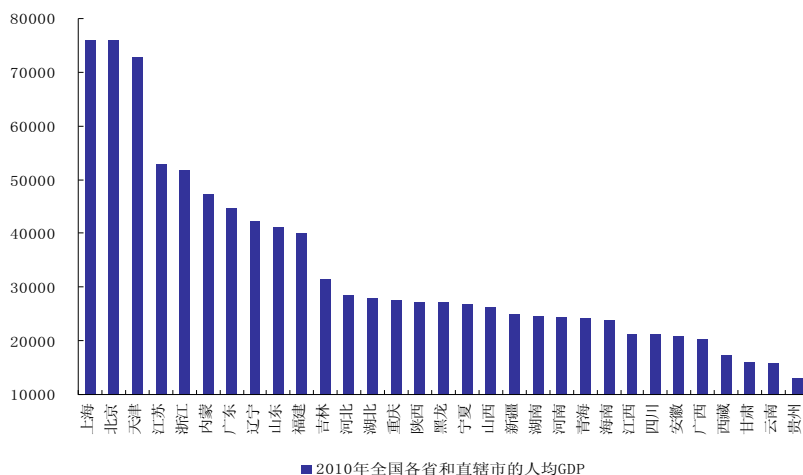
资料来源：申万农业组，申万研究

3.2 案例分析

为了更好地对我国不同区域经济增长动力的变化进行分析，我们选择了东部地区的上海，中部地区的湖北以及西部地区的广西和贵州作为代表省市进行案例分析。这些省市有着各自显著的特征，具有一般意义上的代表性。

从2010年各个省市人均GDP排名的整体情况看，东部地区高于中部地区，中部地区高于西部地区。上海人均GDP排名位于全国之首；湖北人均GDP排名居中，广西和贵州人均GDP排名居于末端。

图 70：各省市人均 GDP 排名



资料来源：CEIC，申万研究

GDP 的规模排名与人均 GDP 排名的大体相似，东部地区要大于中西部地区，中部地区又大于西部地区，呈阶梯式分布。

GDP 超过 2 万亿元的省市除河南外，皆为东部省市；而除内蒙古、四川和陕西外的其他西部省市 GDP 均在 1 万亿元以下。

表 18：2010 年各省市 GDP 规模（单位：十亿元）

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：申万研究

3.2.1 案例分析-东部：上海

(1) 总体情况

比较上海 GDP 增速和全国 GDP 增速，可将上海经济发展分为以下三个阶段。

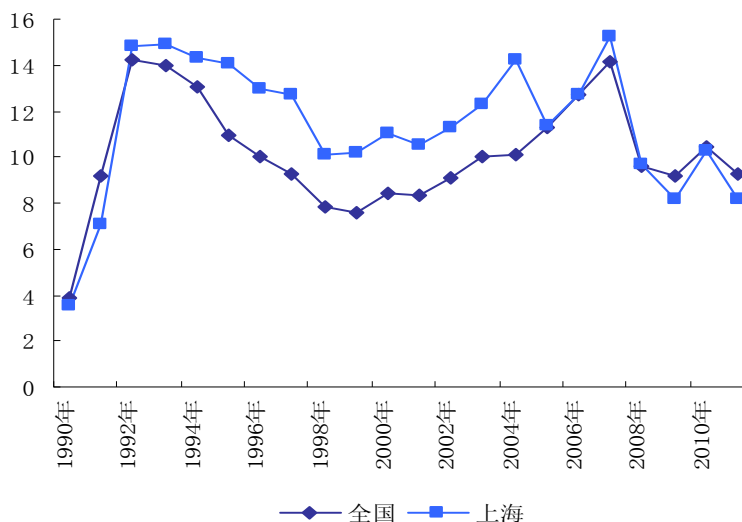
第一阶段，1992年之前，上海GDP增速低于全国GDP增速；

第二阶段，1993年至2007年上海GDP增速高于全国GDP增速；

第三阶段，2007年后，上海的GDP增速又低于全国GDP增速。

以2011年为例，上海的投资增速仅为0.3%，消费增速为12.3%，但上海的经济增速却达到了8.2%，表明即使上海的投资增速降低，只要消费保持一定增长水平，上海的整体经济仍会维持较高增长。

