

2012 年 06 月 26 日

中国经济的分配、支出与生产过程分析

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

祁益峰

qiyf@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

张承启

zhangcq@swsresearch.com

陈康

chenkang@swsresearch.com

研究顾问

陈晓升

chenxs@swsresearch.com

杨成长

yangcz@swsresearch.com

李蓉

lirong@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@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：

- 如果将国民经济运行看做一个完整的循环运动过程，那么我们可以将其分为收入分配过程、支出过程和生产过程；收入分配与支出结构、支出与生产结构之间的不匹配，会通过不同物价指数的变动体现；宏观调控政策根据经济运行情况及其短中长期目标，运用货币政策和财政政策对收入分配、支出和生产阶段进行调控，对支出的调控主要以熨平经济和物价波动，实现短期目标为主；而对收入分配和生产阶段的调控以促进转型，实现中长期目标为主。转型是一个过程，是收入分配、支出和生产三个环节相互影响、三个领域的调控政策齐头并进、整体实现转型的过程。
- **原因及逻辑：**
- 国民收入的分配结构在一定程度上决定了经济的支出结构。我国现行分配中向企业和政府倾斜，导致企业投资意愿高企，政府消费比重不断提升。当前政府试图扭转劳动者报酬占比下降趋势，但因为相当部分被充实到社保体系中，居民消费的快速增长仍有待时日。
- 而国民经济的支出结构又显著影响到供给端的产业结构。十一五期间，工业部门中资源品、投资品和可选消费品行业增速最快，这与中国经济依赖投资、资源消耗快速增长、分配不均导致高端消费需求迅速增长的特点相吻合。
- 收入分配、支出和生产的不匹配体现为各价格指标间的差异。CPI 结构分为食品和非食品，而当支出大于收入，表现为超分配，此时需求相对旺盛，由于食品类供需处于紧平衡，需求过旺时，最容易引起食品类价格的上涨，而非食品类，供给相对过剩，涨幅比较稳定，因此食品是引起 CPI 高企的主因。在 2000 年-2011 年间，CPI 的涨幅明显小于 PPI 和 PPIRM，生产资料价格的上涨是带动中国通胀的主因，这一方面与国际油价及大宗商品价格、国内劳动力及土地成本上涨有关，另一方面与国内旺盛的投资需求有关。随着资源要素价格改革以及利率市场化的推进，资源成本和资本成本将不断上涨，将带动生产资料价格上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅高于 CPI 的格局将继续存在。
- 宏观调控政策根据经济运行情况及其短中长期目标，运用货币政策和财政政策对分配、支出、生产进行调整，从而力求实现社会福利最大化。从影响经济运行的角度看，作用于收入分配和生产阶段的政策，主要影响中长期的中国经济；而作用于支出阶段的政策，主要影响短期中国经济，防止经济和物价水平的大起大落。
- 在理解中国经济循环运行的基础上，有助于更好的理解中国的转型。转型是一个过程，是收入分配、支出和生产三个环节相互影响、三个领域的调控政策齐头并进、整体实现转型的过程。

目 录

前言：一个分析国民经济的新视角	5
1. 中国国民经济核算是一个逐渐演化的体系	7
2. 支出法和收入法GDP的核算内容和方法	7
一. 收入分配分析：国内收入分配失衡	8
1. 收入初次分配的具体结构	8
1.1 劳动者报酬反映劳动力要素的分配结果	8
1.2 营业盈余近似于企业营业利润	13
1.3 生产税净额占比偏高，政府直接介入生产的程度较深	15
1.4 固定资产折旧占比相对稳定	17
2. 我国现行再分配结构与发展趋势	19
2.1 居民总收入中转移支付比重不低	19
2.2 政府再分配中，社保作用越来越突出	23
2.3 政府非税收入比重上升，国企分红潜力较大	25
3. 我国现行分配体系的影响	26
3.1 社保体系建设降低居民收入增速，间接抑制消费支出	26
3.2 间接税主导的财政体制迫切要求经济保持较快增长	29
3.3 营业盈余占比不断提升激发投资意愿，一定程度上降低投资活动对 信贷资金依赖.....	30
二. 支出分析：消费偏低，投资偏高	32
1. 消费分析	33
1.1 国内消费构成与指标解析	33
1.1.1 自上而下政府最终消费构成估算.....	34
1.1.2 自下而上居民入户调查呈现的消费结构.....	35
1.1.3 小结：政府公共服务占全社会消费 30%，是重要增长动力	36
1.2 2011 年消费中社零总额和最终消费支出之间存在不一致现象 ..	37
1.2.1 社消零售总额增速回落，政府消费驱动消费增长.....	38
1.2.2 财政收入高增长，政府消费支出转向民生.....	39

1.2.3 低端劳动力收入提升较快，农村居民消费支出显著高于城镇	40
1.2.4 刺激政策到期退出导致部分可选消费品销量退潮	41
1.3 居民收入与财政支出共同决定 2012 年最终消费增速	41
1.3.1 预计 2012 年最终消费名义增速将在 14.2%左右	42
1.3.2 低端劳动力收入高增长拉动必需消费增长	43
1.3.3 消费信贷可能成为促进居民消费增长的重要动力	44
1.3.4 消费支出面临的潜在风险	45
2. 投资分析	46
2.1 我国储蓄大于投资	46
2.2 各投资指标之间略有区别	49
2.3 我国投资的结构特征	51
2.3.1 地方项目投资增速明显超过中央项目投资	52
2.3.2 民营企业投资保持较高增长	54
2.3.3 中西部投资增速明显高于东部	55
2.3.4 第一和第二产业投资增速比 2010 年提高	56
2.3.5 贷款紧张背景下，自筹资金占比提升	58
2.4 四大类投资的影响因素	59
2.4.1 影响四大类投资的充分条件	60
2.4.2 投资与库存的关系	67
2.4.3 资金是决定投资的必要条件	70
2.4.4 关注重点产品产量与投资的关系	72
2.5 我国投资的资金来源情况分析	74
2.5.1 全社会投资资金来源分析	74
2.5.2 基础设施投资资金来源情况分析	77
3. 对外贸易影响我国经济和产业结构	83
3.1 净出口对总需求的影响	84
3.2 进出口对需求结构的影响	87
3.3 进出口对产业结构的影响	88
3.3.1 进出口对三大产业的影响	89
3.3.2 进出口对轻重工业的影响	90
3.3.3 出口对劳动密集型产业的影响	91

3.3.4 进口对能源、资源产业的影响.....	92
3.4 带动出口高速增长的原因分析	93
3.4.1 经济结构决定高净出口拉动经济增长.....	93
3.4.2 劳动力成本比较优势促进出口增长.....	95
3.4.3 高能耗、粗放生产推动出口增长.....	98
3.4.4 政策优惠助推出口增长	98
三、供给分析：需求与分配结构深度影响供给格局	100
1.需求结构决定生产结构	101
1.1 三次产业增长的特点	101
1.2 投资需求快速增长带动投资品产业和投资性服务业快速发展	103
2.我国要素禀赋直接影响产业结构	106
2.1 工业行业中，劳动力与资本要素替代关系明显	106
2.2 劳动力和资本属性的差异难以解释行业的增长差异	108
2.3 毛利率高的行业增速较快	108
2.4 供给和需求瓶颈、市场垄断性质等因素都对行业增速有显著影响	109
2.5 高耗能行业增幅受限	109
3.区域发展差距蕴含重要增长动力	111
3.1 东部 GDP 总量大，中西部 GDP 增速快	111
3.2 中西部地区第二产业占比上升	112
3.3 中西部地区城镇化率提升空间大	115
3.4 中部承接制造业转移，西部发挥资源优势	116
四、物价分析：物价是经济运行的结果	116
1.通货膨胀主要指标介绍	117
1.1 居民消费价格指数	117
1.2 工业品出厂价格指数	118
1.3 原材料、燃料、动力购进价格指数	119
1.4 GDP 平减指数	119
2.影响通胀指标的主要因素和预测模型	120
2.1 宏观因素	120
2.2 微观因素	121

3.通货膨胀各指标间的关系	123
3.1 通胀指标间的背离反应经济运行的结构性特征	123
3.2 过去 10 年，生产资料价格上涨是通胀主因	124
五、政策分析：针对三大环节进行宏观调控	125
1.收入分配环节的政策	127
1.1 收入分配机制设计与制度改革	127
1.2 财政收支对收入分配的影响	128
2.总需求环节的政策	130
2.1 调控总需求的财政政策	130
2.2 货币政策调控短期经济和物价波动	131
2.3 行政性政策多管齐下，理顺总需求增长结构	133
3.产业、区域和生产环节政策	138
3.1 主体功能区规划与区域政策	138
3.2 产业结构调整指导目录与产业政策	143
3.3 生产流通环节相关政策	144
附：分行业现价 GDP 的核算	145

前言：一个分析国民经济的新视角

当前市场上流行的国民经济的分析方法，是从投资、消费和进出口角度分析，所谓三驾马车分析法。但是熟知中国国民经济统计方法的人都了解，三驾马车实际上是国民经济支出法统计方式下的分类，而除了支出法统计外，还有收入法和生产法，这三种统计方法之间是相互关联的。

收入法可以反映国民经济的收入分配情况，支出法可以反映国民经济的支出情况，而生产法可以反映国民经济的生产状况。如果将国民经济运行看做一个完整的循环运动过程，那么我们可以将其分为收入分配过程、支出过程和生产过程；收入分配与支出结构、支出与生产结构之间的不匹配，会通过不同物价指数的变动体现；宏观调控政策根据经济运行情况及其短中长期目标，运用货币政策和财政政策对分配、支出、生产进行调整，从而力求实现社会福利最大化。

国民收入的分配结构在一定程度上决定了经济的支出结构。我国现行分配中向企业和政府倾斜，导致企业投资意愿高企，政府消费比重不断提升。当前政府试图扭转劳动者报酬占比下降趋势，但因为相当部分被充实到社保体系中，居民消费的快速增长仍有待时日。

而国民经济的支出结构又显著影响到供给端的产业结构。十一五期间，工业部门中资源品、投资品和可选消费品行业增速最快，这与中国经济依赖投资、资源消耗快速增长、分配不均导致高端消费需求迅速增长的特点相吻合。

收入分配、支出和生产的 mismatch 体现为各价格指标间的差异。CPI 结构分为食品和非食品，而当支出大于收入，表现为超分配，此时需求相对旺盛，由于食品类供需处于紧平衡，需求过旺时，最容易引起食品类价格的上涨，而非食品类，供给相对过剩，涨幅比较稳定，因此食品是引起 CPI 高企的主因。在 2000 年-2011 年间，CPI 的涨幅明显小于 PPI 和 PPIRM，生产资料价格的上涨是带动中国通胀的主因，这一方面与国际油价及大宗商品价格、国内劳动力及土地成本上涨有关，另一方面与国内旺盛的投资需求有关。随着资源要素价格改革以及利率市场化的推进，资源成本和资本成本将不断上涨，将带动生产资料价格上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅高于 CPI 的格局将继续存在。

宏观调控政策根据经济运行情况及其短中长期目标，运用货币政策和财政政策对分配、支出、生产进行调整，从而力求实现社会福利最大化。从影响经济运行的角度看，作用于收入分配和生产阶段的政策，主要影响中长期的中国经济；而作用于支出阶段的政策，主要影响短期中国经济，防止经济和物价水平的大起大落。在收入分配环节，以税收政策为主要手段的财政收入政策直接影响国民经济分配，财政支出政策通过转移支付等方式影响国民经济二次分配。长期政策方面，我国也采取改革收入分配的制度设计，完善国民经济收入分配环节；在总需求环节，包括政府消费和政府投资在内的财政支出政策占据主要地位。与此同时，政府的货币政策通过直接控制新增贷款规模和间接影响市场利率等途径影响社会投资需求。此外，

我国还采用了促进消费和直接干预投资的行政政策；在供给（生产、产业和区域）环节，我国主要采取长期政策，包括区域规划政策和产业指导政策两类。两种政策一纵一横，在相对独立的同时又保持密切的协调关系。在十二五规划中，全国范围的整体区域规划占据重要的、全局性的地位，在整体区域规划下又细分了每个特定区域对应的产业政策。

在理解中国经济循环运行的基础上，有助于更好的理解中国的转型。提及转型，很多人将其总结为扩大国内需求，提高消费的过程，这种提法容易让人误解，看起来转型是一个结果，但是在我们看来，转型一个过程，是分配、支出和生产三个环节相互影响，整体实现转型的过程。分配转型，要提高居民在收入分配中的占比；支出转型，提高消费的占比；生产转型，提高第三产业的国民经济的地位，促进第二产业中高附加值行业的发展，三个过程环环相扣，这为转型中的政策提出更多的要求。

我们这篇报告第一部分将简要介绍中国 GDP 的核算体系，第二部分讨论中国国民收入的分配结构，第三部分研究支出，也就是传统意义上的三大需求，消费、投资和出口，第四部分研究生产结构，第五部分探讨各种价格指数，最后在前面所有讨论的基础上，对基于三大环节的宏观调控政策进行分析。

1. 中国国民经济核算是一个逐渐演化的体系

GDP 核算有三种计算方法，即生产法、收入法和支出法，三种方法从不同的角度反映国民经济生产活动成果，基本算方法如图 1 所示。

图 1：GDP 核算的基本方法

	生产法	收入法（分配法）	支出法
核算内容	总产值 中间投入	劳动者报酬 生产税净额 固定资产折旧 营业盈余	最终消费支出 资本形成总额 净出口
GDP=	总产值-中间投入	劳动者报酬+生产税净额 +固定资产折旧+营业盈余	最终消费支出+ 资本形成总额+ 净出口

资料来源：统计局，申万研究

中国自 1985 年建立国民生产总值计算方案开始，国民经济核算体系伴随着经济的发展也在不断的演化。1997 年 5 月，根据联合国 1993 年 SNA 的原则和方法，结合中国发展社会主义市场经济的实际情况，制定了《中国年度国内生产总值计算方法》，之后根据中国第一次经济普查资料，2005 年 9 月制定了《中国经济普查年度国内生产总值核算方法》，2006 年 4 月制定了《中国非经济普查年度国内生产总值核算方法》，为非经济普查年度 GDP 核算提供指导。

2009 年国家统计局国民经济核算司在中国第二次经济普查资料的基础上编制了《中国第二次经济普查年度国内生产总值核算方法》，并且在 2010 年 5 月基于第二次经济普查获得的经济结构信息修订了《中国非经济普查年度国内生产总值核算办法》，实行企业上报数据、抽样调查数据和推算相结合的 GDP 核算办法。

2. 支出法和收入法GDP的核算内容和方法

鉴于中国实际数据的可得性，在实际操作中 GDP 核算往往采取了生产法与收入法相结合的原则。

第一产业现价 GDP 核算以生产法数据为基础，并在生产法分行业 GDP 数据和部分调查数据的基础上间接推算收入法中的分行业固定资产折旧和劳动报酬。

第二产业现价 GDP 核算则以收入法数据为基础，并在收入法分行业 GDP 数据和部分调查数据的基础上间接推算生产法中的中间投入。在进行收入法核算的时候利用了统计报表、并结合 2008 年经济普查数据中的结构部分进行推算。

第三产业的 GDP 核算也以收入法基础，推算生产法的中间投入，基础是各行业公司财务报表数据以及部分抽样调查结果，根据数据的可得性，各行业的各核算项目分情况分行业有所分别。计算机服务和软件业的收入法相关项目核算以抽样调查数据和 2008 年经济普查的结构数据来推算（图 4）。限额以下批发零售业的总产出借

用 2008 年普查年度的限额以下批发零售业和限额以上批发零售业的毛利率比值估计推算；限额以下住宿餐饮业总产出以 2008 年经济普查数据中的结构来估算。

在现价 GDP 核算的基础上，针对不同行业的具体情况通过不同的平减方法，来对实际 GDP 进行估算。

一. 收入分配分析：国内收入分配失衡

1. 收入初次分配的具体结构

国民收入分配广义上是指在一定时期内经济活动成果在各经济主体之间的分配，是国民收入在居民、企业和政府三者之间的分配比例及变化趋势，包括初次分配和再分配两个层次。

初次分配指国民总收入或者说是国民生产总值，直接与生产要素相联系的分配。任何生产活动都离不开劳动力、资本、土地和技术等生产要素，在市场经济条件下，取得这些要素必须支付一定的报酬，这种报酬就形成各要素提供者的初次分配收入。

收入法从常住单位从事生产活动形成收入的角度来进行最终产出 GDP 的核算，其统计结果主要反映了国内初次分配的特点。国民经济各产业部门收入法增加值由劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧和营业盈余四个部分组成。国民经济各产业部门收入法增加值之和，构成了收入法 GDP，反映了最终产出在不同要素之间的分配。

1.1 劳动者报酬反映劳动力要素的分配结果

在收入法 GDP 的各个部分中，劳动者报酬反映的是劳动力要素的分配，也是与居民关系最为密切的分配形式。但劳动者报酬的统计口径与一般意义上的居民收入之间不尽相同。劳动者报酬指劳动者从事生产活动所应得的全部报酬，包括劳动者应得的工资、奖金和津贴，既有货币形式的，也有实物形式的，还包括劳动者所享受的公费医疗和医药卫生费、上下班交通补贴和单位为职工缴纳的社会保险费等。由于个体经济和农户的劳动者报酬和经营利润不易区分，这两部分都视为劳动者报酬。

劳动力报酬是当前我国居民获得报酬的最主要方式，但与一般意义上的居民收入之间又存在明显差异。企业不少福利支出不直接构成居民的薪资收入，而被计入了劳动者报酬，而居民总收入和可支配收入中则包含了经营收入和财产收入等非工资收入，因此两者的统计结果有较大差异。

一方面，劳动力报酬中有相当一部分并不直接形成居民的工资收入。劳动力报酬中有三个重要组成成分：（1）劳动力税后的工资收入，是居民可支配收入的一部分；

(2) 以个人所得税形式上缴财政；(3) 缴纳养老、社保、医保等社会统筹，即缴纳广义的社会保障税。只有第一部分才与居民日常的工资收入相挂钩。

以规模以上工业企业的统计口径为例，现行收入法 GDP 统计中，工业企业的劳动者报酬包括：制造中的直接人工；管理、销售、行政等部门人员工资与福利费；职工劳防费用；社保与住房补贴；其他直接费用、其他营业费用等科目。

我们根据现行的税收和社保缴费体系对劳动力报酬结构进行了估算。为了简化计算过程，个人所得税率按照税前收入的 20% 计算。社保费用由企业和员工共同承担，企业需要支付的约是员工税前收入的 41%，由于实际缴费的收入基数与居民实际税前收入之间存在差异，这个比例存在一定程度的高估。

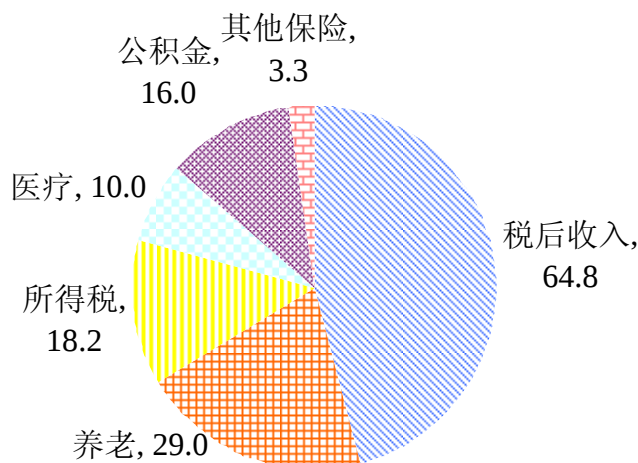
当前各主要社保项目缴费比例如下：

(1) 养老保险：单位代为缴纳 21%，个人自己缴纳 8%；(2) 医疗保险：单位缴纳 9%，个人缴纳 2%；(3) 失业保险：单位缴纳 2%，个人缴纳 1%；(4) 工伤保险：单位缴纳 0.5%；(5) 生育保险：单位缴纳 0.8%；(6) 住房公积金：单位缴纳 8%，个人缴纳 8%。企业合计每个月缴纳的社保比例为 41.3%，个人缴纳的比例是 19%。

测算结果显示，如果严格按照法定税率和费率执行，那么企业职工每 100 元税前工资收入，企业实际的薪金负担是 141.3 元，而个人在缴纳所得税和社会统筹后，实际税后收入是 64.8 元。也就是说，141.3 元的劳动力报酬中，属于居民可支配收入的只有 64.8 元，所占比重不足 50%。

当然，在实际执行中各类保险和公积金的缴费基数与工资收入不完全一致，包括绩效奖金等工资收入不纳入社保等基金的缴费基数，实际可支配的工薪收入占比会高于 50%。随着整个社保制度的不断完善，社保体系覆盖面越来越大，社保缴费在劳动者报酬中的比重将逐步提升，劳动力报酬与可支配收入之间的差距可能进一步放大。

图 2：员工 100 元税前工资对应的具体结构（企业实际支付 141.3 元）

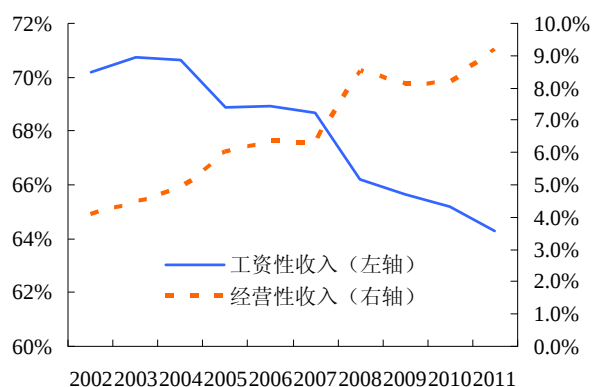


资料来源：统计局，申万研究

另一方面，劳动力报酬不是居民获得可支配收入的唯一来源。2011 年城镇居民的总收入中，工资收入只占到 64.3%，超过三分之一的收入来自于其他形式，其中转移性收入占 23.8%，经营性收入占 9.2%，财产性收入占 2.7%。

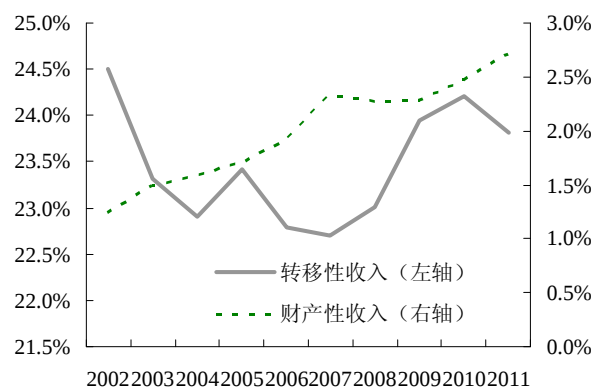
过去十年里工资性收入在居民总收入中所占的比重一直在下降，从 2002 年的 70% 多降至 64.3%，而经营性收入占比从 4% 提高到 9.2%，劳动者报酬与居民收入之间的差异一定程度上有扩大趋势。

图 3：工资性收入在总收入中占比有所下降



资料来源：统计局，申万研究

图 4：财产性收入占比很低



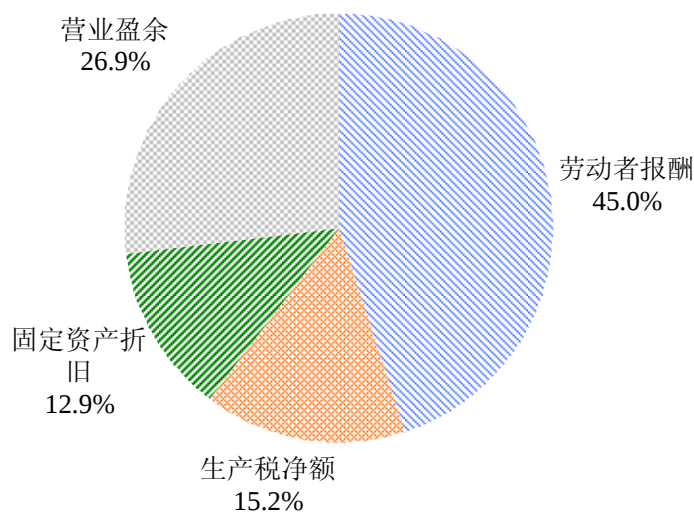
资料来源：统计局，申万研究

劳动报酬在初次分配中的比重是关系民生的重要指标。与欧美发达国家相比，我国劳动力要素分配所得比重相对偏低。

以 2010 年的数据为基准，我国当前的分配结构中，劳动者报酬约占 45%，营业盈余占 27%，固定资产折旧和生产税净额分别占 13%和 15%。而按照世行的数据，2004 年美国、德国、英国、日本的劳动者报酬占比分别为 57.3%、51.2%、55.7%和 51.4%，平均比国内高出 9 个百分点。这是当前我国经济在初次分配阶段强调效率导向的直接体现。

由于高收入群体除了获得劳动报酬外，还因为拥有资产，在分配中能够通过投资收益等渠道获得营业盈余，劳动力占比偏低的分配结构可能加剧收入和财富差距扩大的现象。

图 5：2010 年收入法 GDP 构成



资料来源：统计局，申万研究

可以看到，我国劳动力报酬占比较低背后，存在着诸多结构性因素与制度性原因。就国内自身的因素而言，包括以下几个方面：

首先，过去二十年里供大于求的格局使得劳动力市场成为买方市场。一方面，城镇化带来大量农村劳动力。随着改革开放的深入，农民与土地之间的绑定关系被打断，原先被束缚在土地上的大量农村过剩劳动力进城，加入产业工人的队伍。另一方面，九十年代国企改革中减员增效的政策手段释放了原先积聚在国企中非充分就业的劳动力。两方面共同作用，使得劳动力市场供过于求，制约了劳动力要素价格的上涨。

其次，我国此前正处于年龄结构中人口红利释放最为充分的阶段。八十年代里出现了城乡两波婴儿潮的高峰，过去十年里这个群体到了陆续加入劳动力市场的阶段，使得劳动力充分供给的格局得以延续。当前这一因素的影响正在逐步消减。

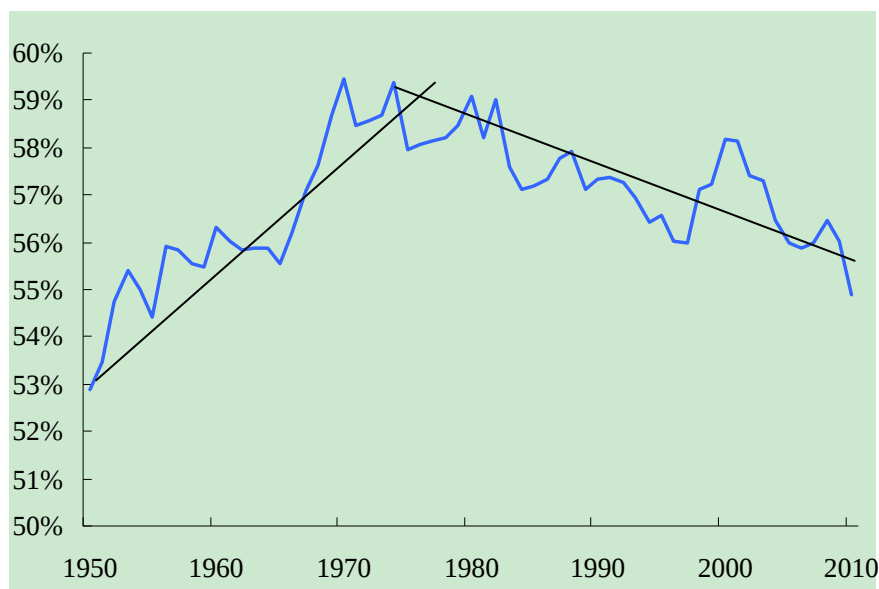
再次，我国经济发展路径和阶段制约了劳动力价格上涨。过去二十年里我国出口导向的发展模式高度依赖于劳动力价格相对较低的比较优势，企业自身议价能力不强，难以承受和转嫁劳动力价格上涨的压力，反过来制约了劳动力报酬的提高。

最后，工资集体谈判机制不健全，规范初次分配的劳动法律法规不落实等问题，使得一线职工工资长期被压低。建国后为了迅速实现工业现代化，我国长期奉行压低劳动力要素价格，加快工业资本积累的政策。人为压低劳动力要素价格服务于工业体系建设的政策取向，导致工资集体协商机制等制度发育不足，劳动力与企业之间的谈判能力不足。

此外，近二十年里国内劳动者报酬占比的回落也与整个国际趋势基本一致。回顾美国劳动者报酬占比的历史变迁，我们发现劳动者报酬占比是一个长周期的经济变量。五十年代到七十年代间，美国劳动力报酬占比从53%上升到59%，这是当时美国国内乃至全球经济格局的重要体现。二战后苏联政治经济的影响力日益凸显，欧洲各国社会民主主义政党纷纷兴起，相较战前全球各国经济都更强调改善分配结构。而在美国国内大量二战老兵退伍，导致美国社会结构发生重大变化，劳工运动声势达到高峰。这些因素的共同作用下劳动力报酬比重显著提升。

但随着时间的推移，经济结构中过度强调分配的弊端逐步显现，七十年代全球经济陷入滞胀，导致原有格局难以为继，进而在全球范围内引发了所谓“里根-撒切尔”革命。自此以后，美国经济中劳动力报酬所占比重开始进入下降趋势。从59%回落到2010年的55%。

图 6：美国劳动者报酬在 GDP 中的占比



资料来源：统计局，申万研究

就此而言，国内劳动力报酬占比下降的背后，既有国内一系列改革与制度安排的作用，也与整个国际政治经济环境变迁相一致。在贸易一体化，资本跨境流动日趋频繁的情况下，周边国家的工资价格也间接地影响到国内劳动力报酬占比改善的步伐。

1.2 营业盈余近似于企业营业利润

收入法 GDP 中，营业盈余指常住单位创造的增加值扣除劳动者报酬、生产税净额和固定资产折旧后的余额。近似地与企业营业利润口径接近。原则上讲，营业盈余是从当期生产的货物和服务价值出发，无论产品或服务是否被销售，扣除有关成本费用支出后都计入营业盈余，但实际统计中，从可操作性出发，营业盈余往往通过调整营业利润进行近似计算。

我们以工业和批发零售企业为例，按照统计局公布的官方 GDP 核算方式，规模以上工业企业和限额以上批发零售企业的营业盈余统计上大同小异，都是根据企业上报的财务数据，以营业利润为基础，扣除非经常性损益后，加上一些其他的调整，例如补贴收入、部分工会经费和利息支出等，得到企业营业盈余，基本上可以看做是企业的利润总额。

表 1：工业与批发零售企业营业盈余科目的统计口径

规模以上工业企业	限额以上批发零售企业
营业利润	营业利润
- 投资收益	- 投资收益
- 公允价值变动收益	- 公允价值变动收益
+ 工会经费×40%	+ 工会经费×40%
+ 上交管理费	+ 营业费用、管理费用和财务费用中其他属于营业盈余的部分
+ 补贴收入	+ 补贴收入
+ 利息支出×50%	
= 营业盈余	= 营业盈余

资料来源：统计局，申万研究

从第二次全国经济普查结果里，可以看到当时各个行业盈利的具体构成。由于第一产业以农户为主，而农户经营所得被计入了劳动者报酬，因此企业营业盈余只包含了第二和第三产业的数据。

2008 年全国企业的营业利润大约为 8.3 万亿元，大致来看，第二产业中工业占到 40%，建筑业占比不到 3%；而在服务业里，批发零售业占 20%，金融地产合计占 15%，其他服务业共 22%。

表 2：国内企业营业盈余构成（来源：2008 年第二次经济普查，单位：亿元）

	营业利润	利润占比
工业企业	33,854.3	40.7%
采矿业	8,613.5	10.4%
制造业	24,486.5	29.5%
电力、燃气及水的生产和供应业	754.3	0.9%
建筑业	2,201.8	2.6%
交通运输、仓储和邮政业	3,270.2	3.9%
批发零售	17,801.1	21.4%
批发业	13,249.2	15.9%
零售业	4,551.9	5.5%
住宿和餐饮业	3,501.9	4.2%
房地产业	3,861.3	4.6%
信息传输、计算机服务和软件业	3,434.3	4.1%
金融业	9,097.2	10.9%
租赁和商务服务业	4,032.6	4.9%
科学研究、技术服务和地质勘查业	1,087.5	1.3%
水利、环境和公共设施管理业	186.4	0.2%
居民服务和其他服务业	393.2	0.5%
教育	100.7	0.1%
卫生、社会保障和社会福利业	87.7	0.1%
文化体育和娱乐业	234.3	0.3%
合计	83,144.5	100.0%

资料来源：统计局，申万研究

2010 年我国企业的营业盈余共 11.7 万亿元，因为没有官方的细项统计结果，我们对国内部分重要的大类行业盈利数据进行加总，进而与 2008 年的状况进行比对。

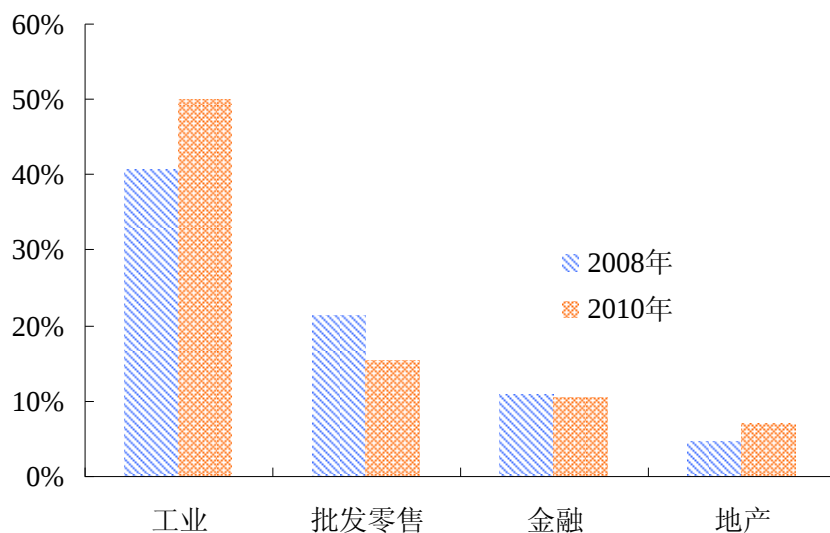
首先是工业部门，2010 年规模以上工业企业利润总额 5.3 万亿元，加上规模以下的部分，估计整个工业部门的利润总额大约在 5.9 万亿元的水平，占营业盈余总额的 50.0%，高于 2008 年的 40.7%，经济走出低谷对工业企业盈利能力的帮助非常明显。

在大金融领域，银监会公布的 2010 年银行业利润总额约 1.0 万亿。非银金融方面，2010 年券商利润总额大约 1000 亿元，保险行业 800 亿元，加上基金、信托、期

货等其他金融机构，金融业利润总额大约在 1.2 万亿元，占营业盈余的 10.2%，略低于 2008 年。

地产方面，根据第二次全国经济普查的利润数据为基础，以上市的地产企业利润增速估算，2010 年房地产全行业营业利润总额约 8400 多亿元，营业盈余占比从 2008 年的 4.6%大幅提升至 7.2%。

图 7：不同行业利润占比变化



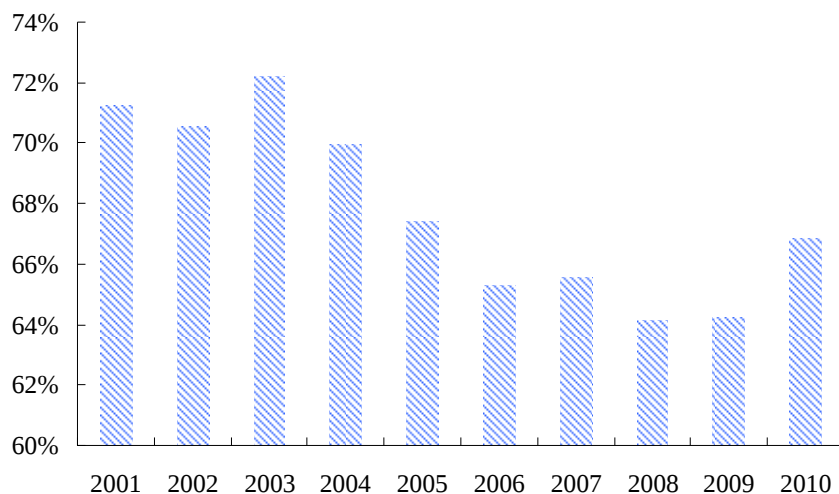
资料来源：统计局，申万研究

1.3 生产税净额占比偏高，政府直接介入生产的程度较深

关于政府税收方面，收入法 GDP 中统计的主要是生产税净额，指的是生产税减生产补贴后的差额。生产税特指政府对企事业单位从事生产活动时所征收的各种税、附加费和规费，包括营业税、增值税、消费税、城镇土地使用税、车船使用税、印花税、养路费、排污费、矿产资源补偿费、水电费附加、烟酒专卖收入等等。

在国家的财政收入中，除了企业和个人所得税以外的其他主要税种，基本都在生产税净额的统计范围内。2010 年全年中央和地方的财政收入合计共 8.3 万亿元，扣除 1.8 万亿元所得税并加上少量非税收入后，与 6.7 万亿元生产税净额基本相当。

图 8：生产税在财政收入中所占比重

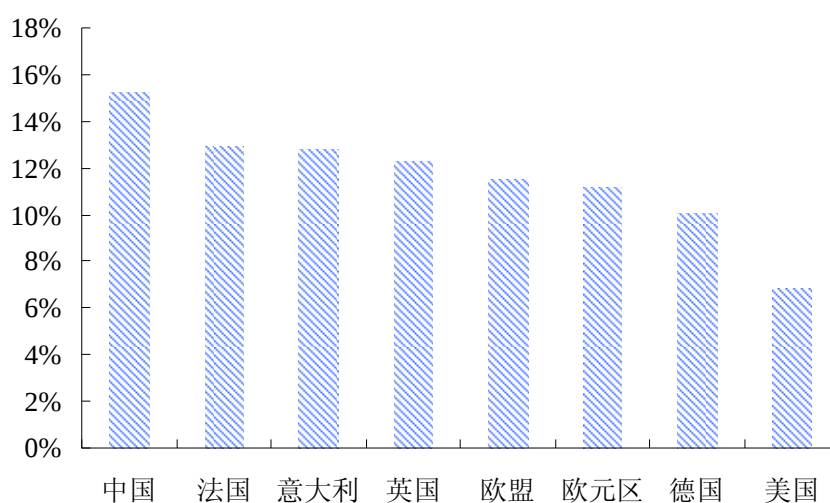


资料来源：统计局，申万研究

2010 年，我国生产税净额在 GDP 中的占比达到 15% 以上，与国外相比显著偏高。发达经济体中，美国的生产税净额占比不足 7%。欧盟各国平均占比接近 12%。

生产税占比较高与国内整体的税收结构有关。受征管难度影响，国内的税收以流转税为主，个人和企业所得税比例较低，间接税占比重大而直接税占比重小。税收主要来源于商品的生产和交换环节，这使得我国政府在初次分配中获得的份额较大，直接参与经济的程度较深。

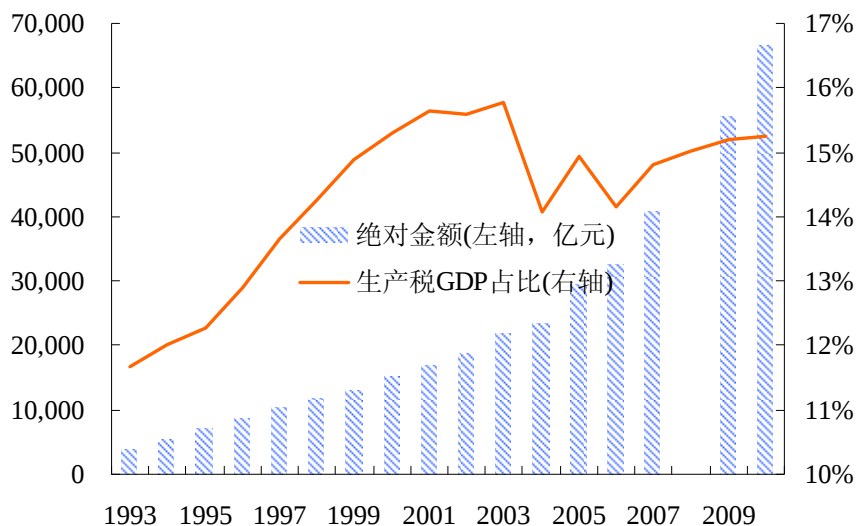
图 9：各国生产税净额占比



资料来源：统计局，申万研究

过去二十年里，我国生产税净额的规模随经济增长也不断提高，而 GDP 占比的变化大致可以分为两个阶段。第一个阶段大致从 1993 年-2003 年。在分税制改革启动后，增值税成为我国财政的主导性税种，导致生产税净额在我国 GDP 中所占比重持续上升，从 1993 年的 11.7% 升至 2003 年的 15.8%，于 2003 年达到高点。至此，税收制度改革的影响得到了比较充分的释放和反映。第二个阶段是从 2004 年至今，在过去十年里生产税净额占比基本保持在 15% 左右上下波动。生产税基本上与 GDP 总量同步增长。

图 10：过去十年里，我国生产税净额 GDP 占比基本平稳



资料来源：统计局，申万研究

1.4 固定资产折旧占比相对稳定

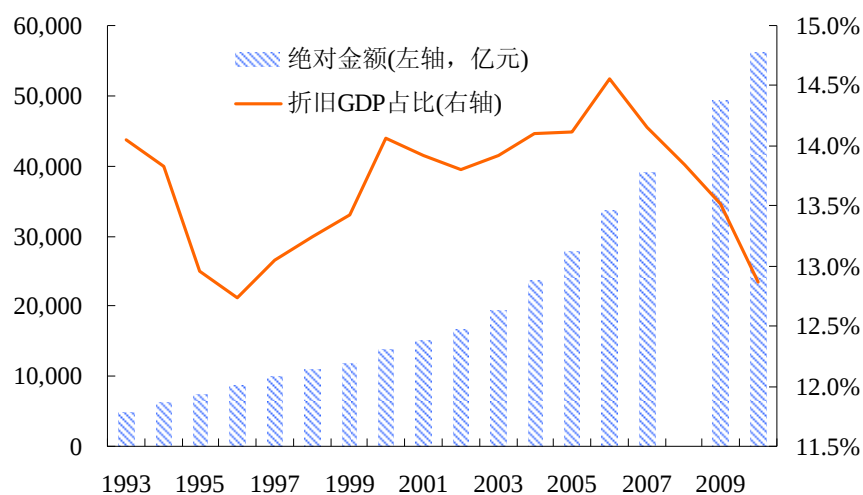
固定资产折旧，指一定时期内为弥补固定资产损耗按照核定的固定资产折旧率提取的固定资产折旧，或按国民经济核算统一规定的折旧率虚拟计算的固定资产折旧。它反映了固定资产在当期生产中的转移价值。

在当前的 GDP 核算体系中，各种类型企业和企业化管理的事业单位的固定资产折旧指实际计提的折旧费；不计提折旧的单位，如政府机关、非企业化管理的事业单位和居民住房的固定资产折旧则是按照统一规定的折旧率和固定资产原值计算的虚拟折旧。原则上，固定资产折旧应按固定资产的重置价值来计算，但是我国目前尚不具备对全社会固定资产进行重估价的基础，因此，除居民自有住房虚拟折旧外，其他以原值计算折旧。

过去二十年里，固定资产折旧在我国 GDP 中所占比重基本保持在 13-15% 的区间内，最近几年里有较明显的回落。整体上看，与美国 12-13% 的折旧占比相差不大。

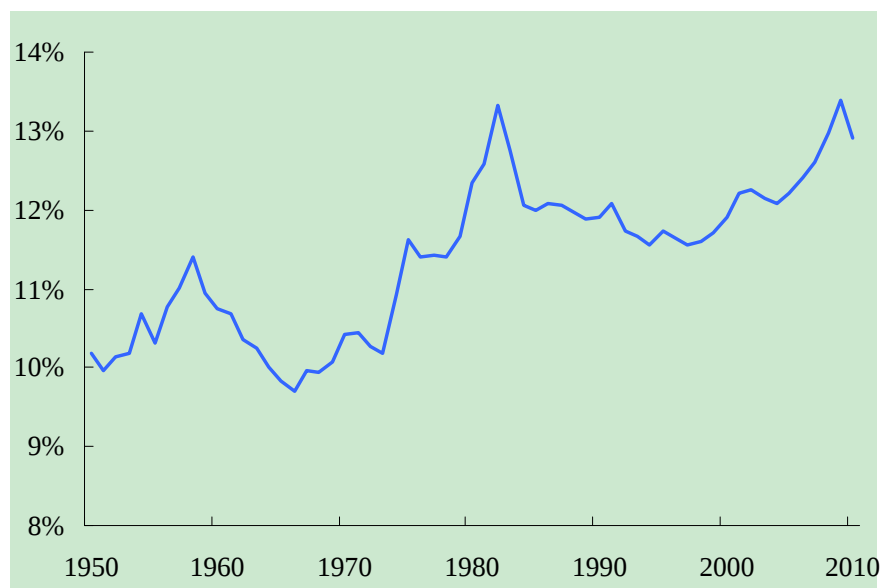
由于固定资产折旧普遍按照历史价格计提，在我国土地、房产等资产价格快速上涨的环境下，固定资产折旧的规模一定程度上有所低估。

图 11：固定资产折旧规模与 GDP 占比



资料来源：统计局，申万研究

图 12：美国固定资产折旧在 GDP 中的占比



资料来源：统计局，申万研究

2. 我国现行再分配结构与发展趋势

在经济成果完成基于不同要素初次分配结果的基础上，各个收入主体面临社会转移分配。这个过程中，居民、政府等主体之间通过各种渠道实现现金或实物转移，也是政府对要素收入进行再次调节。

我国的再分配机制包含了三个不同的层次，主要通过财政支出的方式实现区域的平衡、行业的平衡、个人的平衡三大目标。由于我国不同区域之间发展水平差异较大，中央政府通过分税体系集中财政资源，再以转移支付的形式划拨到各地方，政府在区域间平衡的再分配力度最大。而当前，面向个人的再分配力度正越来越强。

再分配大致可以分为以下几类：(1)援助性再分配：主要是对特殊困难群体，如老弱病残者的社会援助；(2)补偿性再分配：如对农产品的补贴；(3)保险性再分配：指的是增加收入安全的社会保险，如疾病，伤残，失业，丧偶，养老等保险；(4)社会福利再分配：为公民提供最低生活质量的保障，如为公民提供教育，就业，医疗和住房等。

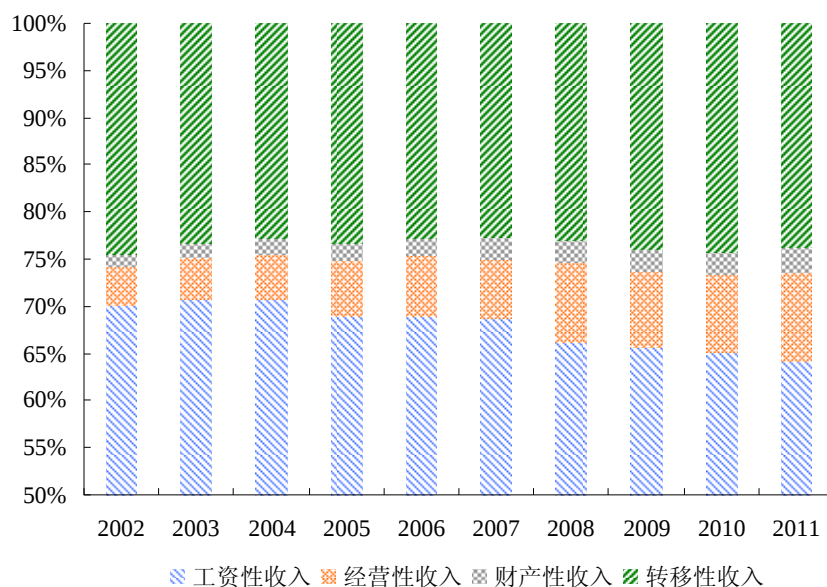
与社会福利相关的再分配主要以政府公共支出的形式进行体现，而其他几种形式的再分配通过不同的渠道将转化为不同居民的收入。我们从不同主体的收入和资金流动来观察整个再分配结构。

2.1 居民总收入中转移支付比重不低

我们根据统计局入户调查的结果，比较了城乡居民不同来源的收入结构和变化趋势。

2011 年城镇居民人均总收入 23979 元，农村居民人均 6977 元，城乡居民收入总额达到了 20.7 万亿元。其中份额最大的收入来源仍然是工资性收入，2011 年占到收入总额的 64.3%，近年来所占比重有所回落。其次是转移性收入，2011 年占总收入的 23.8%，过去十年里转移性收入比例一直维持在 23-24%的水平。增长最快的部分是经营性收入，占比从 2002 年的 4.1%上升至 2011 年的 9.2%。

图 13：中国城镇居民收入构成

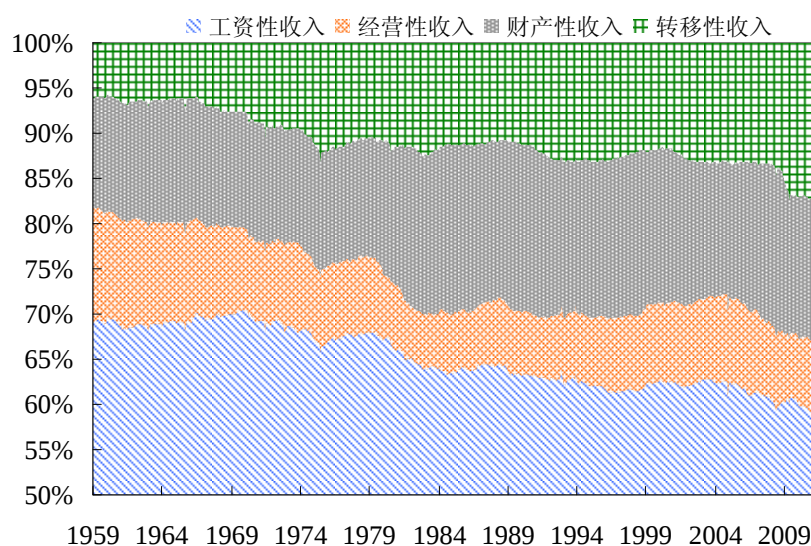


资料来源：统计局，申万研究

我们将与美国居民的收入结构与发展趋势与国内进行参照。相比之下，我国居民的工资性收入和经营性收入占比略高于美国，转移性收入所占比重高出较多，而财产性收入占比则与美国差距较大。

在过去五十多年里，美国居民收入结构的整体变化趋势是，工资性收入占比逐步回落，而转移性收入的比重不断提升，单就 2011 年的数据看，工资性收入占总收入的 59.3%，经营性收入占 7.9%，财产性收入占 15.9%，转移性收入占 16.9%。

图 14：美国居民收入构成



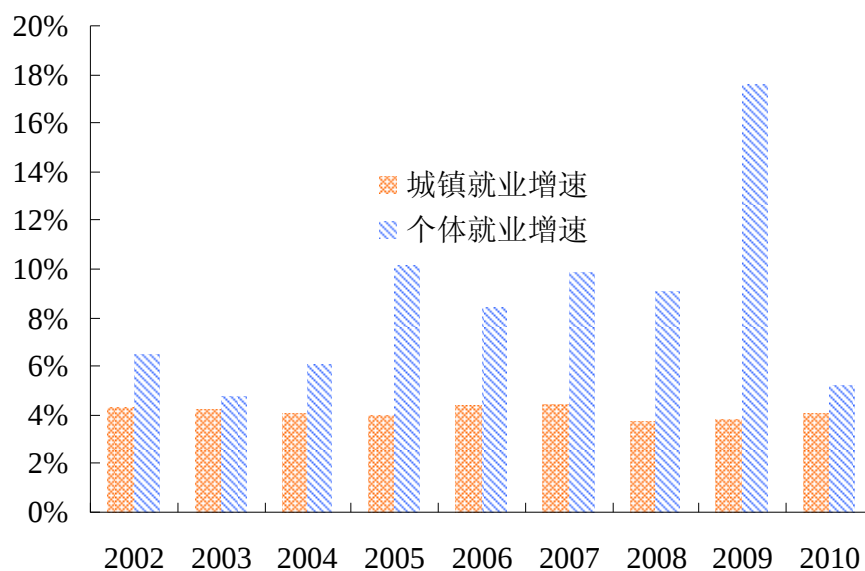
资料来源：统计局，申万研究

与居民收入相关的统计有两个不同的来源，一是直接采集自居民的数据，最主要的是统计局的城乡居民入户调查；二是来自于企业经营数据，包括规模以上工业企业、银行等不同的信息来源。我们将居民与企业的数据侧面进行估算和相互印证，对居民源自不同来源的收入进行梳理。

首先是居民的工资性收入。按照入户调查的收入统计结合人口数据进行计算，2011 年城乡居民税前工资性收入总额约为 12 万多亿元。而基于企业统计的是劳动者报酬数据。2011 年劳动者报酬总额大在 21 万亿元左右，其中包含了个体经营者和农户的经营性收入。扣除 2011 年 3.6 万亿元城乡居民经营性收入，并对社保福利因素做调整后，居民的税前工资收入总额约 12.4 万亿元。入户调查的统计结果与来源于企业的数据比较接近。

其次是经营性收入。按照统计局统计，2011 年我国城镇居民人均经营性收入 2520 元，农村居民人均 3222 元，按照城乡居民的人口总量，城镇居民经营性收入共 1.5 万亿元，农村居民 2.1 万亿元，合计约 3.6 万亿元。农村人口主要从事种植养殖等产业，我们不做太多讨论。而城镇居民的经营性收入主要是个体经营者的收入。2010 年个人就业人数达到 4500 万，以此推算 2011 年个体就业自我雇佣人士年平均工资为 3.1 万元，略低于全国整体的薪酬水平，与日常生活的直观经验也比较一致。

图 15：个体就业增速显著高于平均水平



资料来源：统计局，申万研究

再次是财产性收入。按照统计局统计，2011 年我国城镇居民的财产性收入在居民总收入中的占比只有 2.7%，农村居民的财产收入占现金收入的 3.4%，如果按照城乡人口规模折算，居民财产性收入合计共 5900 亿元。

财产性收入主要是利息收入和企业分红收入（个体企业记为经营性收入，纳入劳动者报酬统计），国内居民直接投资债券市场的规模很小，利息收入最主要的还是银行存款。截止 2011 年末，住户存款规模约 35 万亿元，40%是活期及临时性存款，60%是定期及其他存款，按照当前利率估算，一年的利息总额在 8000 亿元左右。

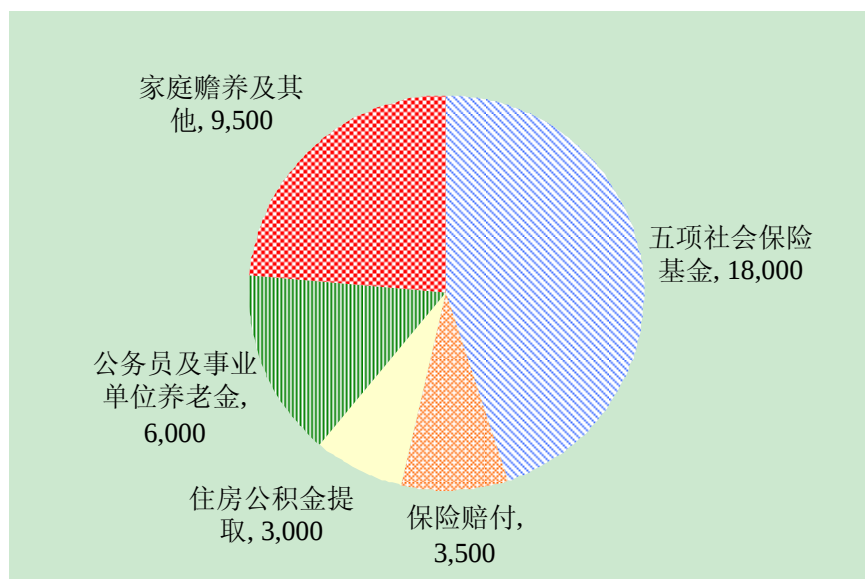
在分红收益方面，上市公司贡献的影响不大。A 股市场一直以来缺少分红文化，企业分红比例很低，加上大量国有股东的存在，分红对居民收入的贡献有限，我们估计 400 亿元的量级。而非上市公司的分红收入是部分居民收入的重要来源。2011 年估计企业营业盈余接近 14 万亿元，大致相当于 10 万亿元的税后利润，剔除上市公司的份额后有 7 万亿元的利润属于非上市公司。假设其中 50%属于国有及国有控股企业，那么非国有企业利润规模在 3.5 万亿左右，以 30%的分红率测算，企业股东将获得 1 万亿元的分红收入。

综合利息与分红收益后，居民实际财产性收入应该接近 2 万亿元，是入户调查结果的 3 倍多，能够占收入总额的 10%。我国当前的居民入户调查中对财产性收入有一定程度的低估，可能是入户调查的样本无法覆盖到高收入群体，使得统计数据中财产性收入的规模偏低。

最后是转移性收入，包括政府支付的离退休金、失业救济金、赔偿等，单位提供的辞退金、保险索赔、住房公积金、家庭间的赠送和赡养等。2011 年城镇居民人均转移性收入 5709 元，农村居民人均 563 元，城乡居民转移性收入合计约 4 万亿元。而计 2011 年五项社会保险基金总支出为 1.8 万亿元，保险公司各项赔付规模 3500 亿左右，住房公积金可能在 3000 亿元左右，再加上国家行政和事业单位的退休金、家庭赡养等支出，总额与四万亿元相近，大致上有 60%来自于政府与社会统筹。

经过不同来源数据之间的交叉校验，我们看到入户调查的居民收入与企业数据基本能够匹配，主要是财产性收入略有低估，可能是对民企企业主等群体覆盖程度偏低，拉低了居民整体收入 5-10%左右。

图 16：居民转移性收入规模估算



资料来源：统计局，申万研究

2.2 政府再分配中，社保作用越来越突出

从税种的设置和税收收入的构成来看，我国对于收入环节的再分配力度较弱，主要的调节集中在社会保障环节。政府税收大致可以分为三类：

(1) 收入税。居民和企业等各收入主体当期得到的初次分配收入依法应支付的所得税、利润税、资本收益税和定期支付的其他经常收入税。政府以此对企业 and 个人的初次分配收入进行调节。出于实际可操作性等原因的考虑，我国的收入税主要面向劳动收入所得，尚未启动资本利得税等税种。

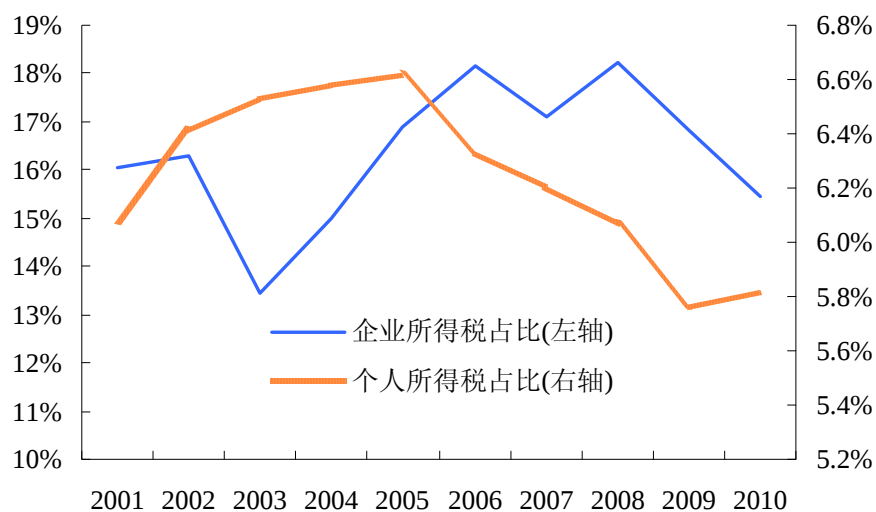
(2) 财产税。居民等财产拥有者，根据现有财产状况，依法缴纳的动产税和不动产税，如房产税、遗产税等，政府以此对居民收入进行的调节属于存量调节。我国当前基本没有开征面向存量财产的税收。

(3) 社保缴款。居民为维持当前和未来的福利，保证在未来各个时期能获得社会福利金，而对政府组织的社会保险计划或各个单位建立的基金所缴纳的款项，如失业保险、退休保险、医疗保险计划等。这是当前收入再分配体系中增长最快的组成部分，也是我国再分配体系的重点。

2010 年个人所得税共占全部税收收入的 6.6%，加上企业所得税一共占 24.2%，而 2009 年 OECD 国家的个人所得税占比达到了 23.9%，加上企业所得税后占 32%，国内所得税占比远远低于发达国家。所得税在整个财政收入中占比偏低，最近几年里

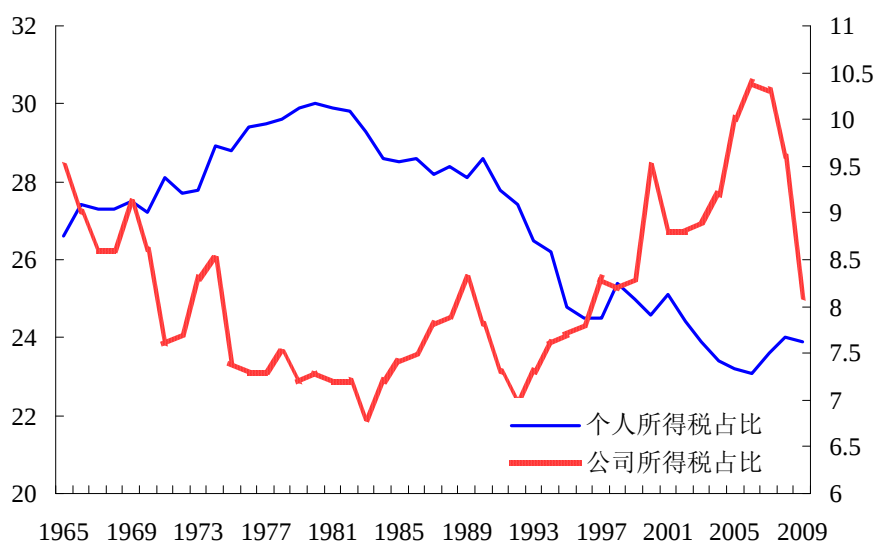
占比还有所回落，再加上财产税的缺席，使得我国通过税收实现收入再分配的调节机制效果偏弱。

图 17：所得税在财政收入中占比较低，再分配力度不足



资料来源：统计局，申万研究

图 18：OECD 国家所得税占比(%)



资料来源：统计局，申万研究

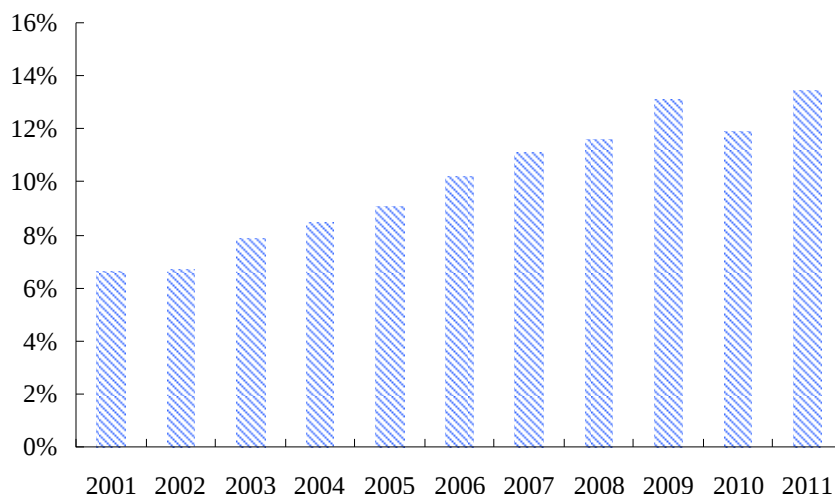
在计入财政收入的生产税和所得税等税收以外，现行的各种社会保险构成了广义的社会保障税。在过去几年里，政府对这部分税收（国内主要以各种基金收入形式体现）再分配机制的建设力度正逐步加大，作用也在不断显现。自从 2008 年新劳动法颁布实施以来，通过法律形式强制企业为员工参加养老、医疗、就业保险等社会

保障体系，扩大的社会保障税的缴纳基数，通过社保系统实现了一部分收入再分配的作用。但由于各类社保基金的缴纳都是基于工资收入的，通过社保再分配只能实现“保低、扩中、限高”政策目标中的“保低”，对“扩中”和“限高”帮助不大。

2.3 政府非税收入比重上升，国企分红潜力较大

除了各项税收以外，非税收入在财政中的比重越来越高。非税收入是指政府除税收以外的一切收入(不包括社保基金及住房维修基金)。主要包括：行政事业性收费、政府性基金、彩票公益金、国有资源有偿使用收入、国有资产有偿使用收入、国有资本经营收益、罚没收入等。我国非税收入在财政收入中的比重持续上升，从 2001 年 6.6%提高到了 2011 年的 13.5%。

图 19：整体财政收入中，非税收入所占比重呈逐年上升趋势

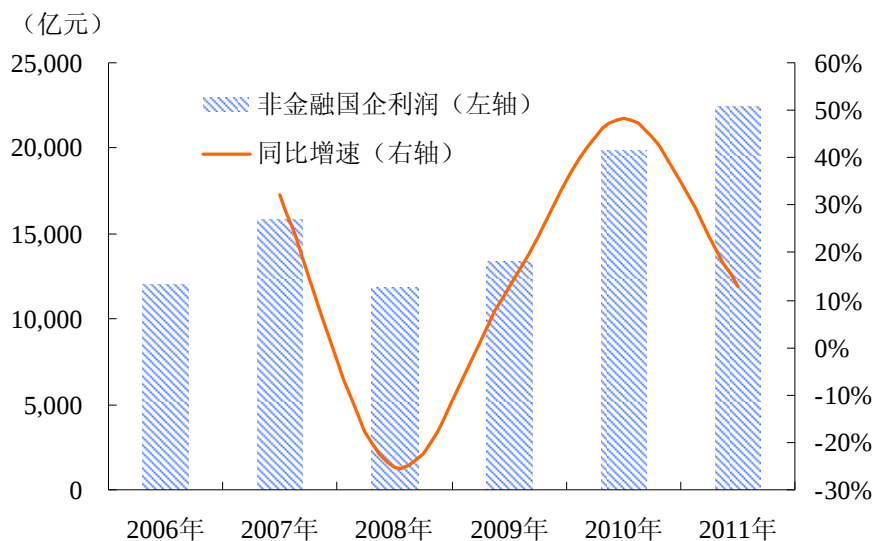


资料来源：统计局，申万研究

在当前的非税收入中，国有企业分红贡献份额非常有限，这与我国国有企业体量巨大盈利能力突出的现状不完全匹配。由于大量高盈利国企的存在，我国实际生产税净额有相当于 GDP1.5-3%的低估。

2011 年我国国有企业（不含金融）累计实现净利润 16932.6 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 11460.8 亿元，此外五大国有控股银行净利润达到 6808 亿元，归属国有股东的部分约有 5000 亿元。如果按照国际资本市场经验，上市公司股东分红比例大多在税后可分配利润的 30%到 40%之间，每年将提供 6000 亿左右的非税收入，相当于对财政收入总额 6%的贡献。

图 20：非金融国企利润总额超过 2.2 万亿元



资料来源：统计局，申万研究

3. 我国现行分配体系的影响

2010 年我国劳动者报酬约占 GDP 的 45%，就绝对水平而言，与欧美发达国家相比，我国劳动力要素分配所得比重相对偏低。过去的十年里，我国劳动者报酬在分配中比重下降趋势明显，与之相对应的现象是营业盈余占比的逐步提升。2010 年企业营业盈余占比达到 27%，是过去二十年来的高点。这对居民和企业的行为产生了明显的影响。

对居民而言，高度依赖当期工资收入的现实影响到对未来的稳定预期，抑制了居民的边际消费倾向，而劳动力收入占比下降又减缓了当期可支配收入的增长，两者共同抑制了居民的消费行为。对企业而言，营业盈余占比上升拉高了企业的 ROE，直接刺激投资保持高增长，同时高盈利带来了较强的内生资本积累能力，为企业的扩张提供资金上的支撑。

在再分配层面上，我国的税收体系以间接税主导，导致各级政府直接参与经济活动、拉动经济增长的动力很强，而对居民贫富差距的调节作用相对较弱。最近几年里，社保体系建设开始成为政府改善分配结构的重点领域，以各种保险和养老金为代表的广义社会保障税规模逐步上升，而政府在社会公共消费领域的支出力度也不断极大，这些正成为政府强化再分配过程的重要手段。

3.1 社保体系建设降低居民收入增速，间接抑制消费支出

对于居民而言，工资性收入是其最主要的收入来源，而工资性收入很大程度上又与劳动者报酬相叠合，劳动者报酬偏低的分配结构决定了居民收入相对于经济总量偏低的现实。除此以外，工资性收入相对透明易于征管，是当前增长较快的税种

之一，普通居民劳动收入占比过高，税负也随之相应增加，使得税收的调节作用被弱化。

从现有居民的收入结构以及最近的变化趋势中，我们看到：

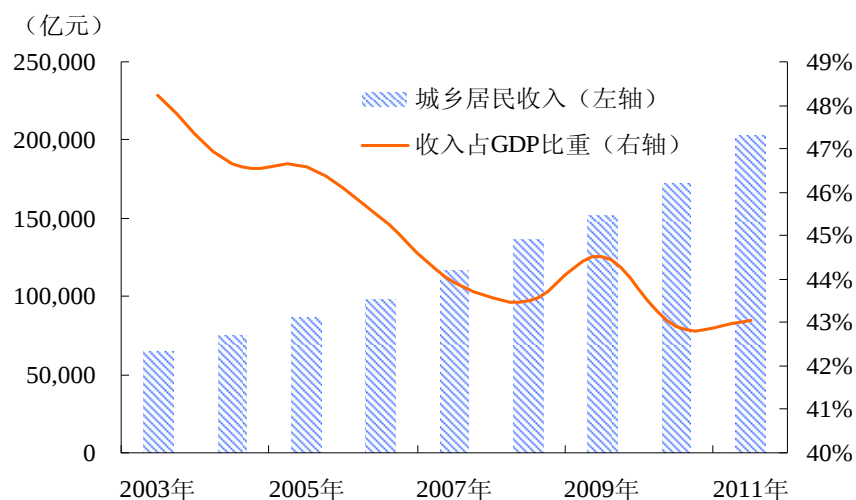
- 居民收入偏低抑制个人消费增长，当前并未发生实质性变化

我国居民收入占比偏低导致个人消费增长缓慢，是经济结构失衡背后重要的结构性因素。由于大部分群体获得的转移性收入有限，加上缺乏财产性收入，劳动报酬在居民收入中占比很高，大多数人都不得不面对当期收入决定当期消费的现实。居民生活水平与当期劳动直接挂钩的状况，使其生活受整体经济与工作环境变化的影响很大，对今后的收入流和生活状况缺乏稳定预期，影响了边际消费倾向。因此造成居民的支出结构中，投资性支出特别是储蓄的比重较高。在后文关于消费的研究中，我们发现最近几年里经济中最终消费的增加很大程度上来自于政府公共消费的提升，居民消费不足的状况并未发生实质性转变。

- 社保体系建设改善分配结构，但影响居民当期收入增长感受，可能抑制个人消费增长

近年来，从中央到地方纷纷加快社保体系建设，努力扩大社保覆盖范围，力图做实各种空转账户。由各种社会保险构成的广义的社会保障税，其再分配的作用正逐步加大，长期来看，对延缓劳动者报酬占比下滑起到了积极作用。但就短期效果而言，社保缴费的增加必然导致当期可支配收入增长放缓，居民收入增速较慢的直观感受会更加强烈。

图 21：调查显示的城乡居民收入 GDP 占比持续下降



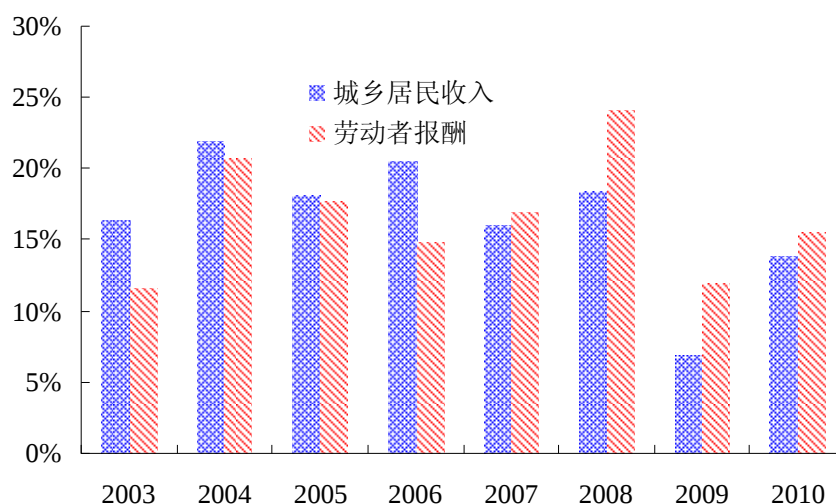
资料来源：统计局，申万研究

最近几年的收入法 GDP 统计中，劳动者报酬的增速均高于城乡居民收入总额的涨幅，这显示企事业单位员工获得的非货币收入及隐性福利比直接发放到手的工薪

收入增长更快。这一现象背后蕴含了重要制度建设的推动作用。近年来政府一直强化民生导向，逐步严格落实各种社会福利的落地，扩大保障范围，加大社保、养老等五险一金的制度建设与监管，使得初次分配得到一定程度的隐形改善。企事业单位反馈其人力成本显著上升。

但由于在社保体系逐步建立与完善的过程中，相当部分的资金被充实到五大社保基金中储备起来作为未来的储备，企业负担的成本无法完全转化为职工当期的工资收入，居民日常感受到的工资上涨要低于报酬的实际升幅。这样的变革相当于将居民的当期收入变为将来的收入，削减了可用于消费的份额，对于当期消费增长有一定的抑制作用。

图 22：劳动力报酬与城乡居民收入增速



资料来源：统计局，申万研究

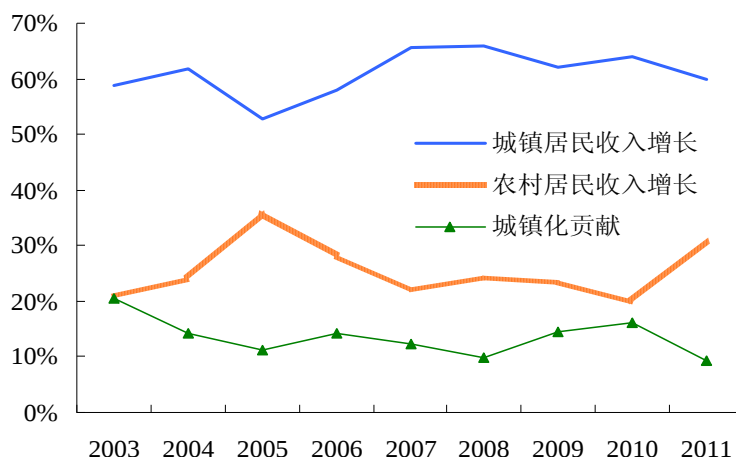
● 城乡居民收入分配结构出现好转

我国收入分配结构中，除了劳动力与资本和政府之间的分配外，居民内部特别是城乡居民之间的分配差异也是矛盾非常突出的问题，但随着农村过剩劳动力的逐步消化，刘易斯拐点日益临近，城乡收入的分配结构在边际上有所好转。

我们将城乡居民支出总额的增长分解为来自三个不同的因素贡献：城镇常住居民收入增长、农村居民收入增长、城镇化进程提升。我国城镇化率在 50%左右，加上城镇居民绝对收入水平较高，城镇居民是居民收入增长的主要来源。

但近年来增量的收入分配结构正在改善，农村居民的贡献和影响越来越大，2010 年农村居民对城乡居民收入总额增长的贡献率提升到 30.8%，显著高于过去十年里 25.5%的均值。城乡居民之间收入结构的变化将直接影响到具体的消费支出结构。

图 23：城乡居民收入增长构成



资料来源：统计局，申万研究

3.2 间接税主导的财政体制迫切要求经济保持较快增长

政府对分配与再分配体系的影响很大程度上通过税收来体现。于我国现行的税收体系以间接税为主，个人与企业所得税占比较低，流量收入之间的差距难以通过税收充分调节，同时尚未对存量财富或财产性收入开征税收，遗产税、物业税、资本利得税等税种缺失，导致整体再分配的力度偏弱。由于这样的税制和收入结构，对社会主体的行为决策产生了明显的影响。

首先，这样的税收结构使得国内的财政健康状况与 GDP 高度绑定，非常依赖经济总量的快速增长。增值税、营业税等税种直接与经济活动挂钩，投资者开厂设店的行为与地方政府的财政收入直接挂钩。这使得地方政府有足够的激励招商引资，提升经济体量的意愿很强。在保障就业以外，维持财政收入国内经济必须保持适度增长的重要前提之一。

整个制度安排有很强的顺周期特征，在经济繁荣时期财政实力迅速膨胀，政府有条件做各种扩张性的投资和支出计划，进而又刺激实体经济部门的增长，形成正向循环；而在下行周期中，经济增速下降将直接冲击到财政收入的稳定，影响各种公共支出计划的实施。“稳增长”的经济目标背后，与间接税主导的财政结构关系密切。

其次，对居民而言，间接税主导的财政体系削弱了税收的再分配作用。由于面向收入和财产的税收比例较低，居民承担的实际税负并不由其收入水平和富裕程度所决定，而是由其实际消费量决定，受掌握的资源所限，低收入群体具有较高边际消费倾向，高收入群体并未承担更高比例的税负，累进税率被削弱，在某些收入等级以上甚至演化成累退税率，对居民的消费行为产生抑制。

从税收收入的变化中也可以看到居民之间收入分配不均衡程度有所加大。1999 年，个人所得税与劳动者报酬之间的比值仅为 0.9%，而到 2010 年该比值已经上升至 2.5%。这背后有累进税率随收入增长的加税作用，也有政府强化税收征管的制度建设，但不同行业、不同部门、不同群体之间收入分配差距加大也是难以回避的重要原因之一。

由于间接税主导税收体系其再分配作用相对较弱，这使得政府出台了一系列通过财政支出改善社会分配结构的举措。由于不同居民在享受社会公共服务时的差别显著小于其财富和收入之间的差异，通过在公共服务领域的投入和补贴，在某种意义上能够适当改善再分配的平等程度。最近几年里财政关于社会公共消费方面的支出大幅度增加，相关内容在消费领域的研究中会进一步展开。

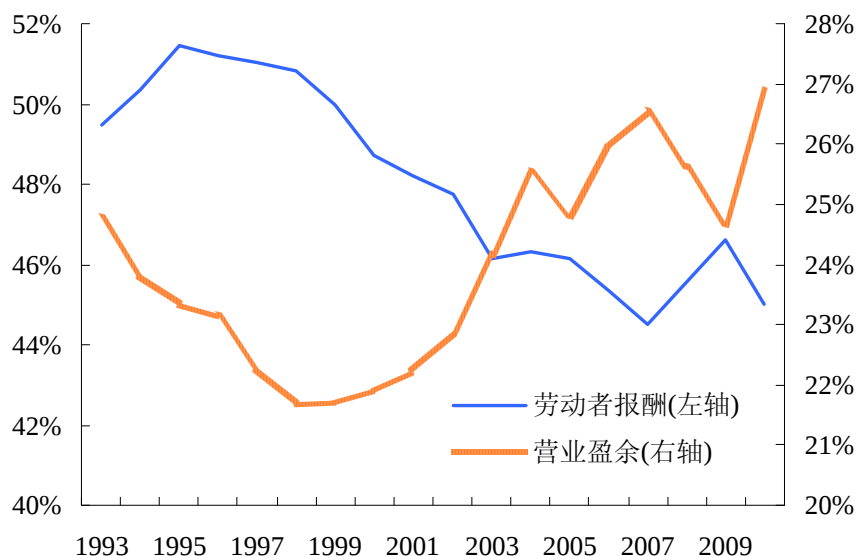
再次，间接税主导的结构影响到全国产业结构布局。高税率或高附加值的行业，因其流转税贡献率高，往往受到各级地方政府的重视和青睐，成为招商引资的重点，为相关行业出台土地、财税、信贷、行政审批等领域的优惠与便利政策，造成这些行业出现产能过剩的局面。

3.3 营业盈余占比不断提升激发投资意愿，一定程度上降低投资活动对信贷资金依赖

对企业而言，现行的分配结构有很强的“促增长”倾向，导致企业具有很强的投资意愿。在过去的十年里我国劳动者报酬在分配中比重下降趋势明显，与之相对应的现象是营业盈余占比的逐步提升。2010 年企业营业盈余占比达到 27%，是过去二十年来的高点。

2000 年以来，中国企业的 ROE 经历了持续不断的提升，工业企业整体 ROE 从 2000 年的 11.5% 升至当前的 23.6%，制造业 ROE 从 2000 年的 8.2% 升至 21.4%，国内企业盈利能力大幅增强，是营业盈余占比提升重要的微观基础。国内企业充分享受了农村过剩劳动力转移带来的人口红利，而营业盈余占比持续向上的趋势，也反映出当前偏向资本和技术的分配结构。

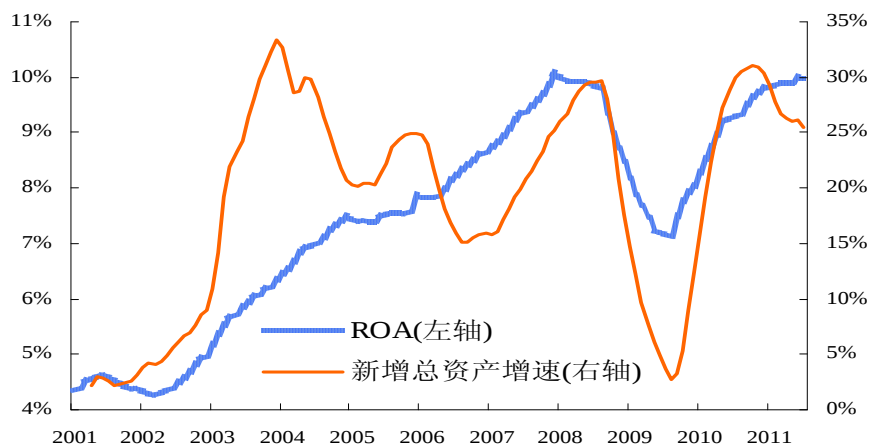
图 24: 劳动者份额下降, 企业盈利比重扩张



资料来源: 统计局, 申万研究

在这样的分配结构下, 企业的盈利能力不断提升, 是激发企业投资意愿的重要动力。国内制造业投资在整个固定资产投资中占了三分之一, 制造业保持一定速度是 GDP 实现平稳较快增长的重要条件, 就此而言, 对企业投资的依赖是收入分配结构调整面临的重要制约因素之一。

图 25: 过去十多年里, 企业盈利能力趋势性扩张



资料来源: 统计局, 申万研究

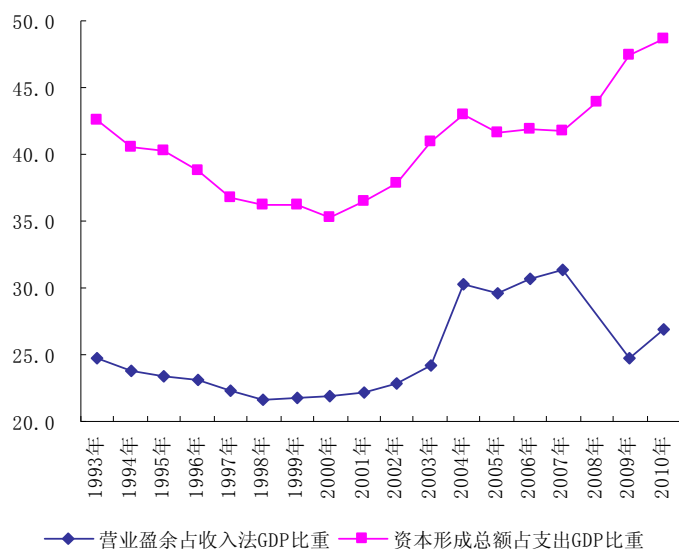
此外, 企业盈利的高增长使得企业依靠内生积累实现扩张的能力有所增强。总量上看企业资金实力越来越强。截止 2011 年末非金融企业在银行体系的本外币存款规模达到 31.4 万亿元, 高于全年固定资产投资总额 30.2 万亿元的规模, 企业自筹和自有资金在日常投资活动中的影响逐步得以显现。

而从结构上看，分配中企业盈利较高的份额为民营经济提供了一定的扩张空间。由于我国现行金融体制难以充分满足中小企业的实际融资需求，而民间融资体系尚缺乏坚实的制度保障，民营企业常常缺乏有效的外部融资渠道，而高盈利能力使得企业能够通过自身的利润积累实现成长扩张的目标。分配格局衍生出的各种特点在实际投资活动中也产生了重要影响，在我们关于投资部分的研究中将有更详细的论述。

二. 支出分析：消费偏低，投资偏高

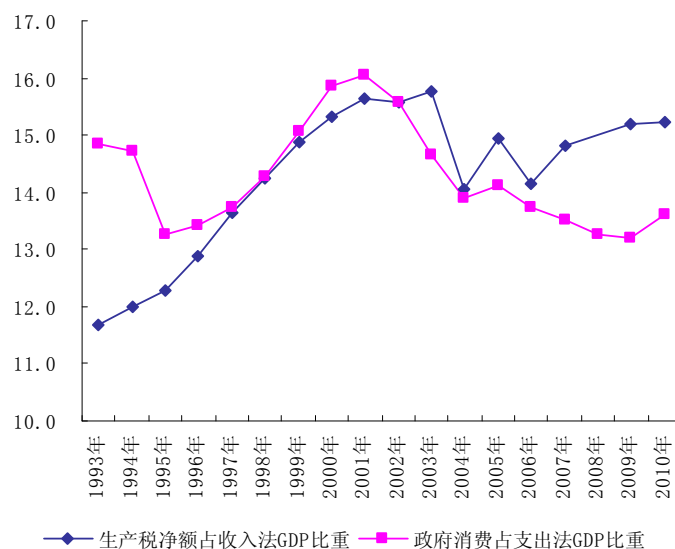
收入分配方面的失衡，导致中国的三大支出结构也存在失衡，具体表现为对企业和政府收入分配的倾斜，导致投资和政府消费占支出法 GDP 比重不断提升，而劳动者报酬占比的下降，导致居民消费占支出法 GDP 比重整体呈现下行走势。

图 26：营业盈余与固定资产形成总额占比提升



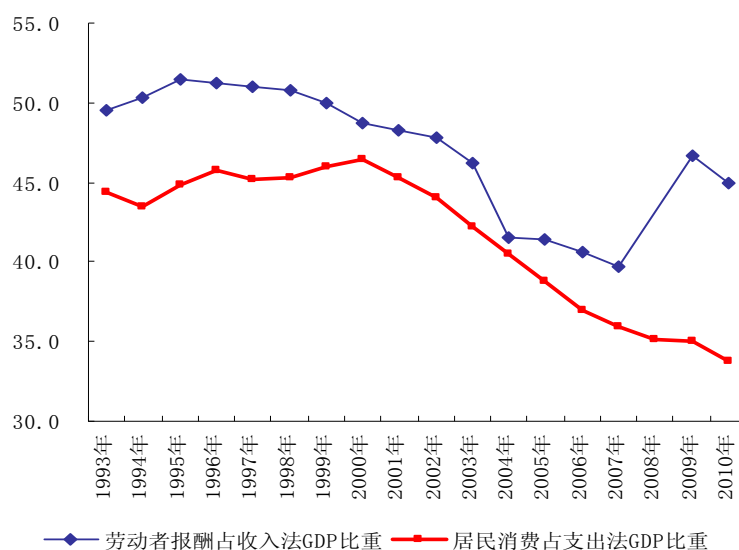
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：生产税净额与政府消费占比提升



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 28：劳动者报酬与居民消费占比波动中下行



资料来源：CEIC，申万研究估计

中国最终需求结构中出现了投资持续偏高的情况，但初次分配环节的分配结构在短期内可能难以改变，中国内部失衡调整的进程将是缓慢的，投资占比偏高仍将在一定时期内维持。

在本部分我们将对最终需求的三个方面：消费、投资和净出口分别加以分析。

1. 消费分析

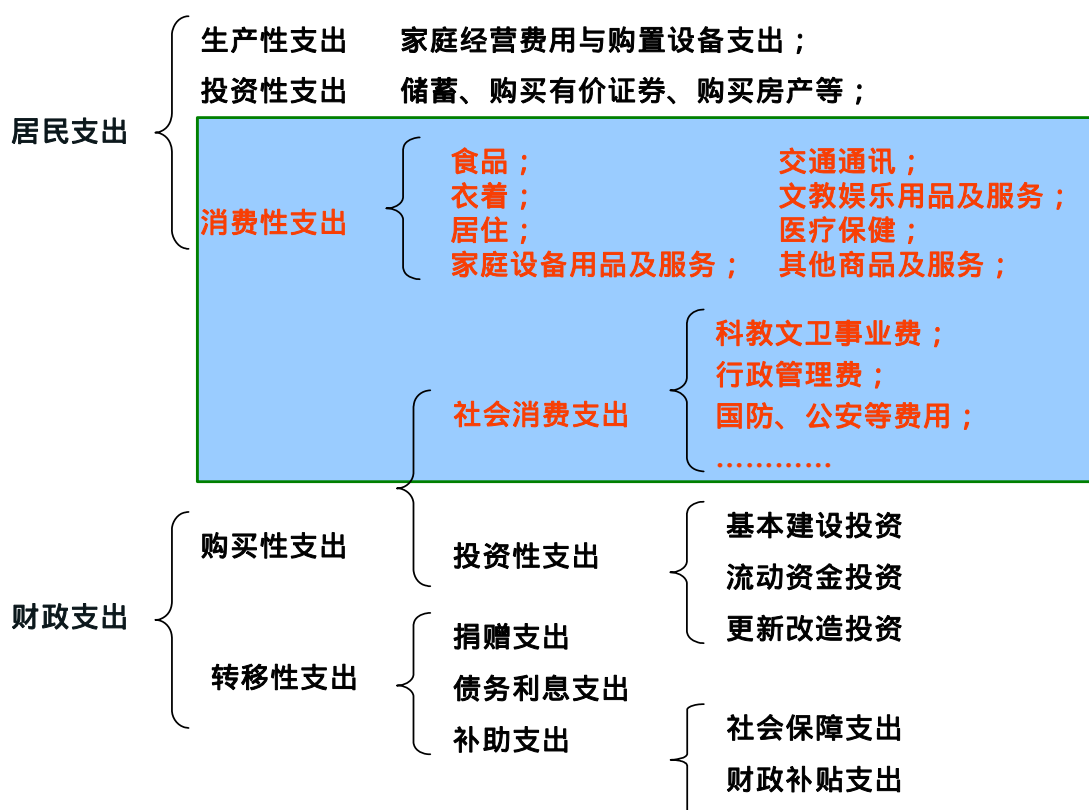
1.1 国内消费构成与指标解析

我们基于统计局入户调查信息，以及分行业增加值的信息，重新梳理了全社会最终消费的构成。

最终消费支出分为居民消费支出和公共消费支出。居民支出包括生产性支出、投资性支出和消费性支出，其中消费性支出包括城乡居民个人和家庭用于生活消费的全部支出，我们以国家统计局城乡入户调查统计为基础，结合人口普查对居民消费进行了估算。

而公共消费支出是指财政为满足社会公共需要用于提供公共消费性商品和劳务的支出。其中政府最终消费支出是主要部分。政府支出可以分为购买性支出和转移性支出，而转移性支出又可以分为消费性支出和投资性支出。我们基于政府财政支出和分行业增加值，对政府的最终消费进行估算。最终对全国消费构成形成整体和相对全面的认识。

图 29：政府消费在最终消费中所占比重

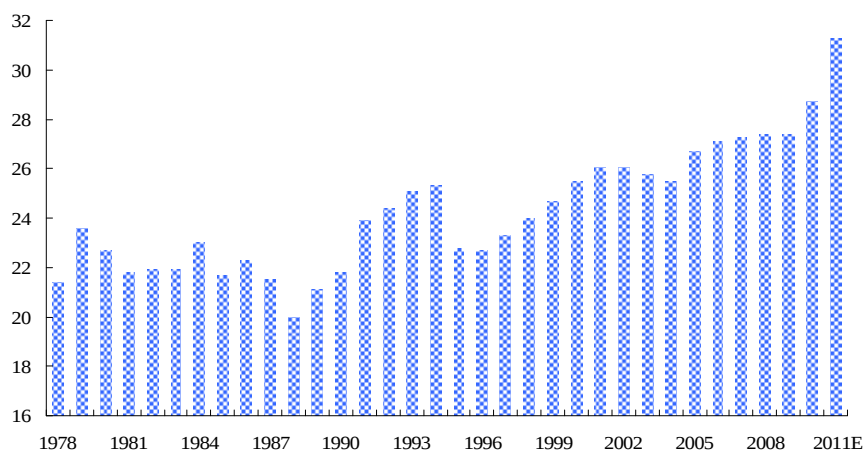


资料来源：申万研究

1.1.1 自上而下政府最终消费构成估算

随着政府财政能力的不断增强，政府消费持续增加，2010 年达到 5.36 万亿，2011 年可能在 7 万亿左右。同时在全社会最终消费支出中所占比例也持续提高，2010 年已占消费总额的 28.7%，据我们估算 2011 年达到 30% 以上，是过去二十年来的最高值。这既体现了政府在经济活动中参与程度越来越深的基本现实，也反映出国内公共服务水平不断提高的积极变化。

图 30：政府消费在最终消费中所占比重

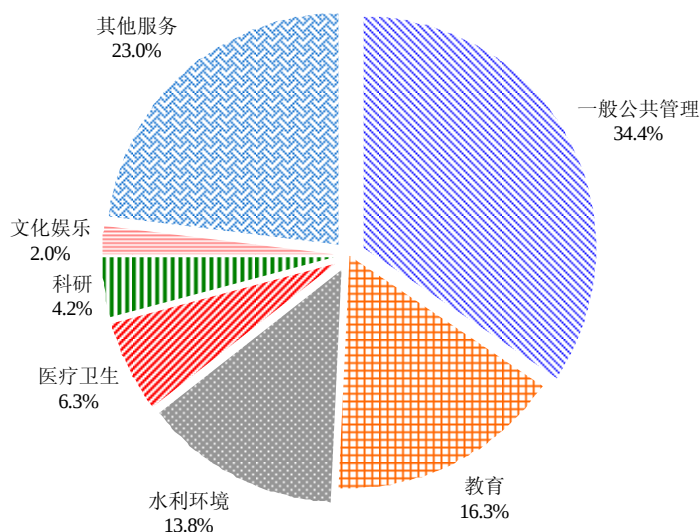


资料来源：CEIC，申万研究估计

政府消费具体包含了两部分支出：（1）政府为全社会提供公共服务的消费支出，其中既有正常行政活动产生的消费，也包括广为诟病的三公消费支出；（2）政府免费或低价向居民提供的货物和服务的净支出，诸如教育、卫生保健、社会保险和福利、国防外交、文化体育和娱乐、一般公共管理等各种社会公共服务。

这些政府公共服务领域支出的增加，基本反映了政府保民生促和谐的政策方向。2011 年，国家出台一系列措施着力解决包括医疗、教育、就业、住房等民生问题，而中央经济工作会议也强调，要把保障和改善民生放到更加突出的位置上。这将促使政府消费支出仍然保持较快增长。

图 31：政府公共服务支出结构



资料来源：CEIC，申万研究估计

1.1.2 自下而上居民入户调查呈现的消费结构

在居民消费支出方面，城乡居民入户调查提供相对清晰的支出分布。其中，农村居民给出了八大类支出的具体金额，而城镇居民则有更进一步的具体明细。

第六次人口普查的结果显示，城镇常住居民人数达到了 6.7 亿人，与农村人口数量相当。结合这两方面的信息，我们得到了国内城乡居民最终消费的支出结构。食品是最大的支出项，占比超过了居民支出总额的三分之一。

表 3：城乡居民消费支出结构（2010）

单位：亿元	城市	农村	合计
食品	36,520	12,477	48,996
衣着	10,978	1,856	12,835
居住	10,125	5,934	16,060
家庭设备用品及服务	6,902	1,647	8,549
交通通讯	6,626	3,304	9,930
教育文化娱乐服务	15,078	2,613	17,690
医疗保健	12,371	2,286	14,657
其他商品及服务	3,794	667	4,461
合计	102,394	30,784	133,178

资料来源：CEIC，申万研究估计

我们基于 2010 年的年度数据，将居民入户调查的结果，与部分行业的增加值进行了交叉校验。实物消费中以食品代表。在最终消费的具体构成中，我国居民最大的支出项就是食品，在剔除外出就餐后，其他部分食品消费金额为 4.1 万亿元。而我国农业增加值约为 3 万亿元，绝大部分来自于农产品种植与畜牧养殖业，与城乡居民的食品支出基本相对应。农业三万亿元的产值，再加上物流、批发、零售等中间环节的增加值，与四万多亿的城乡居民消费支出额比较匹配。

在服务业方面，我们以全社会的教育支出作为样本进行比对。按照入户调查的结果，2010 年城乡居民的教育支出合计约 6100 亿元，加上政府的教育投入，全社会教育方面的消费额达到 1.36 万亿元，剔除其中的文教用品实物消费后，与教育行业 1.2 万亿左右的增加值也比较相近。

在食品和教育这两个具体领域里，对居民消费支出与相关行业增加值比对结果显示，城乡居民入户调查基本能够反映居民实际消费支出的结构。

1.1.3 小结：政府公共服务占全社会消费 30%，是重要增长动力

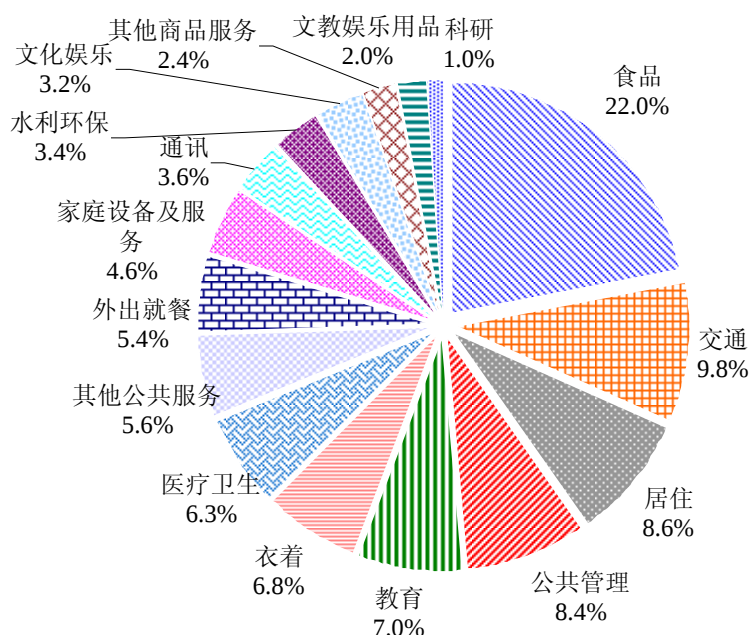
将居民支出与政府消费合并后，我们得到了支出法 GDP 意义下最终消费的具体结构。在各项消费中，实物消费支出占比接近一半，其余 50%多是各种服务，由于在实物消费支出中实际上还包含了物流仓储、批发零售等环节的增加值，服务业在消费中所占的比重会比 50%更高。

在最终消费支出的各组成部分中，单一占比最大的仍然是食品，达到消费总额的 22%，其中，肉禽及制品与外出就餐支出分别占到总消费支出的 5%左右。其他比较重要的消费项包括交通、居住、公共管理等。

2011 年政府消费支出在总消费的占比接近 30%。除了由政府提供的工商、司法、公安、国防等各种政府公共服务外，还包括教育、医疗、文体等社会公共福利。近

几年来政府财政实力不断提升，在民生相关领域的投入也不断加大，是提升国内经济最终消费率的重要驱动力。

图 32：最终消费支出结构（2010）

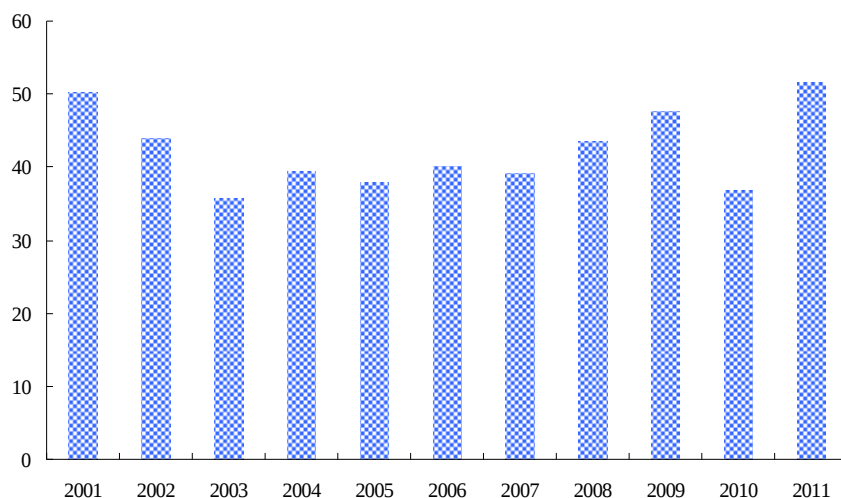


资料来源：CEIC，申万研究估计

1.2 2011 年消费中社零总额和最终消费支出之间存在不一致现象

2011 年全年我国 GDP 比上年增长 9.2%，其中最终消费实际同比增速达到 10.9%，对 GDP 增长的贡献率达到 51.6%。消费在十年来首次占到 GDP 增量的一半以上，是过去十多年来的最高值。这样的结构变化，既是政府严控新上投资项目、收紧地产资金链等宏观调控政策的重要成果，也符合降低对投资依赖、保障民生、提高居民公共福利等长期转型目标的方向。

图 33：最终消费对 GDP 拉动率



资料来源：CEIC，申万研究估计

1.2.1 社消零售总额增速回落，政府消费驱动消费增长

尽管整体消费贡献率提升，但 2011 年社会消费品零售总额增速却有所回落。全年社会消费品零售总额 183919 亿元，同比名义增长 17.1%，比去年同期回落 1.3 个百分点。但由于物价指数持续攀升，扣除商品零售价格指数涨幅后，消费实际增速为 11.6%，低于去年同期 3.2 个百分点，也低于 2003 年以来的平均增速。2011 年我国最终消费明显加速、对经济增长的贡献率大幅提高，这与社零总额名义、实际增速双双下滑之间形成了明显反差。

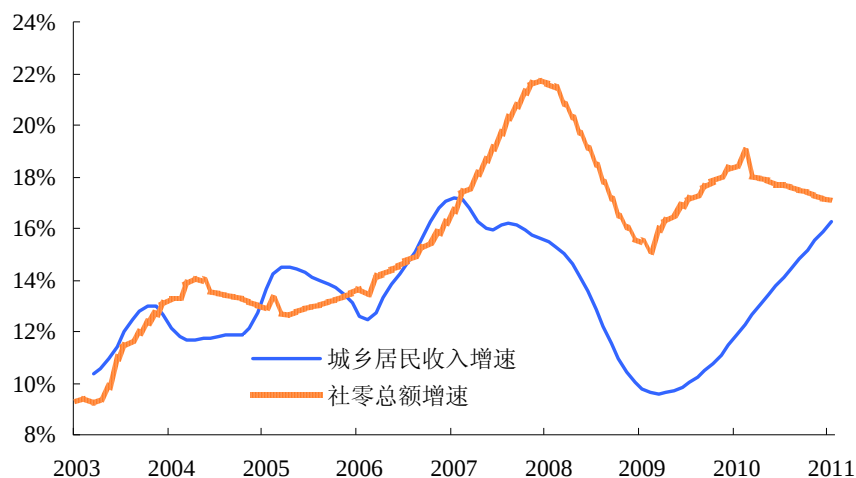
与此同时，居民消费支出的增速并未出现显著跃升。2011 年城镇居民人均消费支出实际增速为 7.1%，与 2010 年 6.4% 的增速基本相近，远低于 2011 年 GDP 中最终消费支出 10.9% 的增长。农村居民收入和支出增幅比城镇略高，但因为占比较低，对城乡整体消费支出增速影响有限。也就是说，2011 年消费支出提速的主要动力并非来自于居民部门。

GDP 中最终消费支出、社会消费品零售总额两项统计指标覆盖范围不尽相同。社会消费品零售总额主要是指企业向个人提供的非经营性实物商品金额，以及提供餐饮服务的收入。而 GDP 意义下最终消费支出还包括了各种个人和公共服务消费支出。从前文对消费支出的梳理中可知，服务性的消费支出在最终消费中超过 50%，仅仅是社会消费品零售总额不足以反映全社会最终消费支出的变化趋势。

实际上，2011 年社会消费品零售总额的增速与城乡居民收入增速之间出现了明显的背离。居民收入增速继续逐季提高，而消费品零售额增速却出现了温和滑落。消费能力提升未能转化为实际消费行为，汽车和地产相关行业的政策调整是零售回落的重要原因。汽车行业始于 08 年末的刺激政策到期退出，导致此前销量持续井喷的汽车销售增速明显放缓。与此同时，受房地产市场低迷的影响，建筑及装潢材料

类、家具类、家电类等相关产品的销售增速也出现一定程度地放缓。这些因素的叠加拖累了社会消费品零售总额的增长。

图 34：城乡居民收入加速，而社会零售总额增速温和回落



资料来源：CEIC，申万研究估计

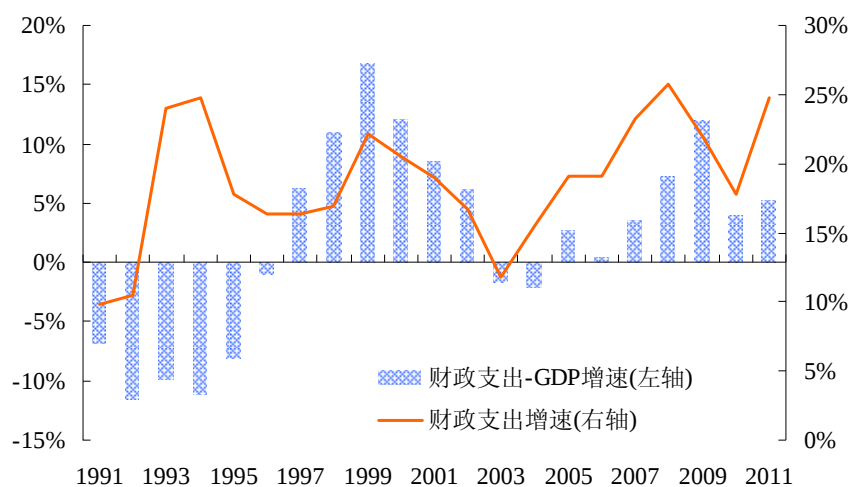
综上所述，2011 年最终消费增长加速，以及对经济贡献率显著提升，并非源自于居民消费的变化，而是大量政府公共服务消费支出的拉动。政府的公共服务保障了 GDP 增速，但对其他实体部门的拉动作用比较间接。2011 年下半年里宏观经济平稳减速，而中微观层面上不少行业下滑明显，企业普遍感受到阵阵凉意。2011 年增长动力从投资偏向消费、以及政府公共服务增长快于居民消费支出，很可能是“宏观稳、微观凉”现象背后的两大重要原因。

1.2.2 财政收入高增长，政府消费支出转向民生

2011 年尽管整体经济呈现逐步减速着陆的趋势，但政府财政收入仍然超出年初预期，全年增速达到 24.8%，显著高于名义 GDP 增速，财政收入的超收是公共服务类政府消费支出增长的重要基础。

加大社会保障力度，着力改善民生是政府近年来的重要要求，也在实际的财政支出中得到了一定的体现。2011 年全国财政主要的公共服务支出项目普遍增长较快，例如：教育支出 16116 亿元，同比增长 28.4%；医疗卫生支出 6367 亿元，增长 32.5%；农林水事务支出 9890 亿元，增长 21.7%；城乡社区事务支出 7653 亿元，增长 27.8%；科学技术支出 3806 亿元，增长 17.1%；文化体育与传媒支出 1890 亿元，增长 22.5%；一般公共服务支出 11109 亿元，增长 19%。公共服务的支出高于整体经济的增速，是促使消费在经济增长中的贡献率逐步提高的核心驱动力量。