图 71：上海和全国 GDP 增速比较



资料来源：CEIC，申万研究

表 19：2011 年上海主要经济指标增速

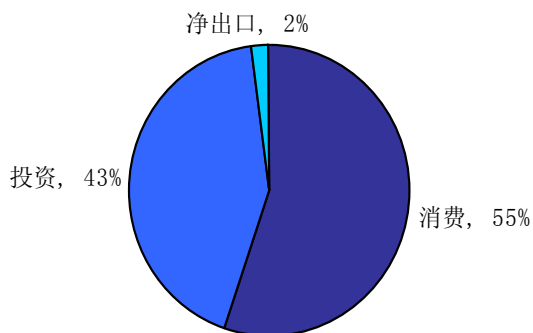
上海	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011 年增速 (%)	8.2	-0.7	6.5	9.5
上海	投资	消费	出口	进口
2011 年增速 (%)	0.3	12.3	18.1	19.5

资料来源：CEIC，申万研究

(2) 需求结构分析

从 2010 年的上海三大需求结构看，消费占比最高，为 55%，其次投资占 43%，净出口为 2%。

图 72: 上海 2010 年三大需求占比

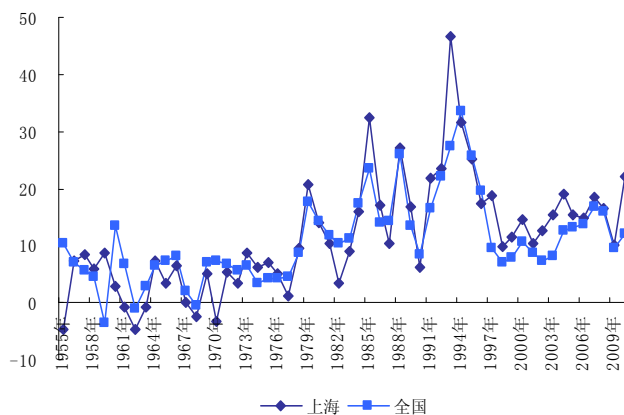
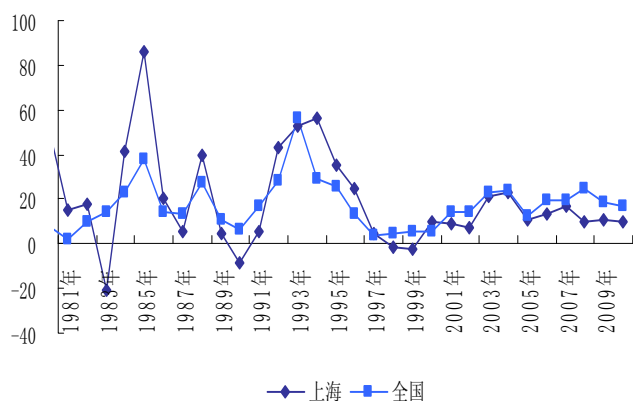


资料来源: CEIC, 申万研究

上海资本形成总额增速自 2000 年后呈现出一直低于全国增速的态势。1997 年之后, 上海的最终消费增速一直高于全国最终消费增速, 使得上海在消费的带动下, 保持着其整体经济发展维持较高的增长水平。

图 73: 上海和全国资本形成总额增速

图 74: 上海和全国的最终消费增速



资料来源: CEIC, 申万研究

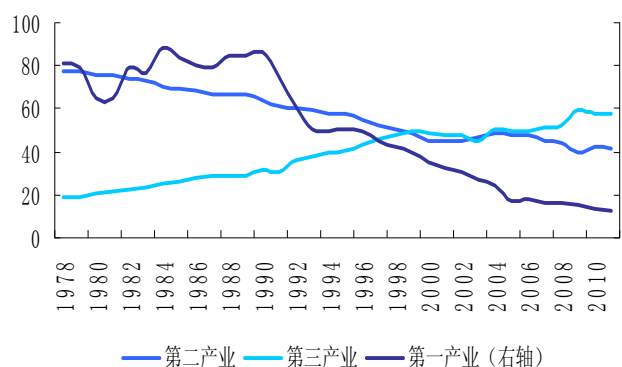
资料来源: CEIC, 申万研究

(3) 产业结构分析

从三产的整体情况看, 上海第一产业和第二产业占比逐年降低, 第三产业占比逐年增加。值得注意的是, 上海第三产业占比在 1999 年首次超过第二产业占比, 但相差幅度并不大; 直到 2005 年后才出现第三产业占比大幅超过第二产业占比的情形。