图 35：2011 年财政支出高增长



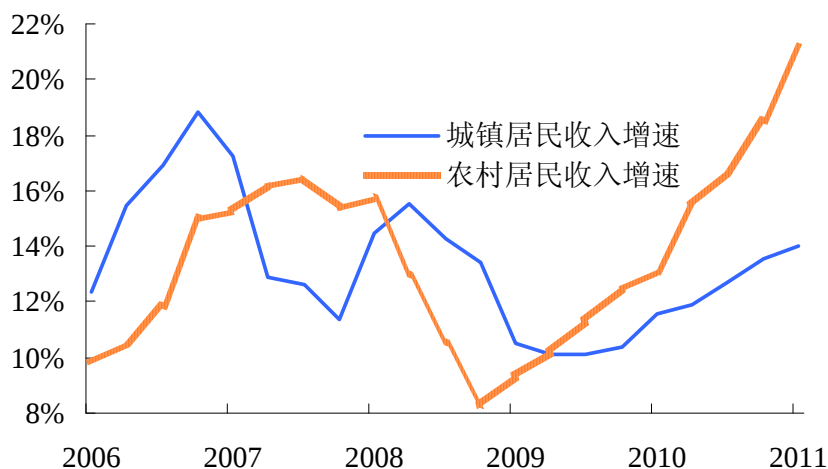
资料来源：CEIC，申万研究估计

1.2.3 低端劳动力收入提升较快，农村居民消费支出显著高于城镇

在居民消费支出方面，过去一年里低端劳动力工资快速上涨，是促进居民消费支出加速的重要原因，这一现象在城乡居民收入和支出增速差异中反映得非常充分。

2011 年里，由于农民工工资水平上涨较多，带动农村居民人均工资性收入从 2431 元增加到 2963 元，同比增长 21.9%。全年农村居民人均纯收入 6977 元，比上年增长 17.9%，剔除物价后，实际增长 11.4%。相比之下，城镇居民人均工资性收入 15412 元，仅增长 12.4%，人均可支配收入 21810 元，比上年增长 14.1%，实际增长仅 8.4%，与农村居民工资与收入增速有明显落差。

图 36：农村工资收入增速高于城镇



资料来源：CEIC，申万研究估计

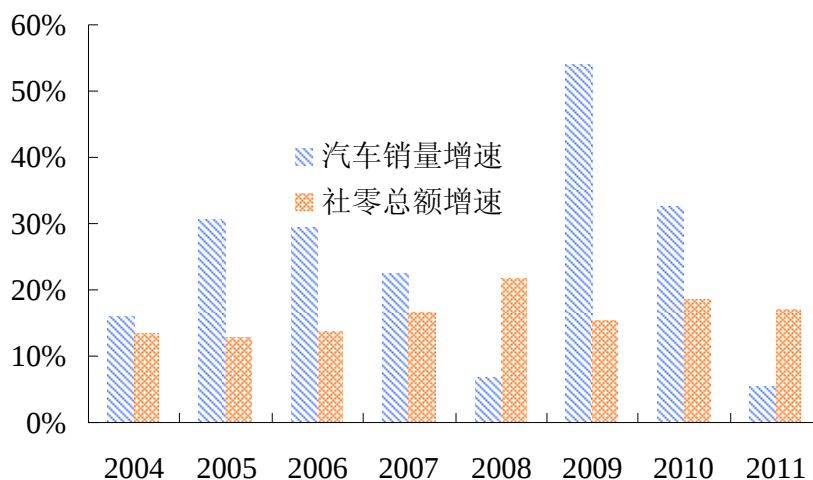
从消费所属的区域来看，2012 年城镇消费品零售额 159552 亿元，增长 17.2%；乡村消费品零售额 24367 亿元，增长 16.7%，两者增速基本相当。尽管农村居民收入增长更快，但农民工实际生产生活都在城市里，因此他们消费的增长很大部分都体现在城市零售额的增长上。随着农民工收入继续保持较快增长，必需消费品和中低端消费是收益相对更明显的领域。

1.2.4 刺激政策到期退出导致部分可选消费品销量退潮

政府政策的调整也是影响 2011 年消费增长与结构的重要原因。由于部分此前出台的汽车消费刺激政策，例如车辆购置税优惠、汽车下乡补贴和以旧换新补贴等政策都不再继续执行，导致汽车增速大幅度下滑。2011 年我国乘用车销量同比增长 5.2%，增速为十三年来最低，政策退出的负面冲击可见一斑，这也是拉低全社会零售额增速的重要原因。

2011 年与 2010 年的销售状况形成了鲜明的对照。2011 年社会消费品零售总额同比增长 17.1%，汽车类零售额增长 14.6%，而在 2010 年，社会消费品零售总额增长 18.3%，汽车类零售额增速达到了 34.8%。其他前期享受过消费刺激政策的行业，也将面对政策退出后的景气下滑，需要经历需求集中释放后逐步修复的过程。

图 37：刺激政策退出后，汽车销量大幅回落



资料来源：CEIC，申万研究估计

1.3 居民收入与财政支出共同决定 2012 年最终消费增速

城乡居民收入与支出、以及政府财政支出增速，是决定 2012 年最终消费走向最主要的两大驱动因素。

依据我们的判断，尽管城乡居民收入仍将保持较快增长，但社会消费品零售总额名义增长率将有所回落。一方面 CPI 处于下行趋势，另一方面政策调整对居民消费仍有一定抑制作用。由于房地产投资下滑会对家电、建材等消费产生一定程度的负面影响；汽车前期经历了强力刺激政策下的超常规发展，在政策退出后面临需求

重新积蓄的过程，销量的反弹也不能期望过高。我们预期全年社会消费品零售总额增速会降至 15.0% 左右。

在政府支出方面，2011 年政府加大消费支出力度的趋势很可能仍将延续。根据政府的财政规划，2012 年财政对民生支出力度将继续加大，具体提出了：逐步完善社会安全体系，增加教育投入，完善社会保障体系，继续做好医药卫生体制改革工作，加快推进以县级医院为重点的公立医院改革试点等多项任务。这些目标的实现和完善都离不开大量公共财政的投入。

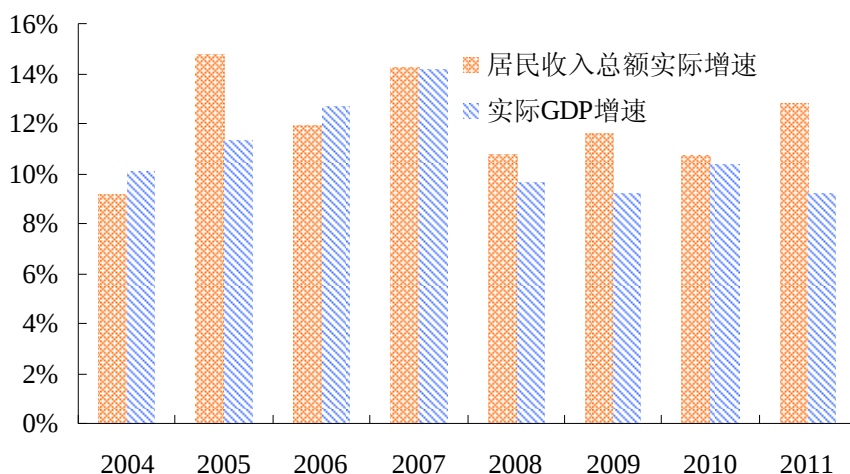
综合考虑居民与政府支出的变化趋势，我们预计 2012 年最终消费名义增速为 14.2%，剔除物价因素后消费实际增速约 11% 左右。

1.3.1 预计 2012 年最终消费名义增速将在 14.2% 左右

城乡居民收入与支出、以及政府财政支出能否保持较快增长，是决定 2012 年最终消费走向最主要的两大驱动因素。

在居民消费方面，随着经济增长与物价的回落，名义收入增速有自然下降的过程。但在 2011 年出现了宏观经济增速回落而居民收入加速的组合，这背后既有高通胀环境下货币幻觉以及工资粘性的滞后影响，也有刘易斯拐点临近劳动力相对价格上升的趋势性作用。同时在保民生的政策框架下，政府可能加大对居民、尤其是低收入人群转移支付的力度。因此，居民收入增速回落的节奏可能仍将慢于整体经济。我们预计，2012 年居民收入总额增速仍将保持在 13% 左右。过去十多年来，我国居民消费倾向一直比较稳定，收入与支出增速基本保持同步，以此推断 2012 年全年我国城乡居民消费支出的增速将在 13% 左右。

图 38：居民收入与实际 GDP 增速



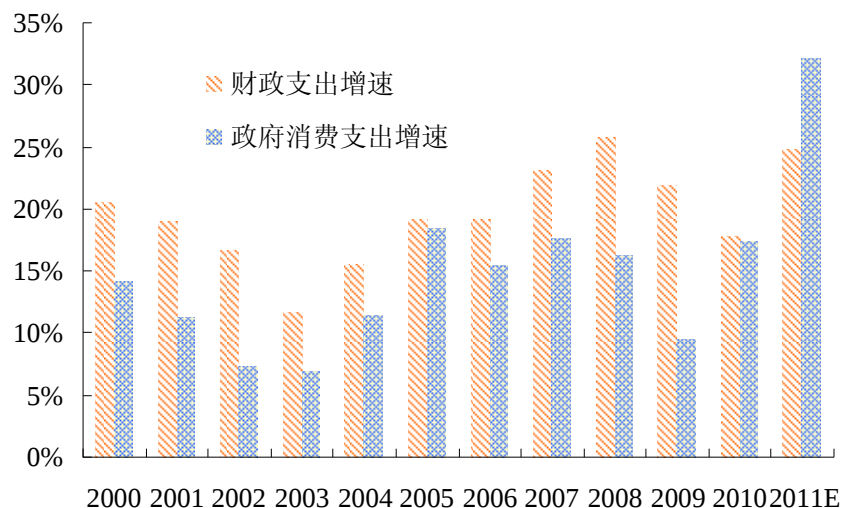
资料来源：CEIC，申万研究估计

而 2012 年的政府消费支出有望继续保持较快增长。2009 年由于四万亿建设计划的出台，大量公共财政资源被用于基础设施建设，政府消费性支出与整体财政支出之差被明显拉大。而最近两年里情况发生了逆转，以“铁公基”为代表的政府项目

投资收缩，而消费性支出比重大幅跃升。在保障民生的政策方向下，预计 2012 年政府消费支出仍将高于整体财政支出。按照我们的预期，2012 年全年政府财政支出增速约 15.5% 左右，其中消费性支出可能实现 16% 左右的增长。

居民与政府支出合并后，预计 2012 年最终消费名义增速为 13.9%，剔除物价因素后消费实际增速约 10.7% 左右。

图 39：政府消费性支出近两年提速



资料来源：CEIC，申万研究估计

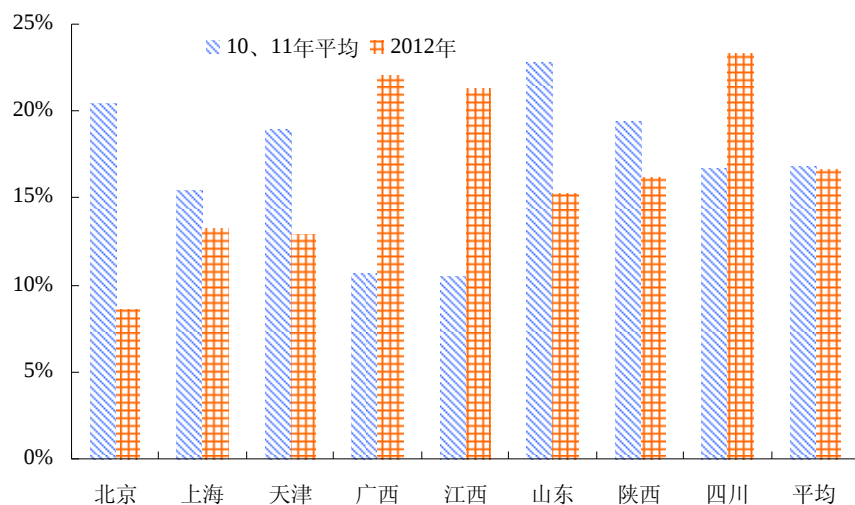
1.3.2 低端劳动力收入高增长拉动必需消费增长

在农村劳动力转移逐步深化、所谓刘易斯拐点日益临近的大环境下，叠加上政府政策主动引导，全社会整体的工资水平，尤其是低端劳动力的价格在 2012 年将继续面临较快上涨。

根据“十二五”规划的要求，我国将深入推进工资收入分配制度改革，形成正常的工资增长机制，最低工资标准每年至少应上调 13%。去年年底以来，各地继续上调辖区内的最低工资标准，这是低端劳动力收入保持较快增长的重要动力。在已经公布新标准的省市，平均涨幅与 2010、2011 年的均值相当。除绝对水平已经较高的北京、上海以外，其他省份政府上涨幅度均高于 15%。由于当前通胀已经呈现出阶段性下行趋势，最低工资的实际涨幅更加突出。

广大的农民工群体经过多年在城市中生产生活，正在逐步形成与城镇居民相近的消费习惯，其消费行为主要集中发生在城市里，低收入群体工资持续较快增长有助于提高城市必需消费品的增速。

图 40：部分省市已公布最低工资大幅上调



资料来源：CEIC，申万研究估计

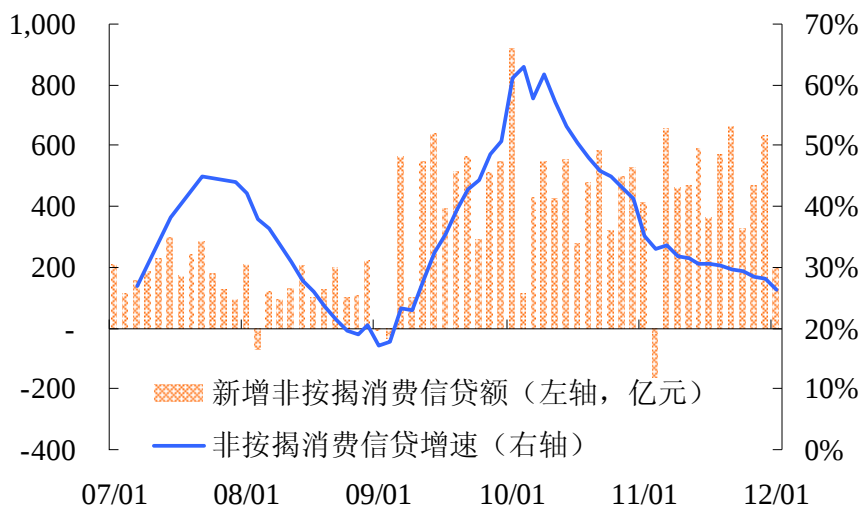
1.3.3 消费信贷可能成为促进居民消费增长的重要动力

在汽车、家电等领域税费优惠政策陆续或即将到期退出后，为保证经济的平稳发展，实现向内需拉动转型的调控目标，国家研究并出台了一系列相关措施，支持和鼓励发展消费信贷可能是促进消费增长的重要动力。

2011 年底商务部《关于十二五期间加强商务领域信用建设的指导意见》中，明确提到“支持零售企业与银行、保险机构、信用担保机构开展信用消费业务，开发新的信用消费模式，培育新的消费增长点”。国内消费信贷 2011 年末达到 8.9 万亿元的规模，但占 GDP 比重仅为 18.8%，相比于发达国家或港澳等地区仍有较大空间。

2011 年按揭以外的居民消费信贷增速达到了 28.1%，如果后期进一步有实质性配套政策出台，激发居民参与消费信贷的意愿，很可能对居民消费支出起到较强的拉动作用。

图 41：非按揭消费信贷保持较快增长



资料来源：CEIC，申万研究估计

1.3.4 消费支出面临的潜在风险

按照我们的预期，2012 年最终消费支出仍将保持较快增长，但部分消费领域仍然面临一些重要的风险因素：

第一，刺激性消费政策退出可能对局部行业造成冲击。

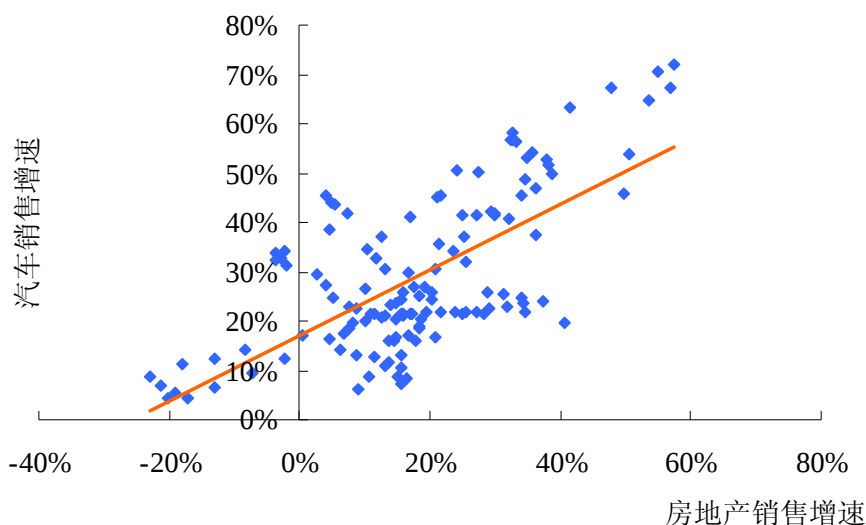
家电下乡补贴、家电以旧换新等政策在 2011 年底退出。此前连续数年的政策优惠促使居民升级换代的家电消费需求提前释放。在名义收入增速回落、地产销售承压和刺激政策退出的叠加下，家电行业在 2012 年可能会面临类似汽车行业 2011 年的“后刺激政策”窘境。

第二，房地产行业深幅调整可能抑制居民消费增速。

房地产调控影响的逐步深化是制约 2012 年消费增长的重要风险。房地产的外溢性很强，房产购买决策直接决定相当部分居民的消费行为。例如家装、家具、家电等购买行为直接与买房相挂钩，特别是在家电下乡、以旧换新等刺激政策在前两年提前释放了不少更新换代的消费需求，2012 年这些地产的关联产品与住宅销售关系将更加密切。

受房地产市场低迷的影响，建筑及装潢材料类、家具类、家电类等领域的消费增速很可能也将出现适度放慢。从历史经验看，不仅相关产业面临地产调控的压力，诸如汽车、服装等可选消费品的零售额也与地产销售息息相关。一旦地产销售出现超预期下滑，消费领域也将受到明显的冲击。

图 42：地产与汽车销售的历史关系



资料来源：CEIC，申万研究估计

第三，财政收入增速下降可能抑制一部分公务消费。

随着经济增长与通胀的双双回落，2012 年财政收入增速可能面临比较明显的下降，这将增强财政预算支出的刚性约束。在当前政策框架下民生类支出影响相对较小，政府公务消费增速可能经历比较明显的冲击。事实上，相关通知和政策法规正陆续出台。例如，财政部已发文要求，中央预算单位从 2012 年起办公费、咨询费、会议费、培训费等 16 项公务消费将被纳入公务卡强制结算项目。

按照财政部财科所披露的数据，2011 年我国政府采购规模为 9000 亿元人民币左右，再加上一些其他公务消费支出，政府直接采购的商品和服务可能达到 1.3 万亿左右，在政府消费支出中占到 20% 左右。当预算约束进一步收紧后，这部分支出可能会面临较大的调整压力，进而影响到公务消费占比较高的部分中高端消费领域。

2. 投资分析

2.1 我国储蓄大于投资

根据国民经济恒等式，封闭经济体中， $Y=C+I+G$ ，推出 $S=I$ ，即总储蓄等于总投资。而开放经济体中， $Y=C+I+G+(X-M)$ ，推出 $S=I+(X-M)$ 。

利用资金流量表中的可支配总收入减去最终消费，得到全社会总储蓄的数据。

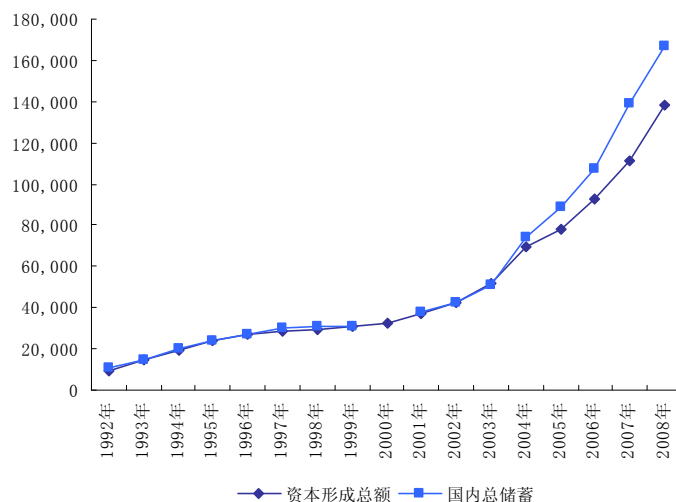
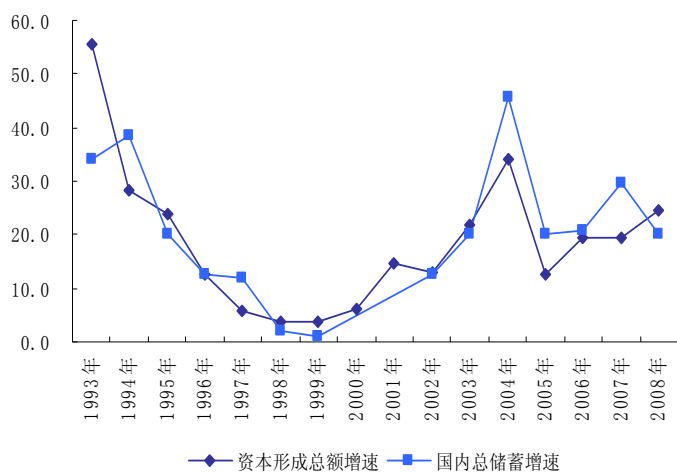
储蓄作为投资资金的重要来源，二者的走势具有很强的一致性。从绝对值看，2004 年之前，投资额和国内总储蓄基本一致，但是 2004 年之后，国内储蓄总额明显大于投资额。

对于造成该格局的原因，一种解释是由于现阶段我国社会保障体系不健全，人们出于对未来的担忧，储蓄倾向明显高于其他国家，使得国民储蓄率偏高，为消化

这些储蓄，投资也会不断升高，即便如此，由于金融体系效率低下，储蓄也无法完全转变为投资，因此剩余储蓄转移到国外，表现为持续的贸易顺差。

图 43：国民总储蓄与固定资产投资增速走势基本一致

图 44：投资绝对量远大于储蓄



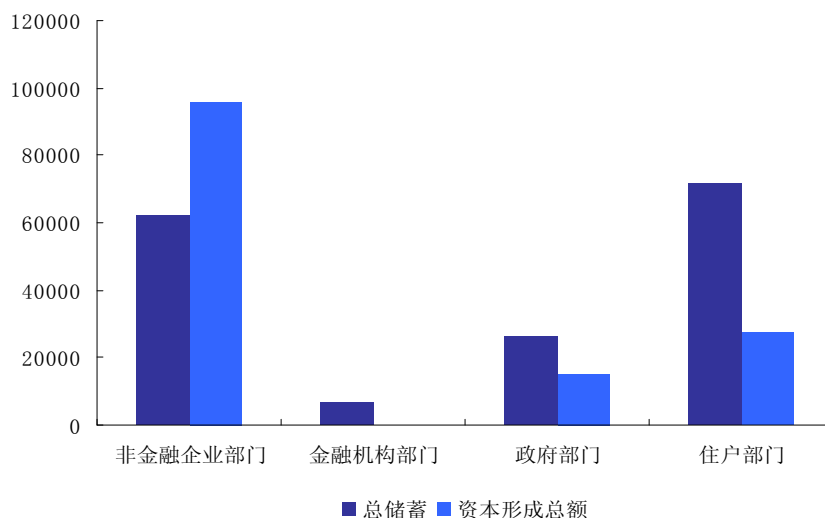
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

另一种解释是，奖出限进的贸易政策是导致储蓄大于投资的根本原因。奖出限进的政策必然使经常项目倾向于盈余，这种政策持续的激励着外部需求，造成经常账户顺差持续存在和扩大，从经常账户余额构成储蓄一部分的意义上讲，该政策职能的发挥，本身就是在激励储蓄、抑制消费。

从主要部门看，企业部门是净借入资金的部门，而政府、居民和金融部门都是净输出资金的部门，导致出现这样的格局，与国内存贷款利率偏低有密切关系，政府通过压低资金成本补贴企业部门，也是导致企业投资，尤其是两高一资行业的投资居高不下的主要原因。

图 45：各部门的总储蓄和资本形成总额比较

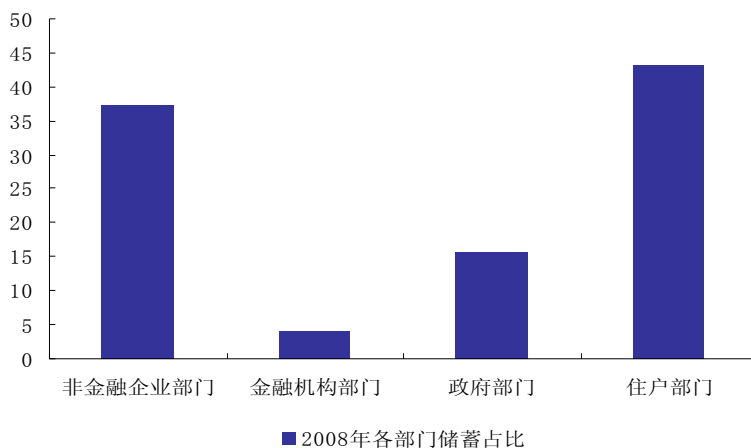


资料来源：CEIC，申万研究

从四大部门看，非金融企业部门和金融部门没有消费，可支配总收入直接转化为总投资，因此储蓄率为 100%，而政府部门和住户部门，则一部分转化为消费，一部分转化为储蓄，2008 年二者的储蓄率分别为 38.6% 和 39.4%。

从国民总储蓄的分布看，住户部门的储蓄占比最高，2008 年为 43%，高于非金融企业部门的 37.2%。

图 46：住户部门的储蓄占比最高



资料来源：CEIC，申万研究

正因为居民储蓄占绝大部分，而居民储蓄与人口结构密切相关。根据人的生命周期，劳动年龄人口主要以储蓄为主，而老人和小孩以消费为主。

从数据看，当人口抚养比处于较低水平时，劳动年龄人口占比较高，储蓄占大部分。高水平的储蓄为高水平的投资提供资金保证，因此一般而言，高储蓄和高投资伴随着高的经济增长水平。

中国的人口抚养比、储蓄和投资占 GDP 比重、以及 GDP 增速也存在上述关系。由此，从人口抚养比的角度看，随着人口红利的结束，储蓄和投资都会下降，相应的消费对 GDP 的贡献会有所改善。

图 47：日本的抚养比与储蓄和投资

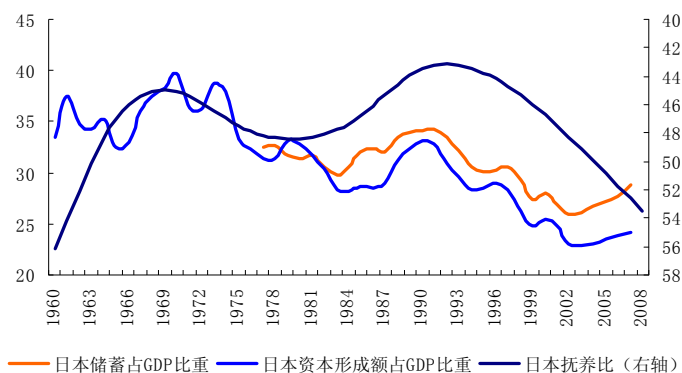
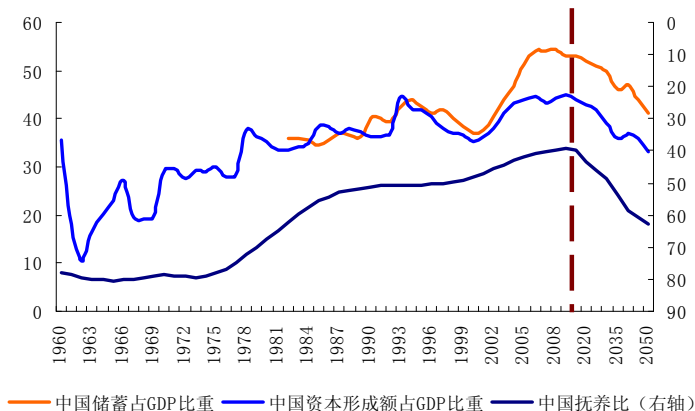


图 48：中国的人口抚养比与储蓄与投资占 GDP 比重



2.2 各投资指标之间略有区别

通常所用的表征投资的指标主要有全社会固定资产投资、城镇固定资产投资、固定资产投资（非农户），GDP 支出法统计中的资本形成额。

全社会固定资产投资是以货币形式表现的在一定时期内全社会建造和购置固定资产的工作量以及与此有关的费用的总称。该指标是反映固定资产投资规模、结构和发展速度的综合性指标，又是观察工程进度和考核投资效果的重要依据。全社会固定资产投资按登记注册类型可分为国有、集体、联营、股份制、私营和个体、港澳台商、外商、其他等。

全社会固定资产投资分为城镇固定资产投资和农村固定资产投资两部分。其中，城镇固定资产投资的统计范围为城镇计划总投资 500 万元及以上的建设项目投资和全部房地产开发企业的投资。农村固定资产投资分为农村住户固定资产投资（统计范围为全部农户），以及农村非农户固定资产投资（统计范围为农村非农户计划总投资 500 万元及以上的建设项目投资）。

2011 年之前每月公布的投资数据为城镇固定资产投资数据，而从 2011 年 1 月开始，国家统计局对月度固定资产投资统计制度进行了完善，即将月度投资统计的范围从城镇扩大到农村企事业单位，并将这一统计范围定义为“固定资产投资（不含农户）”，不仅月度统计内容更加全面，而且定义更加准确。

而全社会固定资产投资与 GDP 支出法中的资本形成总额的主要区别是：

一是全社会固定资产投资包括土地购置费，旧设备和旧建筑物购置费，而固定资本形成总额不包括这些费用。GDP 是生产活动成果，不是生产活动成果不能计算到 GDP 中去。土地购置费是指通过划拨方式或出让方式取得土地使用权而支付的各项费用，这种土地使用权不是生产活动的成果，所以资本形成总额不包括土地购置费。旧设备和旧建筑物虽然是生产活动成果，但是它们已经包括在前期或者当期的固定资本形成总额中，不能重复计算。

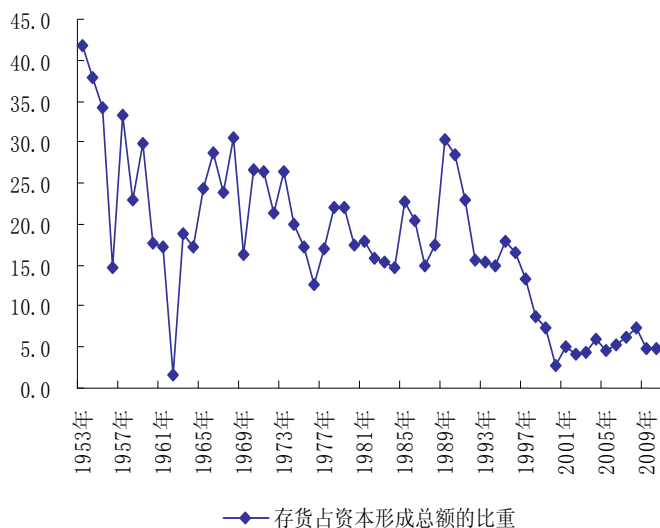
二是全社会固定资产投资不包括城镇和农村非农户 50 万元以下项目的固定资产投资，而固定资本形成总额包括这部分投资。

三是全社会固定资产投资不包括矿藏勘探、计算机软件等无形生产资产方面的支出，而固定资本形成总额包括这方面的支出。就计算机软件来说，它和计算机硬件一样，能够在生产过程中长期发挥作用，相应的支出应当作为固定资本形成处理。

四是全社会固定资产投资不包括房地产开发商的房屋销售收入和房屋建造投资成本之间的差额，而固定资本形成总额包括这部分差额。

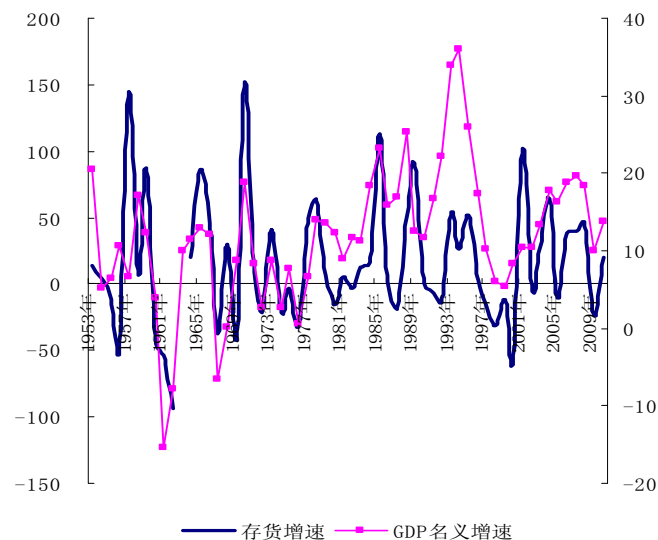
GDP 支出法统计中的资本形成总额=固定资产形成总额+新增存货。自 1953 年以来, 存货占资本形成总额的比重呈现整体下行并企稳的走势, 从存货名义增速和 GDP 名义增速的比较看, 存货呈现明显的顺周期特征, 经济向好, 企业预期乐观, 增加存货, 存货增速也相应高, 经济变差, 企业预期悲观, 减少库存, 存货增速降低。

图 49: 存货占资本形成总额的比重



资料来源: CEIC, 申万研究

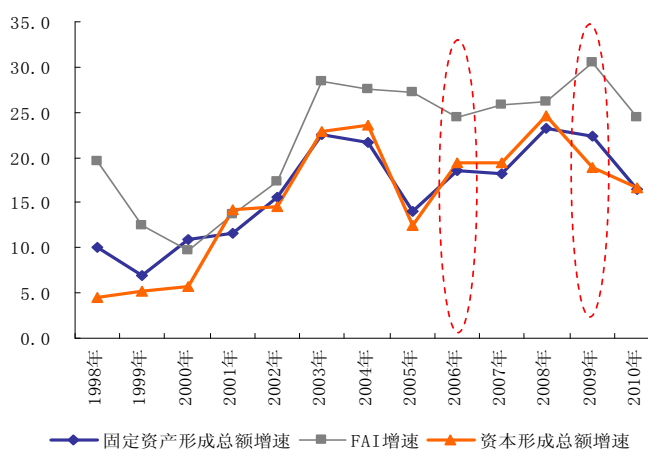
图 50: 存货具有顺周期特征



资料来源: CEIC, 申万研究

资本形成总额名义增速、固定资产形成总额增速、以及固定资产投资增速趋势基本一致。

图 51: 各投资增速指标方向基本一致



资料来源: CEIC, 申万研究

2.3 我国投资的结构性特征

在国内宏观调控以及欧美债务危机的共同影响下，去年我国的投资保持较低水平。

2011 年投资增速为 23.8%，属于 2004 年以来的最低水平。扣除价格因素看，2011 年固定资产投资实际增速为 17.2%，与 2008 年相等，属于最低水平。

图 52：2011 年固定资产投资属于 2004 年以来的新低

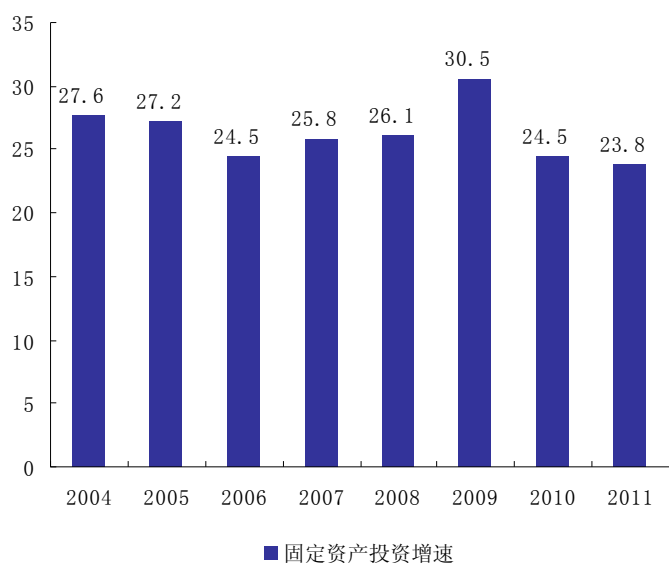
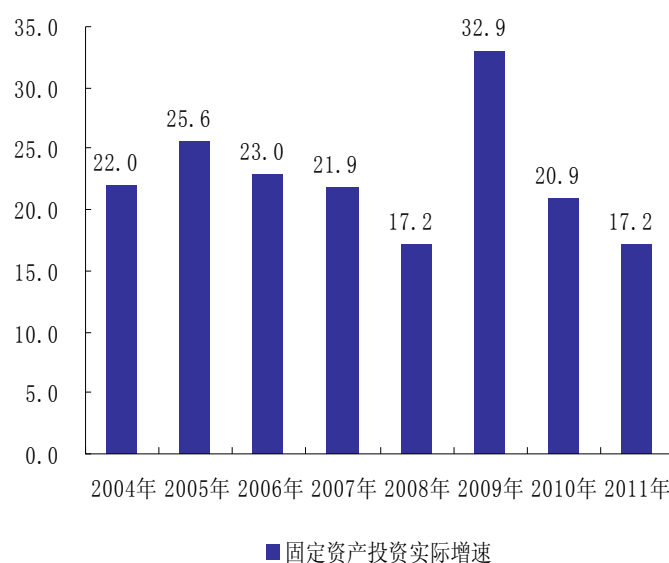


图 53：2011 年 FAI 实际增速等于 2008 年水平



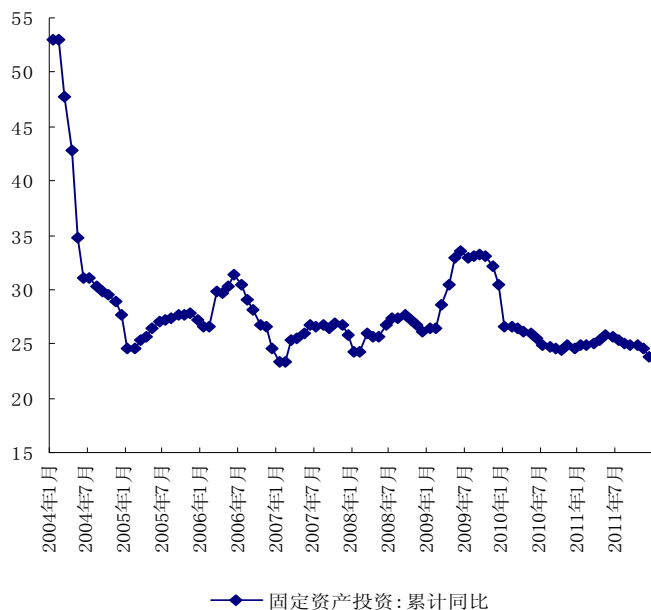
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

从全年的固定资产投资累计增速的走势看，经历了先上升后下降的过程。1-5 月份增速不断提升，达到 5 月份的高点 25.8%，之后持续回落至年底的 23.8%。整体看，2011 年投资增速比较稳定，基本维持在 25%左右。

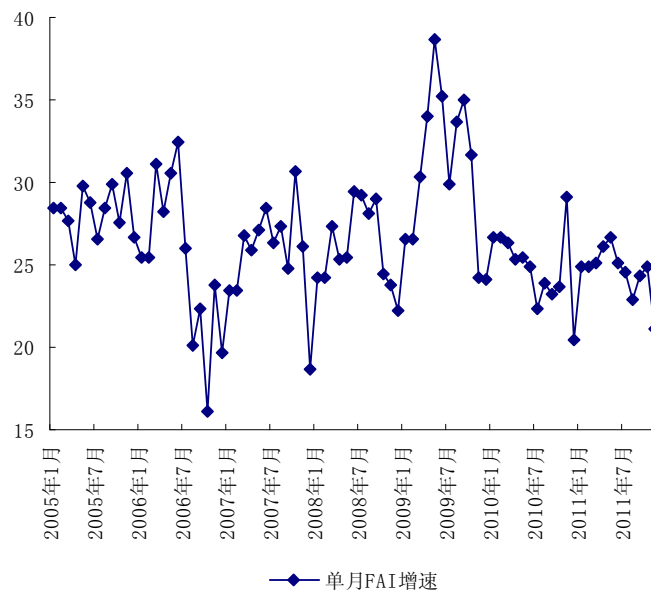
从单月的固定资产投资增速看，经历了先上升后下降、再反弹又回落的复杂波动。固定资产投资单月增速从 1 月份的 24.9%不断提高至 5 月份的高点 26.7%，之后回落至 8 月份的 22.9%，9 月和 10 月份两月反弹，至 9 月份的 24.9%之后，又连续两月回落至 12 月的 18.3%。

图 54：2011 年 FAI 累计增速



资料来源：CEIC，申万研究

图 55：单月的 FAI 增速



资料来源：CEIC，申万研究

按照不同的分类标准，投资可分为：（1）按照从属关系分为：中央项目和地方项目投资（2）按照企业类型分为：国有企业投资、民营企业投资和外资企业投资（3）按照区域分为：各省市的固定资产投资及东中西的固定资产投资（4）按照产业和行业分类：三大产业的固定资产投资及各细分行业的固定资产（5）投资四分法：制造业投资、房地产投资、基础设施投资和服务业及其他。

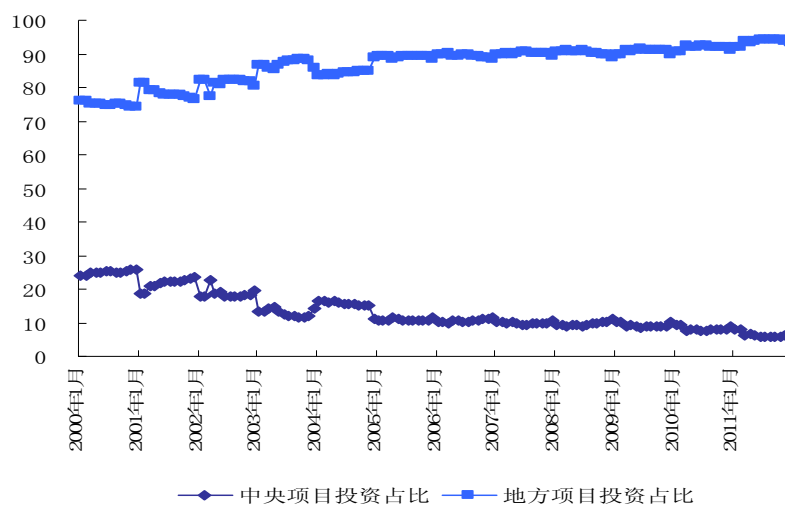
2.3.1 地方项目投资增速明显超过中央项目投资

按照投资的隶属关系，固定资产投资可以分为中央项目投资和地方项目投资。所谓的中央项目指的是中共中央、人大常委会和国务院各部、委、局、总公司以及直属机构直接领导的建设项目和企业、事业、行政单位。这些单位的固定资产投资计划由国务院各部门直接编制和下达，建设所需物资、主要设备以及建设中的问题都由中央有关部门安排和解决。

地方项目由省（自治区、直辖市）、地区（州、盟、省辖市）、县（旗、县级市）三级政府及业务主管部门直接领导和管理的建设项目、企业、事业、行政单位。地方项目还包括不隶属以上各级政府及主管部门的建设项目和企业、事业单位，如外商投资企业和无主管部门的企业等。

从二者占总投资的比重看，地方项目投资占绝对比重，并且占比在不断提升，从 2000 年的 74.2% 不断提升至 2011 年 93.3%。

图 56：地方项目投资占绝对比重



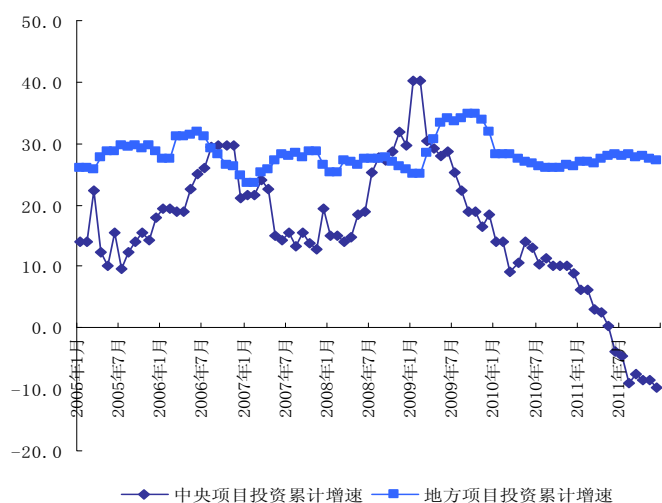
资料来源：CEIC，申万研究

2011 年，中央项目投资增速为 -9.7%，为 2004 年以来的最低水平。全年看，中央项目投资增速呈现不断回落的走势，虽然在 9 月份累计增速由 8 月的 -8.9% 收窄至 -7.5%，但是之后再次回归下降趋势。本轮中央项目投资增速的下滑从 2009 年 1 月达到高点之后，就开始进入了下降趋势。

2011 年地方项目投资增速为 27.2%，保持高位运行。全年看，地方项目投资累计增速呈现先上升后下降的走势，1-8 月累计增速达到高点 28.1%，之后回落至年底的 27.2%。

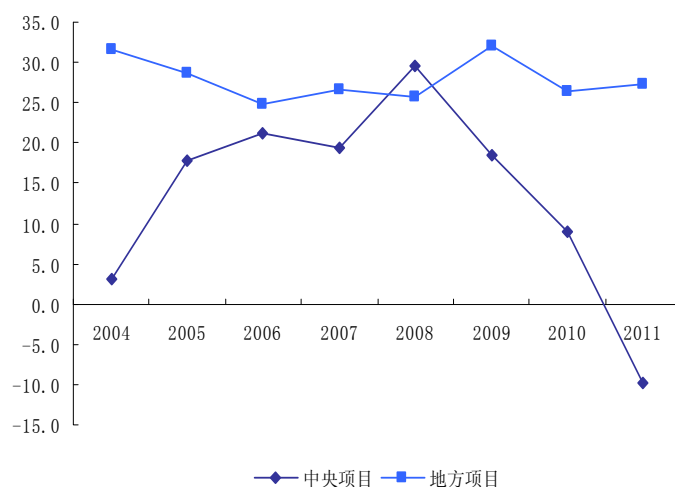
从 2004 年至 2011 年的数据看，除了 2008 年，地方项目投资增速均高于中央项目。2004-2008 年中央项目投资处于上升通道，2009 年之后进入下降通道。而地方投资项目投资增速基本保持稳定，2004-2011 年平均增速为 27.8%。

图 57：2011 年中央项目和地方项目投资累计增速



资料来源：CEIC，申万研究

图 58：2004-2011 年中央项目和地方项目投资增速



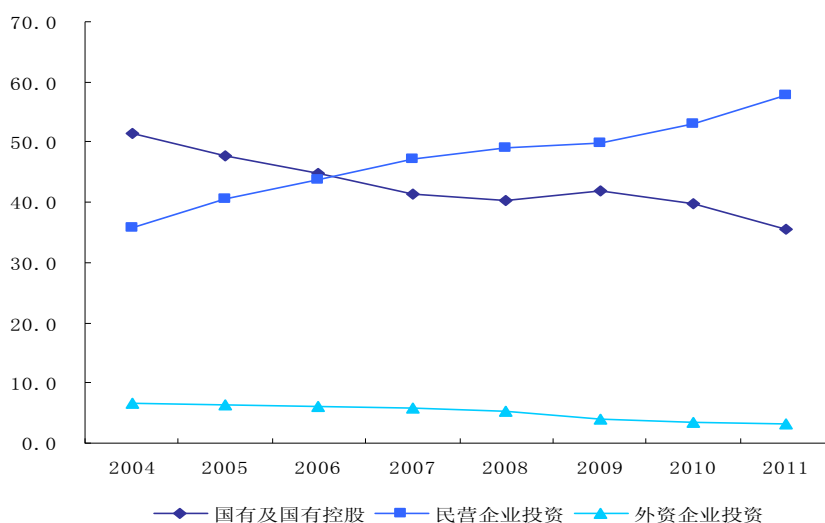
资料来源：CEIC，申万研究

2.3.2 民营企业投资保持较高增长

根据企业所有制类型划分，固定资产投资可以分为国有及国有控股企业投资、民营企业投资和外资企业投资。

民营企业投资占比不断提升，从 2004 年的 35.7% 不断提升至 2011 年的 57.7%。而国有及国有控股企业投资不断下降，从 2004 年的 51.6% 不断回落至 2011 年 35.6%，从 2007 年开始，民营企业投资占比超过国有企业。从 2004 年开始，外资企业投资占比不断回落，从 2004 年的 6.7% 不断回落至 3.1%。

图 59：2007 年开始，民营企业投资占比超过国有企业



资料来源：CEIC，申万研究

2011 年国有及国有控股企业投资增速为 11.1%，全年走势呈现先上升后下降的走势。从 2 月份投资增速 15.6% 上升至 3 月份的高点 17%，之后不断回落至年底的 11.1%。

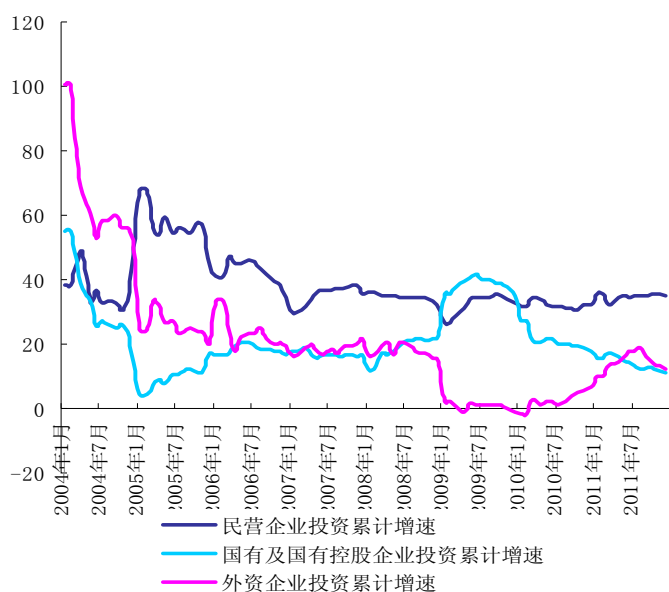
2011 年民营企业投资增速为 34.9%，每月的投资增速基本稳定在 35% 左右的水平。

2011 年外资企业投资增速为 12%，全年走势呈现先上升或下降的走势。从 2 月的 10.1% 不断上升，在 8 月份达到高点 18.7%，之后投资不断回落至年底的 12%。

2004-2011 年期间，国有及国有控股企业投资在 2004-2009 年为上升阶段，之后投资增速不算忽略；民营企业投资增速从 2004 年的高点 47.7% 不断回落至 2008 年的 31.3%，2009-2011 年呈现小幅波动上行走势。外商投资企业投资增速从 2004 年的高点 52.2% 不断回落至 2009 年的 -1.2%，2010-2011 年呈现止跌反弹。

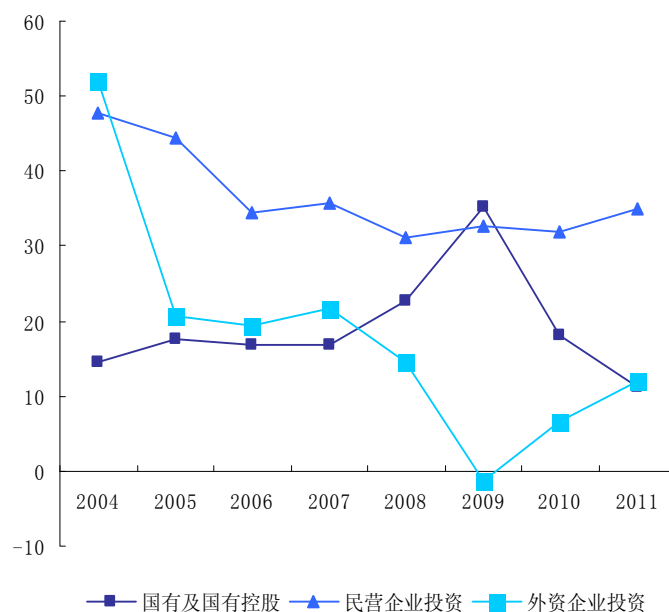
2004-2011 年期间，除了 2009 年外，民营企业投资增速均高于国有企业投资增速，而除了 2004 年外，民营企业投资增速均高于外资企业投资增速。

图 60: 2011 年分企业类型投资增速



资料来源: CEIC, 申万研究

图 61: 2004-2011 年分企业类型投资增速



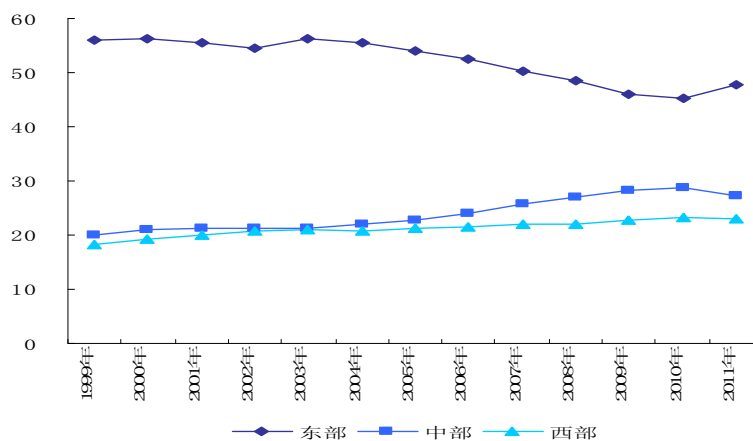
资料来源: CEIC, 申万研究

2.3.3 中西部投资增速明显高于东部

中国东、中、西的划分，按照《中国统计年鉴》中的说明“东部地区是指北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南 10 省市；中部地区是指山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南 6 省；西部地区是指内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆 12 省（区、市）；东北地区是指辽宁、吉林和黑龙江 3 省。”将的辽宁划入东部，吉林和黑龙江划入中部地区。

从投资结构来看，2003 年后，东部地区的投资占比逐年降低；中西部尤其是中部地区在 2004 年呈现转折性的增长；西部地区则在 2006 年后呈现突发性增长趋势。2011 年东部、中部和西部地区投资占比分别为 47.9%、27.3%和 23%。

图 62: 中西部投资占比不断上升

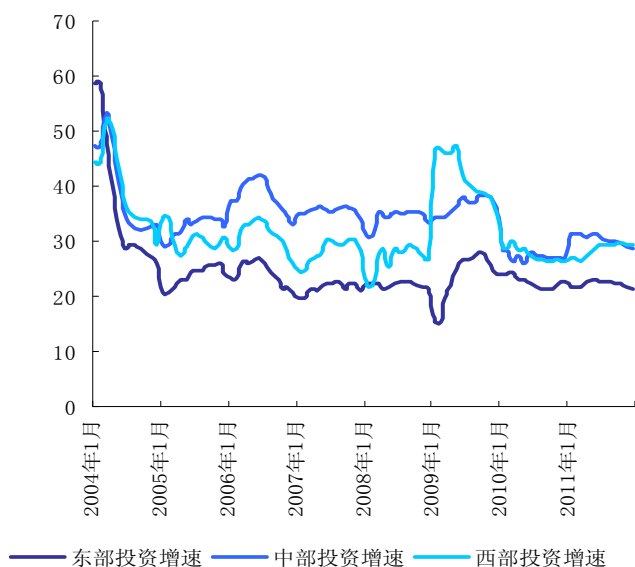


资料来源: CEIC, 申万研究

2011 年东部、中部和西部投资增速分别为 21.3%、28.8%和 29.2%，从 2004 年开始，中部和西部地区投资增速高于东部地区。

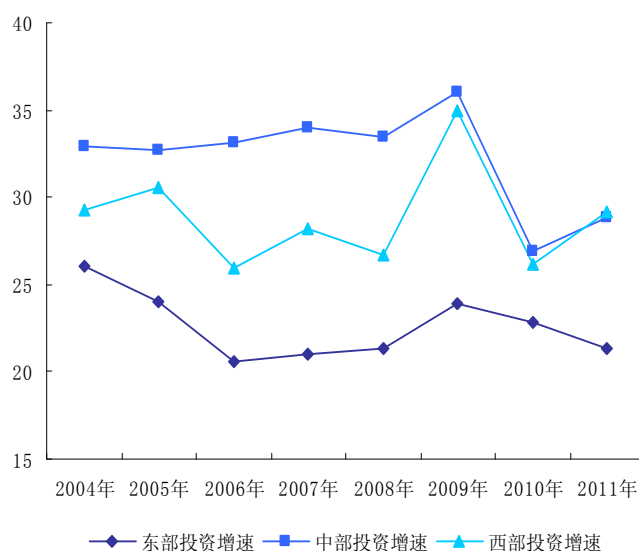
从 2004 年开始，东部地区投资增速经历了先下降，后上升，再下降的走势，2004-2006 年为下降阶段，2007-2009 年为小幅上升阶段，而 2010-2011 年为再次下降阶段，整体上看，东部地区投资增速呈现不断下滑的走势。

图 63：2011 年东中西月度投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

图 64：2004-2011 年东中西部年度投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

2.3.4 第一和第二产业投资增速比 2010 年提高

2011 年第一、第二和第三产业投资增速分别为 25%、27.3%和 21.1%，第一和第二产业增速比 2010 年分别提高 6.8 和 4.1 个百分点，而第三产业投资增速比去年下降 4.5 个百分点。

从月度数据看，第一产业投资增速经历了先上升后小幅回落的走势。从年初的 6.9% 上升到 11 月份 28.8%，然后在 12 月份回落至 25%。

第二产业投资增速呈现前稳后升的走势。1-4 月份第二产业投资增速基本稳定，5 月开始回升，到 12 月份升至 27.3%。

第三产业投资增速呈现前稳后降的走势。1-4 月份第三产业投资增速基本稳定，5 月份开始回落，到 12 月份回落至 21.1%。

从历史数据看，04-08 年是第一产业投资增速不断上升阶段，09 年至今整体投资增速逐渐回落；04-05 年第二产业保持高达到 38.3%和 38.4%的高位，之后回落并保持基本稳定，2006-2011 年平均增速为 27%左右；04-09 年第三产业投资增速呈现上升趋势，在 2009 年达到 33%，之后不断回落。

图 65：2011 年三大产业投资累计增速

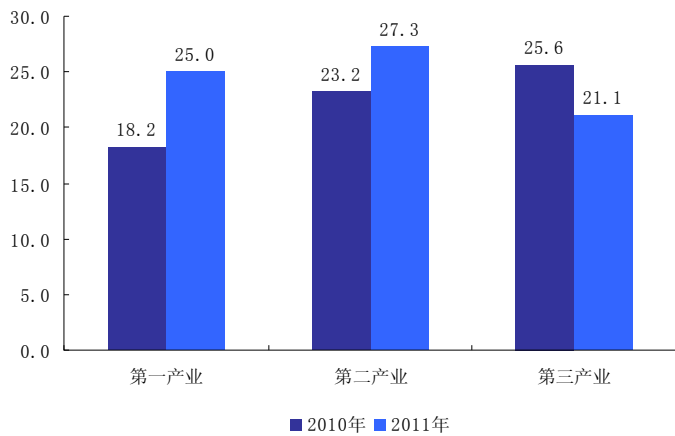
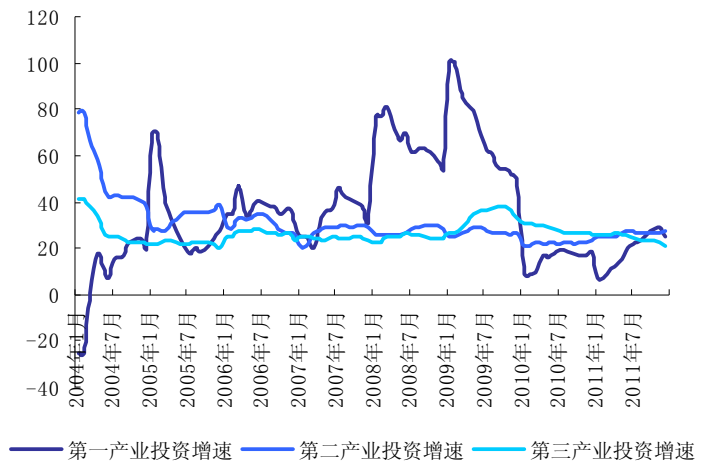


图 66：单月的 FAI 增速



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

第二产业投资中，制造业投资占绝对比重，2011 年第二产业占投资的比重为 43.8%，采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业和建筑业占比分别为 3.9%、34%、4.8%和 1.1%。2004 年以来，除了电力燃气及水的生产和供应业外，其余行业的投资占比均呈现上升趋势。

表 4：2011 年各行业投资占比

行业的固定资产投资增速	2011 年占比	行业的固定资产投资增速	2011 年占比
第一产业	2.2	制造业: 电气机械及器材制造业	2.6
第一产业: 农林牧渔业	2.2	制造业: 通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1.7
第二产业	43.8	制造业: 仪器仪表及文化、办公用机械制造业	0.4
第二产业: 采矿业	3.9	制造业: 工艺品及其他制造业	0.5
采矿业: 煤炭开采及洗选业	1.6	制造业: 废弃资源和废旧材料回收加工业	0.2
采矿业: 石油和天然气开采业	1.0	第二产业: 电力、燃气及水的生产和供应业	4.8
采矿业: 黑色金属矿采选业	0.4	电力、燃气及水的生产和供应业: 电力、热力的生产与供应业	3.8
采矿业: 有色金属矿采选业	0.4	电力、燃气及水的生产和供应业: 燃气生产与供应业	0.4
采矿业: 非金属矿采选业	0.4	电力、燃气及水的生产和供应业: 水的生产与供应业	0.6
采矿业: 其他采矿业	0.0	第二产业: 建筑业	1.1
第二产业: 制造业	34.0	第三产业	53.9
制造业: 农副食品加工业	1.7	第三产业: 交通运输、仓储和邮政业	9.0
制造业: 食品制造业	0.8	交通运输、仓储和邮政业: 铁路运输业	1.9
制造业: 饮料制造业	0.6	交通运输、仓储和邮政业: 道路运输业	4.5
制造业: 烟草制品业	0.1	交通运输、仓储和邮政业: 城市公共交通业	0.7
制造业: 纺织业	1.2	交通运输、仓储和邮政业: 水上运输业	0.6
制造业: 纺织服装、鞋、帽制造业	0.8	交通运输、仓储和邮政业: 航空运输业	0.3
制造业: 皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.3	第三产业: 信息传输、计算机服务和软件业	0.7
制造业: 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.6	第三产业: 批发和零售业	2.4

制造业:家具制造业	0.4	第三产业:住宿和餐饮业	1.3
制造业:造纸及纸制品业	0.6	第三产业:金融业	0.2
制造业:印刷业和记录媒介的复制	0.3	第三产业:房地产业	25.1
制造业:文教体育用品制造业	0.1	第三产业:租赁和商务服务业	1.1
制造业:石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.7	第三产业:科学研究、技术服务和地质勘查业	0.5
制造业:化学原料及化学制品制造业	2.9	第三产业:水利、环境和公共设施管理业	8.1
制造业:医药制造业	0.9	水利、环境和公共设施管理业:水利管理业	1.1
制造业:化学纤维制造业	0.2	水利、环境和公共设施管理业:环境管理业	0.5
制造业:橡胶制品业	0.4	水利、环境和公共设施管理业:公共设施管理业	6.5
制造业:塑料制品业	0.9	第三产业:居民服务和其他服务业	0.4
制造业:非金属矿物制品业	3.5	第三产业:教育	1.3
制造业:黑色金属冶炼及压延加工业	1.3	第三产业:卫生、社会保障和社会福利业	0.8
制造业:有色金属冶炼及压延加工业	1.3	卫生、社会保障和社会福利业:卫生	0.6
制造业:金属制品业	1.7	第三产业:文化、体育和娱乐业	1.0
制造业:通用设备制造业	2.6	第三产业:公共管理和社会组织	1.9
制造业:专用设备制造业	2.0	第三产业:国际组织	0.0
制造业:交通运输设备制造业	2.8		

制造业细分行业中，除了纺织业、造纸及纸制品业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业投资占总投资比重下降外，其余行业的投资占比均呈现基本稳定或者小幅上行的走势。

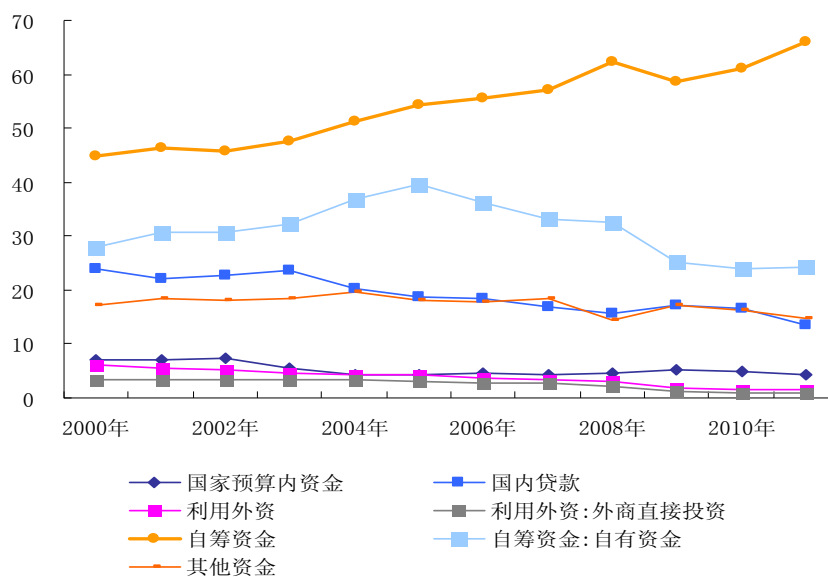
从第三产业的细分行业看，占总投资比重下降的行业是交通运输仓储和邮政业、信息传输计算机服务和软件业、教育和公共管理和社会组织；占总投资比重上升的行业是批发和零售业、住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、居民服务和其他服务业。占投资比重先升后降的是：文化体育和娱乐业；占总投资比重先降后升的是：金融业、科学研究技术服务和地质勘探业、卫生、社会保障和社会福利业。水利环境和公共设施管理业占总投资的比重经历了先降后升再降的过程。

房地产业投资占比受地产调控的影响波动比较大，但整体稳定在 24%左右。

2.3.5 贷款紧张背景下，自筹资金占比提升

2011 年，货币政策持续处于偏紧的状态，很多企业也反映面临资金压力。贷款的偏紧直接导致了贷款占资金来源的比重从 2010 年的 16.5%下降至 13.5%。为了应对偏紧的资金面，企业自筹资金力度加大，自筹资金占比从 2010 年的 61%提高至 65.9%，这使得虽然信贷偏紧，但是投资增速下滑的幅度并不大。

图 67：资金来源结构变化

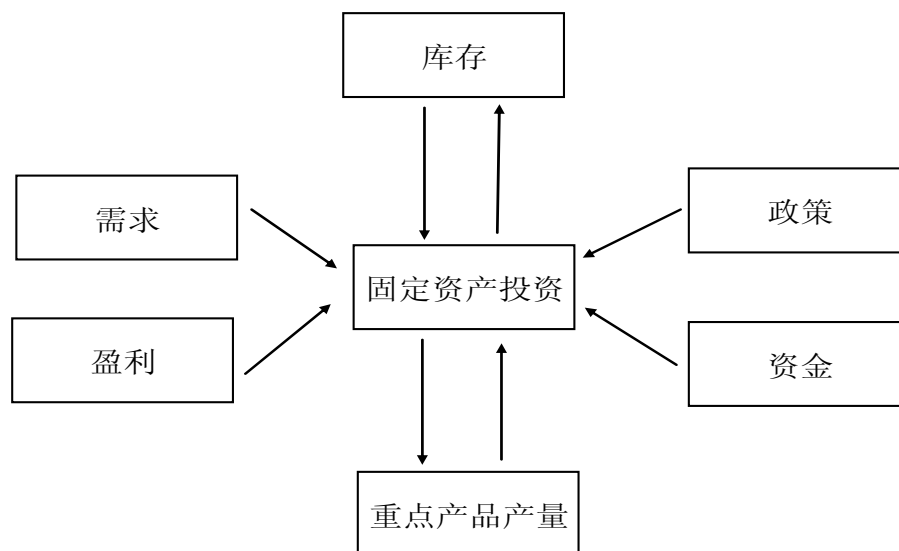


资料来源：CEIC，申万研究

2.4 四大类投资的影响因素

本文将重点从需求、盈利、政策、资金和库存的角度分析影响投资的因素，并分析了投资与主要产品产量的关系，可通过观察产品产量预测投资。

图 68：投资分析的逻辑框架图



资料来源：申万研究

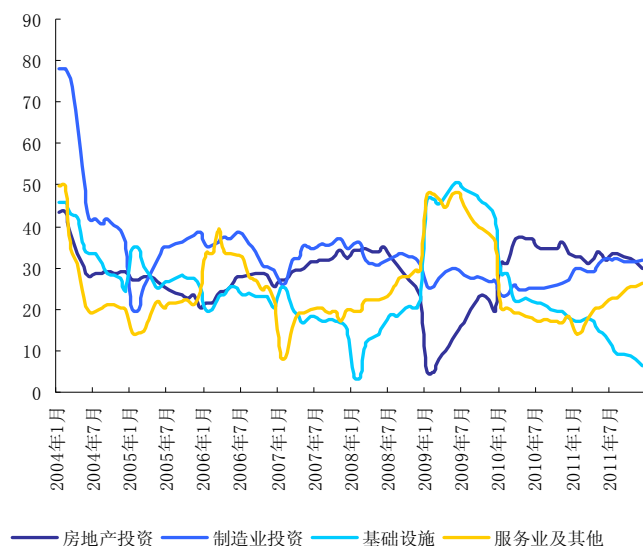
一般将固定资产投资分为四大类，分别是制造业投资、基础设施投资、房地产投资和服务业及其他。

值得说明的有两点，第一，根据人民银行对基础设施投资的论述，基础设施投资包括电力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业及水利、环境和公共设施管理业。服务业及其他投资等于总投资扣减制造业投资、基础设施投资和房地产投资。

第二，此处的房地产投资指的是固定资产投资中的房地产业投资，而不是房地产开发投资，二者最大的不同是房地产开发投资包括土地购置费。从增速上看，房地产业投资增速略高于房地产开发投资增速。

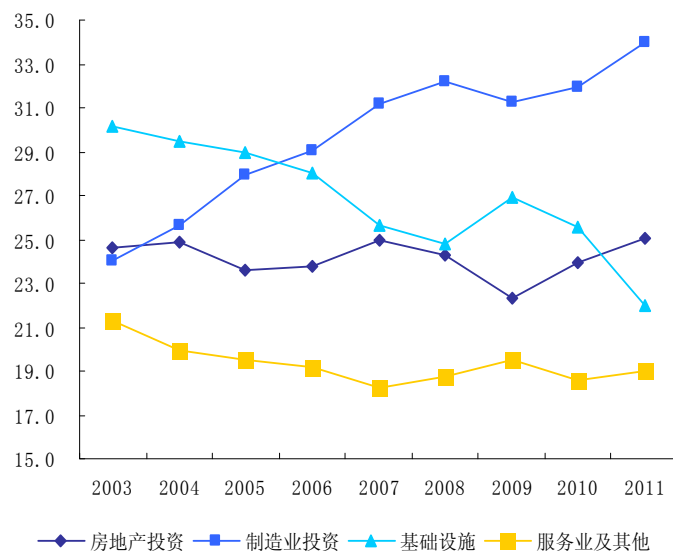
2011 年制造业投资、基础设施投资、房地产投资和服务业及其他占总投资的比重分别为 34%、22%、25.1%和 19%。2003-2011 年期间，制造业投资占比不断提升，基础设施投资占比呈下降走势，而房地产投资和服务业及其他投资占比基本稳定。

图 69：四大类投资增速



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 70：四大类投资占比



资料来源：Bloomberg，申万研究

2.4.1 影响四大类投资的充分条件

根据分析，影响制造业投资增速最关键的因素是上年的利润，而影响房地产投资的中长期因素是人口结构和人口迁移，而短期主要看信贷和房地产销售情况；决定基础设施建设投资的主要是财政政策，与基础设施最直接的指标是投资资金来源中的国家预算内资金情况；服务业及其他投资，从行业上看，既包括市场化程度比较高批发零售业、住宿餐饮业等，也包括国家干预程度相对较高的教育、医疗和社会保障等行业，因此不同时期影响因素有所不同，要具体分析。

（1）上年利润决定当年制造业投资

从影响制造业投资的因素看，相比于下游需求和出口，上一年的利润才是决定投资的决定因素。

将房地产、汽车和家电的销售数据表征下游需求的变动，2004 年至 2008 年 6 月之前，下游需求的变动和制造业投资的变动方向基本一致，但是从 2008 年 6 月开始至 2011 年 12 月，下游需求的变动与制造业投资方向出现背离。**可能的原因是：下游需求的变动虽然能够影响企业盈利，但是企业可以通过转嫁，在下游需求下降的时候，提高利润水平，企业仍然会加大投资。**

同时决定制造业投资增速的也不是出口。从数据看，出口对制造业投资的解释力度相对较弱，尤其是在次贷危机之后，二者出现了明显的背离。可能的原因是，随着出口增速的整体回落，很多制造企业从外需转向内需。

图 71：出口增速与制造业投资增速存在背离

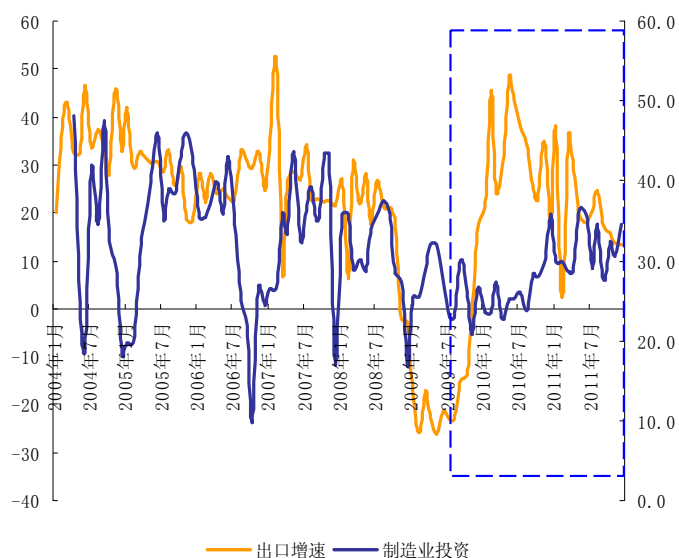
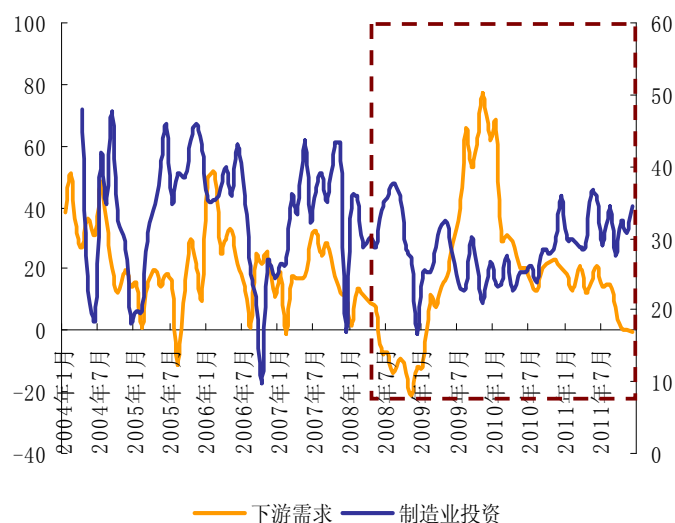


图 72：下游需求与制造业投资增速存在背离

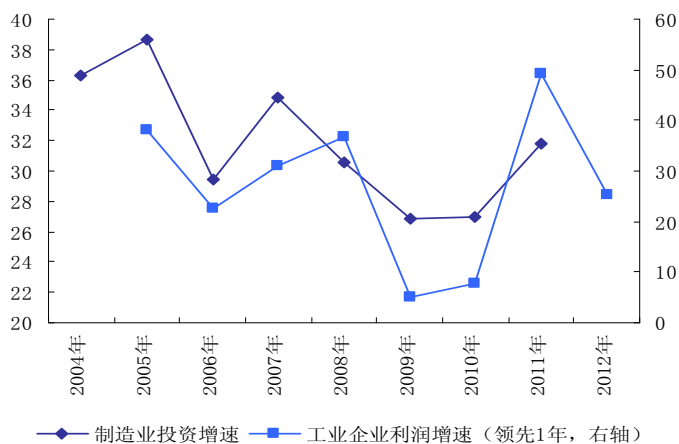


资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

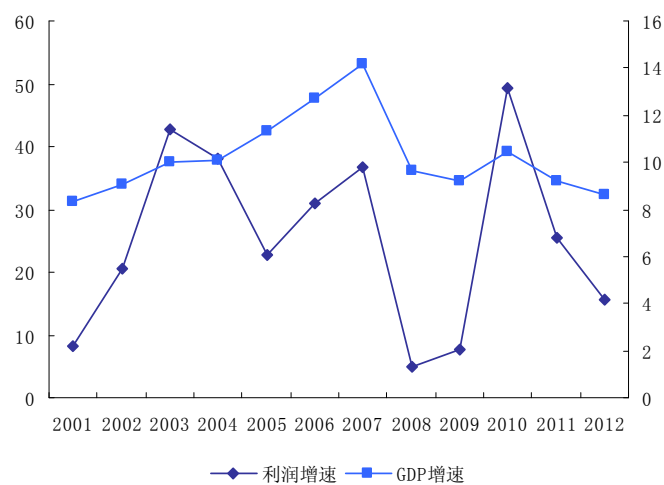
决定制造业投资增速的是上一年的利润增长情况，除了 2008 年次贷危机影响我国经济，导致当年投资大幅回落之外，其余年份领先 1 年的利润增速与当年投资增速方向完全匹配。而决定利润的最关键的指标是经济走势。由此可以看出，企业往往是根据当年的经济和利润走势，决定下年的投资情况，相对而言缺乏前瞻性。

图 73：企业利润增速领先制造业投资增速 1 年



资料来源：CEIC，申万研究

图 74：利润与经济走势密切相关



资料来源：CEIC，申万研究

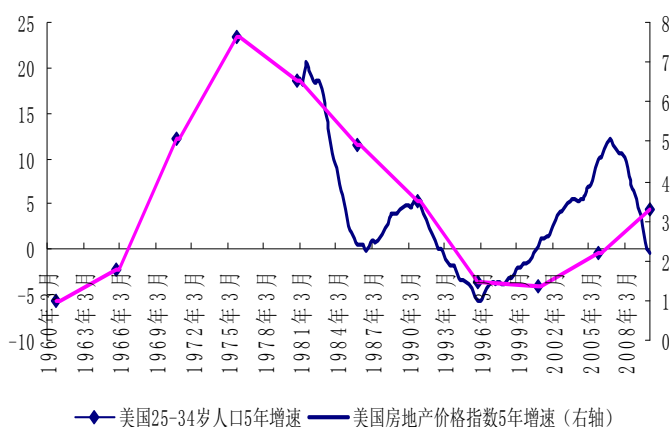
（2）信贷和地产销售领先地产投资

从中长期看，人口结构和城镇化进程是决定房地产投资的主要因素。

25-35 岁是美国人成家、购买第一套房子以及申请贷款的集中时间，我们采用联合国的数据，计算 25-34 岁人口的 5 年增速，将其与房地产价格指数进行比较研究，发现人口增速可以是房地产大周期的主要推动力量，战后婴儿潮人口长大成人后，推动了美国房地产在 1967-1972 年间的第一波繁荣。

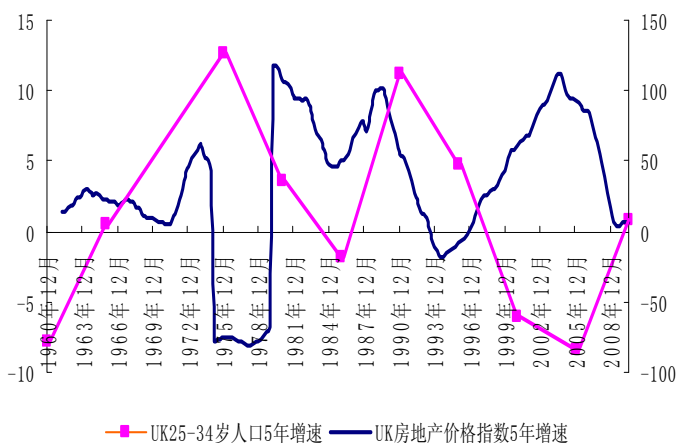
此外，英国和日本的住宅价格 5 年增速与 25-34 岁人口的 5 年增速的走势也比较类似。

图 75：战后婴儿潮带来美国房地产的第一波繁荣



资料来源：CEIC，申万研究

图 76：英国 25-34 岁人口增速与房地产价格指数



资料来源：CEIC，申万研究

除了存量人口的结构对房地产影响较大外，人口的迁移、流动也会对房地产市场产生影响，在中国最典型的人口流动是城镇化运动。

美国、日本和中国的数据均显示，新增城镇人口增速与房地产密切相关。

图 77：美国新增城镇人口增速与新建住宅销售增速

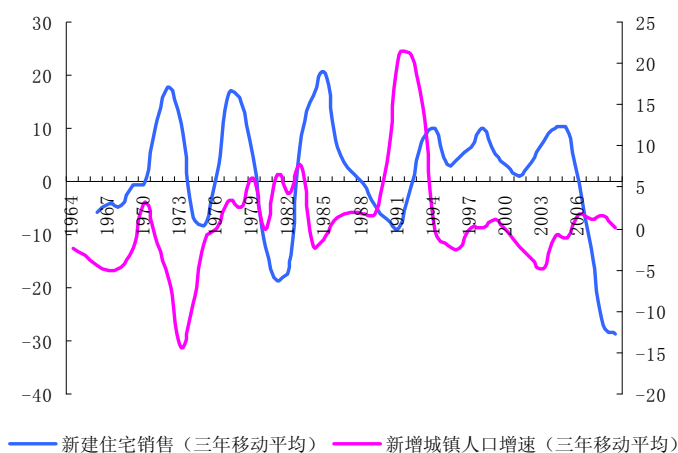
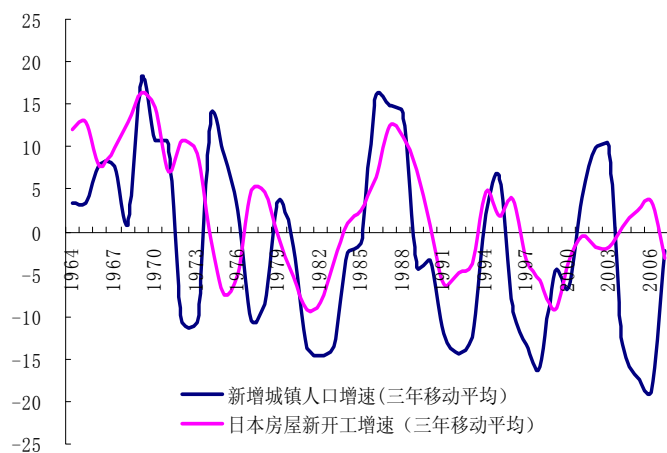


图 78：日本新增城镇人口增速与房屋新开工增速



资料来源：CEIC，申万研究

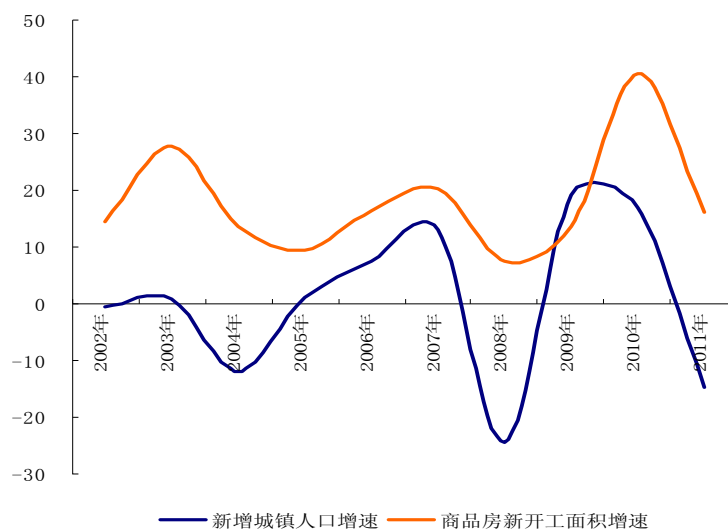
资料来源：CEIC，申万研究

很多投资者认为中国的房地产完全是政策市，但是从数据看，新增城镇人口增速与商品房新开工面积增速走势一致，这说明，这几年中国房地产市场的快速发展背后是有城镇化的加速支撑的。

2011 年中国的城镇化率为 51.27%，明显低于发展中国家该有的水平。根据国际经验，城市化率将沿着 S 曲线提高，一旦城市化率超过 30%，城市化率将进入加速上升阶段，我国目前正处于这一阶段。

城镇化的加速必然伴随着大量的农村人口向城市的转移，提升住房需求，数据表明新增城镇人口增速与房地产新开工面积增速密切相关。城镇化加速的过程中，房地产市场仍有非常大的发展空间，虽然短期受到宏观调控的影响而有所波动。

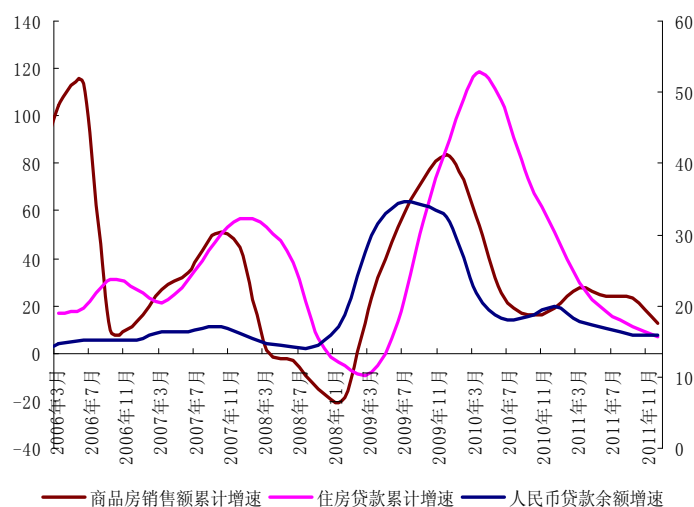
图 79：中国新增城镇人口与商品房新开工面积增速



资料来源：CEIC，申万研究

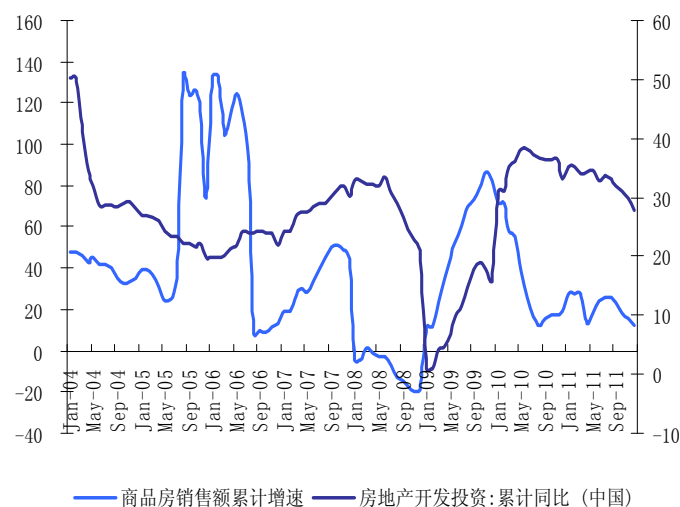
短期内，信贷条件领先房地产销售，而房地产销售又领先房地产投资。信贷条件的变化取决于政策基调。

图 80：人民币贷款领先房地产销售



资料来源：CEIC，申万研究

图 81：房地产销售领先房地产投资



资料来源：CEIC，申万研究

（3）财政政策决定基础设施投资

基础设施投资情况主要取决于财政政策，财政政策属于逆周期操作，在经济繁荣阶段，财政政策维持偏紧基调，基础设施投资表现相对偏弱，在经济衰退阶段，国家实施积极的财政政策，基础设施投资大幅增长，以稳定经济走势。

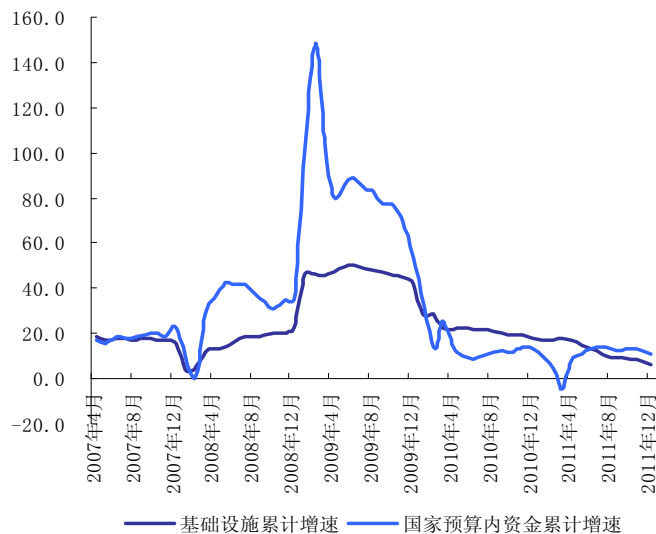
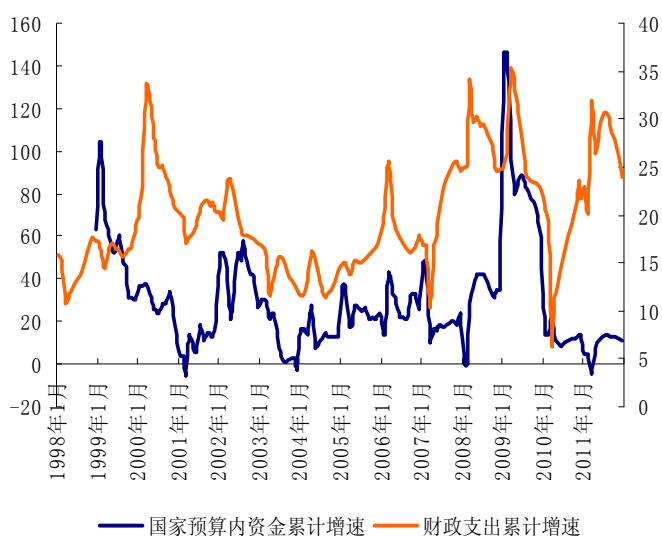
从数据看，国家预算内资金累计增速和财政支出累计增速走势基本一致，显示财政拨款支持投资的资金，主要归入国家预算内资金，值得注意的是，自 2010 年以

来，二者走势出现偏离，国家预算内资金增速保持稳中有降，而财政支出累计增速先升后降，造成偏离的主要原因是财政支出向民生领域倾斜，相应的投资性支出减少，可以说明此现象的是去年社会消费品零售总额与 GDP 支出法中最终消费走势的背离。

基础设施投资与国家预算内资金累计增速保持一致，因此基础设施投资的增长情况，既要看法支出总量，又要看法支出中运用到投资中的比例。

图 82：财政支出与国家预算内资金增速基本一致

图 83：国家预算内资金增速与基础设施投资累计增速基本一致



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

（4）服务业及其他投资的驱动要素具体分析

服务业及其他投资的驱动因素比较复杂，服务业中既有市场化程度比较高的批发零售业、住宿餐饮业、租赁和商务服务业等，也有受国家政策影响明显的教育、居民服务业和其他服务业，文化体育和娱乐业、公共管理和社会组织业等。

表 5：2009 年各行业不同企业类型投资占比

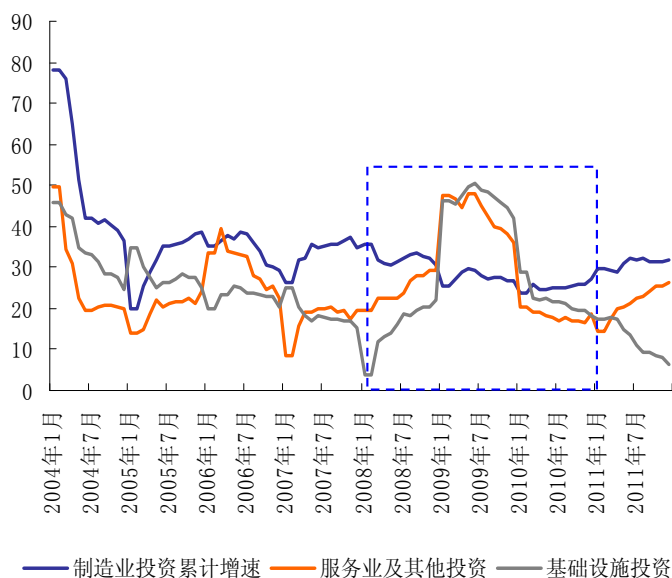
2009年各行业不同企业类型投资占比	国有及国有控股	外商投资	民间投资
房地产业	14.0	9.7	76.4
制造业	10.4	12.5	77.1
基础设施行业	75.5	2.4	22.1
交通运输、仓储和邮政业	83.2	1.7	15.1
水利环境和公共设施管理业	82.8	0.7	16.5
电力燃气水的生产供应业	60.6	4.7	34.7
服务业及其他	48.0	4.0	48.0
教育	82.3	0.5	17.2
卫生社会保障和社会福利业	79.3	0.9	19.8
公共管理和社会组织	76.0	0.1	23.9
科研技术服务和地质勘查业	60.6	2.6	36.8
文化、体育和娱乐业	54.8	3.9	41.3
建筑业	50.7	1.4	48.0
农、林、牧、渔业	49.5	1.2	49.3
信息传输计算机服务和软件业	47.8	24.3	27.9
金融业	41.3	2.1	56.6
采矿业	34.7	1.7	63.6
居民服务和其他服务业	25.0	1.9	73.1
住宿和餐饮业	11.6	7.5	80.8
批发和零售业	10.2	4.3	85.5

资料来源：统计局，申万研究

从数据看，在 2004–2007 年，以及 2011 年全年，服务业及其他投资增速与制造业投资增速走势一致，这两段时期都是经济增长尚可，国家并没有大规模启动基础设施投资的年份，这表明，在这样的年份，服务业及其他的投资受净资产收益率影响以及制造业投资所带动，会保持与制造业投资相同的走势。

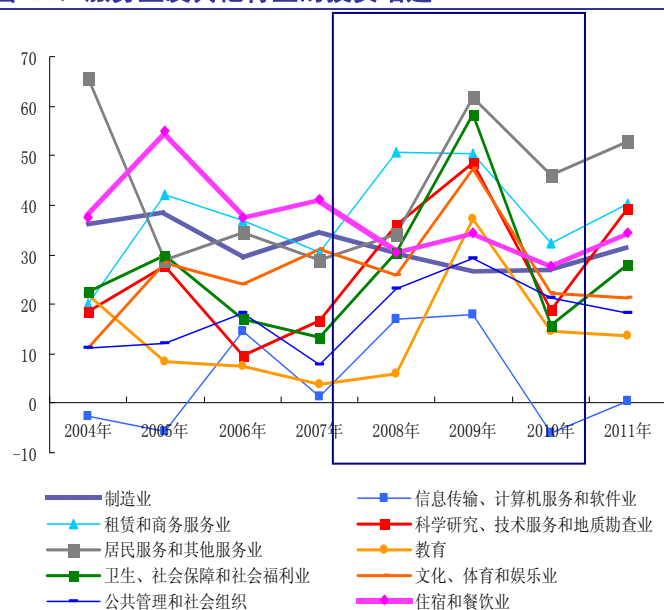
而在 2008–2010 年，服务业及其他投资与基础设施投资保持一致，主要的原因是在 2008–2009 年 6 月，为了挽救危机中的中国经济，国家启动大规模的救市计划，基础设施以及受国家政策影响明显的教育、居民服务业和其他服务业，文化体育和娱乐业、公共管理和社会组织业等行业投资大规模增加；而在 2009–2010 年，随着经济的 V 型复苏，国家积极的财政和货币政策逐渐退出，基础设施以及受国家政策影响明显的行业投资均出现下行。

图 84：服务业及其他投资与制造业、基础设施投资的对比



资料来源：CEIC，申万研究

图 85：服务业及其他行业的投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

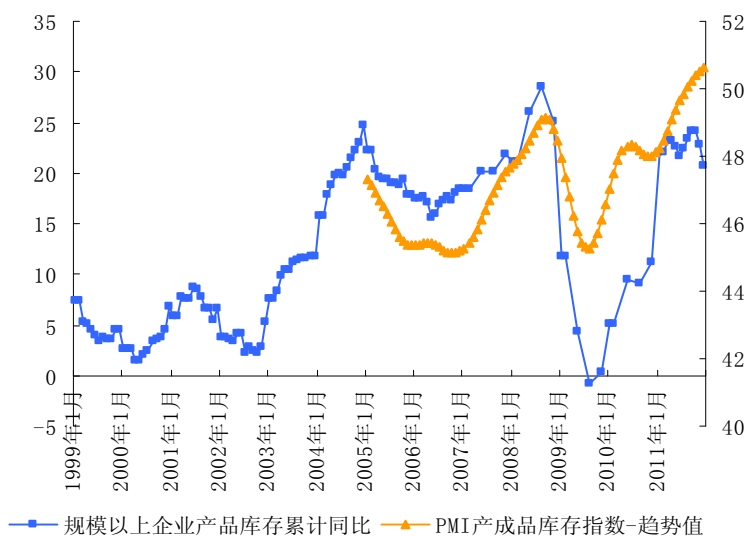
2.4.2 投资与库存的关系

能够表征库存的指标有：制造业 PMI 中的原材料库存指数和产成品库存指数、规模以上工业企业的产品库存、GDP 支出法核算中的存货。

由于 GDP 支出法核算法中的存货，每年公布一次，因此不方便进行研究，因此主要看前制造业 PMI 中的产成品库存指数和规模以上工业企业的产品库存数据。

由于 PMI 指数及产成品库存指数具有很强的季节性，因此我们通过季度调整后进行比较，从数据看，产成品库存指数与规模以上工业企业的产品库存同比走势基本一致。

图 86：两种库存指标比较

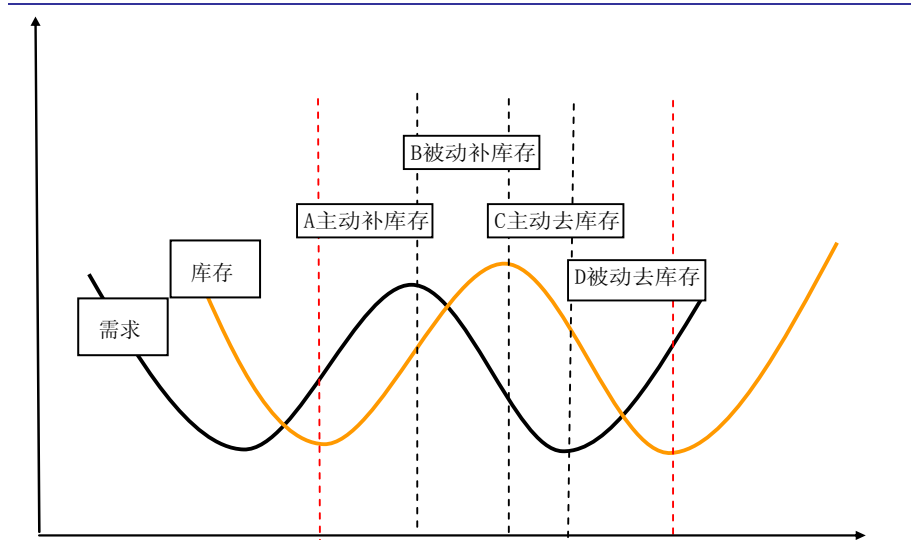


资料来源：CEIC，申万研究

根据需求的不同，库存的变化存在主动和被动的区别，所谓的被动去库存就是因为需求向好，企业虽然加大生产但仍赶不上需求，表现为现有库存的下降，主动去库存指的是在需求疲弱的背景下，企业生产意愿不足，以消化现有库存为主；主动补库存，指的是在需求好转初期，企业对未来经济乐观，主动加大生产，表现为库存的增加；而被动补库存，指的是在需求逐渐转弱的情况下，企业逐渐缩减生产的同时，库存还是增加的。

如果将库存的谷底到谷底作为一个周期，则完整的库存周期经历主动补库存-被动补库存-主动去库存-被动去库存阶段。

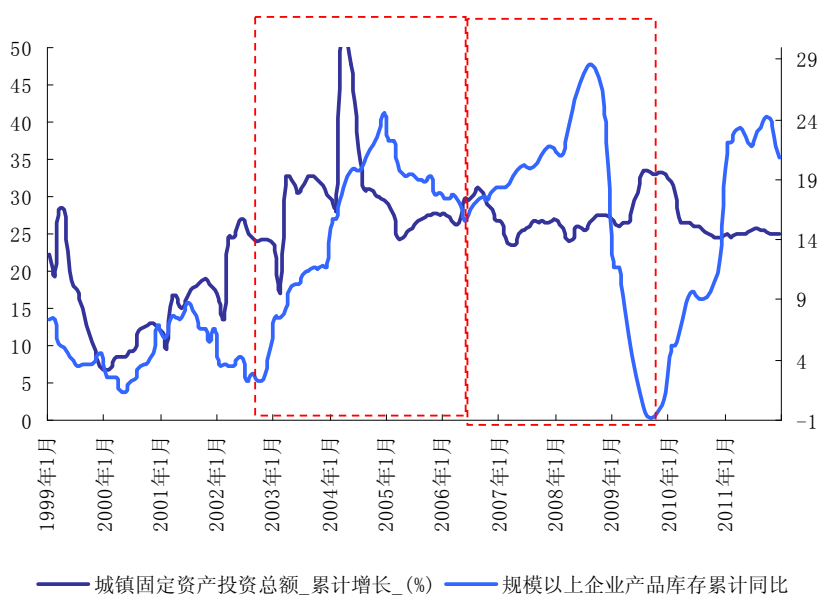
图 87：库存周期



资料来源：CEIC，申万研究

从投资和库存的关系看，在第一轮库存周期中，投资和库存呈现顺周期的特征，而在第二轮库存周期中，库存上升阶段，投资保持稳定，而库存下降阶段，投资上升。

图 88：库存周期中，投资与库存的关系

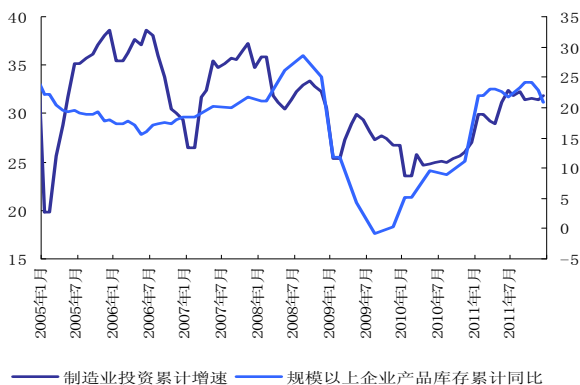


资料来源：CEIC，申万研究

从投资的四大分项目看，制造业投资和房地产投资与工业企业库存是顺周期，从逻辑上讲，房地产投资与工业产成品库存关系不大，主要是通过影响制造业投资，影响库存。基础设施投资与工业的产品库存是逆周期的，主要原因是当企业库存下降，工业企业投资下降后，政策的逆周期调控将会启动基础设施投资，拉动经济。

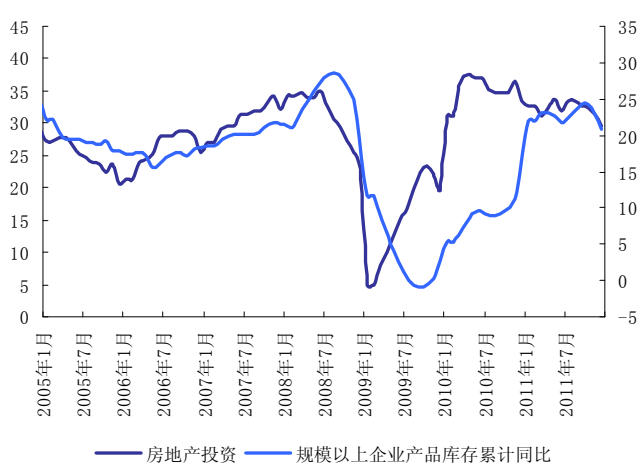
服务业投资与库存的关系比较复杂，服务业投资中包含生产性服务业，当制造业投资加速时，会带动生产性服务业投资加快，另一方面，当国家进行宏观调控，采用积极的财政时，会加大教育、医疗、文化等国家主导的服务业的投资。所以从数据上看，服务业及其他投资既有与制造业投资保持同步的时间段，也有与制造业投资保持反向的时间段。

图 89：制造业投资与库存顺周期



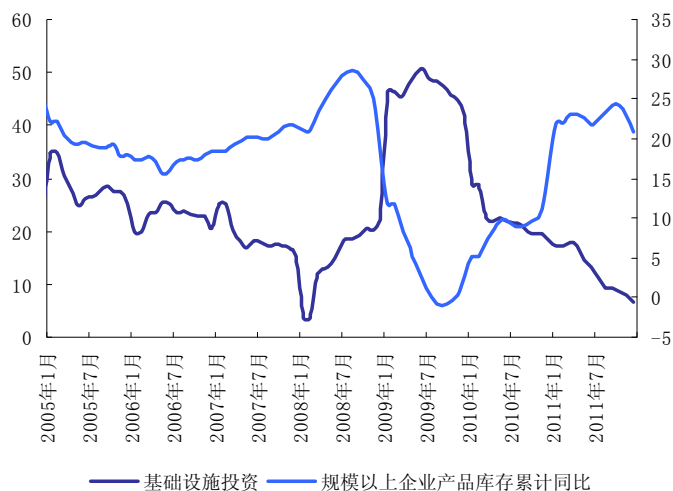
资料来源：CEIC，申万研究

图 90：房地产投资与库存顺周期



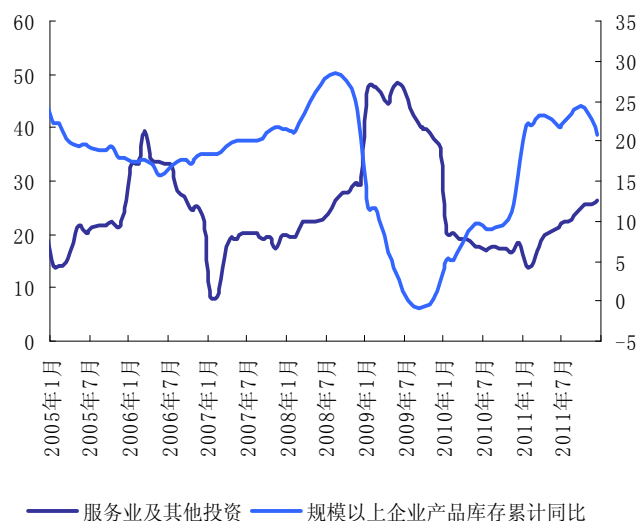
资料来源：CEIC，申万研究

图 91：基础设施投资与库存逆周期



资料来源：CEIC，申万研究

图 92：服务业投资与库存不存在单一关系



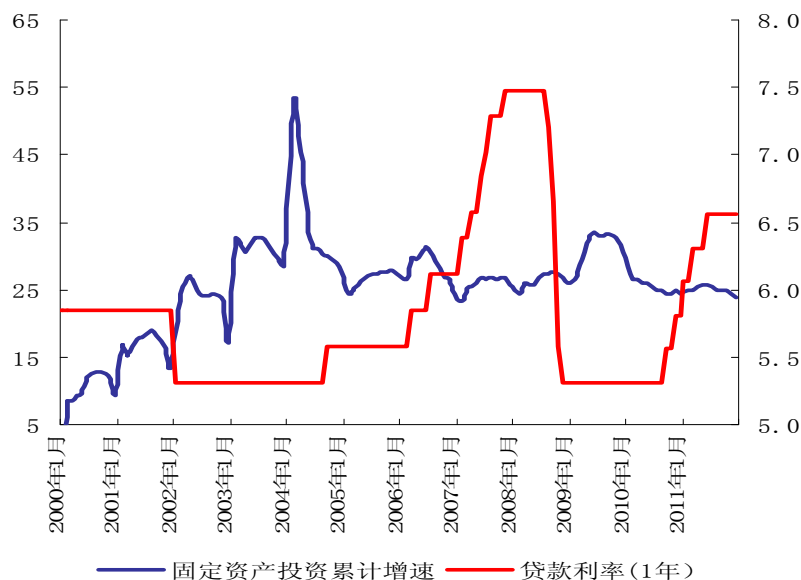
资料来源：CEIC，申万研究

2.4.3 资金是决定投资的必要条件

首先看表征资金状况的利率与投资的关系。

1 年期贷款利率作为全社会资金利率的基准，其走势并不代表全社会资金利率走势，更多的是代表了政策走向。从数据看，贷款利率较低时，投资增速很高，当贷款利率上行时，投资有所下降。