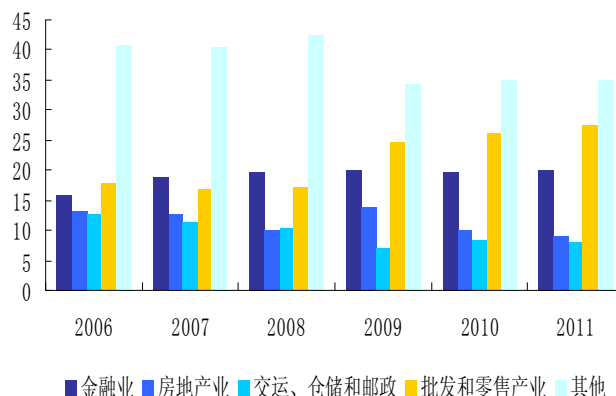
上海的第三产业中, 金融产业占比较高, 平均为 20%, 并呈现占比平稳上升的走势; 房地产业则在 2009 年后出现占比下滑。

图 75：上海三大产业占比



资料来源：CEIC，申万研究

图 76：上海第三产业分类占比



资料来源：CEIC，申万研究

东部地区代表城市上海的案例表明，在经历了投资减速后，依靠消费推动和第三产业发展，仍然可以维持经济较高的增长速度。

3.2.2 案例分析-中部：湖北

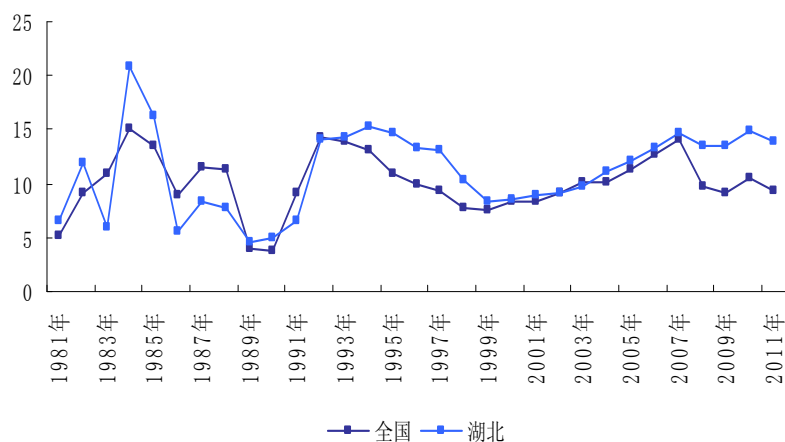
(1) 总体情况

1990 年以后，湖北经济的一直保持着良好的发展势头。2007 年以来，湖北经济增速一直高于全国水平，并呈现逐步扩大的态势。

与上海不同的是，湖北 2011 的投资增速为 28.7%，远高于上海 0.3% 的水平，出口增速也远大于上海，表明投资和出口对湖北的经济增长具有重要的推动作用。

从表 20 看出，湖北的第二产业增速是三大产业中增速最高的，为 17.9%，比第三产业高出 5.9 个百分点，一定程度上说明了湖北较高的经济增长是以投资拉动的。2011 年湖北投资增速大于消费增速，比消费高 10.7 个百分点，投资和地产产业发展迅速。

图 77：湖北和全国 GDP 增速比较



资料来源：CEIC，申万研究

表 20: 2011 年湖北主要经济指标增速

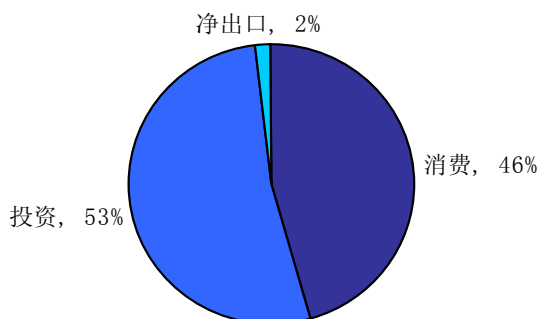
湖北	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011 年增速 (%)	13.8	4.4	17.9	12
湖北	投资	消费	出口	进口
2011 年增速 (%)	28.7	18	35.3	21.5