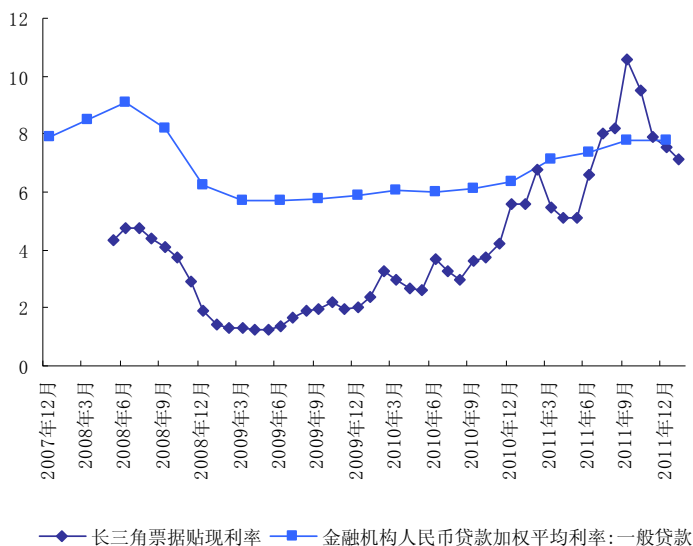
图 93：贷款基准利率与投资逆周期



资料来源：CEIC，申万研究

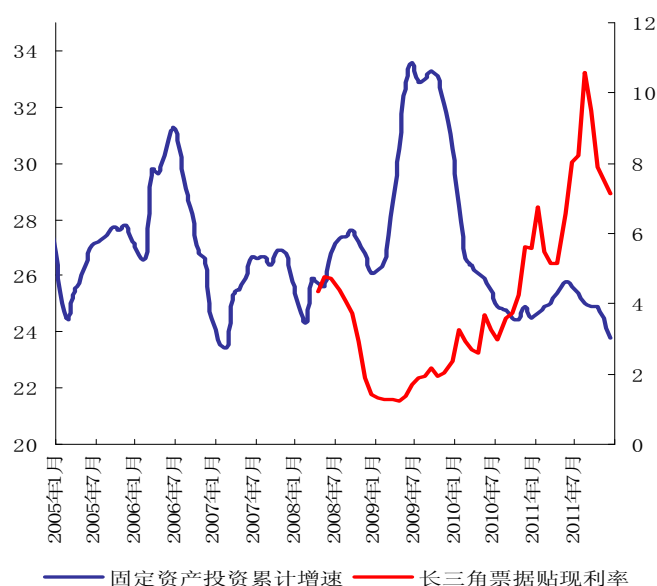
从更能代表市场利率的票据贴现利率和加权平均贷款利率看，二者走势基本一致。虽然数据时间较短，但数据显示市场利率与投资也存在逆周期特征，市场利率的走高表征资金偏紧，确实会打压投资。

图 94：两种市场利率均出现回落



资料来源：CEIC，申万研究

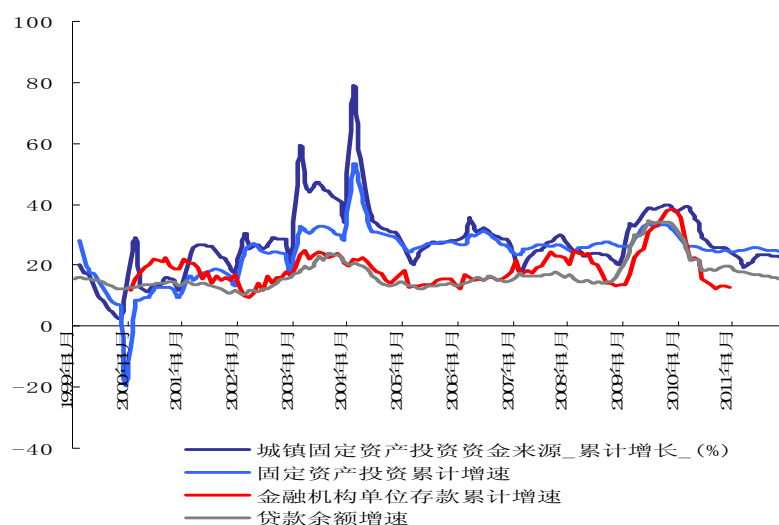
图 95：票据贴现利率与投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

其次，表征资金状况的其他指标，如投资资金来源、金融机构单位存款以及贷款余额中，与投资关系最密切的是投资资金。从逻辑关系上讲，贷款总量的变化，将直接影响企业单位存款，而这又影响投资资金。由于贷款占企业资金来源的比重逐渐降低，贷款余额对投资而言是必要条件。

图 96：不同统计指标下的投资资金状况

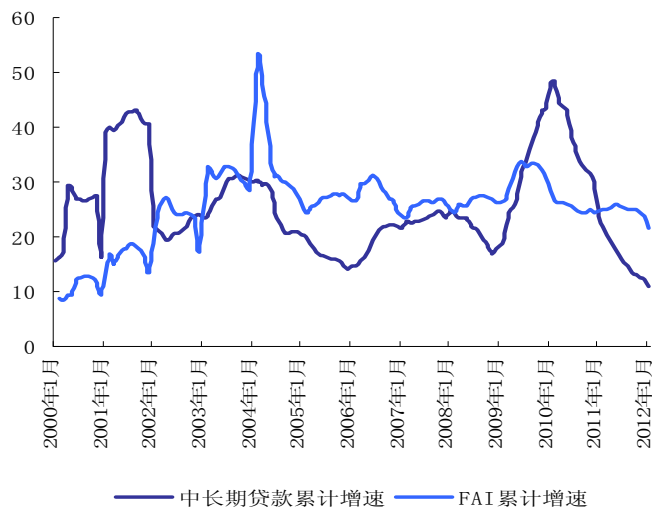


资料来源：CEIC，申万研究

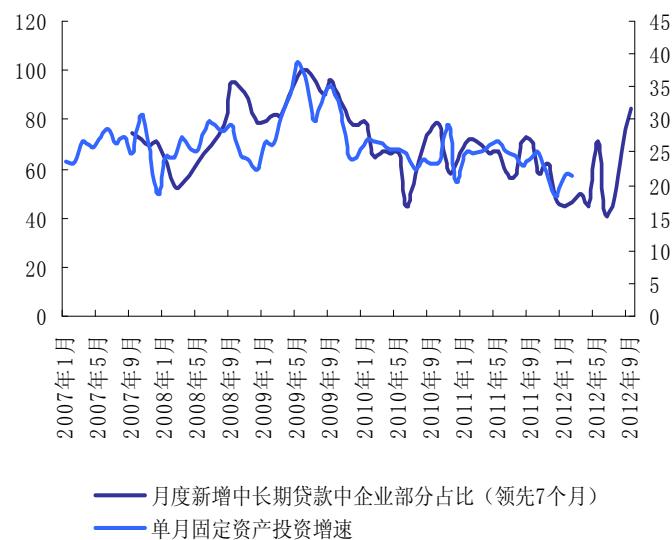
此外，由于中长期贷款主要是投向企业中长期项目，因此很多人根据中长期贷款的走势预测投资走势，但是数据看中长期贷款余额增速的拐点并不领先于投资的拐点，而与投资更为相关的是月度新增中长期贷款中企业部分的占比，领先投资增速 7 个月左右，由此推断 3 季度开始，投资会有所好转。

图 97：中长期贷款与投资关系更为密切

图 98：企业中长期贷款占比的变化能反映投资走势



资料来源：CEIC，申万研究



资料来源：CEIC，申万研究

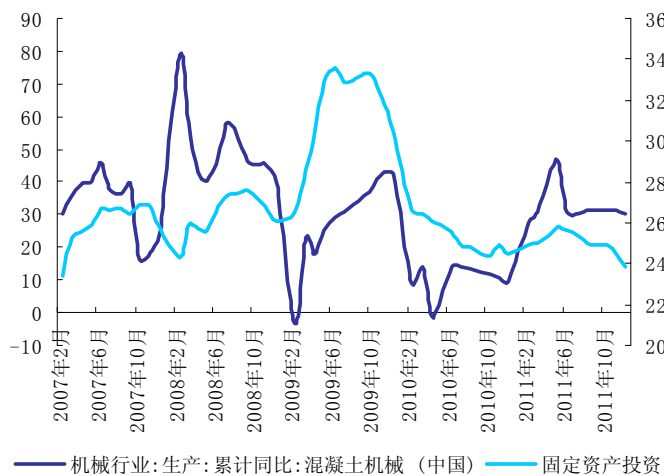
2.4.4 关注重点产品产量与投资的关系

日常预测投资时，很多人会根据投资过程中用到的相关产品的生产和销售情况进行跟踪，比如工程机械、水泥、粗钢、钢材、砖、瓦、发电量等。

从数据看，固定资产投资增速与混凝土机械产量同比、发电量增速、水泥产量增速、粗钢产量增速、钢材产量增速、砖产量增速走势基本一致，而与挖掘机、瓦产量相关度不大。月度投资走势可以通过观察相关产品产量情况进行预测。

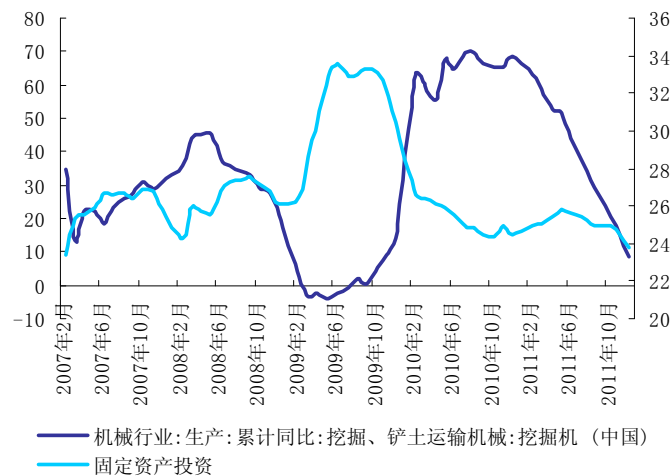
值得注意的是，在 2007-2008 年间，投资与水泥、粗钢、钢材产量增速有所背离，表现为投资稳中有升，而这些产品产量增速反而有所下行。2008-2009 年，投资稳中有升，而发电量增速呈现下行走势。

图 99：混凝土机械的产量增速与投资增速基本一致



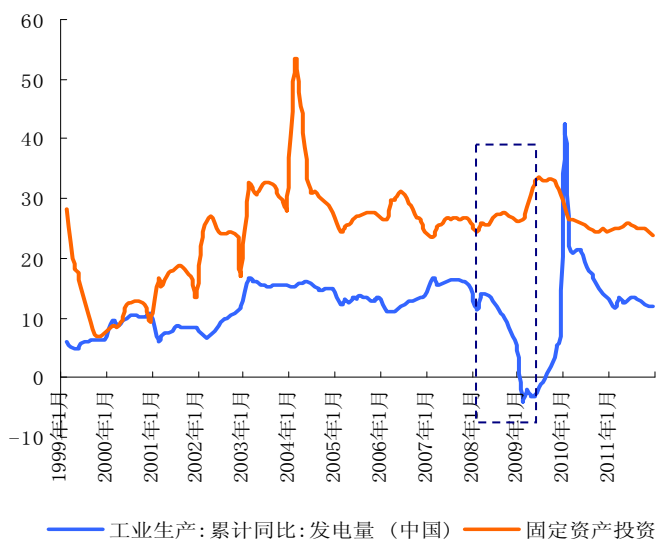
资料来源：CEIC，申万研究

图 100：挖掘机产量增速与投资关系不大



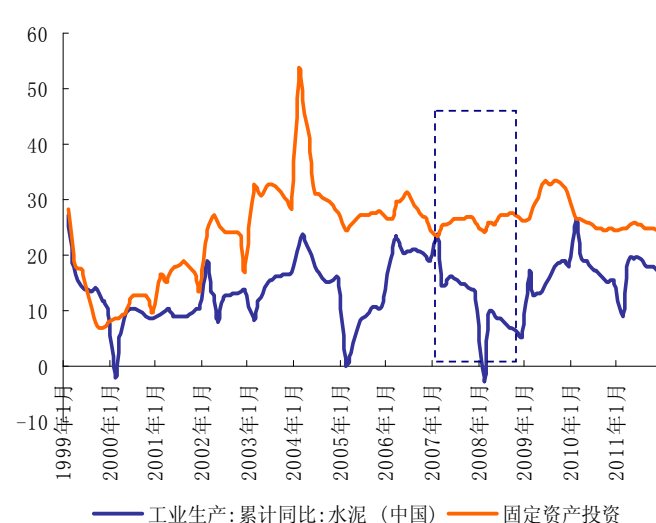
资料来源：CEIC，申万研究

图 101：发电量增速与投资增速基本一致



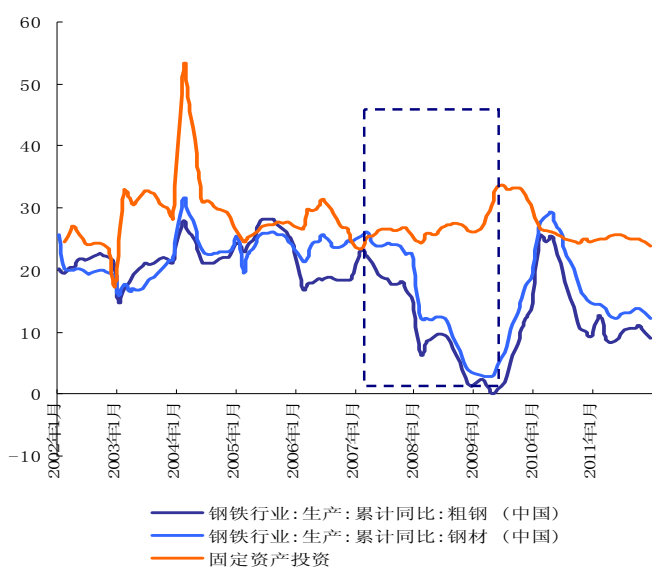
资料来源：CEIC，申万研究

图 102：水泥产量增速与投资基本一致



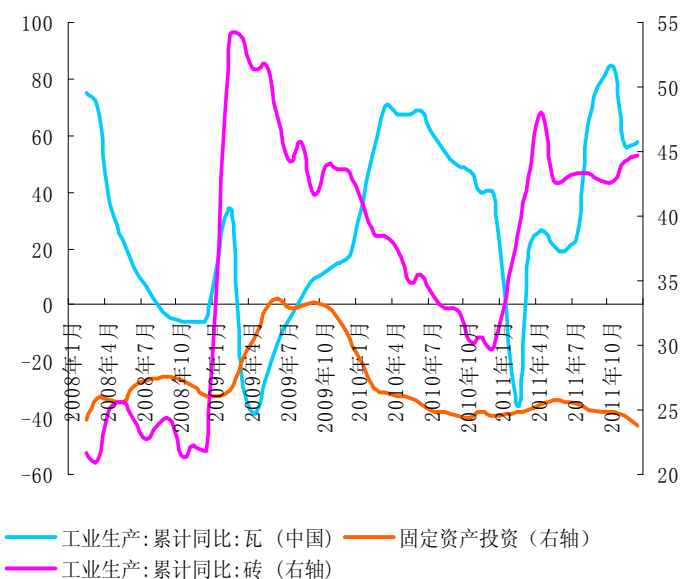
资料来源：CEIC，申万研究

图 103：粗钢和钢材产量增速与投资增速基本一致



资料来源：CEIC，申万研究

图 104：砖瓦产量增速与投资关系不大



资料来源：CEIC，申万研究

2.5 我国投资的资金来源情况分析

2.5.1 全社会投资资金来源分析

固定资产投资资金来源一般分为国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。2011 年，这五部分占比分别为 4.3%、13.5%、1.5%、65.9%和 14.7%。

国家预算内资金主要为财政拨款和财政安排的贷款两部分，主要来自财政支出，2011 年占全部财政支出的比重为 13.2%，自 2006 年以来，占比基本稳定。

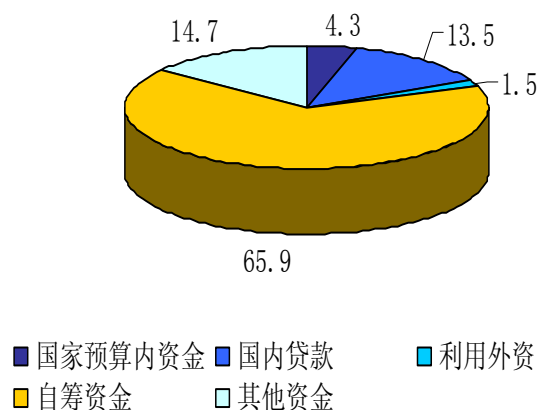
国内贷款指的是固定资产投资单位向银行及非银行金融机构借入的用于固定资产投资的各种国内借款，2011 年占全部贷款比重为 60.5%，从历史数据看，除了 2008 年和 2009 年全社会贷款的大量投放，使得投入投资领域的贷款比例相对减少外，其余年份投资资金中的国内贷款占全社会贷款比重均稳定在 60%左右。

利用外资包括对外借款、外商直接投资和外商其他投资，投资中的利用外资占全社会利用外资的比重稳定在 60%-70%之间，2011 年为 67.5%。

根据国家统计局给出的自筹资金的定义，指固定资产投资单位报告期收到的，由各地区、各部门及企、事业单位筹集用于固定资产投资的预算外资金，包括中央各部门、各级地方和企、事业单位的自筹资金。

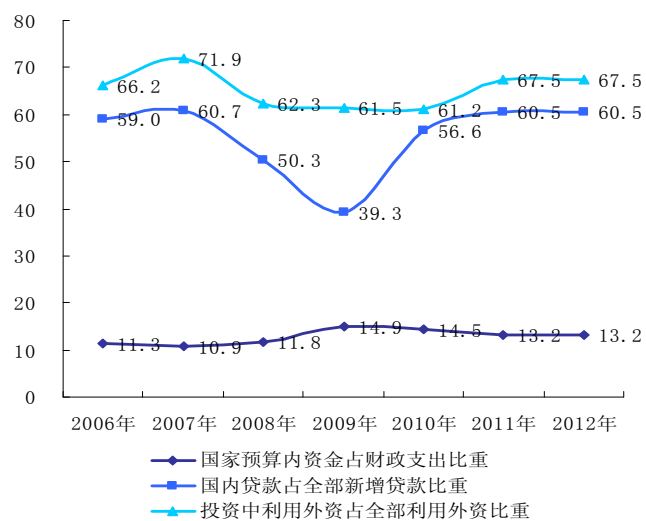
其他资金：指在报告期收到的除以上各种资金之外其他用于固定资产投资的资金，包括企业或金融机构通过发行各种债券筹集到的资金、社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金等。

图 105：2011 年投资资金来源结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

图 106：投资资金结构与其他指标的关系



资料来源：CEIC，申万研究

第一，各主管部门的自筹资金主要是预算外资金，这是预算外资金中种类最多、管理较为复杂部分。1993 年国家调整了预算外资金统计口径，1996 年国家又将 13 项重要的预算外资金纳入预算管理，预算外资金占预算内财政收入的比重有较大幅度的下降，但近年来又大幅回升，据统计，2002 年预算外资金为 3826.43 亿元，占预算内收入的 20.2%。这部分资金，成为国有资产投资，特别是固定资产投资的重要渠道。

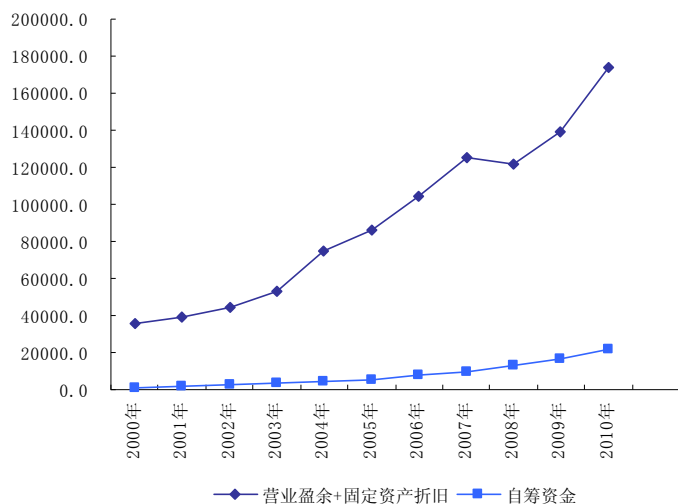
第二，地方财政自筹资金。地主财政自筹资金包括财政预算外资金、上年财政结余、财政预备费等地方机动财力。

第三，企业、事业单位的自筹资金。

企业自筹资金主要包括企业所得税后提取的盈余公积金，以及折旧资金、资产处置收益等自有资金，以及通过发行股票筹集的资金。

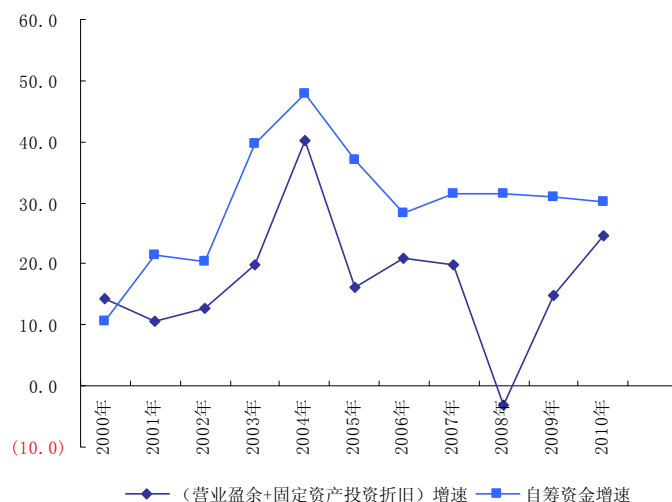
首先，利用 GDP 收入发中的营业利润和固定资产折旧，这两组数据相加，绝对量明显的大于投资中的自筹资金，但是从二者增速看，2005 年之前走势较为一致。

图 107：自筹资金和营业盈余与折旧的关系



资料来源：CEIC，申万研究

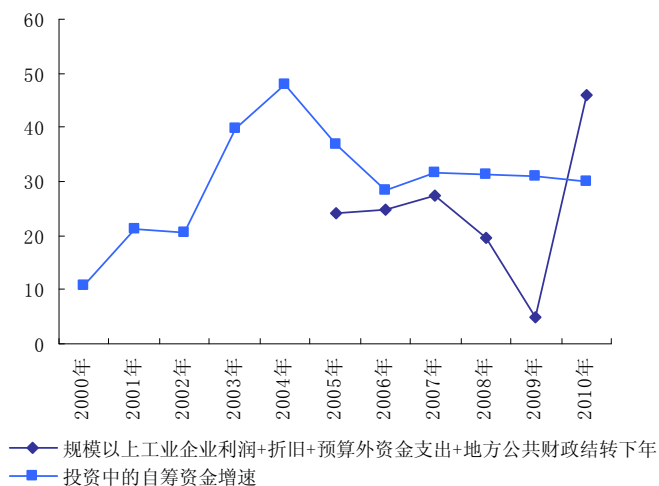
图 108：自筹资金增速与营业盈余和折旧增速关系



资料来源：CEIC，申万研究

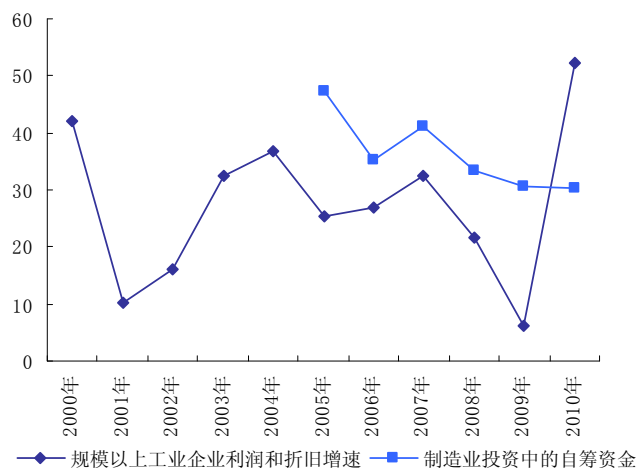
其次，利用规模以上工业企业的利润和折旧，以及预算外资金支出和地方公共财政结转下年。从数据看，与投资中的自筹资金关系不大，规模以上工业企业利润和折旧增速与制造业投资中的自筹资金较为一致，说明影响制造业投资自筹资金的主要是企业的利润和折旧。

图 109：2011 年投资资金来源结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

图 110：投资资金结构与其他指标的关系



资料来源：CEIC，申万研究

2005 年之后，固定资产投资中的自筹资金，与其他各指标之间的走势匹配度较低的原因，预计自筹资金存在扩大的可能。据有关机构调查，上年度或以前年度结转的银行资金被计入了自筹资金。由于固定资产投资绝大多数是跨年度建设，资金是一个逐步使用的过程，这些资金在获得时就已填报在相应项目中，本年度继续使

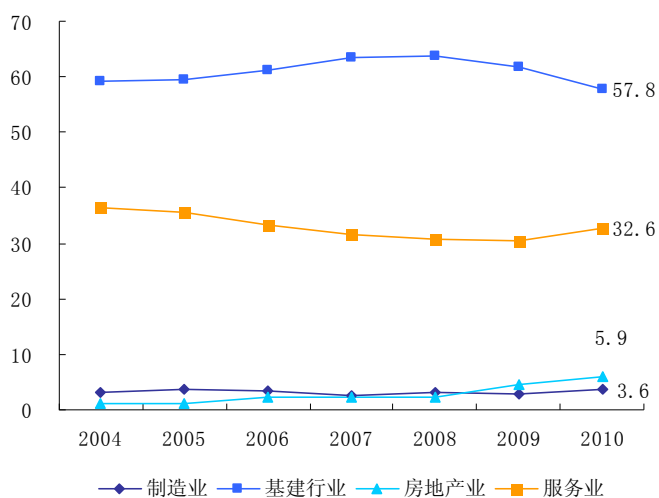
用这些类型的资金时，因不是本年度获得的资金，被企业作为自筹资金填入自筹资金项目。

2.5.2 基础设施投资资金来源情况分析

基础设施投资资金来源结构具有以下特征：

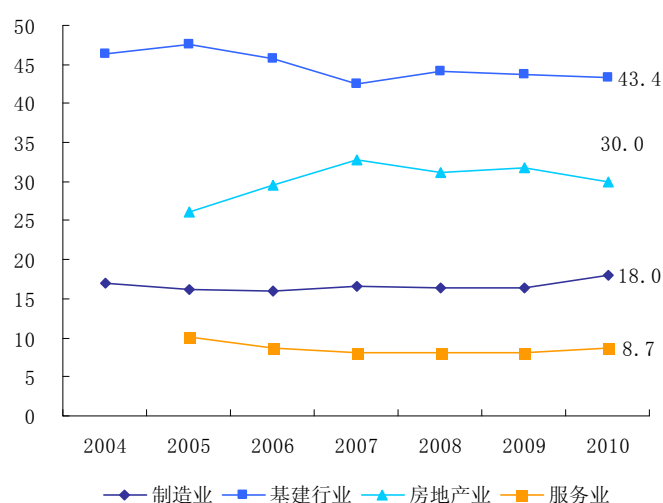
第一，从资金的各项来源分布看，基础设施投资资金在国家预算内资金和国内贷款中占比最高。以 2010 年为例，基础设施投资吸收了投资资金中 57.8% 的国家预算内资金和 43.4% 的国内贷款；而制造业吸收了投资资金中 61.2% 的外资和 39.2% 的自筹部分；房地产投资资金来源中在其他资金中占比最高。

图 111：国家预算内资金结构分布



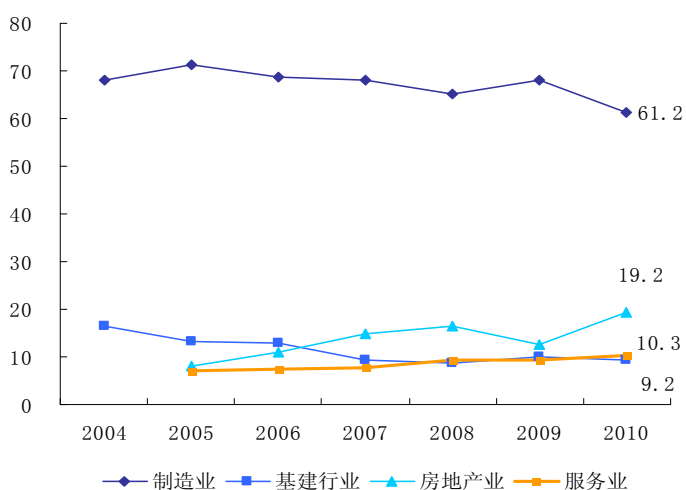
资料来源：CEIC，申万研究

图 112：国内贷款结构分布



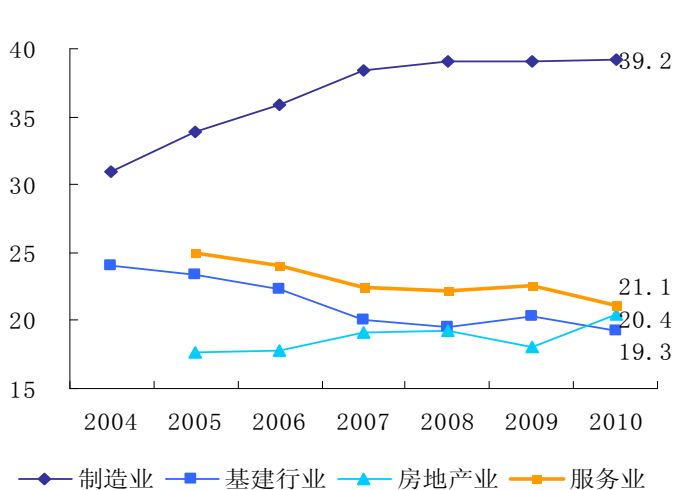
资料来源：CEIC，申万研究

图 113：自筹资金结构分布



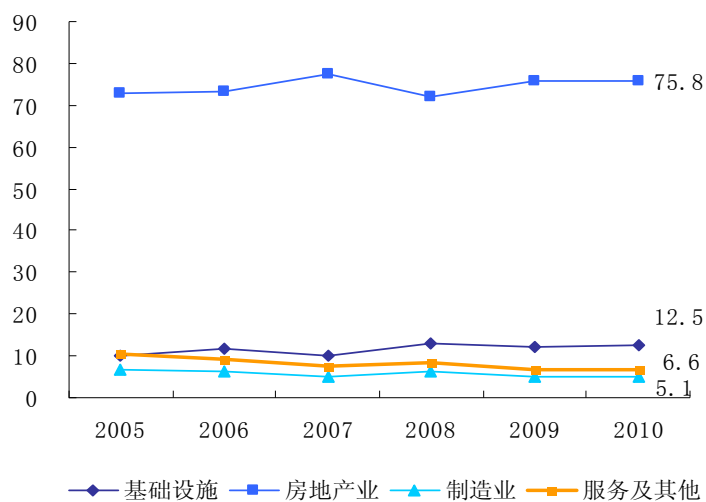
资料来源：CEIC，申万研究

图 114：利用外资结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

图 115：其他资金结构分布



资料来源：CEIC，申万研究

第二，从投资主体看，在 2009 年全部投资资金中，中央政府、地方政府和企业及其他出资占比分别为 9.3%、35.5%和 55.2%，中央政府出资最少，而企业和其他出资最多。政府出资中，以地方政府为主，2010 年地方政府出资占比为 79.28%，中央出资占小头，以地方政府资金配套为主。

图 116：2009 年固定资产投资的主体分布

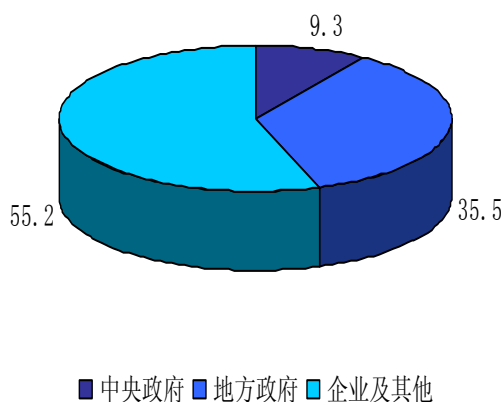
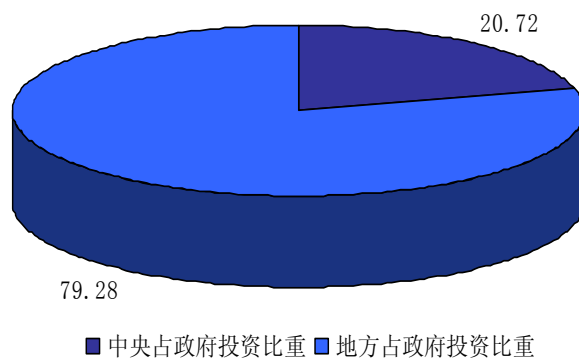


图 117：政府投资中，地方政府占主导



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

从四大类投资的出资主体看，房地产业和制造业主要依靠企业及其他出资主体，而基础设施投资主要依靠地方政府出资，2009 年占比为 61.76%；服务业及其他投资的出资主体主要依靠地方政府和企业，其中教育、卫生社会保障和社会福利业、公共管理和社会组织业主要依靠地方政府出资为主，而住宿餐饮业、批发零售业以企业出资为主。

表 6：2009 年细分行业的投资主体分布

行业	中央政府	地方政府	企业及其他
房地产业	1.8	26.1	72.1
制造业	5.4	19.7	74.8
基础设施	17.60	61.76	20.64
电力燃气水的生产供应业	24.0	52.2	23.8
交通运输、仓储和邮政业	26.2	55.9	17.9
水利、环境和公共设施管理业	2.6	77.2	20.2
服务业及其他	12.51	43.58	43.91
信息传输、计算机服务和软件	49.0	35.4	15.6
采矿业	34.0	24.6	41.4
金融业	30.1	44.4	25.5
科研技术服务和地质勘查业	21.5	42.5	36.0
建筑业	12.2	39.3	48.5
文化、体育和娱乐业	7.1	54.9	38.0
教育	6.7	72.1	21.2
卫生、社会保障和社会福利业	5.7	70.7	23.5
公共管理和社会组织	2.5	69.8	27.7
住宿和餐饮业	2.3	18.1	79.6
批发和零售业	1.4	19.7	78.8
农、林、牧、渔业	1.1	52.6	46.3
租赁和商务服务业	0.8	38.7	60.5
居民服务和其他服务业	0.5	27.3	72.2

资料来源：统计局，申万研究

基础设施投资三大行业中，均以地方政府出资为主，尤其是水利环境和公共设施管理业占比最高，2009 年地方出资占比达 77.2%，交通运输仓储和邮政业中，铁路运输业以中央政府出资为主，2009 年中央政府出资占比高达 93.3%，而城市公共交通业主要以地方政府出资为主，2009 年地方出资占比达 91.3%；装卸搬运和其他运输服务业以企业出资为主，2009 年企业占比达 73.1%。

表 7：2009 年基础设施的投资主体分布

行业	中央政府	地方政府	企业及其他
基础设施	17.60	61.76	20.64
电力燃气水的生产供应业	24.0	52.2	23.8
电力、热力的生产和供应业	28.6	49.2	22.1
燃气生产和供应业	15.4	40.8	43.8
水的生产和供应业	1.1	73.9	25.0
交通运输、仓储和邮政业	26.2	55.9	17.9
铁路运输业	93.3	4.9	1.8
道路运输业	2.0	83.7	14.2
城市公共交通业	0.7	91.3	8.0
水上运输业	18.9	44.7	36.4
航空运输业	34.9	41.1	24.0
管道运输业	20.4	50.9	28.7
装卸搬运和其他运输服务业	1.0	25.9	73.1
仓储业	19.8	25.7	54.4
邮政业	31.9	30.8	37.3
水利、环境和公共设施管理业	2.6	77.2	20.2
水利管理业	1.9	85.6	12.5
环境管理业	1.6	72.5	25.9
公共设施管理业	2.8	76.3	20.9

资料来源：统计局，申万研究

第三，从基础设施的资金来源结构看，占比最大的是自筹资金，2010 年基础设施投资资金中，国家内预算、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金占比分别为 10.9%、29.9%、0.7%、50%和 8.5%。自筹资金包括中央自筹、地方自筹和企业自筹，中央和地方除了财政支出外，自筹主要来自政府性基金支出，而企业自筹部分主要是企业自有资金以及通过发行股票筹集资金为主。

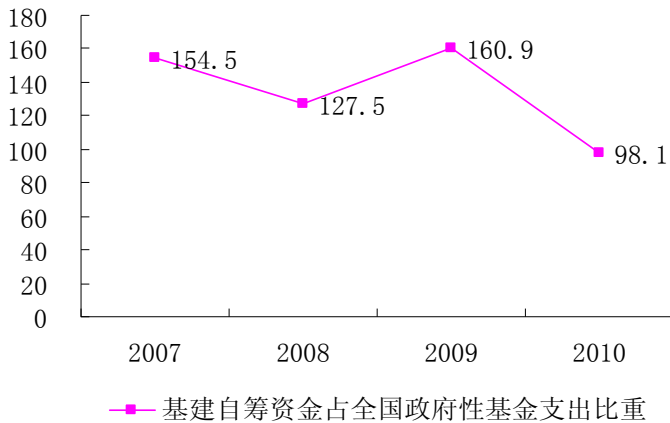
表 8：2010 年细分行业的资金来源结构分布

中国2010年城镇各行业投资资金来源分布	国家预算	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金	求和
基础设施	10.9	29.9	0.7	50.0	8.5	100.0
水利、环境和公共设施管理业	14.2	19.5	0.4	55.8	10.1	100.0
交通运输、仓储和邮政业	12.5	37.6	0.6	41.2	8.1	100.0
电力、燃气及水的生产和供应业	6.0	32.6	1.0	52.9	7.4	100.0
房地产业	0.9	16.3	1.0	40.8	41.0	100.0
制造业	0.6	10.3	3.4	82.8	2.9	100.0
服务业及其他	9.2	7.6	0.9	75.9	6.3	100.0
公共管理和社会组织	23.4	5.4	0.1	61.6	9.5	100.0
教育	20.7	11.5	0.4	58.8	8.7	100.0
卫生、社会保障和社会福利业	19.8	9.2	0.4	63.3	7.2	100.0
建筑业	16.4	7.4	1.0	66.8	8.4	100.0
农、林、牧、渔业	14.5	5.1	0.7	68.8	10.9	100.0
科学研究、技术服务和地质勘查业	12.3	6.9	1.0	75.5	4.3	100.0
文化、体育和娱乐业	12.0	8.5	1.2	71.8	6.6	100.0
租赁和商务服务业	5.5	13.4	1.0	75.3	4.7	100.0
信息传输、计算机服务和软件业	4.1	3.2	1.2	89.5	2.1	100.0
居民服务和其他服务业	2.9	9.2	1.1	75.3	11.5	100.0
地质勘查业	2.9	2.2	1.2	89.0	4.8	100.0
金融业	1.7	5.1	0.1	90.7	2.4	100.0
采矿业	0.9	10.3	0.9	84.0	3.9	100.0
批发和零售业	0.8	7.9	1.8	84.7	4.8	100.0
住宿和餐饮业	0.7	9.3	2.1	82.7	5.2	100.0

资料来源：统计局，申万研究

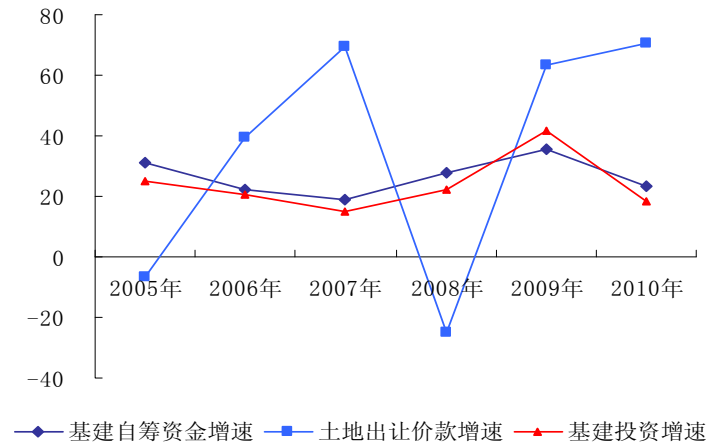
由于基础设施投资主要由中央政府和地方政府出资为主，因此暂不考虑企业自筹部分。从数据看，第一，基础设施自筹资金与政府性基金支出并无数据上的对应关系，有些年份自筹资金远超政府性基金支出，而有些年份自筹资金低于政府性基金支出。第二，企业自筹资金增速与地方政府卖地收入增速并不一致，说明卖地收入的变化并不能主导自筹资金走势。

图 118: 基础设施自筹资金占全国政府性基金支出比重



资料来源: CEIC, 申万研究

图 119: 基础设施自筹资金与卖地收入走势并不一致



资料来源: CEIC, 申万研究

导致卖地收入与自筹资金方向发生背离的主要原因, 预计主要是由于地方政府财政收入来源中, 除了预算财政收入、卖地收入占 80%以上的政府性基金外, 还有大量的非税收入和制度外收入。在《卖地收入与地方财政收入-财政专题系列报告之五》中, 对不同统计范围的地方政府财政收入做了划分。

表 9: 各不同统计范围的地方政府的财政收入

分类C	分类B	地方政府收入来源	分类A
综合财政收入	总财政收入	政府性基金收入	预算内收入
		一般预算收入	
		税收收入	
		非税收入	
		专项收入	
		行政事业收费	
		罚没收入	
		国有资本经营预算收入	
		国有资产有偿使用收入	
		其他	
		中央转移支付和税收返还	
		国债转贷收入	
		国债转贷资金上年结余	
		上年结余收入	
		调入预算稳定调节基金	
		调入资金	
		财政部代理发行地方债券	
未计入部分	制度外收入	非税收入中未纳入预算部分	
		擅自设立收费项目, 超标准、跨环节的行政事业性收费, 违规通过经营 或处置费经营性国有资产获取收入, 制度外使用预算内资金	
		国有资产处置收入、地方政府债务收入等	

资料来源: 申万研究

以湖南为例，纳入财政部决算内的非税收入只占省财政部统计数的 35%左右，而部分地区如山东等地区，该比重仅为 15%左右。

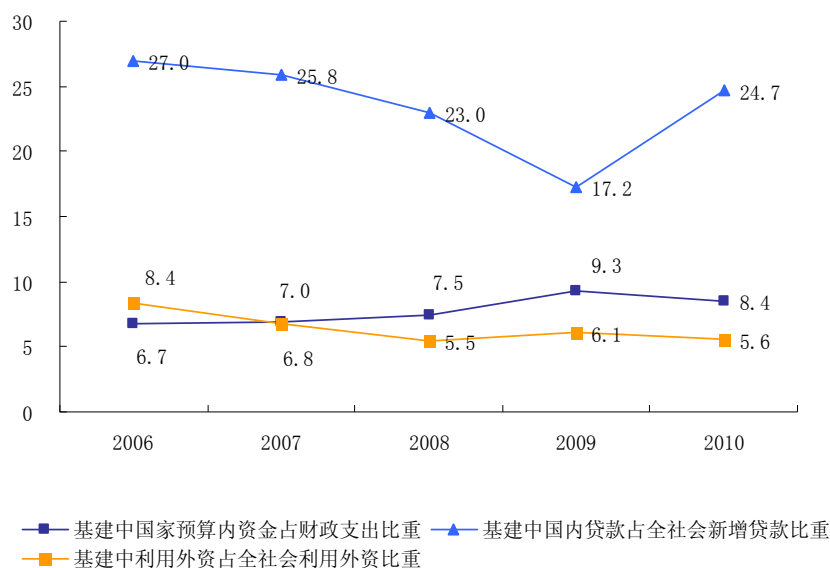
表 10：湖南计入一般预算收入的非税收入仅是全部非税收入的很小部分

2005年		2006年		2007年		2008年		2009年		2010年	
财政部 决算数 据	省财政 厅公布 数据	财政部 决算数 据	省财政 厅公布 数据	财政部 决算数 据	省财政 厅公布 数据	财政部 决算数 据	省财政 厅公布 数据	财政部 决算数 据	省财政 厅公布 数据	财政部 决算数 据	省财政 厅公布 数据
127.4	381	155.2	444	195.9	616	236	739	279.34	650	350.85	989.3
33.40%		34.95%		31.80%		31.90%		42.98%		35.46%	

资料来源：湖南统计局，申万研究

基础设施投资资金中的国家预算内资金占全部财政支出的比重为 7%-9%之间，国内贷款占全社会新增贷款比重在 25%左右，利用外资占全社会利用外资的比重在 5.5%-6%之间。

图 120：基础设施资金来源与其他指标的关系



资料来源：CEIC，申万研究

2010 年房地产投资资金占全社会总投资资金的 30.4%，是四大类投资中，占有资金最多的行业。在经济下滑、房地产调控不放松的情况下，贷款对房地产投资的支持力度将下降，对制造业和基础设施投资的支持力度会有所上升。

表 11：房地产吸收了 30%多的投资资金

各行业资金来源占全国资金来源的比重	2010	2009	2008	2007	2006	2005
房地产业	30.4	29.7	28.0	31.3	28.9	28.0
制造业	28.7	27.9	29.7	28.1	26.7	25.9
基础设施	23.8	24.9	24.3	23.5	26.0	26.8
交通运输、仓储和邮政业	9.9	10.5	10.0	9.4	10.7	10.4
水利、环境和公共设施管理业	8.4	8.2	7.5	7.0	7.2	7.5
电力、燃气及水的生产和供应业	5.5	6.3	6.8	7.0	8.1	8.9
服务业及其他	17.1	17.5	18.0	17.1	18.3	19.3
采矿业	3.6	3.8	4.4	4.1	4.2	4.2
批发和零售业	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9
公共管理和社会组织	1.8	1.9	2.1	2.1	2.6	3.0
农、林、牧、渔业	1.5	1.6	1.4	1.1	1.1	1.0
教育	1.4	1.5	1.5	1.7	2.1	2.5
住宿和餐饮业	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
文化、体育和娱乐业	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
租赁和商务服务业	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
信息传输、计算机服务和软件业	0.9	1.1	1.4	1.4	1.7	1.9
建筑业	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
卫生、社会保障和社会福利业	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
科学研究、技术服务和地质勘查业	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
居民服务和其他服务业	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
金融业	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
四大类投资资金来源合计	100	100	100	100	100	100

资料来源：统计局，申万研究

通过对信贷、利用外资、财政支出的预测，以及根据整体经济形势的变动，给出自筹资金和其他资金的增速预测，即可预测全社会投资的资金来源情况以及基础设施投资的资金来源情况。

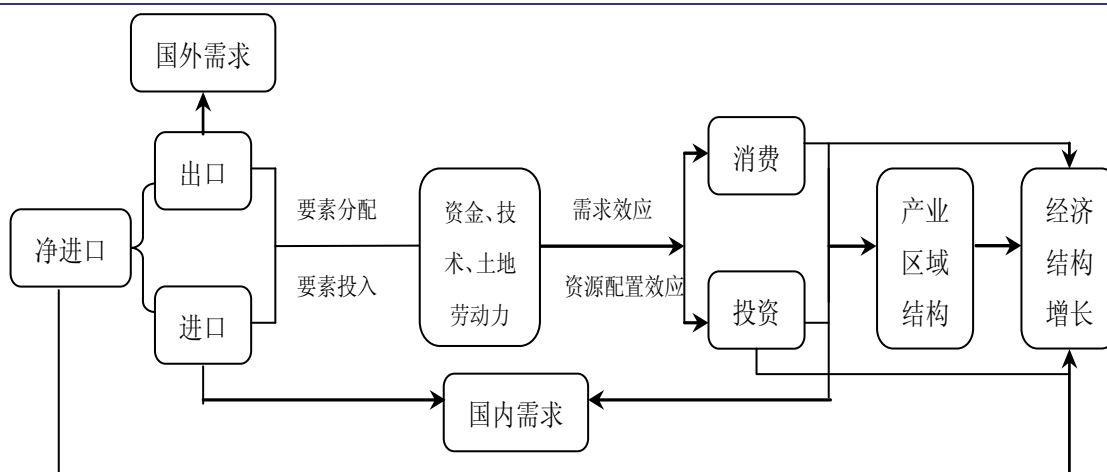
3. 对外贸易影响我国经济和产业结构

随着我国贸易结构调整步伐加快以及贸易结构优化程度的提高，对外贸易与我国经济增长、产业结构升级之间的关系发生巨大变化。虽然从统计的角度看，净出口对我国经济拉动和贡献都呈回落趋势，但由于出口、进口很大程度上增加了我国社会的整体消费和投资，从而对我国产业结构调整和经济转型产生了重要影响。

需求结构又称购买力结构，是指社会总有效购买力在各产业中的分配比例；也是指广义货币在各产业中的投入比例。反映在支出法统计中的 GDP 是国内需求（最终消费和资本形成）和国外需求（货物及服务的净出口）之间的组成和比例关系。

我国的需求结构决定了我国的产业结构，当需求结构合理发展时，产业结构也是合理发展的，一旦需求结构发展不合理时，产业结构必将不能得到合理的发展。可见，需求结构合理性反映我国经济结构的合理性，因此，一旦需求结构的失衡必定最终会导致经济结构失衡，影响经济增长。

图 121：进出口与总需求、需求结构以及经济增长的关系



资料来源：申万研究

3.1 净出口对总需求的影响

从最终需求的角度看，GDP 由最终消费、资本形成和净出口组成，用公式表示为 $GDP = \text{最终消费}(C) + \text{资本形成总额}(I) + \text{净出口}(X-M)$ 。净出口是运用支出法统计我国 GDP 的重要构成部分，这里的净出口是包括无形服务贸易在内的对外贸易余额。从我国实际情况来看，投资和出口构成我国经济增长的两个主要驱动力，而消费（含政府消费）因素所发挥的作用一直较弱。长期以来，我国形成了主要依靠投资、出口拉动的经济增长模式。

我国保持着持续高额净出口的重要原因是出口持续增加，我国的出口依存度较高。这与政府对投资的驱动相类似，我国在出口政策方面一直采取导向性的出口战略，并对外贸外资的发展采取了过度激励的政策。

出口极大地推动着我国经济增长，从 2000 年以来的数据看，出口占 GDP 的比重经历了 3 个阶段。

第一阶段是 2000 年至 2006 年，出口占 GDP 的比重逐年递增，比重从 20.8% 增长到 35.7%。

第二阶段是 2006 年至 2009 年，出口占 GDP 的比重逐年递减，呈小幅降低走势。

第三阶段是 2010 年至今，出口占 GDP 的比重呈现企稳态势，维持在 26% 左右的水平。

图 122：中国出口依存度



资料来源：CEIC，申万研究

对于贸易平衡状况，经济学界普遍认为，净出口（进出口差额）占 GDP 的比重在正负 5% 以内均属基本接近平衡水平。

从历史趋势看，我国货物贸易净出口顺差占 GDP 比重自亚洲金融危机后，经历了以下 3 个分化阶段。

第一阶段是 1998 年至 2004 年，净出口占 GDP 比重在 5% 以下，并显示出逐年降低的态势，我国对外贸易处于一个弱平衡状态。

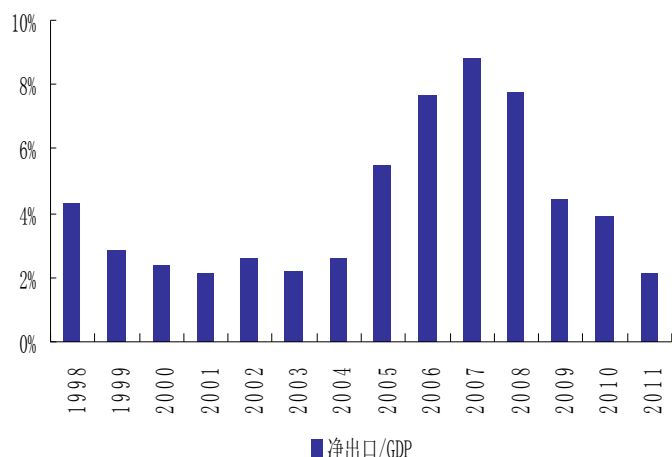
第二阶段 2005 年至 2008 年，净出口占 GDP 比重突破了 5%，平均比重为 7.43%，其中 2007 年最高，达到了 8.8%；期间我国对外贸易处于一个非均衡状态。

第三阶段，2009 年至今，净出口占 GDP 比重回落到 5% 以下，并呈逐年递减趋势，主要是我国在进出口方面实施调整产业结构、出口转型等策略，使得我国对外贸易再次趋于均衡状态。

预计未来随着我国产业转型、出口结构优化等步伐的不断加快，进口资源、技术产品和服务的增多，我国贸易将在较长时期内处于平衡状态。

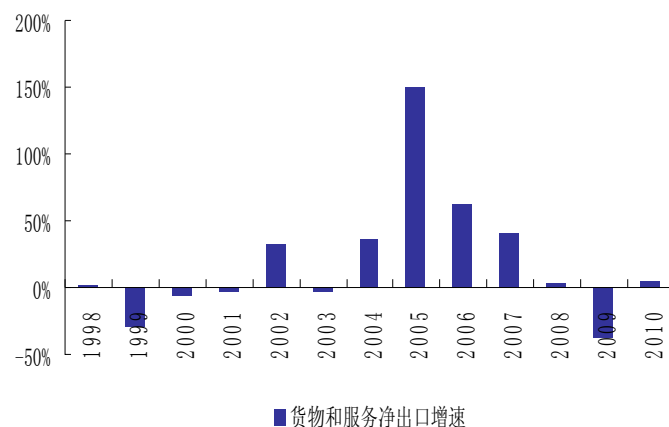
货物和服务净出口增速在 2005 年达到峰值后呈逐年回落态势，并在 2009 年呈现首次负增长。预计未来货物和服务净出口增速仍会缓慢增加，回到常态水平。

图 123: 净出口占 GDP 比重



资料来源: CEIC, 申万研究, 2011 年净出口是货物有形贸易净出口

图 124: 货物和服务净出口增速

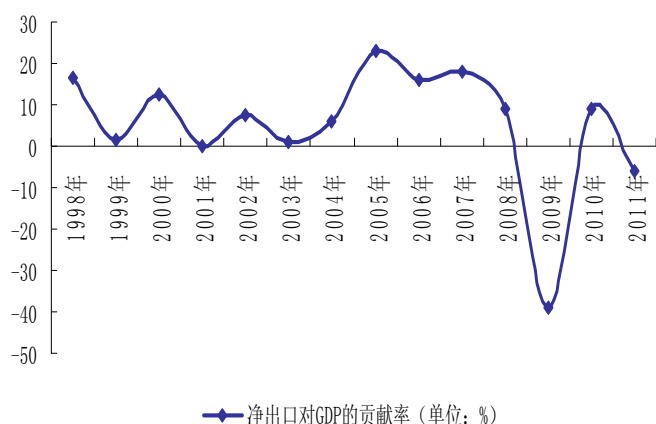


资料来源: CEIC, 申万研究

净出口对我国经济的影响可以用贡献率和拉动率指标来衡量。其中, 净出口对 GDP 的贡献率是指当年净出口的增加额与 GDP 增加额的比值。净出口对经济增长的拉动则用 GDP 增长的百分点乘以净出口对经济增长贡献率得到, 也就是将 GDP 增长的百分点进行切割, 分割出属于净出口的部分。

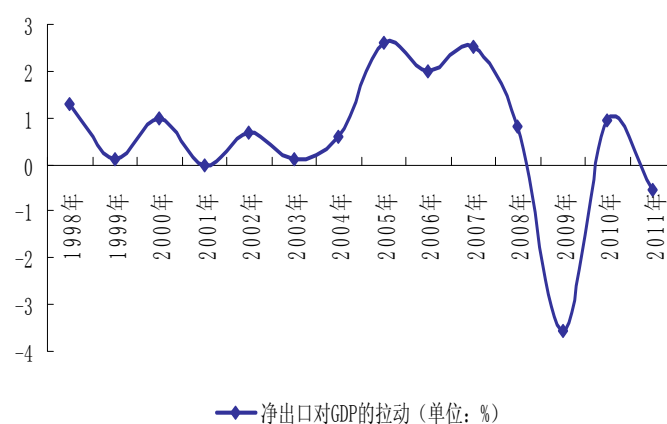
随着净出口占 GDP 比重逐年降低, 净出口对我国经济的拉动以及贡献整体上呈趋势性回落态势。1998 年至 2003 年, 净出口对 GDP 的贡献和拉动呈震荡回落态势; 在 2004 年和 2005 年, 净出口对 GDP 的贡献和拉动出现大幅回升, 此后, 净出口对 GDP 的贡献和拉动逐步呈震荡下行态势, 尤其受到全球金融危机影响, 2009 年净出口对 GDP 的贡献和拉动大幅下跌; 虽然在 2010 年有所回升, 但是回升后的水平仍处于 2005 年以来的低位。受欧债危机影响, 2011 年净出口对 GDP 的贡献和拉动又分别降至-5.8%和-0.54%的水平。

图 125: 净出口对 GDP 的贡献降低



资料来源: CEIC, 申万研究

图 126: 净出口对 GDP 的拉动回落



资料来源: CEIC, 申万研究

3.2 进出口对需求结构的影响

内需和外需在产品与资源使用之间是一种替代和竞争关系，当内部需求增大是，短期产能不能迅速扩张和其他条件不变的约束下，势必会降低对外部需求的供给；而此时，内需和外需对劳动力、土地、资本、技术等要素资源的使用也会形成竞争关系。

虽然净出口占 GDP 比重逐年降低，净出口对我国经济增长的贡献率也相应降低了，但是出口仍对我国国内经济发展起到了巨大的推动作用。值得注意的是，出口会带动国内投资和消费，会促进产业结构转型、优化。

本质上来讲，出口是国外居民对我国产品的需求，对外出口需求量以及出口产品结构的变化会通过需求效应与资源配置效应影响我国国内的消费和投资。

一般情形下，当我国产品出口增多时，必然会挤占国内产品生产所需要生产要素，一方面使得国内市场对产品的消费倾向发生变化，另一方面也让生产要素在不同产业间的投入上发生了资源配置的替代效应，改变不同生产要素在不同产业间的使用。出口规模和结构的变化最终导致了国内产业结构发生调整 and 变化，使得与出口领域相关产业的投资发生变化，最终改变整个社会的投资布局。

进口是我国国内对国外产品的需求，在特有的出口导向型贸易机制下，我国进口与发达经济体有着很大不同。一方面为了出口而进口相关产品，如原材料、零配件等，另一方面进口我国国内供给不足产品，如石油、天然气、大豆等资源型产品。这种通过出口取得外汇再进口的模式，使得生产要素在不同产业间分配和投入发生了变化，产生了资源配置效应。不同要素在不同产业间分配和投入变化会改变国内的消费和投资，进一步对产业结构和经济结构产生影响。

比较 1953 年至 2010 年的年度消费、投资 and 出口数据的名义增速，发现消费滞后投资 1 期，消费与投资在当期和滞后一期的系数较大，此外消费滞后出口 6 期和 7 期较为显著。

图 127：消费滞后出口 7 期

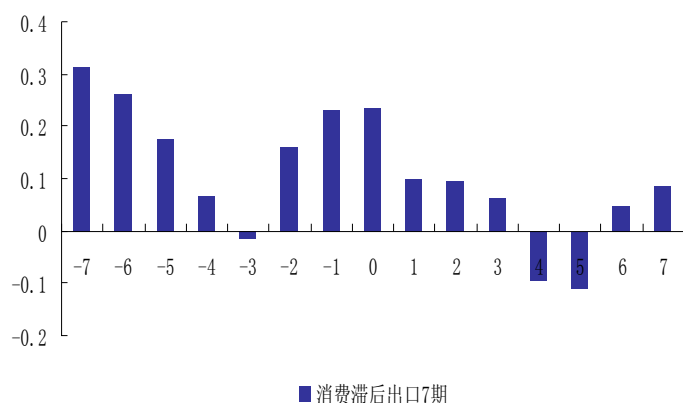
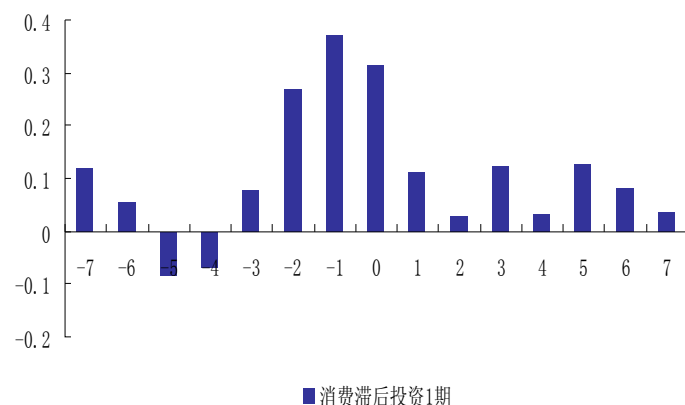


图 128：消费滞后投资 1 期



资料来源：CEIC，申万研究

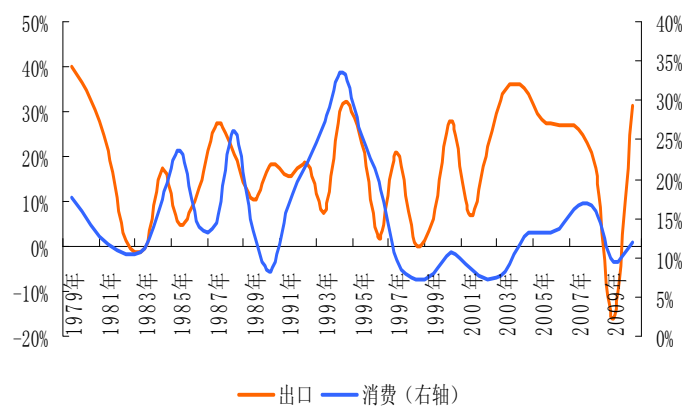
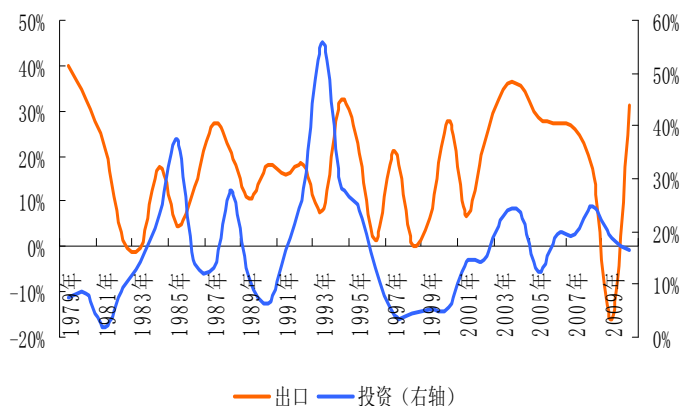
资料来源：CEIC，申万研究

可见，出口对我国国内的消费以及投资具有影响作用，出口改变了产品初始生产要素的相对投入，从而通过需求效应和资源配置效应影响国内的消费，并进一步影响国内的投资。最终，出口的增长转化为国内的消费和投资。

长期以来，由于我国投资率和净出口额持续走高，形成了目前主要依靠投资、出口拉动经济增长的发展模式。在 2008 年全球金融危机爆发前，国民经济仍主要依靠投资和出口两驾马车拉动下，保持了较快的增长速度。从 2000 年后的历史数据看，出口增速较显著地领先投资增速和消费增速。

图 129：出口和投资增速

图 130：出口和消费增速



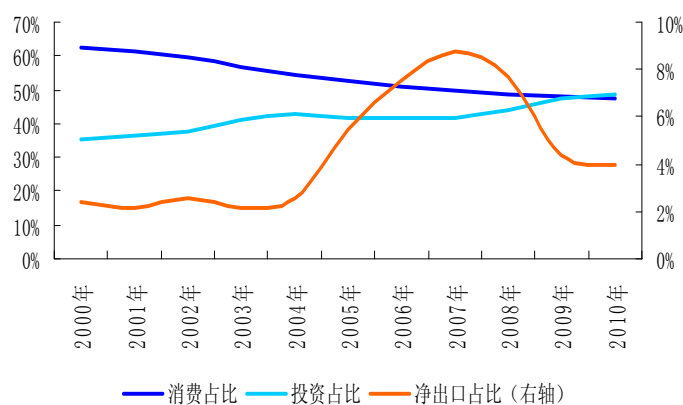
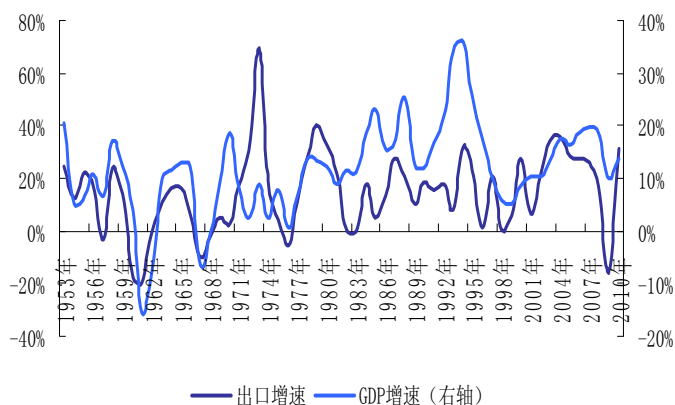
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

消费和投资在 2005 年汇率改革后占我国 GDP 形成的平均比重为 94%。消费占比呈逐年降低态势，2010 年后净出口占比一直呈企稳态势，而投资占比则逐年递增。

图 131：出口和 GDP 名义增速

图 132：支出法中各要素占 GDP 比重



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

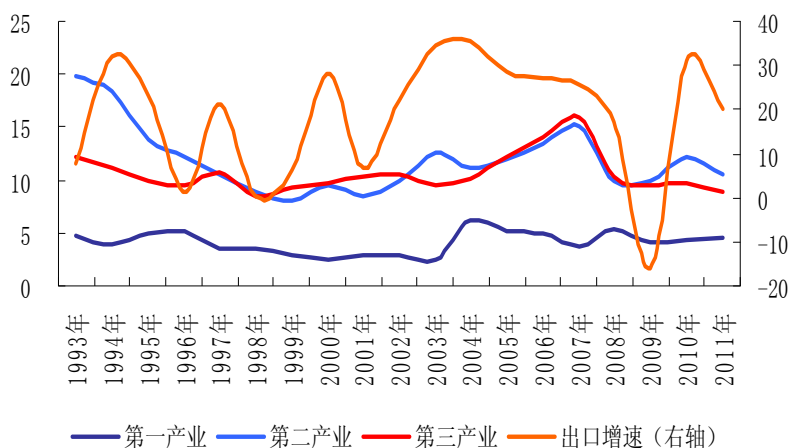
3.3 进出口对产业结构的影响

长期以来，我国实施的对外贸易发展战略都是进口替代战略，虽然后来转变为出口导向战略，但其实质上还是进口替代，目的仍然是换取资本和技术。实施这样

的出口战略主要源于我国低廉的劳动力成本和丰富的自然资源，使得我国出口产品多为依赖要素投入的劳动密集型产品。但是，这种比较优势并非技术优势而是价格优势，出口的低技术含量和低附加值的产品。

随着人口红利的退出以及劳动力成本的提高，我国需要调整贸易战略，从中国工厂向中国制造转变，推动国内产业结构调整并优化产业结构。国外需求（出口）和国内需求（进口）的贸易结构变化一方面受到市场需求结构的影响，另一方面也影响着市场需求结构。受到贸易结构影响的需求结构决定着我国投资结构，在投资状况改变以后，势必会影响着整个社会的产业结构和经济结构。

图 133：出口增速和产业增速



资料来源：CEIC，申万研究

3.3.1 进出口对三大产业的影响

改革开放以来，我国的产业结构变动主要体现在第一产业和第三产业此消彼长的关系上；第二产业比重相对比较稳定，近年来呈现占比呈缓慢上升态势。与发达国家相比，我国外贸进出口产品以工业制成品为主，但是仍高度集中于传统加工制造业，主要以劳动密集型产品为主。

通过出口刺激了国外对国内需求的增长，通过进口国外产品增加了国内产品的供给，由此影响我国的产业结构。总的看，进口可以推动产业结构升级，出口则能带动产业结构升级。

我们运用 1979 年以来的三大产业产值数据和进出口数据，分析我国对外贸易与不同产业之间的关系。

$$\ln Y_i = C + \beta \ln EX (i = 1, 2, 3)$$

$$\ln Y_i = C + \beta \ln IM (i = 1, 2, 3)$$

其中， Y_i 表示第一、二、三产业各年度的产值， EX 和 IM 表示对应的当年出口和进口值。

表 12: 进出口贸易与三大产业分析

产业类别	$\ln EX$	$\ln IM$	R^2	F
第一产业	0.712 (26.473)		0.9576	700.84
		0.755 (22.831)	0.9439	521.261
第二产业	0.993 (35.248)		0.9757	1242.4
		1.055 (29.477)	0.9656	868.897
第三产业	1.119 (31.457)		0.9696	989.522
		1.190 (28.286)	0.9627	800.073

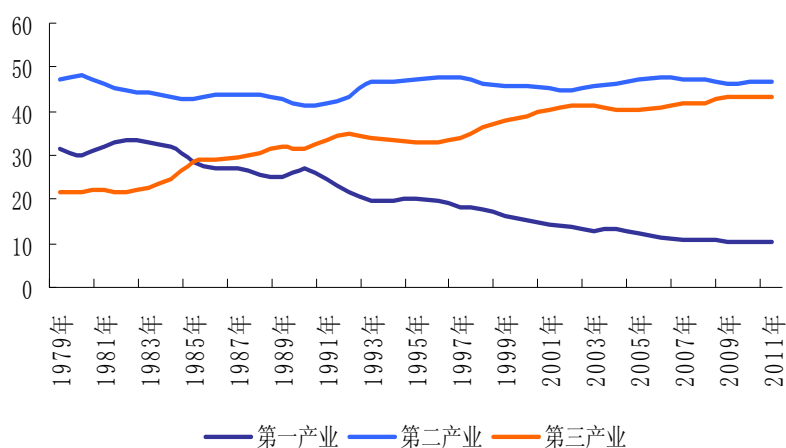
资料来源：申万研究

从出口方面看，出口贸易每增加1个百分点，能够推动第一产业增长0.712个百分点，第二产业0.993个百分点，第三产业1.119个百分点。出口对我国三次产业产值的贡献度最大的是第三产业，其次是第二产业，最后是第一产业。我国出口的快速发展使得第三产业和第二产业在GDP中的比重增加。

进口方面与出口方面类似，对我国三次产业产值的贡献度最大的是第三产业，其次是第二产业，最后是第一产业。不同的是，进口整体上对我国三次产业结构升级的推动作用要比出口来的大，进口贸易对第一、第二、第三产业的拉动作用比出口要分别高出0.043个百分点、0.062个百分点和0.071个百分点，这在一定程度上反映了我国资源相对短缺，对外具有较强的依赖性，需要进口资源尤其是进口技术促进产业结构升级。

此外，进口对第二产业的贡献度大于1，高于出口对第二产业贡献度0.993。

图 134: 三大产业占比



资料来源：CEIC，申万研究

3.3.2 进出口对轻重工业的影响

如果按照轻重工业划分我国产业类别的话，进出口对我国的轻工业和重工业也有着较强的影响。

$$\ln Y_I = C + \beta \ln EX \quad (I = \text{轻工业、重工业})$$

$$\ln Y_I = C + \beta \ln IM \quad (I = \text{轻工业、重工业})$$

其中， Y_I 表示轻工业和重工业的各年度产值， EX 和 IM 表示对应年度的出口和进口值。

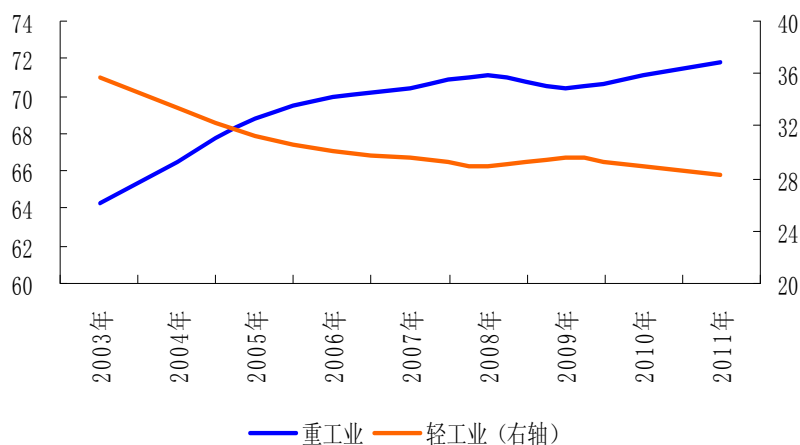
表 13：进出口贸易与轻重工业分析

产业类别	$\ln EX$	$\ln IM$	R^2	F
轻工业	1.082 (11.256)		0.9476	126.690
		0.937 (16.837)	0.9759	283.494
重工业	1.312 (15.340)		0.9711	235.301
		1.399 (18.488)	0.980	341.809

资料来源：申万研究

除了进口对轻工业的贡献小于 1，为 0.937 外，出口对轻重工业、进口对重工业的贡献都大于 1。出口和进口对重工业的贡献度要分别高于对轻工业的贡献度，表明进出口贸易对重工业的促进作用大于轻工业，表现为轻工业比重相对降低，重工业比重相对增加，从而推动产业结构升级。对外贸易的发展将带来霍夫曼系数的进一步降低。

图 135：轻重工业占比



资料来源：CEIC，申万研究

3.3.3 出口对劳动密集型产业的影响

从我国进出口的产品特征看，出口方面，主要依靠劳动密集型产品的数量扩张和低廉的价格渗透来实现出口导向战略。进口方面，主要以原材料、高新技术产品进口为主。我国对外贸易产品的特征决定了与进出口产品相关产业的发展，对这些产业的发展起到了不同的促进和拉动作用。

我国出口的产品主要以劳动密集型为主，在国际贸易市场上通过较低价格优势取得市场份额。以我国纺织服装、鞋、帽制造业为例，该行业是典型的劳动密集型行业，需要大量的劳动力。积极发展纺织服装、鞋、帽制造业具有能够保障了我国高就业、出口创汇等特征，是符合我国当前国情的。

我们运用 2002 年 1 月以来的纺织服装、鞋、帽制造行业工业产值数据和纺织品、服装衣着、鞋类商品出口数据，分析我国劳动密集型产品出口对国内纺织服装、鞋、帽制造业的影响。

$$\ln YP = C + B \ln TEX$$

其中， YP 表示纺织服装、鞋、帽制造行业工业产值， TEX 表示对应当月的纺织品、服装衣着、鞋类商品出口金额。模型结果表明我国纺织品、服装衣着、鞋类商品出口每增加一个百分点，能够推动纺织服装、鞋、帽制造行业增长 0.934 个百分点。

从整体上看，我国出口产品的弹性较大。但这种弹性较大的劳动密集型产品在国际市场上常出现供过于求的局面，因此容易由于抢占市场引起的贸易摩擦。过去我国人民币对美元汇率较低时，有利于我国国内产品出口，但是，现在由于人民币汇率升值中枢上移，同时存在劳动力、物流、原材料、融资成本的持续上升等因素存在，未来我国出口商品可能会失去原有的廉价优势，越南、印度等发展中国家利用其国内的低成本优势挤占我国在国际市场上的市场份额压力增大。因此，要整合我国区位优势，将劳动密集型产品向我国中西部地区进行产业承接转移。

3.3.4 进口对能源、资源产业的影响

上世纪 90 年代之前，我国曾是主要的石油出口国，但是随着我国经济的快速发展，国内对能源的巨大消耗，使得我国从石油生产和出口大国变成了主要进口国。到了 2000 年后，尤其是 2004 年以后我国对铁矿砂、石油、大豆等能源、资源型产品的进口达到了前所未有的程度。

我国进口的产品大多是偏刚性的，同时由于国内市场对原材料需求的急剧上升，导致铁矿石、石油、大豆等能源和资源类商品价格急剧上升。这些对我国国内的钢铁冶炼、生产，石油冶炼、加工制造，以及植物油加工行业产生了深刻的影响。

运用大豆、铁矿砂和石油进口金额以及植物油加工行业、大中型钢铁企业以及原油加工及石油制品制造工业总产值数据，分析我国进口资源和能源类产品对植物油、钢铁生产、原油加工行业构成的影响。

$$\ln Y_j = C + B \ln EX_j (j = 1, 2, 3)$$

其中， Y_1 、 Y_2 、 Y_3 分别表示植物油加工行业、大中型钢铁企业以及原油加工及石油制品制造工业总产值， EX_1 、 EX_2 、 EX_3 分别表示对应当月的大豆、铁矿砂和石油进口金额。结果表明大豆、铁矿砂和石油进口贸易每增加 1 个百分点，能够推动植物油加工 0.883 个百分点、0.871 个百分点和 0.791 个百分点。

从进出口对我国相关产业的贡献看，都显著小于 1，说明与我国进出口产品特征最相关的产业结构并不优化，亟需升级。过去我国在特定阶段内，通过高能耗、高投入以及低廉的劳动力成本作为竞争优势推动了我国对外贸易发展。但是我国现在面临着企业用工、物流、原材料、融资成本的持续上升，能源、土地和生态环境对外贸发展的约束将越来越显著。因此，必须加强对进出口产业的转型力度。

在外围经济环境波动增大，国际间的贸易摩擦日益增大的条件下，我国以较低出口价格形成的比较优势将面临严峻挑战。因此，优化国内贸易区域布局，形成东部地区加快出口产业结构升级，提升出口产品和服务的质量和附加值；中西部地区承接低端出口贸易，努力扩大出口规模的出口战略格局。

3.4 带动出口高速增长的原因分析

当前我国的经济增长仍没有跳出主要依赖固定资产投资和出口拉动的经济增长模式。

宏观角度看，城乡二元收入的分化、收入差距的扩大以及对未来收入增长的不确定预期导致了我国长期存在高储蓄率，而高储蓄率得以存继必须通过高净出口和高投资进行支撑。

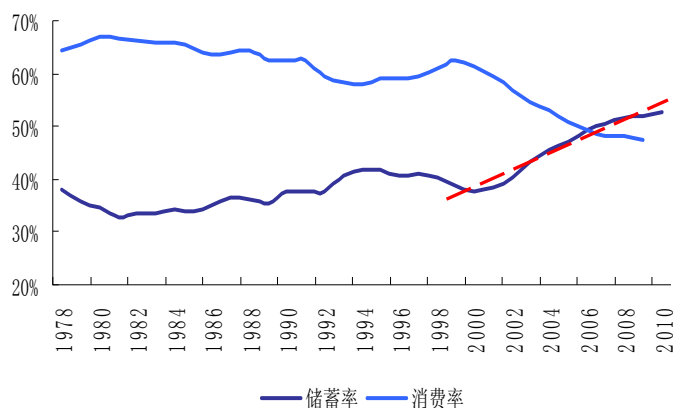
此外，我国在特定阶段的劳动力过剩，形成出口以劳动力成本低廉为国际竞争比较优势，并进一步通过高能耗来支撑出口。最终形成了进口能源资源型产品，出口劳动力密集型产品的结构特征。

3.4.1 经济结构决定高净出口拉动经济增长

根据开放经济条件下国民收入核算的恒等式， $GDP = \text{最终消费}(C) + \text{资本形成总额}(I) + \text{净出口}(X-M)$ ，根据最终消费与国内生产总值可以推算出总储蓄率，即国内储蓄等于投资与净出口之和，用公式 $S=I+(X-M)$ 表示，社会总储蓄率 $=1-(\text{最终消费}/\text{支出法的 GDP})$ 。

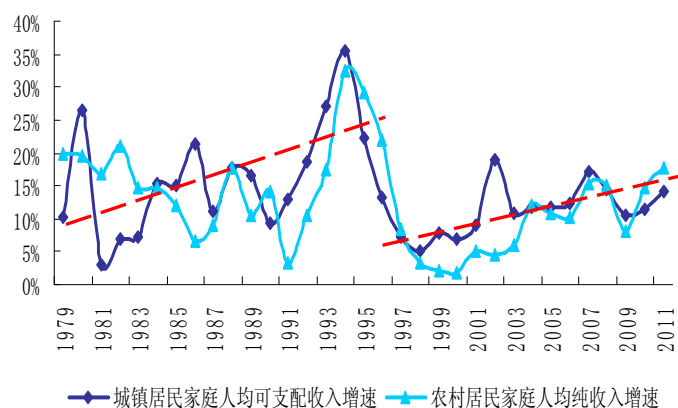
改革开放以来，我国社会总储蓄率从 37.9% 上升到 2011 年的 52.6%，提高了 14.7 个百分点。2000 年后储蓄率出现了迅猛的增长势头。此外，我国城镇居民人均可支配和农村居民人均纯收入增速在 2000 年后再次迎来了又一轮的增长时代。

图 136：社会储蓄率



资料来源：CEIC，申万研究

图 137：城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入增速

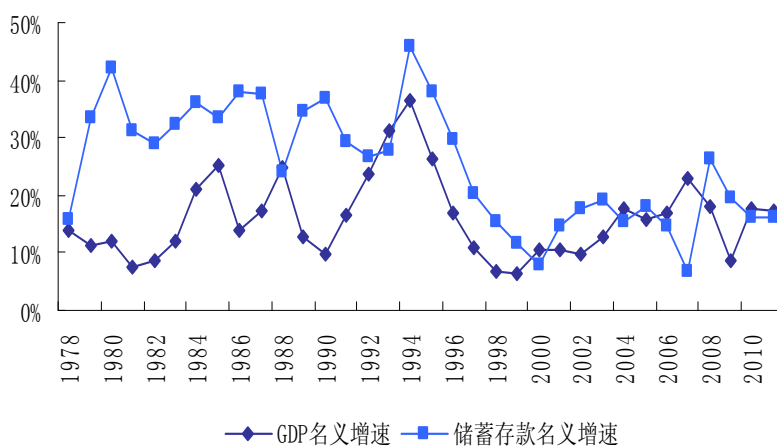


资料来源：CEIC，申万研究

除个别年份外，我国的人民币储蓄增速要高于 GDP 名义增速，这意味着消费的不足，而消费的发生主要由居民收入分配状况和对未来预期共同决定的。

我国当前居民收入城乡二元化显著、且收入差距的扩大，居民收入增长相对缓慢，导致我国居民消费边际倾向降低，消费增速放缓。此外，由于我国社会保障制度还不健全，相关的教育、医疗、住房、养老等配套改革并不完善，使得居民对未来不确定性预期增强，促使居民减少当期消费，导致社会整体的储蓄率不断上升。

图 138：社会储蓄名义增速高于 GDP 名义增速



资料来源：CEIC，申万研究

从公式 $S=I+(X-M)$ 得到的社会总储蓄率 $= 1 - (\text{最终消费}/\text{支出法的 GDP})$ 中的投资是实际投资，包括自愿性的投资与非自愿性投资，其中自愿性的投资包括固定资产投资和自愿性的存货投资，非自愿性的投资是指非自愿性存货投资。

$S=I+(X-M)$ 并不意味着储蓄总是等于自愿性投资，非自愿投资在某个时点上可能出现大于零，小于零或者等于零。一旦非自愿性存货投资不等于零时（这是常态），

从而储蓄与自愿性投资不一致时，就会形成总供给和总需求的不均衡，引起经济的收缩和扩张。

一定时期内如果社会总储蓄不被消费掉的话，这些与总储蓄等值的产品要么被拿去投资，要么成为净出口，否则就等式 $S=I+(X-M)$ 不平衡。因此，只有当投资恰好等于储蓄时，净出口才为零，但是由于存货投资的存在，这个公式常发生错配，导致储蓄和投资不相等，从而使得净出口不为零。一旦非自愿性存货投资小于零时，企业自愿性投资和净出口之和就会大于国内储蓄，经济就会呈现经济过热，面临通胀的压力，而当非自愿性存货投资大于零时，企业自愿性投资和净出口之和小于国内储蓄，经济将会表现出衰退，面临通货紧缩的压力。

在国内当前高储蓄低消费的情况下，要实现国民经济持续均衡增长，就必须要有持续的高自愿性投资和高净出口，即保持外贸高顺差。如果自愿性投资和净出口大幅降低，那么企业自愿性投资和净出口的和必然小于社会储蓄，引起国民经济衰退，激发失业率攀升。

我国高储蓄低消费的现实和确保经济较高速度的发展，必然要求进行高投资和高对外贸易顺差，但是仅依靠市场的力量促进高速投资和高速净出口是很难实现的，必须要有政府作为看得见的手对经济进行调控，采取积极的出口导向战略。高储蓄率是导致净出口拉动经济增长模式得以存续的关键因素。

3.4.2 劳动力成本比较优势促进出口增长

我国农民工的工资未被真正的市场化，受到人为影响而处于相当低的水平。全国的平均月工资是外出农民工月收入的 1.8 倍。这里全国平均工资包括了乡镇等小企业，如果去除这些企业，那么平均工资将要比农民工的月收入更高。

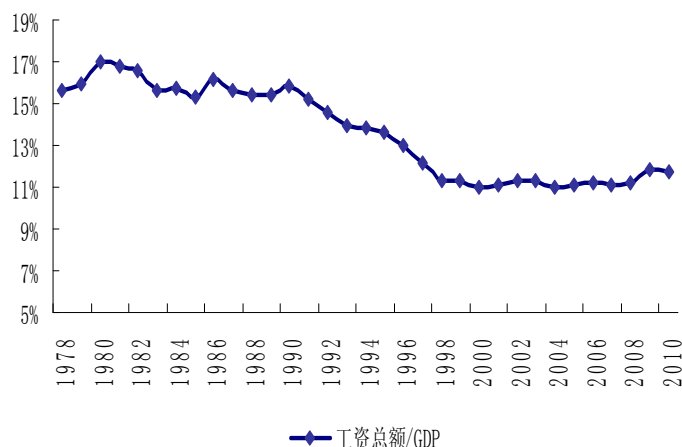
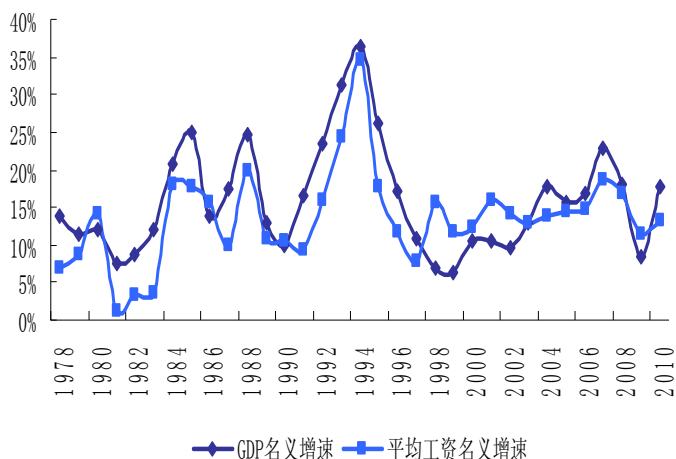
我国职工的绝对工资水平自改革开放以来呈现了较大的提升，年均工资从 1978 年改革开放之初的 615 元上涨到 2010 年的 36539 元，增长了 59.4 倍，但同期的 GDP 从 1978 年的 3645.2 亿元增长到 2010 年的 401512.8 亿元，增长了 110.1 倍。

除了个别年份外，我国 GDP 的年增速也要高于职工工资增速。1978 年改革开放至 1997 年间，我国 GDP 增速高于工资增速，1998 年至 2003 年，工资增速一度超过 GDP 增速，但是在 2004 年至 2010 年的 7 年中，除了 2009 年外，我国 GDP 增速又回到了比工资增速高的轨道中。

我国工资总额占 GDP 的比重也呈回落企稳态势，改革开放之初至上世纪末，工资总额占 GDP 的比重呈现逐年回落趋势，随后的年份中工资总额占 GDP 的比重则稳定在 11.3% 左右。虽然 2008 年以来工资总额占 GDP 的比重比此前略有回升，但整体上仍处于低位。

图 139: GDP 增速高于工资增速

图 140: 职工工资占 GDP 比重呈下滑趋势

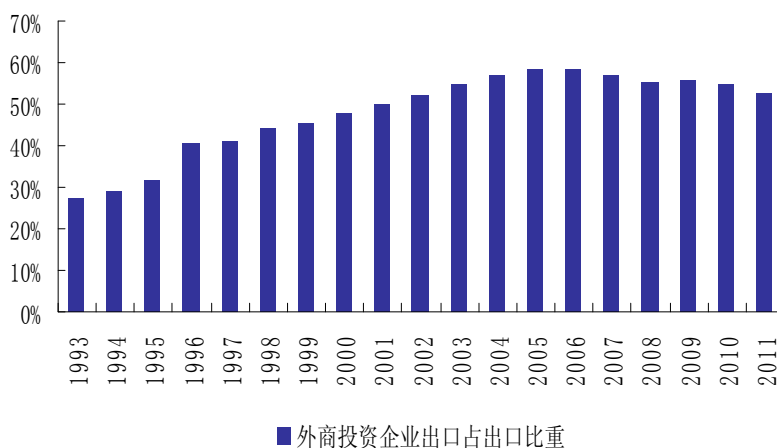


资料来源: CEIC, 申万研究

资料来源: CEIC, 申万研究

追求利润最大化是企业的根本目的和动因，也是出口企业极力扩大出口的原始驱动力。我国出口企业比较特殊，大部分出口商品是由外商投资企业完成的。外商投资企业的商品出口占我国出口比重较大，1993 年至 2005 年，外商投资企业出口占我国出口比重呈逐年增长态势，在 2005 年达到了 58.3%，2005 年后占比处于缓慢回落，但是占比仍超过了 50%。

图 141: 外商投资企业出口占出口比重

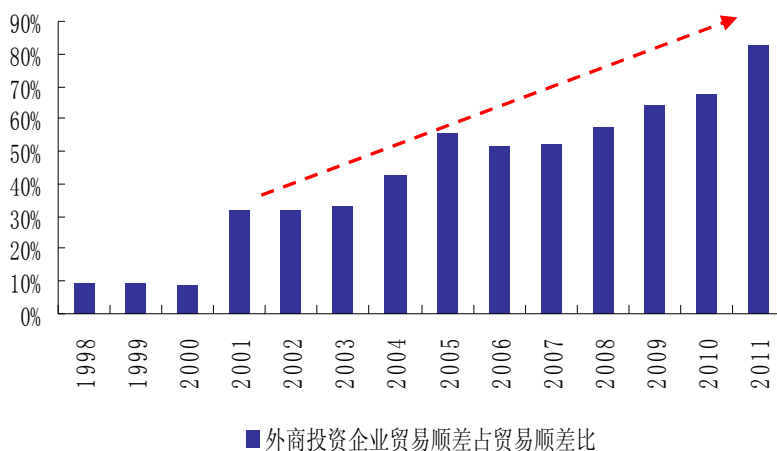


资料来源: CEIC, 申万研究

从贸易顺差的构成看，我国的外贸顺差主要是外商投资企业的贸易顺差，2000 年之前，外商投资企业的贸易顺差占我国进出口贸易顺差的比重不足 10%；2001 年至 2004 年，外商投资企业的贸易顺差占我国进出口贸易顺差的比重出现了大幅跃升，年均比重为 35%；2005 年至 2010 年，外商投资企业的贸易顺差占我国进出口贸易顺

差的比重又出现了大幅提升，从 2005 年的 55.5% 上升到了 2010 年的 67.4%；2011 年该比重更是达到了 82.7% 的水平。

图 142：外商投资企业贸易顺差占比很高



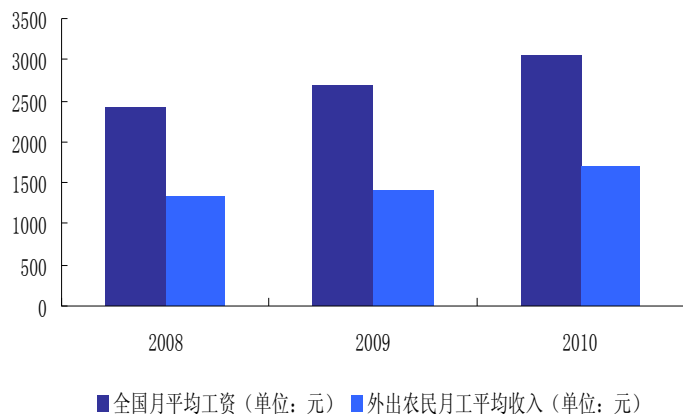
资料来源：CEIC，申万研究

外商投资企业出口增长快速、贸易顺差占比增大的主要原因是政府对外贸外资的发展采取了过度激励的政策，使得出口企业以较低的成本进行运作、逐利。由于外商投资企业出口占比高，我们以外商投资企业为例进行分析。

从外商投资企业和港澳台企业的平均工资增速来看，除上世纪 90 年代中期几年外，它们都要低于我国的平均工资增速。

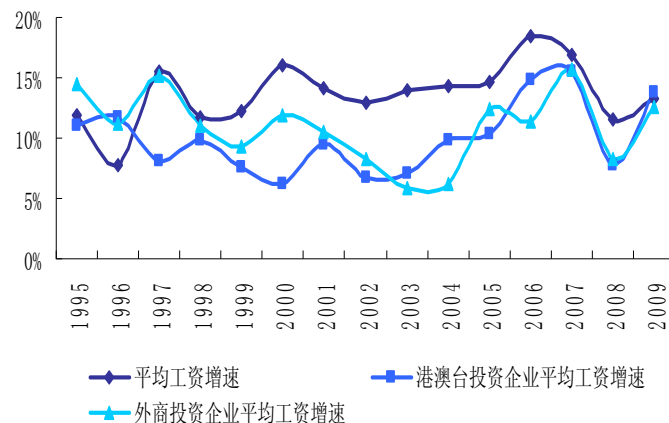
正是各种优惠政策和低劳动力成本大大促发了我国贸易顺差长期存在，因为对来料加工贸易、进料加工贸易这类劳动密集型贸易企业来说，需要大量的劳动力，而我国长期以来劳动力成本的人为压低为加工贸易企业出口提升了利润空间，使得低附加值的产业、低产业层次的出口模式得到不断的发展和壮大。

图 143：外出农民工收入远低于全国平均工资



资料来源：CEIC，申万研究

图 144：外商投资企业平均工资增速低于全国平均工资增速



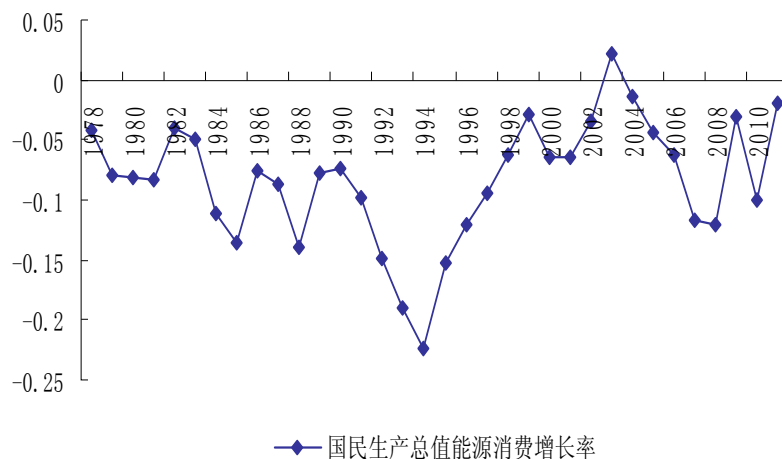
资料来源：CEIC，申万研究

3.4.3 高能耗、粗放生产推动出口增长

我国在大力积极实施出口导向型贸易战略推进经济增长过程中，主要进行的是以大量资源消耗、粗放型生产。

我国国内生产总值能源消费（单位：吨标准煤/百万人民币）排放增速在改革开放初期至 1994 年呈逐年增加趋势；在 1994 年至 2003 年出现了排放增速放缓迹象；2004 年至 2008 年，国内生产总值能源消费减排有所好转；但近年来国内生产总值能源消费增速又呈现了震荡减少的态势。

图 145：国内生产总值能源消费



资料来源：CEIC，申万研究

我国经济发展过度的依赖外需和外资，金融市场改革滞后，投资渠道狭窄，加上出口企业粗放式生产，我国创造了巨额的贸易顺差。但是巨大的贸易顺差却没有带来的财富积累效应，却在资源无法实现优化配置的桎梏下，增大了人民币汇率的升值压力，还阻碍经济结构和产业结构的调整和转型。我国这种以资源低效、粗放投入和依赖低廉劳动力的出口模式必然不可持续。

3.4.4 政策优惠助推出口增长

在吸引投资政策上，中央政府下放外商投资企业备案和批准证书发放管理权限，进一步简化外商投资企业的审批程序，方便了外商投资企业设立。我国还对外商投资企业实施税收减免和优惠政策，比如中央政府提供“三免两减半”的优化政策，并以法律的形式予以公告。但在实际操作过程中，地方政府为了吸引、争夺外资，在税收优惠上采取了更为激进的税收优惠政策。

表 14：吸引外商投资的相关税收优惠政策

时 间	来 源	主要内容
1991 年-2008 年	中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法	“两免三减半”的政策：从获利年度起 2 年免征、3 年减半征收企业所得税的待遇。对设在中西部地区的国家鼓励的外商投资企业，在 5 年的减免税期满后，还可延长 3 年减半征收所得税。对外商投资设立

2000 年—至今	国务院关于外国企业来源于我国境内的利息等所得减征所得税问题的通知	的先进技术型企业,可享受 3 年免税、6 年减半征收企业所得税待遇;对出口型企业,除享受上述两免三减所得税优惠外,只要企业年出口额占企业总销售额的 70%以上,均可享受减半征收企业所得税的优惠;对外商投资企业在投资总额内采购国产设备,如该类进口设备属进口免税目录范围,可按规定抵免企业所得税。
1999—至今	财政部国家税务总局关于贯彻落实《中共中央 国务院关于加强技术创新,发展高科技,实现产业化的决定》有关税收问题的通知	外国企业为科学研究、开发能源、发展交通事业、农林牧业生产以及开发重要技术向我境内提供专有技术所取得的特许权使用费,经国家税务总局批准,可以减按 10%的税率征收所得税,其中技术先进或者条件优惠的,可以免征所得税。
1999 年—至今	关于外商投资企业技术开发费抵扣应纳税所得额有关问题的通知	外商投资企业和外国企业资助非关联科研机构 and 高等学校研究开发经费,参照《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》中有关捐赠的税务处理办法,可以在资助企业计算企业应纳税所得额时全额扣除。
1999 年—至今	国家税务总局关于实施对设在中西部地区的外商投资企业给予三年减按 15%税率征收企业所得税的优惠的通知	外商投资企业技术开发费比上年增长 10%以上(含 10%)的,经税务机关批准,允许再按技术开发费实际发生额的 50%抵扣当年度的应纳税所得额。
1999 年—至今	国务院办公厅转发外经贸部等部门关于当前进一步鼓励外商投资意见的通知	凡属国家鼓励类外商投资企业,在现行税收优惠政策执行期满后的 3 年内,可以减按 15%的税率征收企业所得税。
		凡外商投资企业在投资总额内采购国产设备,如该类进口设备属免税目录范围,可全额退还国产设备增值税并按有关规定抵免企业所得税。

资料来源:申万研究

在外贸政策上,主要是放松贸易保护,大力鼓励出口。表现在:对产品出口提供信贷和保险;对出口制成品减免关税、外销退税和给予出口补贴;对出口部门所需要的原材料、零配件和机器设备进口,减免关税或减少进口限制;给出口商提供一定比例的进口限额和许可证等等。并在再分配过程中,向外商投资企业进行倾斜,将属于全体社会的价值部分让渡给外商投资企业。

表 15: 外商投资和港澳台企业及其他企业的利润与税金比较

年度	外商投资企业和港澳台企业					外商投资企业和港澳台以外企业				
	工业总产值 (百万元)	税金(百 万元)	税金/工业 总产值(%)	利润(百 万元)	利润/工 业总产值 (%)	工业总产 值(百万 元)	税金(百 万元)	税金/工业 总产值(%)	利润(百 万元)	利润/工 业总产 值(%)
1998	1675790	61970	3.7	41861	2.5	5097924	344411	6.76	103950	2.04
1999	1895423	70229	3.71	75393	3.98	5375281	371128	6.9	153431	2.85
2000	2346455	86864	3.7	128248	5.47	6220911	425073	6.83	311100	5
2001	2722091	101114	3.71	144295	5.3	6820976	455990	6.69	328993	4.82
2002	3245928	111273	3.43	187722	5.78	7829508	498317	6.36	390656	4.99
2003	4435781	141267	3.18	277743	6.26	9791341	612426	6.25	555981	5.68
2004	6599521	180557	2.74	387597	5.87	13572698	772346	5.69	805333	5.93
2005	7986023	213842	2.68	414081	5.19	17175927	937986	5.46	1066173	6.21
2006	10007651	283950	2.84	538405	5.38	21651245	1161401	5.36	1412039	6.52
2007	12762931	367061	2.88	752738	5.9	27754782	1475181	5.32	1962780	7.07

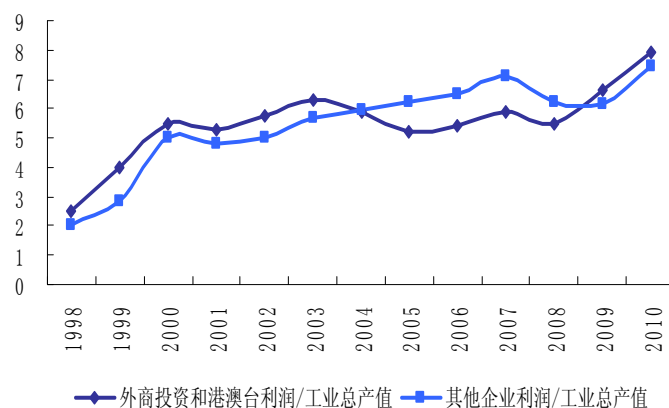
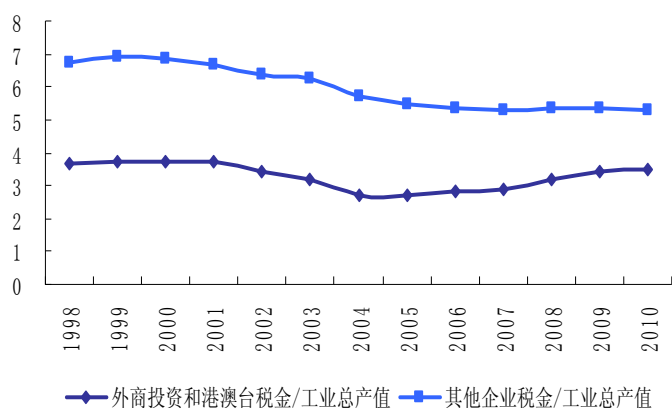
2008	14979417	480178	3.21	824263	5.5	35765408	1916622	5.36	2231974	6.24
2009	15268662	519685	3.4	1010706	6.62	39562480	2128930	5.38	2443516	6.18
2010	18991711	661006	3.48	1501955	7.91	50867343	2704577	5.32	3803011	7.48

资料来源：申万研究

这里的税金主要包括“主营业务税金及附加”与“应交增值税”，而外商投资和港澳台以外企业主要是用规模以上工业企业相关指标减去对应的外商投资和港澳台企业得到。

下图表明，外商投资和港澳台企业的税金占工业总产值的比重明显低于外商投资和港澳台以外的企业，而外商投资和港澳台企业利润占工业总产值的比重在大多数年份要高于外商投资和港澳台以外的企业。说明了我国政府不断地实施对外商投资企业和港澳台企业的政策优惠，最终使得国民收入再分配向外商投资企业进行倾斜，将属于全体社会的价值部分让渡给外商投资企业。

图 146：外商投资和港澳台企业税金占工业总产值比小于其他企业 图 147：外商投资和港澳台企业利润占工业总产值比重



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

三、供给分析：需求与分配结构深度影响供给格局

前文中我们从分配和需求的角度梳理了我国宏观经济的结构特点，这一部分我们主要从供给的角度观察国内经济的产业结构。通过这些研究，希望能够形成“需求→供给→分配→需求”这样相对完整的逻辑闭环，从而能够对当前经济转型的发展方向形成一些前瞻性的判断。

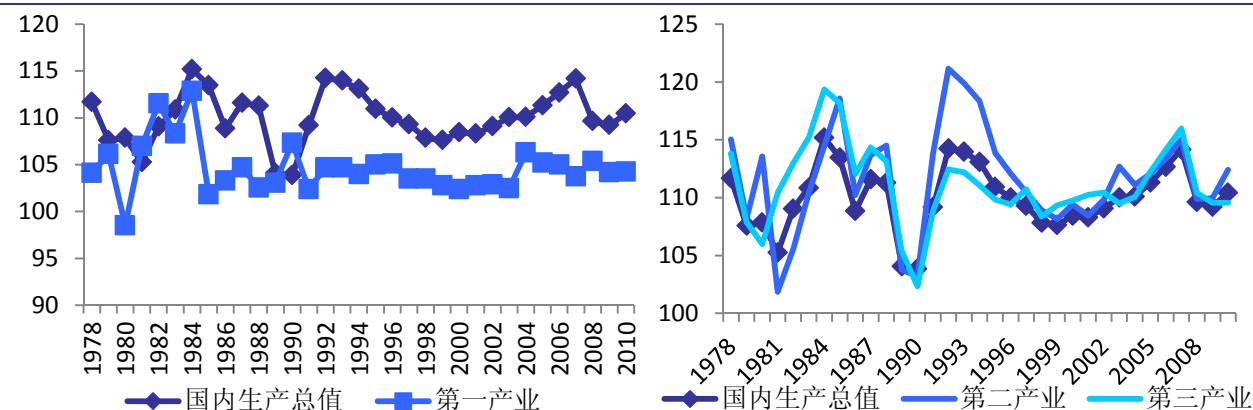
1. 需求结构决定生产结构

从需求到供给是国内整个经济链条中的关键一环，需求结构的演进对产业结构构成重大影响。从过去几年产业增长的情况来看，第二产业的快速增长是经济的重要拉动力。为了理清需求与生产之间的关系，我们将各工业行业按照需求类别分类。可以看到，在“十一五”期间，资源品、投资品和可选消费品行业整体增速最快，必需消费品、公用事业、消费产品出口类增长相对较慢。产业的增速差异与中国经济资源消耗快速增长、较为依赖投资、对较高端消费产品需求迅速增长的需求特点是完全一致的。

1.1 三次产业增长的特点

从过去 30 年国民生产总值以及第一、二、三次产业的发展情况来看，第一产业的增速相对平稳，与 GDP 增速相关度不高，而第二、三产业增速与 GDP 相关度更高，其中，第二产业的波动可能更大，在国家促进经济增长或经济过热的年份，第二产业的快速增长是经济的重要拉动力。

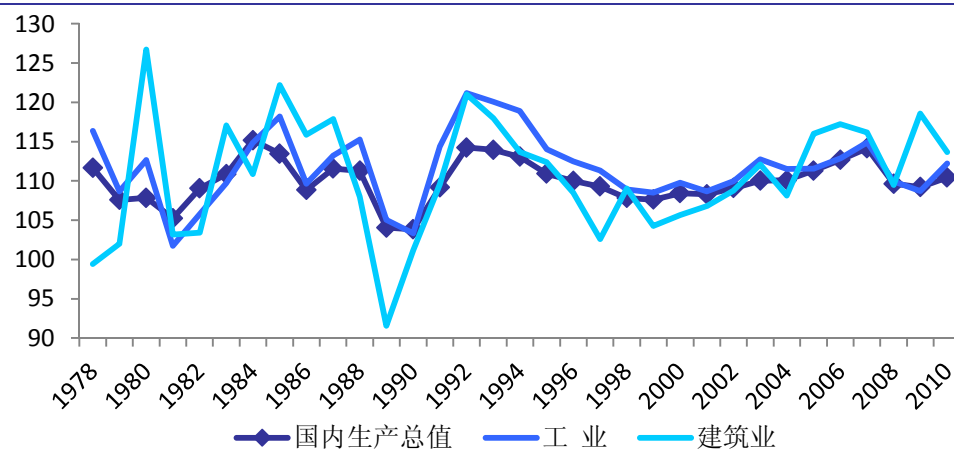
图 148：第一产业增长相对平稳，第二、三产业与 GDP 相关度更高



资料来源：国家统计局，申万研究

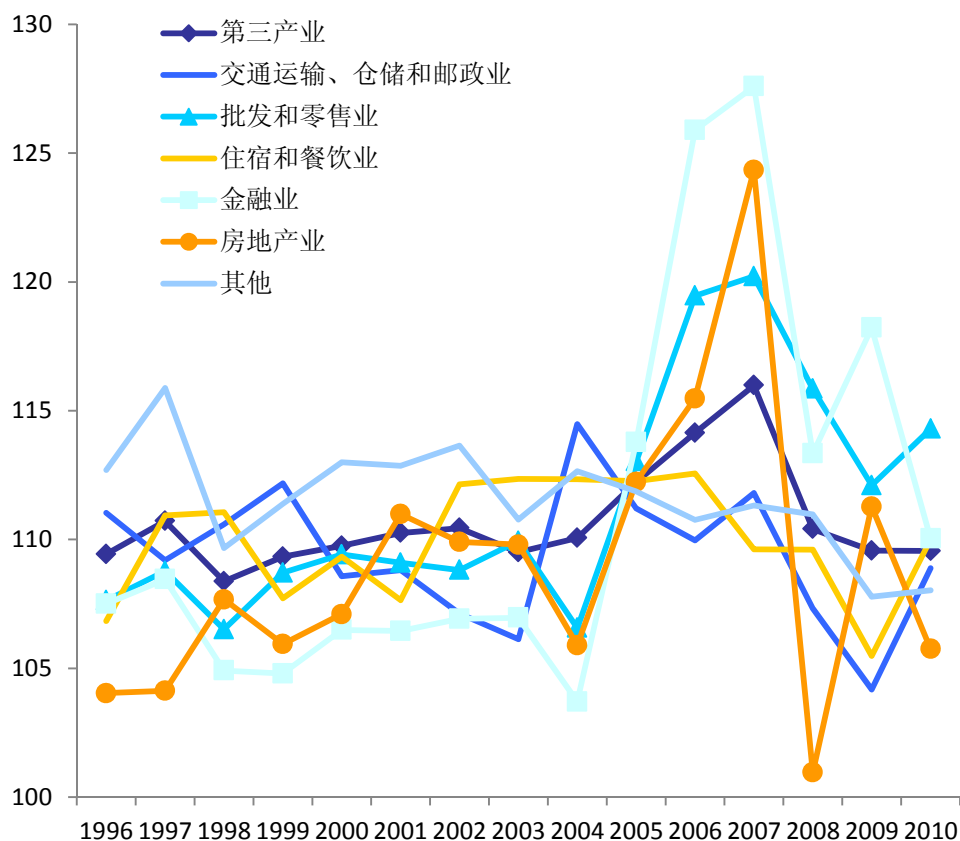
第二产业中，我们看到建筑业近年的增速明显高于工业整体增速以及整体国民生产总值的增速。而在第三产业中，金融、交通运输业在近年的增速明显高于整体第三产业的增速，房地产行业增速波动很大，06、07、09 年房地产增速高于整体第三产业增速，而 08、10 年房地产行业增速相对较低。