资料来源: CEIC, 申万研究

(2) 需求结构分析

从 2010 年的湖北三大需求结构看, 它与上海有很大的不同, 湖北的投资占比最高, 为 53%, 其次是消费为 46%, 最后才是净出口, 为 2%, 说明投资仍是推动湖北经济发展的重要力量。

图 78: 湖北 2010 年三大需求占比



资料来源: CEIC, 申万研究

湖北资本形成总额增速自 2004 年后高于全国增速。投资的高速增长推动了湖北第二产业的发展。比较 2001 年后的湖北最终消费增速和全国最终消费增速发现, 除 2009 年外, 湖北的最终消费增速略高于全国最终消费增速。

图 79: 湖北和全国资本形成总额增速

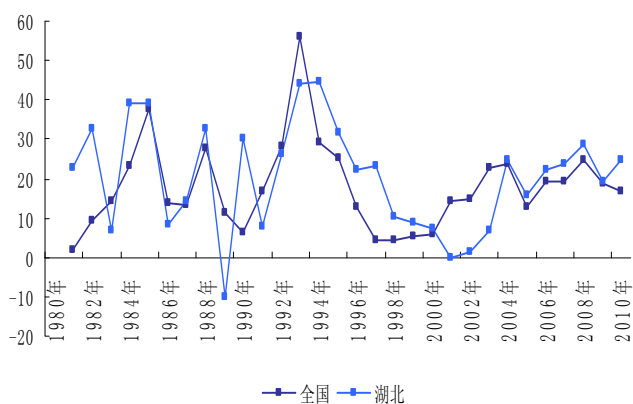
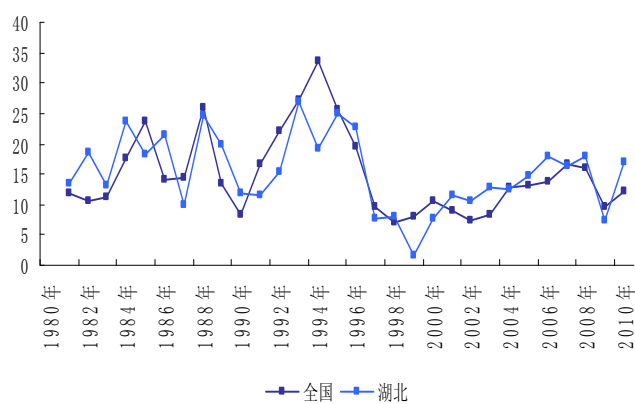


图 80: 湖北和全国最终消费增速



资料来源: CEIC, 申万研究

资料来源: CEIC, 申万研究

(3) 产业结构分析

湖北第一产业占比呈逐年下降的态势；第二产业占比在 2000 年至 2005 年出现了下滑，但随后占比逐年提升；第三产业则在 2007 年后出现了小幅下跌。

湖北的第三产业中，房地产业占比增长相对缓慢，交运和仓储增长则较为迅速。占比提升最大的是批发和零售产业。

图 81：湖北三大产业占比

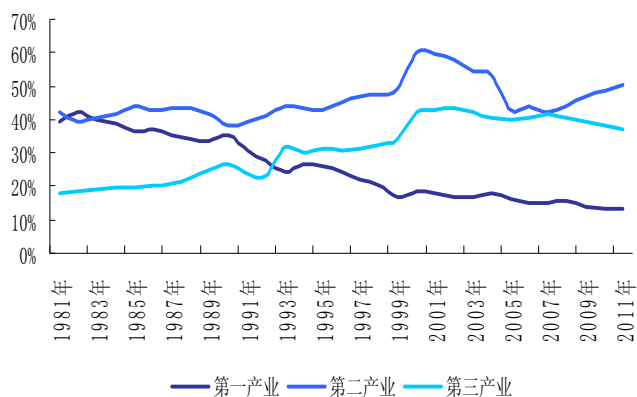
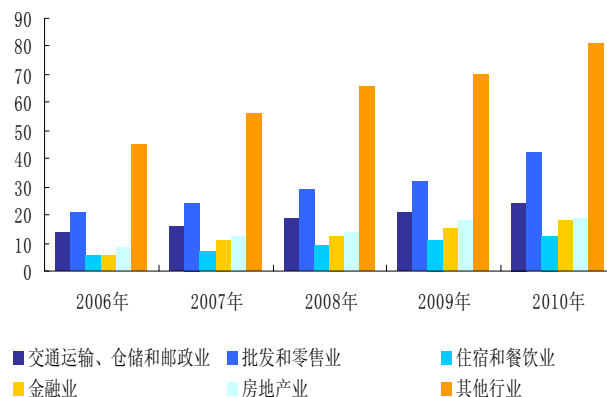


图 82：湖北第三产业分类占比



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

中部地区代表省份湖北的案例表明，维持其高速增长的动力主要依靠投资和第二产业发展。

3.2.3 案例分析-西部：广西

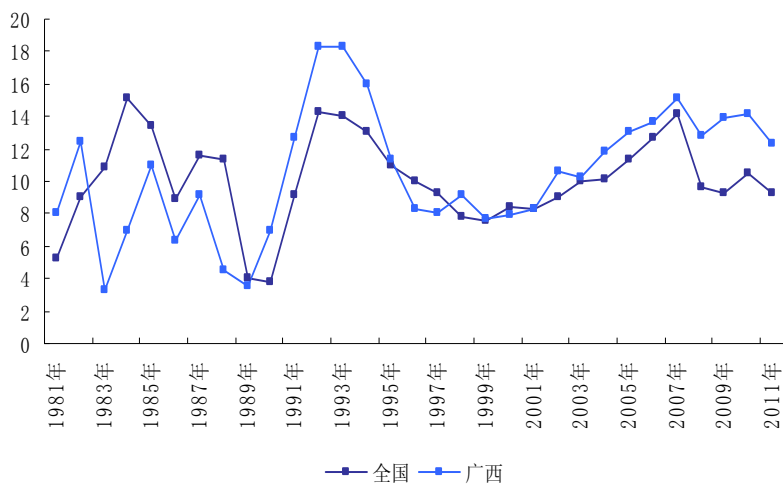
(1) 总体情况

2001 年后，广西的经济增速超过了全国经济增速。2010 年，广西的 GDP 规模为 9570 亿元，在 GDP 规模是 1 万亿元以下的各省市中排名第一。

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。投资是拉动广西经济增长的重要推动因素，其 2011 年第二产业的增速是三大产业中增速最高的，为 17.1%，比第三产业高出 7.7 个百分点。

广西 2011 年的投资增速大于消费增速，比消费高出 11.1 个百分点，出口增速为 29.7%，高于同期全国出口增速 9.4 个百分点，进口增速为 33.7%，高于同期全国进口增速 8.8 个百分点。

图 83：广西和全国 GDP 增速比较



资料来源：CEIC，申万研究

表 21：2011 年广西主要经济指标增速

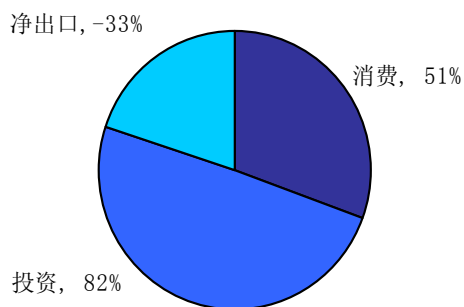
广西	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2011 年增速 (%)	12.3	4.8	17.1	9.4
广西	投资	消费	出口	进口
2011 年增速 (%)	29.1	18	29.7	33.7