图 149：第二产业中的建筑业在今年保持高速增长



资料来源：国家统计局，申万研究

图 150：金融、批发零售业高速增长



资料来源：国家统计局，申万研究

1.2 投资需求快速增长带动投资品产业和投资性服务业快速发展

我们认为需求变化是决定各产业之间增长差异、影响整体产业结构变迁的最根本因素。

为了更清晰地看到需求变化对行业的影响，我们将三十九个大类工业行业按照其最终需求分为 8 类，主要按照资源品、投资品、消费品的需求结构进行划分，此外，有些行业产品主要为生产服务，其最终需求中投资、消费的比重都较大，我们把它单列出来，包括材料、办公用品、共用事业。消费类中部分产品有相当大的比例用于出口，因此我们将这部分行业重复列入消费产品出口类。

表 16：工业类行业的分类

工业行业分类

资源品	煤炭开采和洗选业；石油和天然气开采业；黑色金属矿采选业；有色金属矿采选业；非金属矿采选业；其他采矿业
投资品	非金属矿物制品业；黑色金属冶炼及压延加工业；有色金属冶炼及压延加工业；通用设备制造业；专用设备制造业；电气机械及器材制造业；通信设备、计算机及其他电子设备制造业
必需消费品	农副食品加工业；食品制造业；饮料制造业；烟草制品业；纺织业；纺织服装、鞋、帽制造业；文教体育用品制造业
可选消费品	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业；木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业；家具制造业；金属制品业；交通运输设备制造业；工艺品及其他制造业；医药制造业
办公用品	造纸及纸制品业；印刷业和记录媒介的复制；仪器仪表及文化、办公用机械制造业
材料	石油加工、炼焦及核燃料加工业；化学原料及化学制品制造业；化学纤维制造业；橡胶制品业；塑料制品业
公用事业	废弃资源和废旧材料回收加工业；电力、热力的生产和供应业；燃气生产和供应业；水的生产和供应业
消费产品出口	纺织业；纺织服装、鞋、帽制造业；皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业；木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业

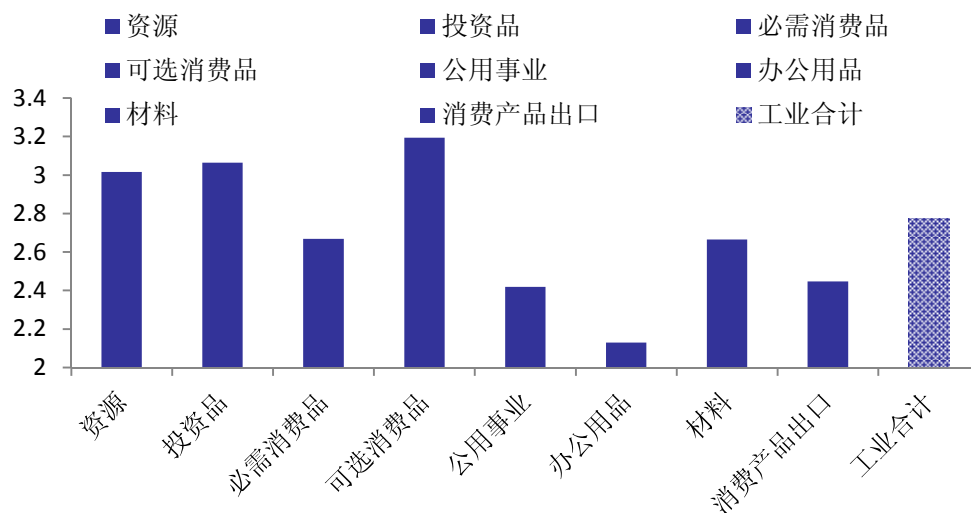
资料来源：申万研究

资源品、投资品和可选消费品行业整体增速最快，必需消费品、公用事业、消费产品出口类增长相对较慢：从下图可以看到，“十一五”期间，资源品、投资品相关行业以及可选消费品相关行业的工业产值总体增幅明显高于其他行业类别。由于“十一五”期间投资依然是我国经济的主要驱动力，对资源品、投资品需求的快速增长显然拉动了资源品行业和投资品行业的快速增长。

而可选消费品需求的增长则受益于人民收入的增加和生活水平的提高。以汽车销售为例，汽车销量在“十一五”期间增长了 3.2 倍，这相当程度上解释了交运设

备制造业工业产值 3.5 倍的增幅（其他因素可能包括国产车对进口车的替代、单车价值的提升等）。

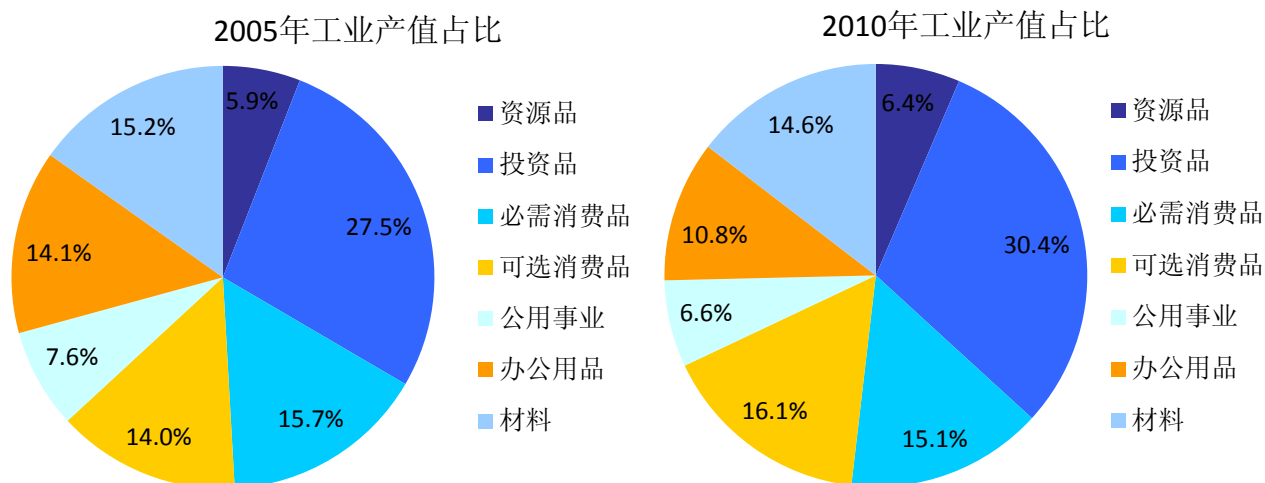
图 151：2010 年相对 2005 年工业产值增幅



资料来源：国家统计局，申万研究

投资品产值占三成：从 2010 年各类产业产值的占比来看，资源品和公共事业相加产值占 13%；办公相关产品的产值大约占 11%；必需消费品、可选消费品、材料行业的产值占比均在 15%左右；投资品占比最大，达到 30%。

图 152：各类行业工业产值占比



资料来源：国家统计局，申万研究

我们也采取类似的方式将服务业分为公共服务（政府支出占主导）、消费性服务业、投资性服务业、生产性服务业。

投资性服务业增幅最大，生产性服务业增幅偏慢：十一五期间，以金融业和房地产业为代表的投资性服务业增长最快。在此期间，我国需求结构中投资占比越来越高，投资高增长直接带来大量金融融资服务需求，而城镇化加速使得房地产行业得以勃兴，大金融行业的增长非常迅猛。

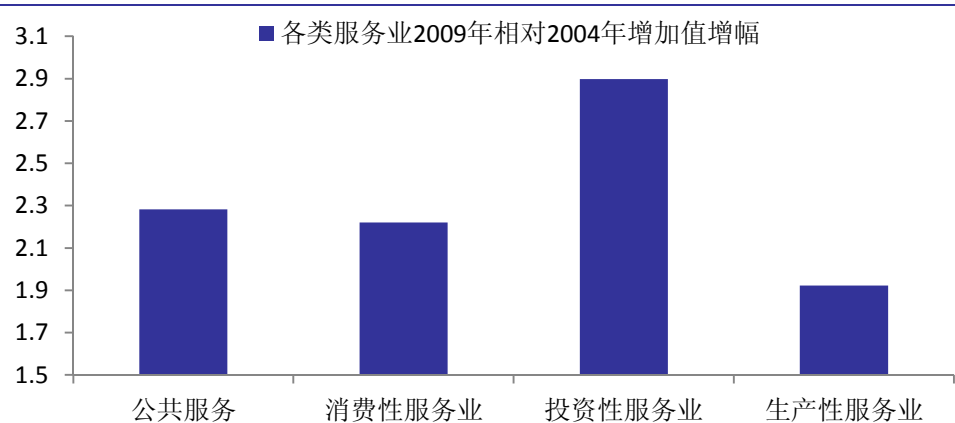
公共服务、消费性服务业的增幅居中，这与必需消费品、公用事业产品的平稳增长是一致的，反映了居民消费水平和生活水平随着经济增长而稳步提高。**2010 年整个第三产业中，与居民生活相关的服务业占比约 55%，投资性服务业占比约 25%，生产性服务业占比 21%。**

表 17：服务业的分类

服务业分类	
公共服务	科学研究、技术服务和地质勘查业；水利、环境和公共设施管理业；教育；卫生、社会保障和社会福利业；公共管理和社会组织
消费性服务业	批发和零售业；住宿和餐饮业；居民服务和其他服务业；文化、体育和娱乐业
投资性服务业	金融业；房地产业
生产性服务业	交通运输、仓储和邮政业；信息传输、计算机服务和软件业；租赁和商务服务业

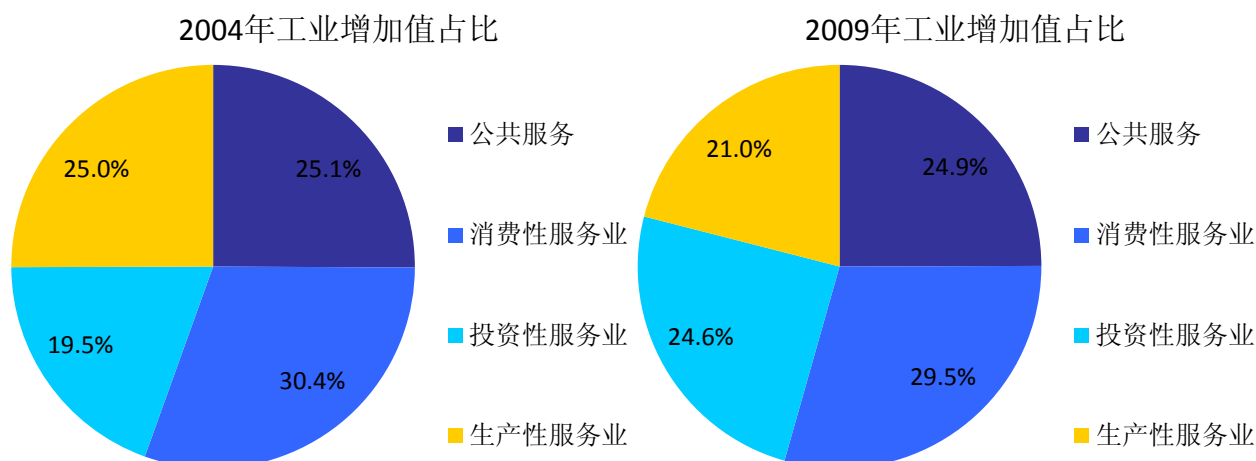
资料来源：申万研究

图 153：2009 年相对 2004 年服务业增加值增幅



资料来源：国家统计局，申万研究

图 154：各类服务业增加值占比



资料来源：国家统计局，申万研究

2. 我国要素禀赋直接影响产业结构

要素禀赋的变化是影响产业结构的另一个关键因素。行业的劳动力和资本要素往往互补。两者都是行业毛利率的重要决定因素。在行业增长没有遭遇“瓶颈”、行业处于市场化状态的情况下，毛利率高的行业往往增长较快。行业的劳动力、资本属性差异难以单独解释行业增速水平的不同。“十一五”期间，高能耗行业的增长已经受到限制，能耗在分析行业增长前景时将成为越来越重要的考量因素。

2.1 工业行业中，劳动力与资本要素替代关系明显

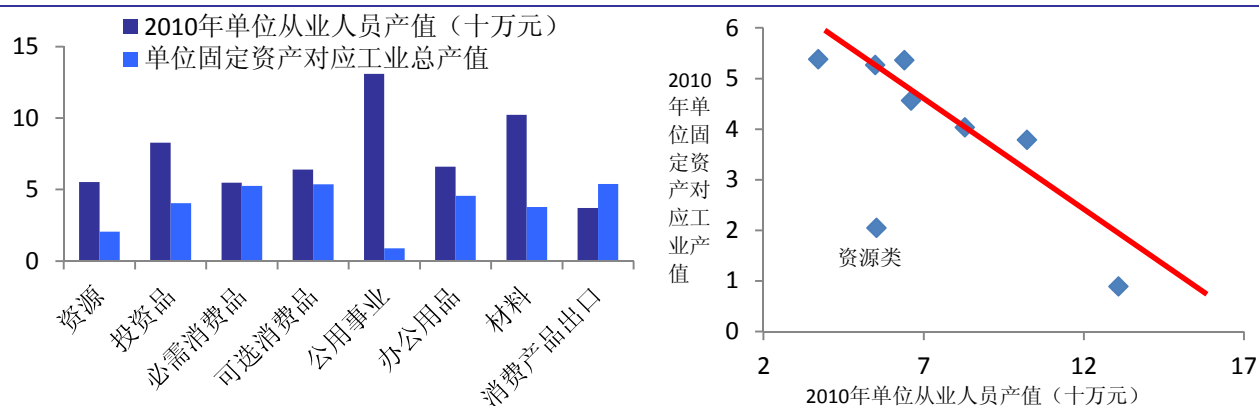
我们用单位从业人员产值代表工业行业的劳动力属性，该数值越小表示产业越偏于劳动密集型。用单位固定资产净值对应的产值代表工业行业的资本属性，该数值越小表明产业越偏于资本密集型。

从下图可以看到，对于大多数行业而言，劳动力和资本之间具有比较明显的替代关系，人均产值较高的行业其单位资本产出往往较低，反之亦然。只有资源类行业是个例外，其无论是单位从业人员的产值还是单位固定资产净值对应的产值都偏低，该行业产出更多是体现资源的稀缺价值。

按照前文中列举的八大类工业分类中，劳动力密集程度最高的是出口比重较大的消费产品类，而资本密集程度最高的是公用事业类和资源类行业。必需消费品的劳动力密集程度高于可选消费品、投资品和材料相关行业。消费产品出口类行业的资本密集程度和必需、可选消费品相似，低于材料和投资品行业，远低于资源品和公用事业行业。

整体上看，多数行业仍然是人均产值较低而单位资产产出较高，这与国内劳动力要素比较充裕、初次分配中劳动力报酬过低的情况比较一致。

图 155：工业行业的劳动力和资本属性有明显的替代关系

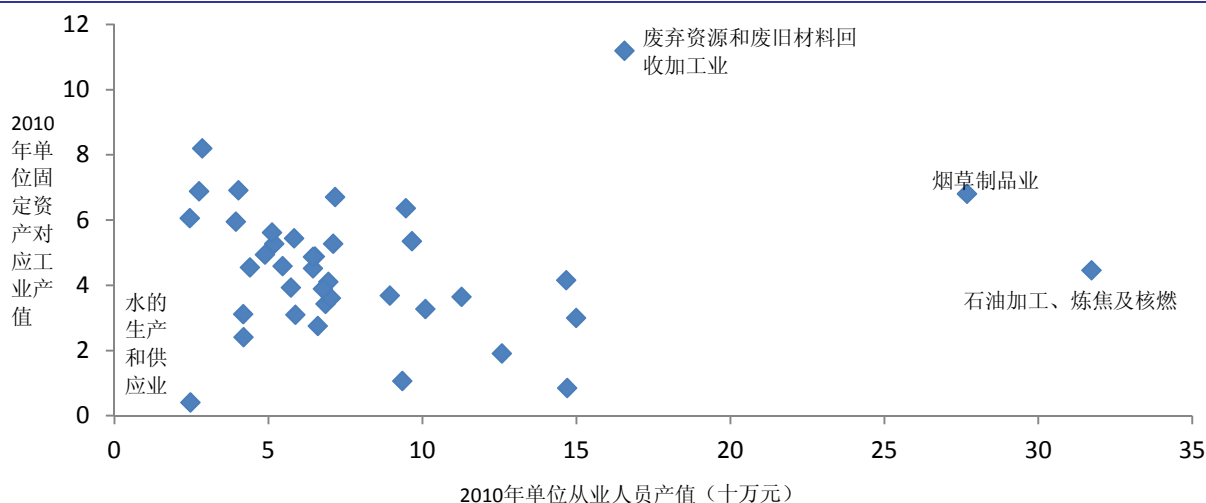


资料来源：国家统计局，申万研究

考察单个细分行业的要素使用情况，劳动力属性和资本属性基本上也有类似的替代关系。其中，水的生产和供应业无论是单位从业人员还是单位固定资产对应的产值都偏低，从上节我们看到，公用事业类行业的产值增长都偏低，水的生产和供应业的产值在“十一五”期间增幅不到一倍，可能与水价受限有关。

废弃资源和废旧材料回收加工业、烟草制品业、石油加工、炼焦及核燃料加工业这三个行业在下图中也属于明显的“异类”。以单位从业人员产值和单位固定资产对应的工业产值两个指标来横来，这三个行业的单位要素投入获得的产值显著高于其他行业。其中，烟草和石油加工行业有垄断优势，而废弃资源和废旧材料回收加工业在“十一五”期间增长7倍，远超其他行业。

图 156：细分工业行业的劳动力和资本属性



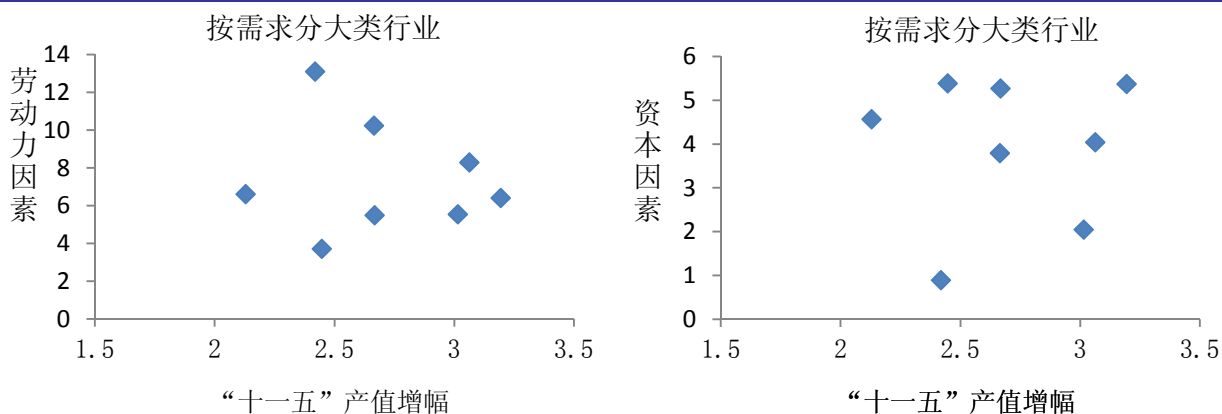
资料来源：国家统计局，申万研究

2.2 劳动力和资本属性的差异难以解释行业的增长差异

我们仍然用单位从业人员产值代表工业行业的劳动力属性，用单位固定资产净值对应的产值代表工业行业的资本属性，来观察不同属性行业产值增速之间的差异。

按照我们此前根据需求类型进行的大类行业划分，并将这些行业在“十一五”的整体增幅与相应的生产要素指标做比较，从下面的散点图中可以看到，无论是劳动力还是资本的密集程度，都与行业增速之间没有显著的关系。也就是说，在“十一五”期间，我国的劳动力和资本要素之间相对均衡，并未出现依赖劳动力密集或资本密集行业单一增长的局面。

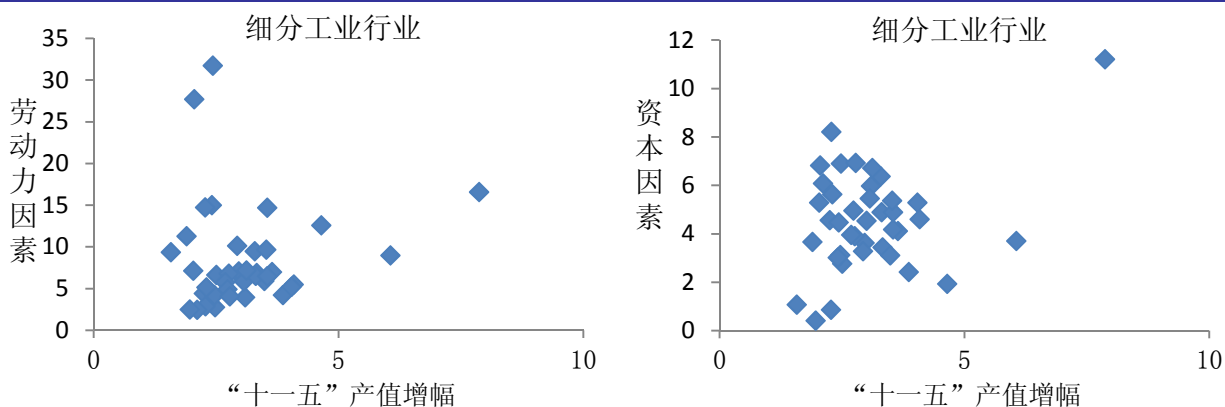
图 157：劳动力和资本因素难以解释“十一五”不同类别行业的增幅差异



资料来源：国家统计局，申万研究

根据具体细分行业的数据，也有类似的观察，同样看不到行业产值增幅与要素指标之间的显著关系。

图 158：劳动力和资本因素难以解释“十一五”不同类别行业的增幅差异



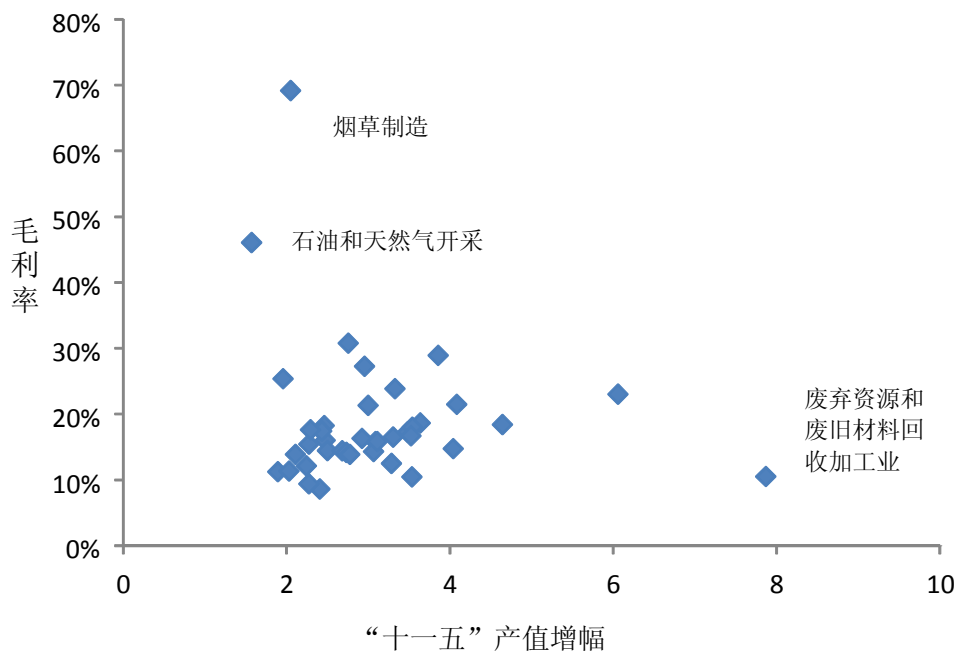
资料来源：国家统计局，申万研究

2.3 毛利率高的行业增速较快

毛利率的不同大致可以解释不同行业增幅的差异。下图可以看到，如果将三个异常点（前面提到过的烟草制造、石油和天然气开采以及废弃资源和废旧材料回收

加工业) 去掉, 在“十一五”期间, 各工业行业的产值增幅和毛利率大致存在正相关关系。

图 159: 细分工业行业的劳动力和资本属性



资料来源: 国家统计局, 申万研究

2.4 供给和需求瓶颈、市场垄断性质等因素都对行业增速有显著影响

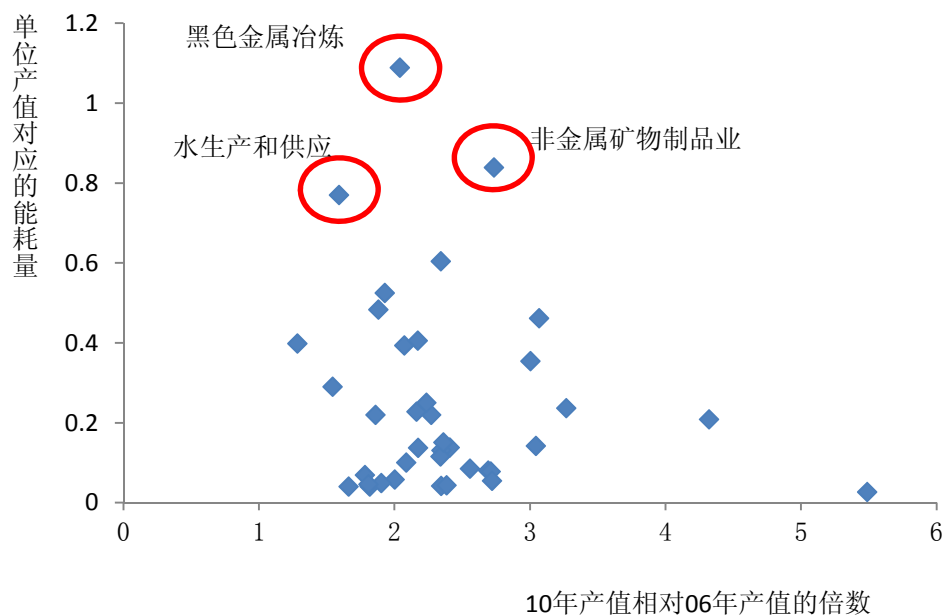
上述这几个异常行业的存在的理由可能迥然不同, 石油和天然气开采虽然毛利率很高, 但是增幅却受到资源供给的限制, **遭遇供给瓶颈**。烟草制造行业恰恰相反, 可能是受制于需求增长的缓慢, **遭遇需求瓶颈**。废弃资源和废旧材料回收加工业的快速增长反映行业发展初期, 需求、供给的增长空间广阔, 但是可能需求对价格敏感, 加上其公共服务的性质, 导致整体毛利率处在偏低的水平。

这提示我们, 对于发展没有遭遇“瓶颈”的行业, 市场化较充分的行业, 毛利率是影响行业增速的重要指标, 但是现实中, 许多行业都会遭遇供给、需求等“瓶颈”的影响或具有垄断的特性, 这些因素使得实际行业增速与毛利率水平存在偏离。这也意味着对行业发展阶段的判断, 对行业所处市场的垄断性质的判断对于预测行业前景有重要意义。

2.5 高耗能行业增幅受限

以单位产值对应的能耗作为衡量行业能耗的标准, 从下图我们看到, 06年以后, 几个典型的高耗能行业, 包括黑色金属冶炼(主要是钢铁)、非金属矿物制品业(包括水泥)的增幅都不大。增幅较高的行业均是低耗能行业。

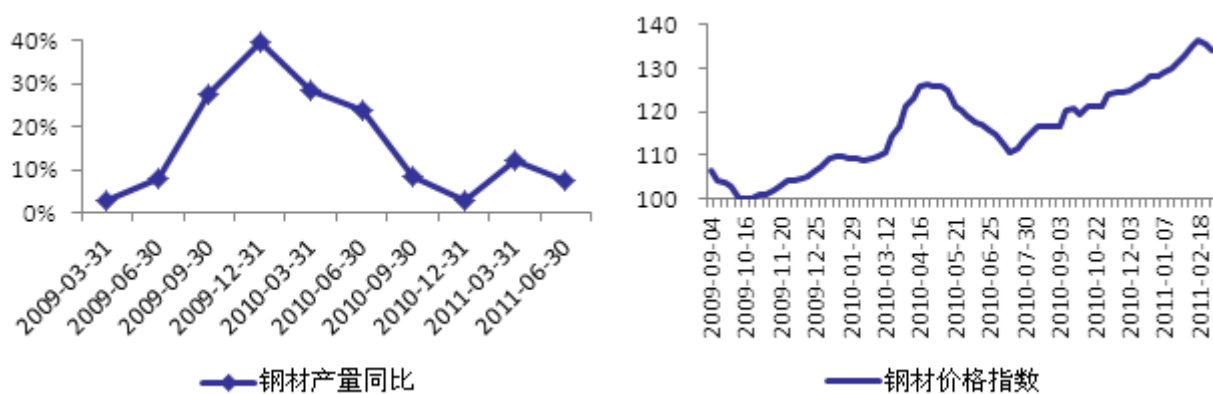
图 160：高耗能行业的增幅受限



资料来源：国家统计局，申万研究

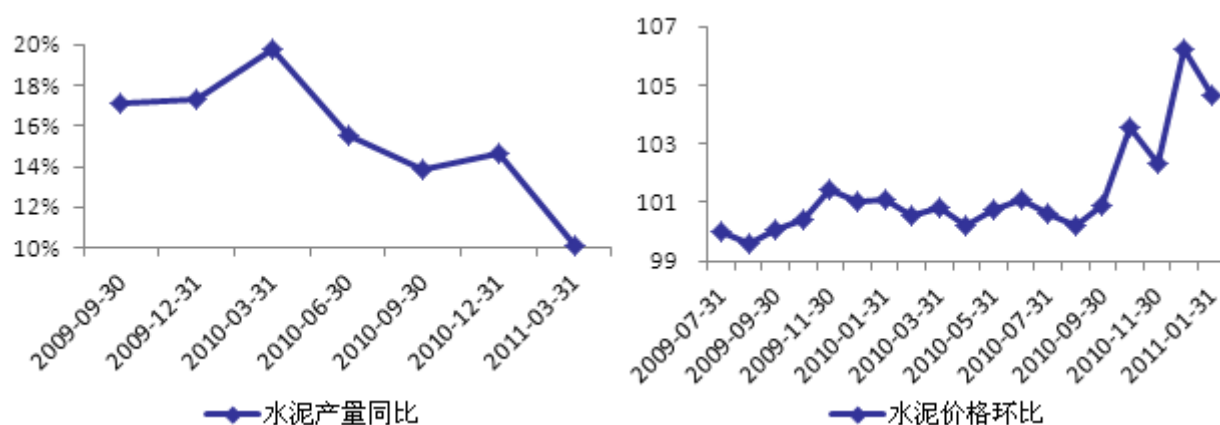
随着社会对节能环保的重视程度提高，高能耗行业的发展空间越来越窄。2010年末，也就是“十一五”的最后一年，为了完成节能减排的既定目标，主要省市都对高能耗行业，主要是钢铁、水泥等行业，进行了拉闸限电，导致钢材、水泥产量下滑、价格上涨。

图 161：节能减排导致钢材产量增速明显下降，价格快速上涨



资料来源：CEIC, 申万研究

图 162： 节能减排导致水泥产量增速明显下降，价格快速上涨



资料来源：CEIC, 申万研究

根据国务院印发的《“十二五”节能减排综合性工作方案》，到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤（按 2005 年价格计算），比 2010 年的 1.034 吨标准煤下降 16%，比 2005 年的 1.276 吨标准煤下降 32%；节能减排的压力依然较大。能耗对行业增长前景的影响越来越重要。

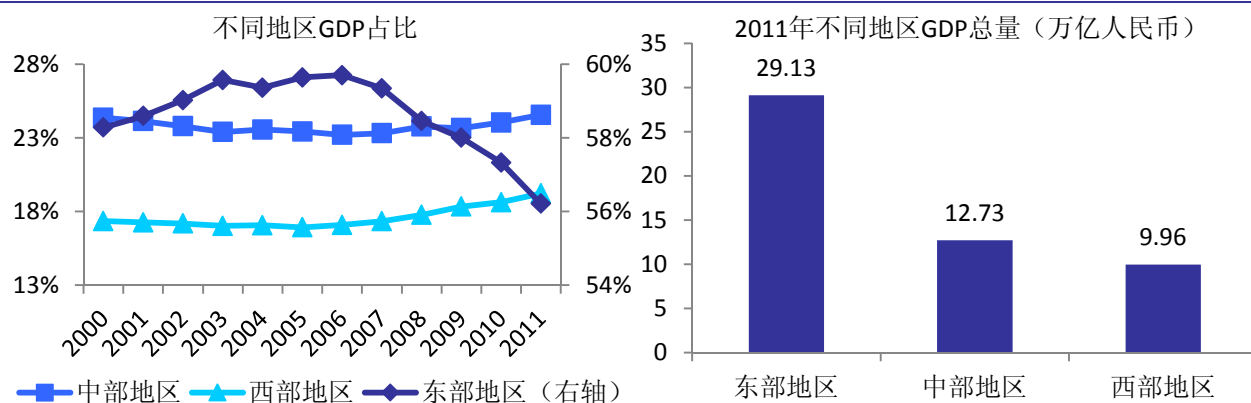
3. 区域发展差距蕴含重要增长动力

东、中、西部地区之间发展差异巨大是国内生产结构中另一个重要问题。受自然条件、经济基础以及政策引导等因素影响，我国不同区域之间由东向西形成了非常明显的经济梯度。当东部地区开始逐步减速之际，中西部地区能否成为新的高速增长引擎，是经济转型能够成功的重要因素。中部承接制造业转移，西部充分发挥资源优势。

3.1 东部GDP总量大，中西部GDP增速快

2006 年，东部省份 GDP 总量占全国 GDP 的比重达到最高点 59.7%，此后逐年回落到 2011 年的 56.2%，总量为 29.13 万亿。中部和西部省份 GDP 占比则逐年上升。2011 年中部分省份 GDP 占比 24.5%，总量达到 12.73 万亿；西部省份 GDP 占比 19.2%，总量 9.96 万亿。

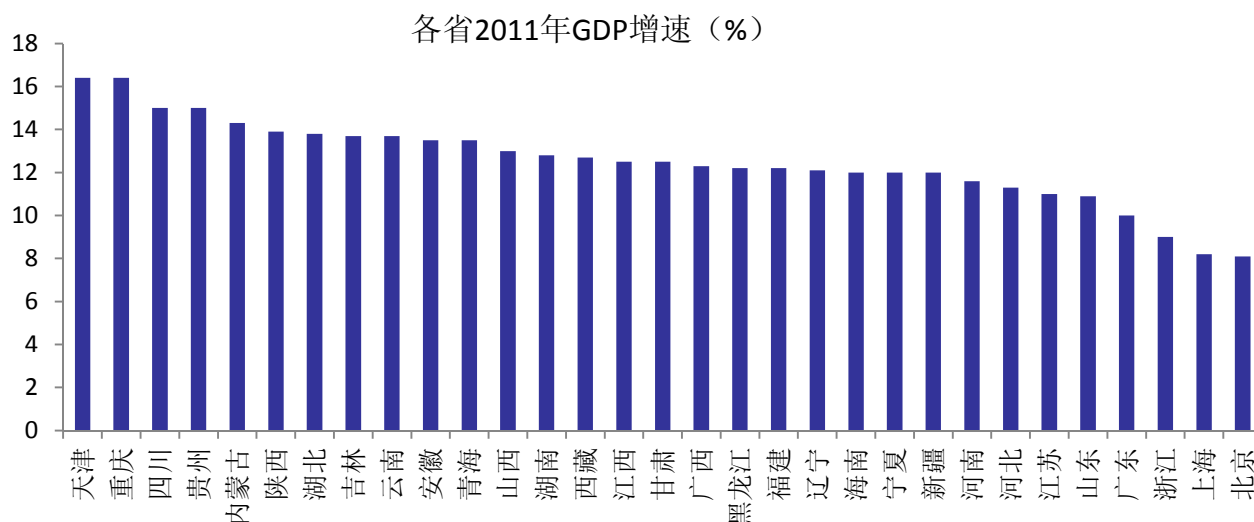
图 163：东部省份 GDP 总量接近 30 万亿，但占比逐年下降



资料来源：CEIC，申万研究

从各省 2011 年 GDP 增速来看，东部省份除了天津的增速排名全国第一之外，其余省份增速都在后 15 名之内。中西部省份的 GDP 增速普遍较快。

图 164：各省 2011 年 GDP 增速



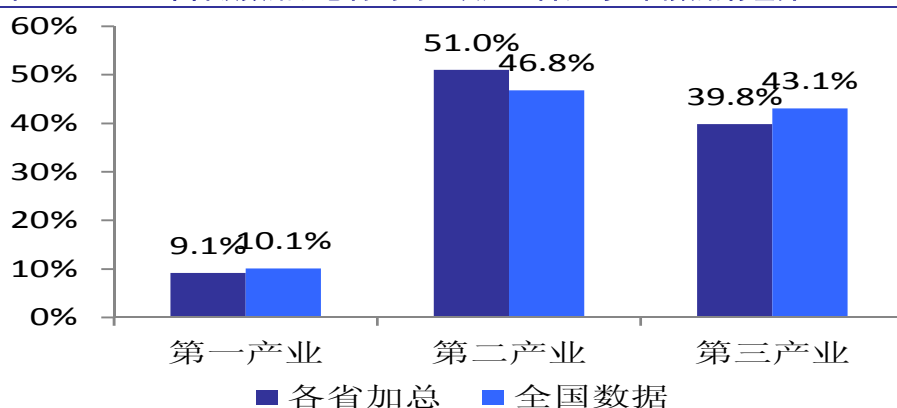
资料来源：CEIC，申万研究

从今年年初以来各省份地方政府工作报告设定的增长目标来看，东部 GDP 增速放缓，侧重于调结构，西部 GDP 增速高，工业快速增长的局面可能会延续。

3.2 中西部地区第二产业占比上升

由于目前分省 GDP 数据和全国 GDP 数据是分开核算的，所以两者存在差异。将分省数据加总计算得到的第二产业占比达到 51%，明显高于全国数据的 46.8%。而分省数据加总计算得到的第三产业占比 39.8% 则明显低于全国数据的 43.1%。

图 165：2011 年省级数据加总得到的三次产业占比与全国数据有差异



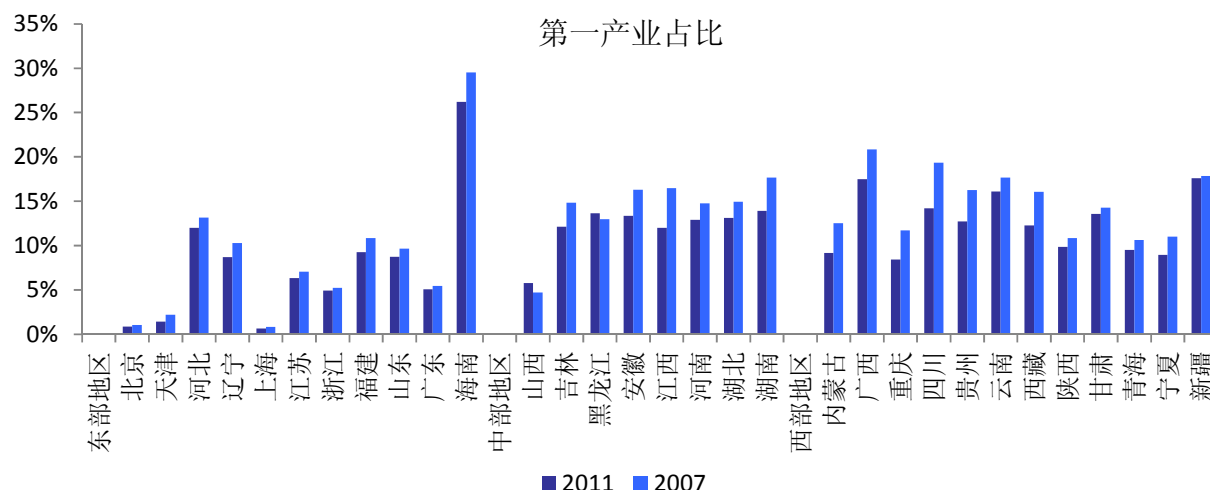
资料来源：CEIC，申万研究

较快的 GDP 增速往往对应着快速工业化的时期，而 GDP 增速的明显放缓往往伴随着第三产业的占比上升。过去几年，东部省份的第二产业占比下降，第三产业占比上升，中、西部省份则普遍相反，体现出中国经济发展的区域差异。

2011 年，除海南省的第一产业增加值占比达到 26.2%，为各省份最高之外，东部省份第一产业增加值占比基本在 10%以下；中部省份中，除了山西的第一产业增加值只占 5.8%之外，其余省份基本在 12%到 14%之间；西部省份的第一产业增加值占比在 10%到 20%之间。

相比于 2007 年，2011 年除了山西、黑龙江的第一产业增加值占比有所增加之外，其余省份的第一产业增加值占比都有所减少。这与从全国范围内来看，第一产业增加值占比持续下降是一致的。

图 166：中国各省份第一产业增加值的占比



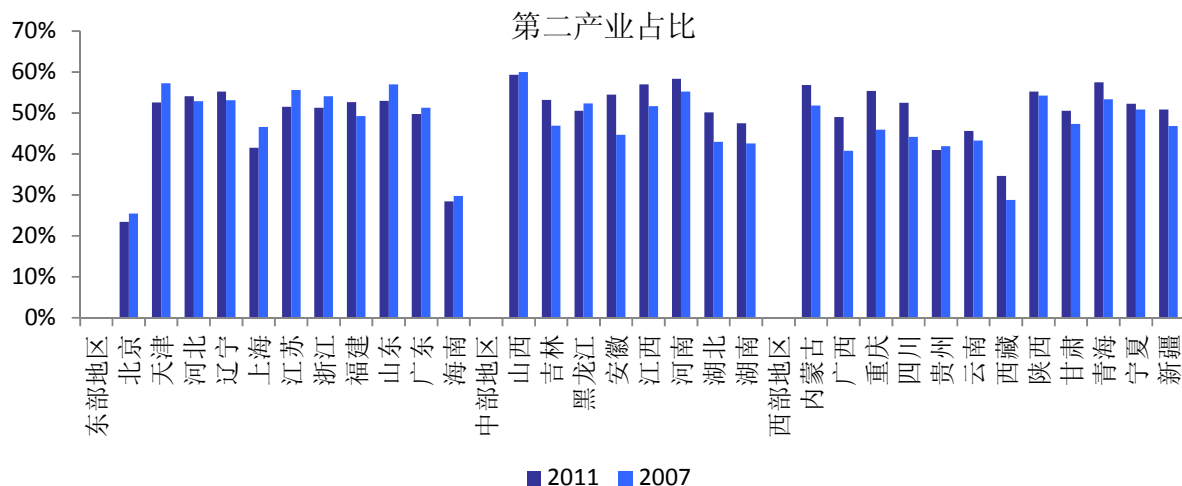
资料来源：国家统计局，申万研究

根据分省数据加总得到的 2011 年全年第二产业占比为 51.0%，从分省的数据来看，全国有 13 个省份的占比在全国水平之下，分别为北京（23.4%），上海（41.5%），广东（49.7%），海南（28.4%），黑龙江（50.5%），湖北（50.1%），湖南（47.5%），

广西（49.0%），贵州（40.9%），云南（45.6%），西藏（34.6%），甘肃（50.4%），新疆（50.8%）。

2011 年相比 2007 年，除河北、辽宁、福建之外，东部省份的第二产业增加值占比普遍下降；中西部省份的第二产业占比则普遍上升。

图 167：中国各省份第二产业增加值的占比

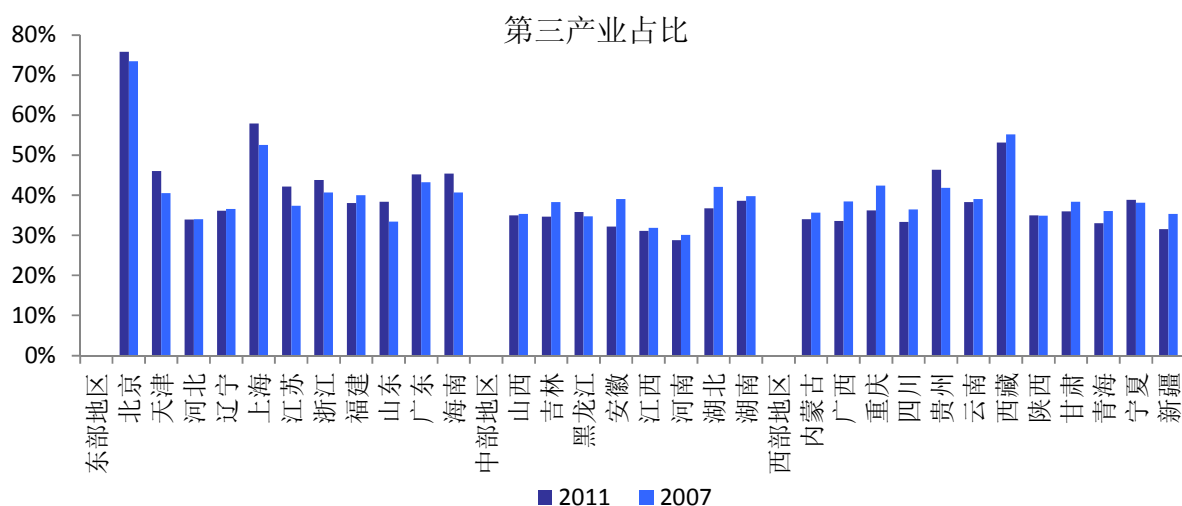


资料来源：国家统计局，申万研究

从全国范围内来看，北京（75.8%）、上海（57.8%）、西藏（53.1%）三个省份的第三产业增加值占比明显较高，其余省份的第三产业增加值在30%到40%之间。

2011 年相比 2007 年，东部省份中第三产业占比提升的省份比较多，显示东部地区正在经历的经济结构调整。中西部地区第三产业占比下降的省份更多，这些地区的经济发展还是更依赖工业的快速扩张。

图 168：中国各省份第三产业增加值的占比

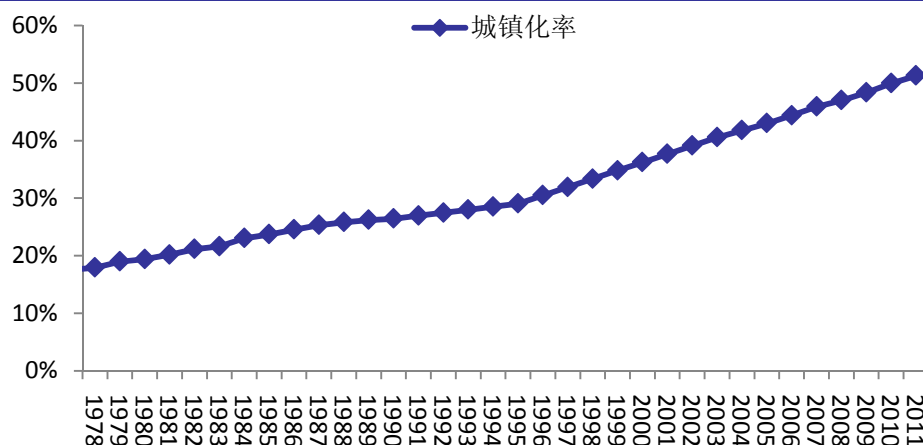


资料来源：国家统计局，申万研究

3.3 中西部地区城镇化率提升空间大

另一个影响各区域发展路径的是城镇化率的显著差异。改革开放初期，我国的城镇人口占比仅 18%。此后中国的城镇化进程经历了两个阶段。第一个阶段是从 78 年到 95 年，17 年时间里城镇化率从 18% 上升到 29%，平均每年上升 0.65%。95 年至今是第二个阶段，城镇化速度明显加速，17 年里城镇化率从 29% 上升到 51%，平均每年上升 1.29%。

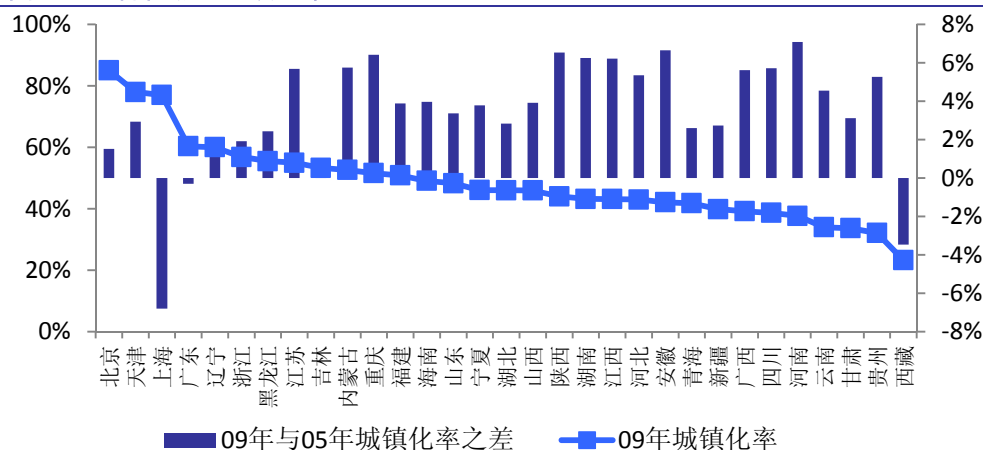
图 169：中国城镇化率的变化



资料来源：国家统计局，申万研究

中国大部分省份的城镇化率在 40% 到 60% 之间。2011 年，城镇化率特别高的是北京、天津、上海三个直辖市，均在 75% 以上，北京甚至达到 85%。东部省份的城镇化率普遍在 50% 左右或更高。城镇化率特别低的是西藏，仅 23%。此外，新疆、广西、四川、河南、云南、甘肃、贵州 7 个省份的城镇化率低于 40%。

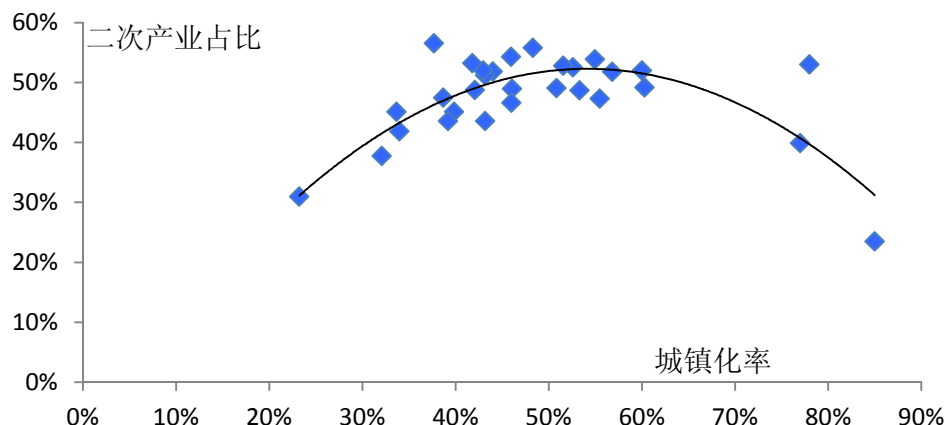
图 170：各省份的城镇化率



资料来源：CEIC，申万研究

下面的散点图采用 2009 年各省份的城镇化率和二次产业占比的数据。大多数中西部省份，依然处在弧线的左边区域，城镇化率和二次产业占比还可能同比提升。而城镇化率较高的东部省份可能已经进入城镇化率提升、二次产业占比下降的阶段。由于目前东部省份的 GDP 占比 56% 左右，中西部省份的占比约为 44%，中西部城镇化、工业化延续带来的经济持续快速发展将进一步提升中西部 GDP 的占比。

图 171：中西部城市城镇化空间仍在，二次产业占比可能进一步提升



资料来源：CEIC，申万研究

3.4 中部承接制造业转移，西部发挥资源优势

不同地区的产业结构受到其自身要素禀赋的影响，受到城镇化水平的现实制约，劳动力、土地、资本等要素以及物流便利条件都对发展前景和路径有重要作用。本轮经济调整 and 结构转型中，东部发展服务业，中部地区承接制造业转移，西部地区发挥资源优势很可能是今后若干年的主线。

东部地区第二产业下降、第三产业下降的趋势背后，土地和劳动力价格的持续上涨是重要因素，制造业立足东部已经变得越发困难。尽管都面临接棒东部增长动力的战略机遇，都有通过工业化拉动经济发展的目标，中部和西部地区的要素条件决定了它们发展的重点不完全一致。

相比于西部多山少地的环境条件，中部地区土地资源相对丰富，而且具有优越的地理位置与良好的交通运输条件。而如果国内需求能够充分启动，毗邻东部发达地区的区位优势将得以充分展现。再加上中部地区本身具有庞大的人口基数，能够提供稳定劳动力的供给，承接制造业转移可能成为中部地区持续的增长动力。

过去几年里，西部地区也出现了依靠廉价劳动力和土地争夺东部地区产业转移的现象，但其持续性存在一定疑问。受地貌条件所限，西部地区适宜的土地资源并不算丰富，土地价格的低廉很大程度上依赖于地方政府财政补贴，制造业转移的可持续性存疑，立足于资源优势发展采掘与相关产业更可能是西部地区的发展方向。

四、物价分析：物价是经济运行的结果

2011 年我国物价水平持续高企，不仅给生产者传达错误的信号，导致国民经济非正常发展，经济结构失衡，降低资源配置和利用率。还使得市场对物价上涨预期增强，削弱了政府的干预能力，不利于政府管理。从宏观条件看，2012 年的流动性和经济增长双双回落，使得通胀压力呈现明显减轻态势。2012 年治理通胀政策适度进行预调微调，管理通胀预期，防范系统性风险将显得尤为重要。