资料来源：CEIC，申万研究

(2) 需求结构分析

从 2010 年的广西三大需求结构看，它与上海和湖北都有着很大的不同。广西的投资占比最高，达到了 82%，其次是消费为 51%，净出口为-33%。

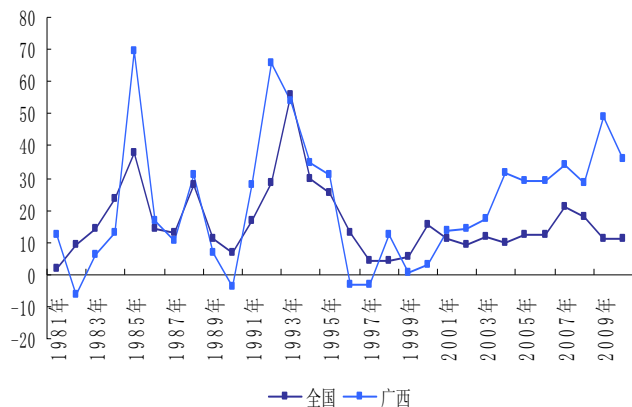
图 84：广西 2010 年三大需求占比



资料来源：CEIC，申万研究

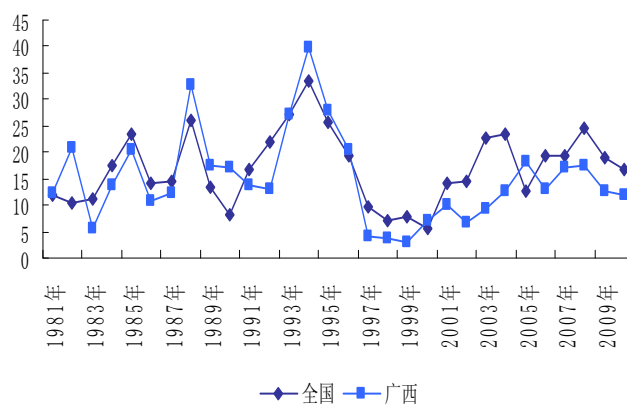
2001年后,广西资本形成总额增速高于全国水平,并呈现了差额不断扩大的趋势,投资的高速增长推动了广西第二产业的发展。从广西2000年后的最终消费方面看,除2005年外,广西的最终消费增速低于全国最终消费增速。

图 85: 广西和全国资本形成总额增速



资料来源: CEIC, 申万研究

图 86: 广西和全国最终消费增速



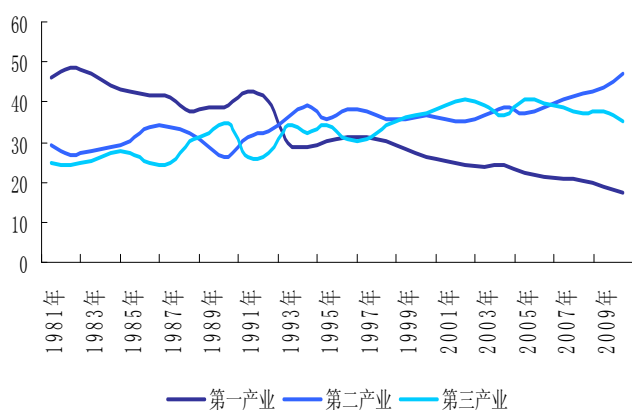
资料来源: CEIC, 申万研究

(3) 产业结构分析

广西第一产业占比呈一直下降的态势;第二产业占比在2006年后超过第三产业,并呈逐年递增的态势,说明广西投资和第二产业发展迅速,第三产业发展相对缓慢。

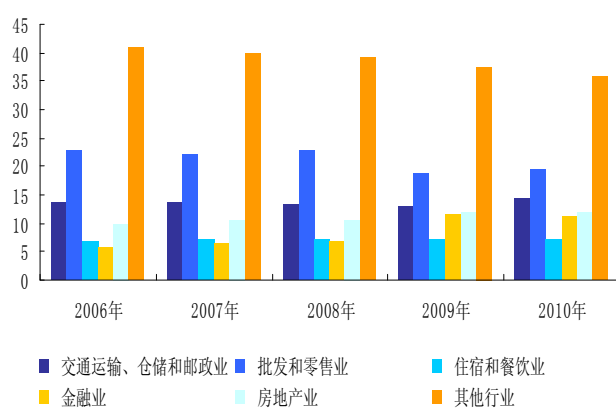
广西的第三产业中, 交运和仓储以及房地产业占比增长缓慢, 批发和零售产业占比则出现较大幅度的下滑。

图 87: 广西三大产业占比



资料来源: CEIC, 申万研究

图 88: 广西第三产业分类占比



资料来源: CEIC, 申万研究

西部地区代表省份广西的案例表明, 维持其高速增长的动力主要依靠投资和第二产业发展。

3.2.4 案例分析-西部: 贵州

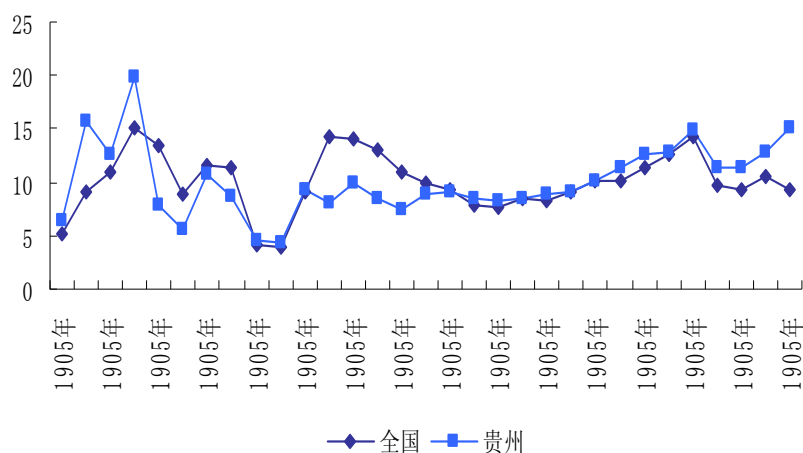
(1) 总体情况

贵州省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。2007年后，贵州 GDP 增速逐年超出全国水平，并呈不断扩大的趋势。

贵州较高的经济增长同样依赖投资的。表 22 显示，贵州的第二产业增速是三大产业中增速最高的，为 20.7%，比第三产业高出 6.5 个百分点。

投资增速更是达到了 60.1%，远高于同期消费增速。贵州的出口和进口都显示了强劲的增长势头，出口增速为 55.5%，高于同期全国出口增速 35.2 个百分点，进口增速为 54.8%，高于同期全国进口增速 29.9 个百分点。

图 89：贵州和全国 GDP 增速比较



资料来源：CEIC，申万研究

表 22：2011 年贵州主要经济指标增速

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

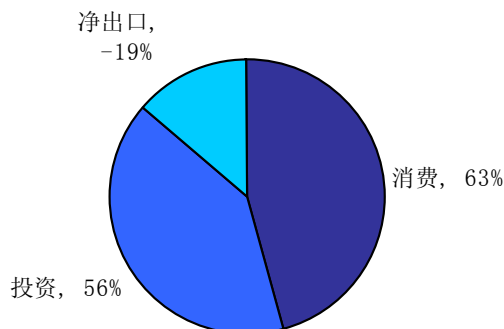
资料来源：CEIC，申万研究

(2) 需求结构分析

从 2010 年的贵州三大需求结构看，它不仅与上海和湖北都有着很大的不同，与同属西部地区的广西也有很大差异。

贵州的净出口在三大需求中的占比与广西类似，是负值。但是贵州的投资占比为 56%要小于消费占比 63%，综合贵州省的投资增速和消费增速看，消费占比大于投资占比可能在一定程度上表明了贵州的投资体量还比较小，这为贵州未来投资的加速留有了较大的提升空间。

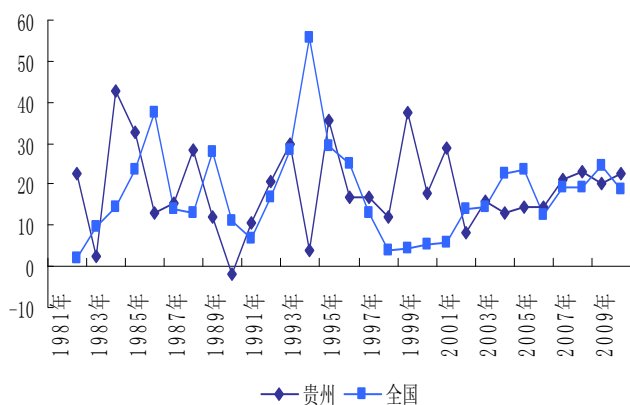
图 90：贵州 2010 年的三大需求占比



资料来源：CEIC，申万研究

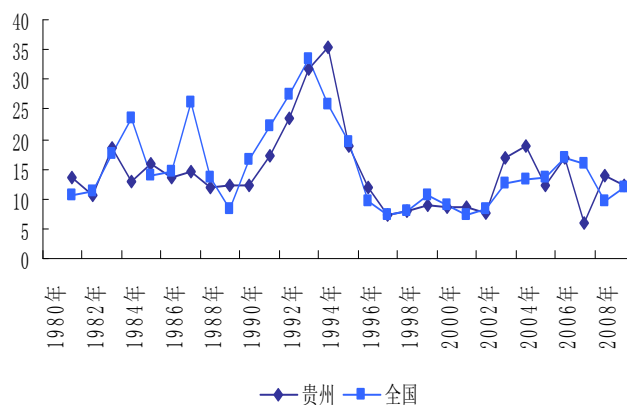
1995 年至 2001 年，贵州资本形成增速高于全国资本形成增速；随后在 2002 年至 2006 年期间贵州资本形成增速低于全国水平；在 2007 年后（除 2009 年外），贵州资本形成总额增速又回到高于全国增速的轨道上，投资的高速增长推动了贵州经济增长。从 2005 年后的平均最终消费增速来看，贵州最终消费增速略高于全国最终消费增速的特征。

图 91：贵州和全国资本形成总额增速



资料来源：CEIC，申万研究

图 92：贵州和全国最终消费增速



资料来源：CEIC，申万研究

（3）产业结构分析

贵州第一产业占比呈逐年降低态势。改革开放至 1996 年间，第一产业下降幅度比较平缓；1997 年后，则呈快速下降态势。第二产业占比缓慢增加；第三产业占比在 2008 年后超过第二产业，并呈逐年递增的趋势。但自 2009 年后第三产业和第二产业分别出现了下降和提升的态势。

贵州的第三产业中，房地产业占比缓慢增长，交运和仓储业以及批发和零售产业占比则出现较大幅度提升。

图 93：贵州三大产业占比

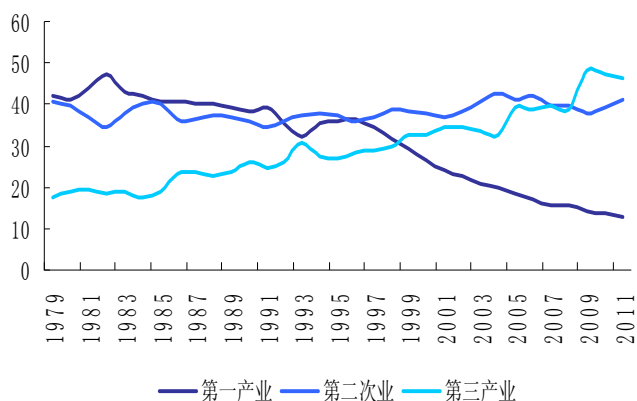
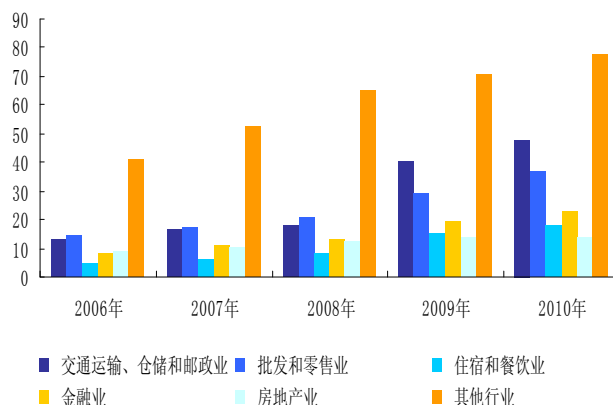


图 94：贵州第三产业分类占比



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

西部地区代表省份贵州的案例表明，维持其高速增长的动力和广西类似，仍然依靠投资和第二产业发展。

总体看，中西部经济增长率明显高于全国平均水平，但增长模式和东部显著不同，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。

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。

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。