1. 通货膨胀主要指标介绍

衡量通货膨胀程度的指数通常有以下三类：居民消费价格指数、工业品出厂价格指数、原材料燃料以及 GDP 平减指数。虽然它们反映的内容不同，但在一定程度上又相互补充。

1.1 居民消费价格指数

(1) 基本定义和计算公式

居民消费价格指数（CPI）是衡量一定时期内居民消费的商品和服务价格变化的相对数指标。我国从 1994 年开始正式编制居民消费价格指数。

价格指数基本计算公式有以基期为物量权数的拉氏公式和以报告期为物量权数的派氏公式。在我国，国家统计局分别以上年=100 和上月=100 为基期编制年环比（即通常所说的同比价格指数）和月环比价格指数。其基本计算公式是，

$$I = \frac{\sum P_t Q_{t-1}}{\sum P_{t-1} Q_{t-1}} = \sum \frac{P_t}{P_{t-1}} \times W_{t-1}$$

$$\text{其中, } W_{t-1} = \frac{P_{t-1} Q_{t-1}}{\sum P_{t-1} Q_{t-1}}$$

其中 I 为当年（月）拉氏环比价格指数， P_t 为当年（月）价格，

P_{t-1} 为上年（月）价格， Q_{t-1} 为上年（月）消费数量， $P_{t-1}Q_{t-1}$ 为上年（月）消费金额， W_{t-1} 为上年（月）各商品大类消费额占总消费额的比重。

(2) 编制方法和权重

我国的消费物价指数是根据世界各国通用的抽样调查方法编制的，即通过选择一定数量的、有代表性的地区和商品（包括服务）作为样本进行价格调查，获取价格资料。从实际情况来看，一般选择消费量大，价格相对稳定，价格变动具有代表性的产品作为代表性商品。2000 年之前，居民消费价格指数的代表性商品包括食品、衣着、家庭设备及用品、医疗保健、交通和通讯工具、娱乐教育和文化用品、居住、服务项目等八大类 325 种商品和服务项目。从 2001 年 1 月起我国根据居民消费的变化对原有的代表性商品的种类进行了调整，调查的商品的数量从原来的 325 种增加到 550 种。代表性商品的类别从按商品类型分类调整为按产品和服务用途分类，调整后的调查商品和服务分为食品、烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务、医疗保健及个人用品、交通及通信、娱乐教育文化用品及服务、居住八类。调整后不再设单独的服务类，服务和相关商品归为一类（见表 5）。

表 18：居民消费价格指数代表性商品服务类别变化

2000 年及以前	2001 年至今
食品	食品
衣着	衣着
家庭设备及用品	家庭设备用品及服务
医疗保健	医疗保健及个人用品
交通和通讯工具	交通及通信
娱乐教育和文化用品	娱乐教育文化用品及服务
居住	居住
服务项目	烟酒及用品

资料来源：国家统计局

权数是衡量样本商品重要性的指标，统计局编制居民消费价格指数的权数采用变动权数，权数根据上一年全国 5 万多户城市居民家庭和 6 万多户农村居民家庭收支调查资料调整。考虑到既要保证样本数据的稳定，又要保证样本数据能反映居民消费结构的变化，我国每 5 年进行一次大的调整。此外，每年也会对大类内部的具体权重进行一些小的调整。大部分商品大类权数以及商品的权数可直接根据住户调查资料中的相关资料整理计算。不过由于计算居民消费价格指数的商品大类和城乡居民家计调查的支出大类并不完全一致，其他商品和服务项目的权数仍要根据典型调查资料确定。

由于国家统计局一直没有公布各商品大类的权数，因此我们只能根据已知的数据对其进行估计。最直接的是根据《中国统计年鉴》提供的城镇居民消费支出和农村居民现金消费支出的数据，计算城乡居民消费支出结构，以此来确定居民消费价格中商品大类的权重。另外由于居民消费价格指数是由各分类价格指数加权平均所得，也可以从数据反推权重。

（3）核心价格指数

核心价格指数一般是指剔除季节性变化比较大的生鲜食品或者主要由国际价格决定的能源类价格之后的价格指数。核心价格指数可以更好地反映供求的变化。

1.2 工业品出厂价格指数

（1）基本定义和分类

工业品出厂价格指数（PPI）是反映一定时期内全部工业产品出厂价格总水平的变动趋势和程度的相对数，包括工业企业售给本企业以外所有单位的各种产品和直接售给居民用于生活消费的产品。该指数可以观察出厂价格变动对工业总产值及增加值的影响。

目前的工业品出厂价格可以分为生产资料工业品出厂价格和消费资料工业品出厂价格；轻工业出厂价格和重工业出厂价格。由于生产资料工业品出厂价格在工业品出厂价格中占比超过 70%，工业品出厂价格走势基本由生产资料工业品出厂价格决定，工业品出厂价格又被视为中国的生产资料价格指数。

（2）编制方法和权重

工业品出厂价格调查采用重点调查与典型调查相结合的调查方法。重点调查对象为全部国有企业和年销售收入 500 万元以上的非国有工业企业；典型调查对象为年销售收入 500 万元以下的非国有工业企业。

选择代表企业的原则：a 按工业行业选择调查企业，各中类行业原则上都要有调查企业；b 大型企业应尽量都选上(或占相当大比重)；c 选择生产正常、稳定的企业作为调查对象；d 选择企业时要兼顾不同所有制形式。

选择代表产品的原则：a 按工业行业选择代表产品；b 选择对国计民生影响大的产品；c 选择生产较为稳定的产品；d 选择有发展前景的产品；e 选择具有地方特色的产品。

目前《工业品价格调查目录》包括 4000 多种产品(9500 多个规格)。代表产品所代表的行业销售额占当年全国工业品销售总额的 90%以上。

价格调查方式。采用企业报表形式，每月 5 万家左右工业企业上报数据资料。

权数的确定。编制工业品出厂价格指数所用的权数，用工业品销售额计算。计算资料来源于工业普查数据。若近期没有工业普查数据时，采用工业统计资料和部门统计资料来推算。权数一般五年更换一次。

1.3 原材料、燃料、动力购进价格指数

(1) 基本定义

原材料、燃料和动力购进价格指数是反映工业企业作为生产投入而从物资交易市场和能源、原材料生产企业购买原材料，燃料和动力产品时，所支付的价格水平变动趋势和程度的统计指标，是扣除工业企业物质消耗成本中的价格变动影响的重要依据。

(2) 编制方法

原材料、燃料、动力购进价格指数有两种分组：(1) 材料类别分组；(2) 工业行业分组。

编制原材料、燃料、动力购进价格指数选用了 498 种产品(899 个规格)。上述代表产品所代表的行业销售额(购进额)超过当年全国工业品销售总额(购进额)的 70%，已具有足够的代表性。

编制原材料、燃料、动力购进价格指数的权数，用工业部门各种物资消耗额计算。与国外通行的做法一样，权数一般五年更换一次，在五年期间，若出现产品更新换代快，以致影响权数代表性的情况时，可进行合理修正。计算资料来源于工业普查数据，若近期没有工业普查数据时，可以用工业统计资料和部门统计资料来推算，原材料、燃料、动力购进价格采用直接权数。

1.4 GDP平减指数

(1) 基本定义

GDP 平减指数又称 GDP 缩减指数，是指没有剔除物价变动前的 GDP（现价 GDP）增长与剔除了物价变动后的 GDP（即不变价 GDP 或实质 GDP）增长之商。GDP 平减指

数反映了全社会物价总水平的变化，是衡量一个国家物价水平真实波动的重要指标，是对价格水平最宏观测量。

现价 GDP 又称名义 GDP，是指用当前的价格来计算最终产品和劳务的价值，“名义”表示用当前价格计算价值。一般情况下，GDP 的统计习惯上是以当年市场价格进行计算的，这样计算出 GDP 就是名义 GDP。它包含了当年相对于基年而言价格与产量变动的状况。

而以不变价格计算的 GDP 又称真实 GDP，“真实”表示以不变价格计算。真实 GDP 计算的值不会因为价格的变化而变化，只会因为真实数量的变化而发生变化。

（2）编制方法

GDP 平减指数是名义 GDP 和实际 GDP 的比率。GDP 平减指数反映了相对于基年物价水平的现期物价水平。具体的 GDP 平减指数计算公式如下：

$$\text{GDP 价格调整指数} = \text{名义 GDP} / \text{实际 GDP} * 100\%$$

由于在 GDP 价格调整指数的计算中包括了该国所有产品与劳务的数量和价格信息，因此它可以被看作为总物价水平一般性的衡量指标。很多国家就是根据 GDP 价格调整指数百分比的变化来判断一个经济中总体物价水平的变动状况。

2. 影响通胀指标的主要因素和预测模型

2.1 宏观因素

（1）供求因素

随着价格改革的基本到位，主要竞争性商品和服务价格放开。在这种情况下，一般竞争性商品和服务的价格主要取决于其供求关系。如果商品供不应求，价格将上涨，甚至出现恶性的通货膨胀。如果商品供过于求，价格将下降，甚至出现严重的通货紧缩。

（2）货币因素

商品价格是商品价值的货币表现，货币供给也是影响物价的一个重要因素。在商品一定的情况下，货币供给过多，将导致价格上涨；货币供给过少将导致价格下跌。当过多的货币追逐过少的商品和服务时，就可能会出现通货膨胀。从历史经验看，改革开放以来两次超过两位数的通货膨胀（1988-1989、1993-1995）都和货币的过多投放有关。

（3）劳动生产率因素

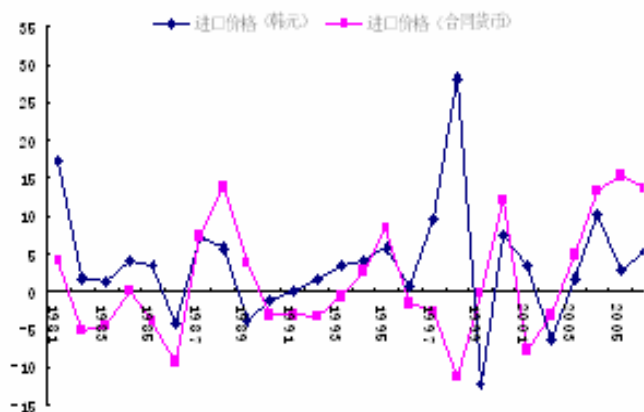
劳动生产率的提高将降低单位产品成本，为产品价格的下降打开了空间。此外，新技术的应用和产品更新期的缩短，也使得产品价格为之下降，这一点在信息技术产业和家电产业表现尤为明显。

（4）汇率变化

本币升值意味着本币相对于外币的购买力增强，在其他因素不变的情况下，升值之后国内企业进口支付的本国货币减少，进而降低了国内企业的成本，减轻了相关企业的涨价压力，因此本币升值可以较好地发挥抑制国内通货膨胀的作用。从国

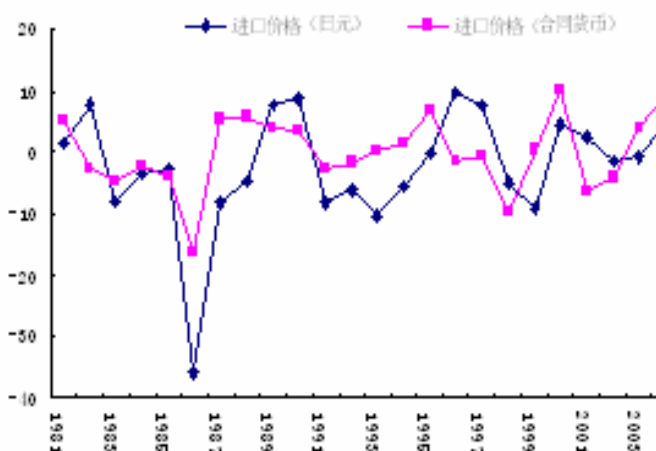
际经验看，升值期间，以本币标价的进口价格涨幅明显低于以外币标价的进口价格涨幅，本币升值对进口价格，进而对国内通货膨胀的抑制作用非常明显。

图 172：韩国经验



资料来源：CEIC，申万研究

图 173：日本经验



资料来源：CEIC，申万研究

（5）投资变化

投资变化对 CPI、PPI 以及 GDP 平减指数的变化起到很大的作用。很多农产品是工业原材料，投资需求的增大势必抬高这些农产品的价格，从而增大 CPI，同样的传导机制也会作用到 PPI 上面。GDP 平减指数包含了生产资料和资本、进出口商品和劳务，当投资发生变化时，这些影响 GDP 平减指数的因素也会相应的发生变化，从而改变 GDP 平减指数的数值。

（6）体制因素

在宏观经济理论中，价格是市场经济的自我调节机制。但是也有一些因素可能导致价格并不能及时反映供求或者货币的变化。譬如政府管制价格的调整除了考虑成本、需求等基本因素之外还要考虑政府的承受能力、消费者的承受能力，以及和其它改革的配套等，这使得体制因素也成为影响物价走势的一个重要因素。

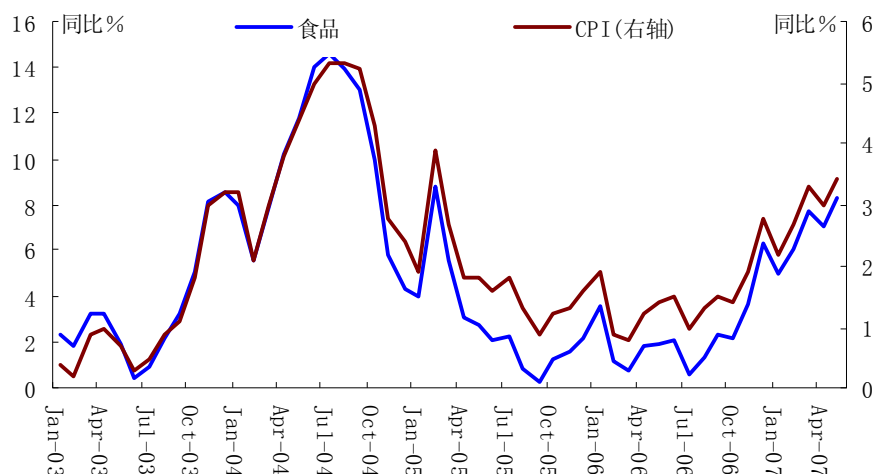
2.2 微观因素

（1）影响 CPI 的主要因素及预测模型

由于食品在居民消费价格八类商品和服务中所占的权重最大，从居民消费价格的构成来看，食品价格毫无疑问是决定 CPI 走势的最主要的因素。可以根据这样的关系，可以建立预测 CPI 的模型。

根据 2001 年的 CPI 数据和食品价格数据（均以 2000 年 12 月=100）测算， $CPI=64.063+0.354Food$ ， $R^2=0.96$ ，食品价格上涨对 CPI 上涨的解释力在 96%。该方程在预测 CPI 变化方面具有较高的有效性。

图 174: CPI 走势和食品价格走势高度相关



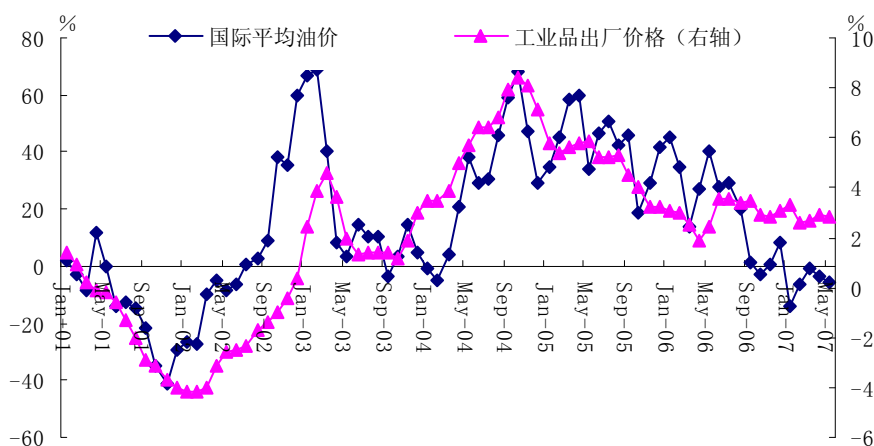
资料来源: 国家统计局, 申万研究

(2) 影响 PPI 的主要因素及预测模型

影响 PPI 的主要因素是生产资料价格走势。由于目前中国的主要原材料对国际市场的依赖度越来越大, 国家大宗商品价格对 PPI 的决定作用也越来越大。由于原油消费在能源和基础原材料中的重要地位, 国际油价变动已经成为决定 PPI 走势的重要变量, 可以根据这样的关系建立预测 PPI 的变化的模型。

根据 2001 年以来的数据计算, $R_PPI=0.186+0.103LAGS(R_OIL, 1)$, $R^2=0.67$, 领先 1 期的国际平均油价涨幅和 PPI 涨幅的相关系数为 0.82, 对 PPI 的解释度在 67%, 具有较高的可靠性。

图 175: 国际平均油价是决定 PPI 的重要力量



资料来源: DataStream, 国家统计局, 申万研究

3. 通货膨胀各指标间的关系

3.1 通胀指标间的背离反应经济运行的结构性特征

带动通胀的因素不同，通胀的结构也会有所不同。虽然从大的走势看，表征物价的CPI、PPI和原材料燃料购进价格指数走势基本一致，但是在个别年份也会有所偏差，这背后正反应了经济三大循环结构性差异。

CPI按照结构分为食品和非食品，而当支出大于收入，表现为超分配，此时需求相对旺盛，由于从供给结构看，食品类供需处于紧平衡，需求过旺时，最容易引起食品类价格的上涨，而非食品类，供给相对过剩，涨幅比较稳定。

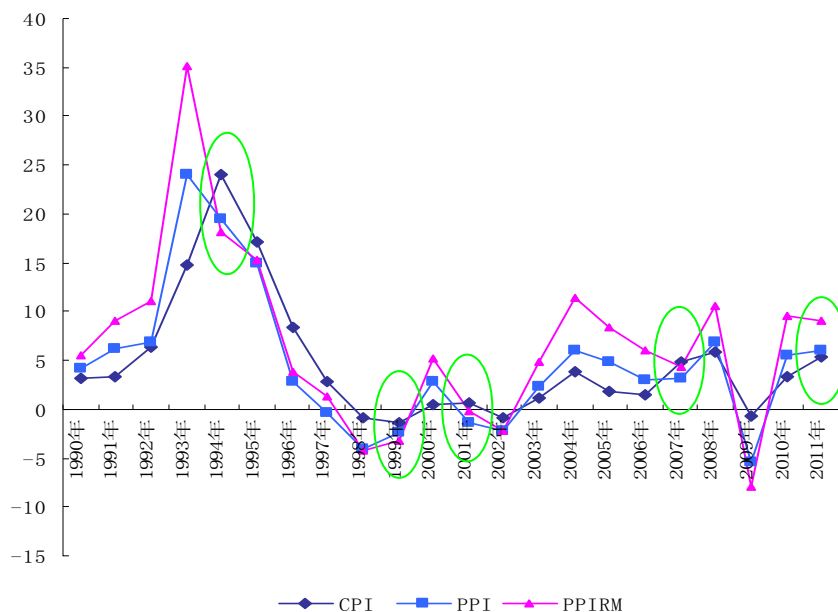
而PPI和PPIRM主要受供给变化以及输入性通胀的影响，当生产大于支出，表现为生产需求旺盛，或者当输入性通胀加强时，购进价格和PPI指数上升。

CPI上行而PPI和PPIRM下滑，反映的是食品类通胀，比如1994年和2007年。

CPI下滑而PPI和PPIRM上行，反映的是投资需求相对旺盛，例如1999年，虽然CPI、PPI和PPIRM均是负增长，但是相对于1998年，1999年CPI涨幅继续下行，而PPI和PPIRM跌幅有所收窄，主要原因是为应对经济危机，政府实施积极的财政政策，扩大内需，拉动投资，带动购进价格指数和PPI指数环比跌幅收窄。

如果是CPI和PPI、PPIRM同时上行，反映的是需求和投资需求都相对旺盛，比如2003年、2004年和2008年。

图 176：各类物价指数走势



资料来源：Wind，申万研究

3.2 过去 10 年，生产资料价格上涨是通胀主因

工业品出厂价格指数反映了某一时期生产领域的价格变动情况，居民消费价格指数反映了居民生活领域价格波动情况，GDP 平减指数衡量了全社会商品和劳务的价格变化，反映社会物价总水平的变化。因此，GDP 平减指数综合反映了生产者和消费者价格变动的情况，三种指标之间具有一定的内在关系。

我们以 1992 年至 2010 年的数据进行回归，得到以下模型：

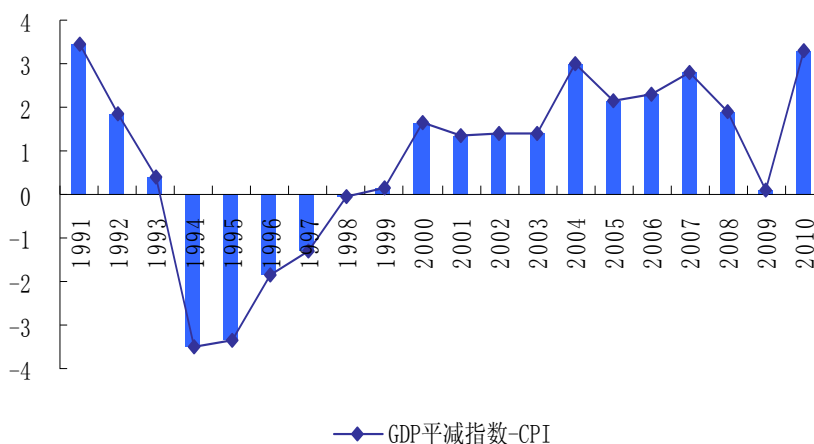
$$\text{GDPD}=1.707 + 0.513\text{CPI} + 0.306\text{PPI}$$

模型在 1%的水平下显著，拟合度达到了 96.2%。GDP 平减指数减去 CPI 涨幅可以看出投资品价格的变动情况。如果 GDP 平减指数减去 CPI 涨幅大于零，表明投资价格的上涨要高于消费价格的上涨；如果 GDP 平减指数减去 CPI 涨幅小于零，表明投资价格的上涨要小于消费价格的上涨。

从数据结果看，1994-1997 年，CPI 的上涨幅度高于 PPI 和 PPIRM，食品类通胀是主因，这主要与当时的市场供应不畅与农产品紧缺有关；而 2000 年-2011 年，CPI 的涨幅明显小于 PPI 和 PPIRM，生产资料价格的上涨是带动中国通胀的主因，这一方面与国际油价和大宗商品价格、国内劳动力成本及土地成本等上涨有关，另一方面与国内旺盛的投资需求有关。

展望未来，随着资源要素价格改革以及利率市场化的推进，资源成本和资本成本将不断上涨，带动生产资料价格上涨，预计 PPI 和 PPIRM 涨幅高于 CPI 的格局将存在很长一段时间。

图 177：GDP 平减指数减去 CPI（单位：%）



资料来源：Wind，申万研究

五、政策分析：针对三大环节进行宏观调控

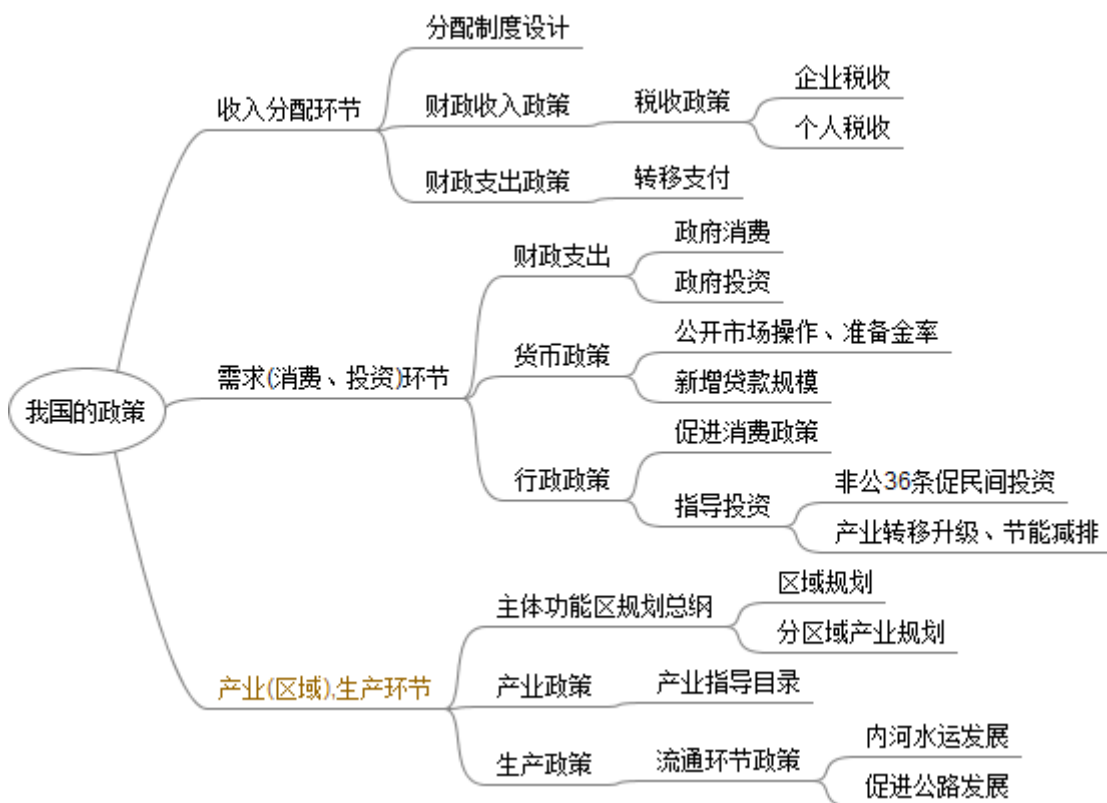
我国政府对经济干预的政策渗透到经济运行的各个环节：

在收入分配环节，以税收政策为主要手段的财政收入政策直接影响国民经济分配，财政支出政策通过转移支付等方式影响国民经济二次分配。长期政策方面，我国也采取改革收入分配的制度设计，完善国民经济收入分配环节。

在总需求环节，包括政府消费和政府投资在内的财政支出政策占据主要地位。与此同时，政府的货币政策通过直接控制新增贷款规模和间接影响市场利率等途径影响社会投资需求。此外，我国还采用了促进消费和直接干预投资的行政政策。

在供给（生产、产业和区域）环节，我国主要采取长期政策，包括区域规划政策和产业指导政策两类。两种政策一纵一横，在相对独立的同时又保持密切的协调关系。在十二五规划中，全国范围的整体区域规划占据重要的、全局性的地位，在整体区域规划下又细分了每个特定区域对应的产业政策。

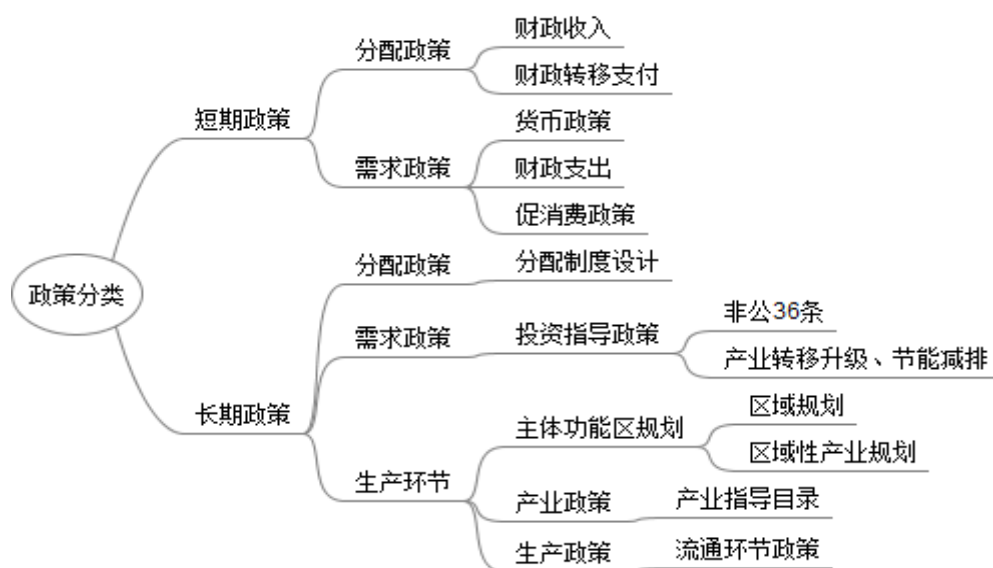
图 178：研究我国政策的分类框架



资料来源：申万研究

从政策效应的反应期限来看，需求层面的政策的主要目的是调节经济短期的增速，防止经济增长和物价水平大起大落；收入分配政策和生产环节政策则着眼于长期，更多地是希望通过调整经济增长方式，促进消费支出占 GDP 的比重，从依赖外需和投资的经济增长模式向依靠内需的增长模式转变。

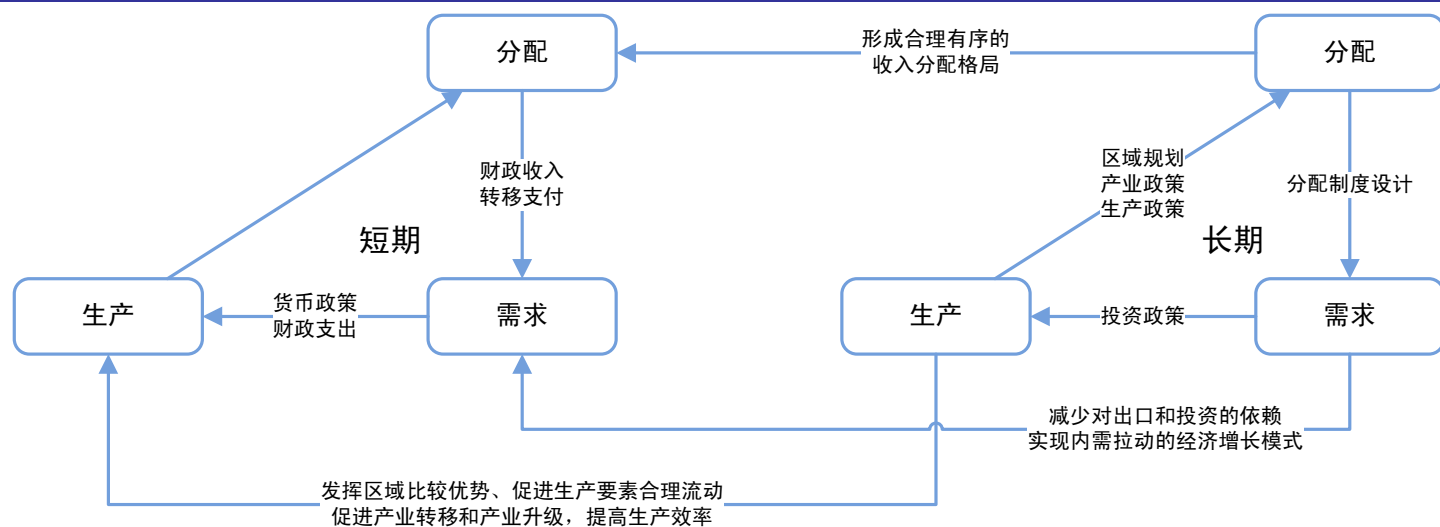
图 179：我国实行的是长期与短期结合的政策



资料来源：申万研究

两类期限政策互相结合、相互影响，它们总体方向一致。短期政策的施行要基于现有制度的基础，要符合长期政策发展方向的要求。但是，另一方面，短期政策也可能暂时性背离长期政策。因为短期政策的政策目的是熨平经济的短期波动，因此当经济增速较高，调结构的长期政策的推行速度可以加快，例如 2010 年节能减排压力较大时，通过关停措施，大幅降低能耗；当国际国内经济形式较严峻，长期政策可能需要暂时性让步于保增长的目标，短期的经济刺激政策走到前台。

图 180：长期政策是短期政策的基石



资料来源：申万研究

分配政策的长期目标是理顺分配体制，形成合理有序的收入分配格局，要实现这一目标，需要涉及到整个体制的建设和完善，此体制是包括财政收入、转移支付等短期政策手段调节分配格局的基础。

分配的短期政策可以对总需求的各个构成产生暂时性影响，但总需求的结构和格局需要分配体制的改变。短期总需求政策，包括货币政策、财政支出政策等，对经济的影响都是暂时性的，主要目的是熨平国际国内外生冲击给国内经济增长带来的波动，只有长期的总需求政策——主要是节能减排、调结构的投资政策，才能提高整个经济体的增长质量和潜在产出。

经济体的总供给主要取决于经济体的资本存量 and 人力资源状况，难以通过短期政策改变。但是区域性、产业性的长期规划却能够为经济体奠定生产布局的基础。这些长期性政策，例如区域规划、产业升级、产业转移政策，效果可以随着时间叠加，日积月累，促使中国经济在潜移默化中实现质的飞跃。

1. 收入分配环节的政策

收入分配环节政府政策主要涉及两大方面，一是收入分配的机制设计，二是在收入分配过程中政府直接参与所起的作用。

政府直接参与收入分配的政策措施，从较长远的视野看，遵循分配机制设计的整体框架，但是从短期来看，短期政策措施和长期规划具有相对独立性。研究短期政策，主要是看这些政策直接的影响，而研究长期的收入分配机制设计，则侧重点在于未来改革的方向和整体的意义。

1.1 收入分配机制设计与制度改革

《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出初次分配和再分配都要处理好效率和公平的关系，再分配更加注重公平，提供居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。

回首 2011 年，我国在收入分配制度改革方面取得的进展主要是一些局部性的政策措施：

表 19：2011 年我国收入分配机制的改革措施与效果

类型	措施和效果
提高低收入人群收入	农村居民人均纯收入实际增速为 1985 年以来最高
	各地调高最低工资标准
	连续第 7 年提高企业退休人员基本养老金，人均增加 1680 元
	进一步提高城乡低保补助水平及部分优抚对象抚恤和生活补助标准
扩大中等收入人群比重	建立社会救助和保障标准与物价上涨挂钩的联动机制
	个人所得税起征点从 2000 元提高到 3500 元
	降低 900 多万个个体工商户的税负

资料来源：新华社、申万研究

2011 年采取的措施都是在十二五规划关于收入分配机制改革总体框架下取得的进展，但是进展的速度有限。原因之一在于，虽然收入分配改革的总纲已经写入十二五规划纲要，但是收入分配制度改革总体方案尚未出台，因此 2011 年尚难系统性地出台收入分配制度改革措施。

今年，我国将要制定收入分配体制改革的总体方案。大力调整收入分配格局，提高居民收入在国民收入分配中的比重，增加中低收入者收入，提高劳动报酬在初次分配中的比重，健全初次分配和再分配调节体系。

今年，我国将规范公务员津贴补贴制度，研究地区附加津贴制度实施方案。推进事业单位实施绩效工资制度。改革国有企业工资总额管理办法。加快建立统一规范的企业薪酬调查和信息发布制度。

此外，我国将从制度方面保证直接收入水平提高。一是提高企业最低工资标准，逐步扩大工资集体协商覆盖范围，直接提升中低收入人群的工资收入。今年还将完善机关事业单位工资制度，建立公共资源出让收益的全民共享机制，创造条件增加居民财产性收入。此外，社会保障方面，今年将提高企业退休人员基本养老金水平，增强退休人员的收入能力。

在社会保障领域，今年我国将研究城镇企业职工基础养老金全国统筹方案。实现城镇居民社会养老保险和新型农村社会养老保险制度全覆盖。积极推进事业单位养老保险制度改革试点。积极稳妥推进社保基金投资运营。

针对农村居民的增加收入政策力度将比去年有所加大，今年将会制定并出台农村集体土地征收补偿条例，真正保障农民承包地的财产权，从而为农村居民获得财产性收入提供制度保障。从具体的措施来看，过去几年我国不断提高粮食收购价格提升农村居民纯收入，去年小麦、稻谷最低收购价平均每 50 斤分别提高 5.4 和 14 元，今年将进一步提高小麦和稻谷最低收购价，平均每 50 公斤分别提高 7.4 元和 16 元。

1.2 财政收支对收入分配的影响

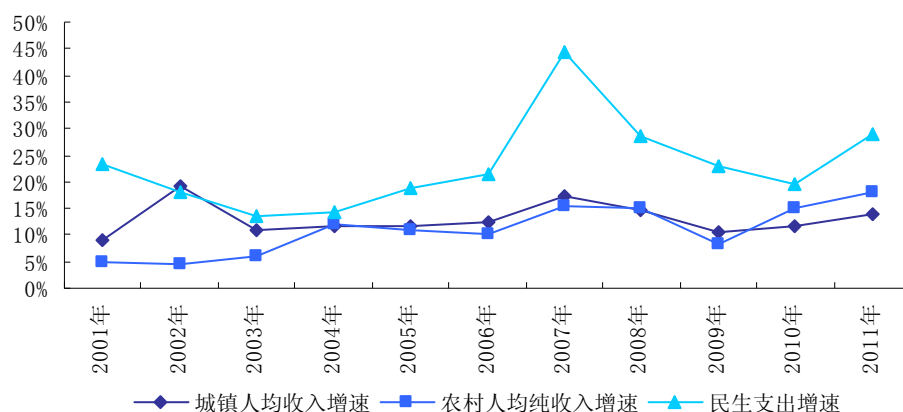
政府财政收入政策，特别是其中的税收政策，不仅影响一次分配，也影响二次分配。税收是国民经济的稳定器，经济增速快，税收增速以更快的速度增加，从而能够抑制过快的经济增速；经济增速减慢，税收增速也应该减慢，为企业减轻负担。

财政收入的形成积累过程，本身就是收入分配的过程，而财政支出的过程，则是更侧重对收入分配环节进行调节的过程，财政支出的结构能够反映财政政策重点和方向。

企业所得税、营业税、增值税等影响企业的收入分配；个人所得税则是针对个人收入分配的政策。消费税、房产税等税收影响的对象是二次分配。

2011 年，财政加大了对“三农”、教育、医疗卫生、社会保障和就业、保障性安居工程、文化等的支持力度，更加强调民生财政的理念。年底提高个体户营业税起征点，也都能有利提高居民可支配收入，促进消费增长。

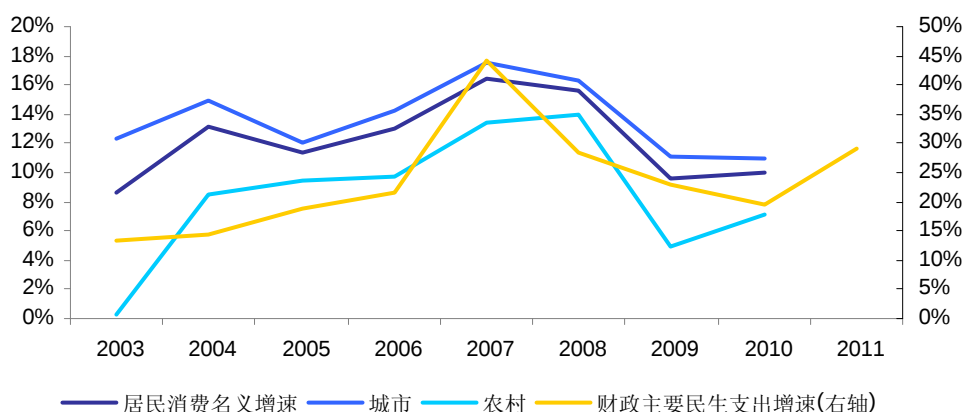
图 181：财政民生支出支持城镇和农村收入增速



资料来源：CEIC、申万研究

从历史来看，财政民生支出能够有效支撑城镇和农村人均收入的增长。最近两年来，人均收入增速在加快，与财政民生支出增速提升有较为密切联系。

图 182：财政民生性支出增速止跌回升，利于拉动消费增长

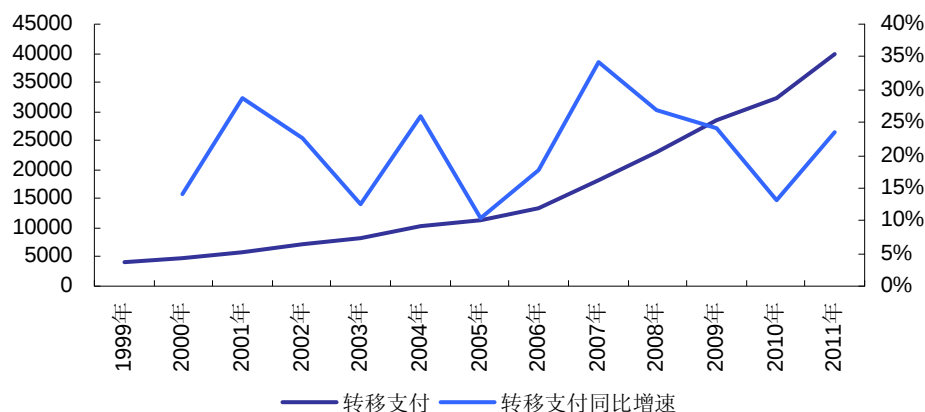


资料来源：CEIC、申万研究

2011 年财政民生性支出（包括教科文卫、医疗、社会保障性支出等），增速在连续两年下降后止跌回升，对全年居民消费增长具有重要的促进作用。

此外，中央财政支出通过转移支付平衡地区间的经济发展。通过分析发现，中央转移支付的力度越来越大，并且以投向中西部为主。

图 183：财政转移支付力度加大



资料来源：CEIC、申万研究

2. 总需求环节的政策

作用于总需求环节的调控政策是偏短期的，主要是为了熨平短期经济和物价的大幅波动。

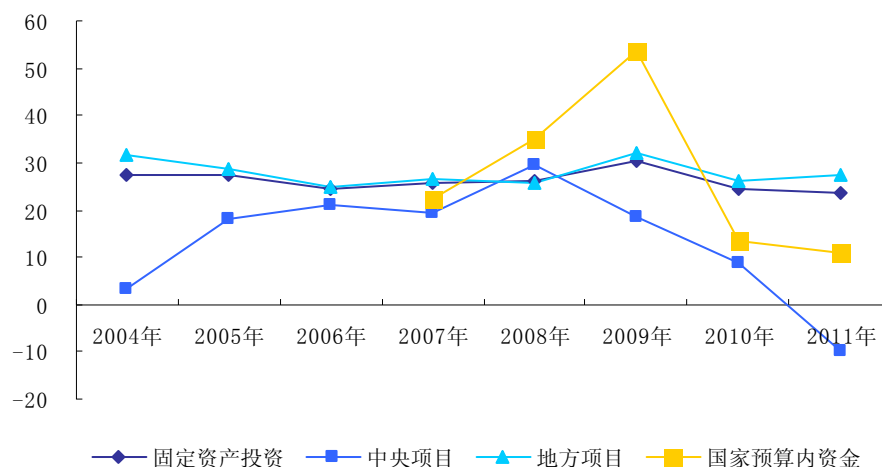
2.1 调控总需求的财政政策

财政政策除了作用于偏中长期的收入分配阶段外，也会根据经济运行情况，通过调整支持基础设施投资的财政资金，以及针对消费的财政补贴资金，调控总需求或者是支出阶段，影响短期经济运行。

财政支出对投资的支持情况，可以通过中央项目投资、国家预算内资金增速以及基础设施投资增速情况得到反映。

在经济迅速下滑的 2008 年，财政政策由稳健转向积极，中央项目投资、国家预算内资金增速以及基础设施投资呈现大幅上升，有效的保证了经济的 V 型回升；经济逐渐向好的同时，物价也呈现快速的上升，财政政策又做出及时的调整，迅速减少对投资的支持力度，表现为中央项目投资、国家预算内资金和基础设施投资增速的回落。

图 184：政府支出直接用于固定资产投资的增速下降



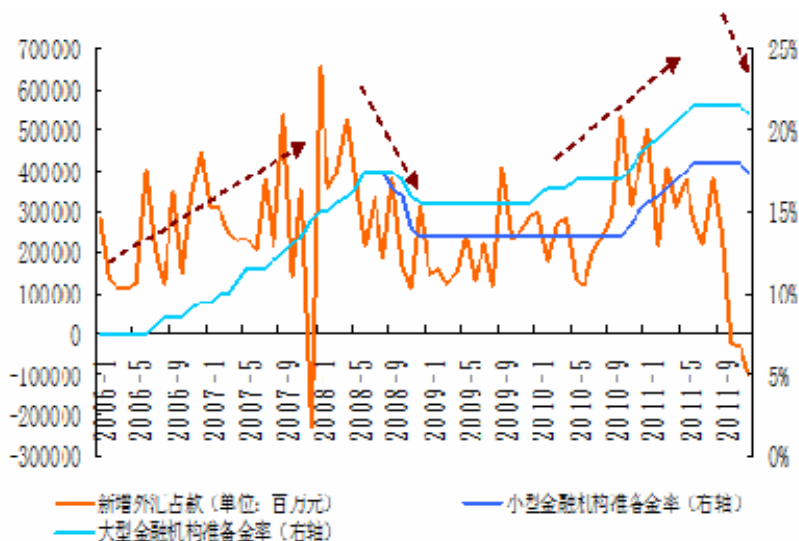
资料来源：CEIC、申万研究

2.2 货币政策调控短期经济和物价波动

货币政策以影响短期经济为主，主要的政策工具有：存款准备金率、公开市场操作、利率、信贷和窗口指导、汇率等。

存款准备金率和公开市场操作主要影响的是银行间的资金状况，从而起到间接影响银行信贷投放的目的，研究发现，存款准备金率的调整主要与月度新增外汇占款的量有关，背后的深层次原因是我国特殊的基础货币投放机制。在过去 10 中，外汇占款的流入，从而引发了基础货币的被动投放，而存款准备金率的调整成为平缓银行间资金状况的重要手段。

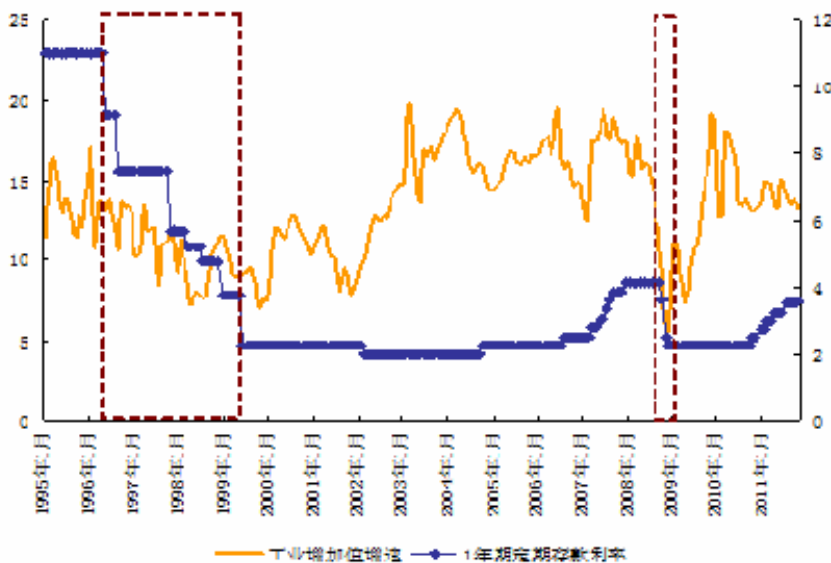
图 185：准备金率的调整与新增外汇占款密切相关



资料来源：CEIC、申万研究

利率的调整也主要是为了平缓经济和物价的短期波动。从数据看，利率的上调，主要是为了防止经济过热和打压通胀，而利率的下调主要是为了刺激经济增长。

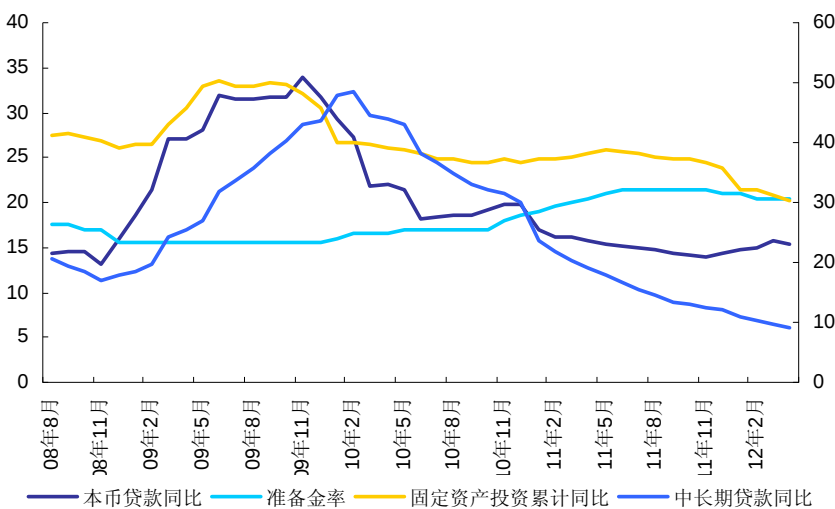
图 186：历史上利率下调的前提是经济大幅回落



资料来源：CEIC，申万研究

由于我国是高度依赖间接融资的国家，因此信贷和窗口指导直接影响实体中的流动性，影响投资。这是调整短期经济的重要手段，也可以起到调整长期经济的作用，比如限制或者减少对两高一资行业的放贷，引导产业结构的调整。

图 187：投资与贷款余额增速密切相关



资料来源：CEIC，申万研究

汇率的波动主要影响进出口，但从实际情况看，对贸易的影响相对偏弱。

2.3 行政性政策多管齐下，理顺总需求增长结构

2012 年，我国政策的侧重方向是惠民生，体现在财政预算政策上是财政支出向与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出领域倾斜，今年预算安排合计 13848 亿元，增长 19.8%，占全国预算比重达到 21%。

但是我国政府调节和管理经济的手段远不限于狭义的财政政策，从更广义的政府政策来说，我国政府政策主要从分配、消费需求、投资需求、生产供给结构、价格和商品流通等各个方面促进改善民生水平。

2.3.1 消费需求政策——以长效机制与社会保障为基础，以促进消费的活动为催化

加快构建扩大消费的长效机制，进一步研究制定促进消费持续增长的长期政策。主要的政策措施将围绕着：发展社会化养老、家政、物业、医疗保健等服务业、鼓励文化、旅游、健身等消费，支持引导环保建材、节水洁具、节能汽车等绿色消费，发展网络购物等新型消费业态。

在制度方面，今年将落实带薪休假制度，为保证收入和促进旅游消费创造条件；在金融方面，今年将扩大消费信贷支持的力度，增强消费能力，降低消费的流动性约束成本。

今年还将进一步采取措施改善消费环境，维护消费者合法权益，强化产品质量安全监管，加大对食品药品生产经营中违法行为的惩处力度。

商务部印发《关于开展 2012 年消费促进活动的通知》，目的是为了落实落实《商务部 财政部 中国人民银行关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，具体方案是选取一批规模大、信誉好、有影响力的大型商贸企业和餐饮服务企业作为活动主体，在指定城市组织开展大型综合性促消费活动。

表 20：2012 年各地大型消费促进活动

编号	活动名称	主办单位	举办时间	举办地点
1	北京“各地商品大集”	北京市商务委员会	3 月-12 月	北京市
2	北京购物季	北京市商务委员会	9 月-12 月	北京市
3	中国天津第十二届国际啤酒节	天津市商务委员会	7 月	天津市
4	天津第五届购物节	天津市商务委员会	9 月-10 月	天津市
5	中国秦皇岛国际葡萄酒展销会	河北省人民政府、秦皇岛市人民政府	8 月	秦皇岛市
6	山西省“迎两节、促销费、保供应”购物月活动	山西省商务厅	1 月	太原市
7	山西品牌产品推介会	山西省商务厅	9 月	上海市
8	第十三届昭君文化节暨第六届民族商品交易会	内蒙古自治区商务厅、呼和浩特市委	6 月-7 月	呼和浩特市
9	辽宁“千家企业、万种商品联展联销”活动	辽宁省服务业委员会牵头，各市组织	1 月-2 月	辽宁省
10	沈阳市食品节	辽宁省服务业委员会、沈阳市服务业委员会等	2 月	沈阳市

11	中国国际啤酒节	大连市人民政府、中国轻工业联合会	7 月 28 日-8 月 8 日	大连市
12	吉林省年货大集（中东）	吉林省商务厅、吉林省商业联合会	1 月-2 月	长春、吉林、通化、松原等城市
13	吉林省新春商品博览会暨欧亚购物节	吉林省商务厅、吉林省商业联合会	1 月-2 月	长春、吉林、通化、松原等城市
14	“魅力龙江”消费节	黑龙江省商务厅	6 月	哈尔滨市
15	上海购物节	上海市商务委员会、上海市经济和信息化委员会等	9 月上旬-10 月上旬	上海市
16	长三角婚庆文化嘉年华	南京市商务局	2 月	南京市
17	南京购物节	南京市商务局、南京日报社	4 月	南京市
18	杭州“红红火火过大年”——主题促销活动	杭州市贸易局	1 月	杭州市
19	宁波市第 23 春节年货展销会	宁波市贸易局	1 月	宁波市
20	2012 宁波购物节	宁波市贸易局、海曙区政府	7 月	宁波市
21	2012 宁波美食节	宁波市贸易局、江东区政府	11 月	宁波市
22	中国坚果炒货休闲食品节	中国食品工业协会、安徽省商务厅等	4 月	合肥市
23	皖南旅游购物节	安徽省商务厅、芜湖市人民政府	4 月	芜湖市
24	福建省农产品产销对接会	福建省经贸委	11 月	福州市
25	厦门购物嘉年华	厦门市人民政府、厦门市商务局	3 月-4 月	厦门市
26	厦门购物节	厦门市人民政府、厦门市商务局	7 月-9 月	厦门市
27	江西省迎春商品大联展	江西省商务厅	1 月-2 月	江西省
28	江西商品全国行	江西省商务厅	5 月、9 月、11 月	广州、上海、北京等城市
29	江西金秋购物消费月	江西省商务厅	10 月	江西省
30	山东金秋佳节购物月	山东省商务厅	9 月中旬-10 月中旬	山东省
31	青岛之夏购物节	青岛市人民政府	7 月	青岛市
32	2012 年武汉商业吃穿用商品迎春大联展	武汉市商务局	1 月	武汉市
33	第七届中国湘菜美食文化节	湖南省人民政府	全年分阶段	全国各地
34	2012 年长沙“福满星城”购物消费节	湖南省商务厅、长沙市人民政府	2011 年 11 月 22 日-2012 年 2 月 17 日	长沙市
35	湖南西部（怀化）第四届汽车展销节	湖南省商务厅、怀化市人民政府	4 月	怀化市
36	北部湾系列车展促消费活动	广西商务厅、广西汽车流通协会	全年	南宁市
37	南宁消费购物节	南宁市商务局、南宁日报社	8 月-9 月（暂定）	南宁市
38	2012 海南特色美食文化节	海南省商务厅	8 月-9 月	海口市
39	中国珍珠 2012 展销会暨新品精品发布会	海南省商务厅	12 月 28 日	三亚市
40	四川迎春购物月	四川省商务厅、各市（州）人民政府	每年春节前	四川省
41	四川新春年货购物节	四川省商务厅	每年春节前 20 天	成都市
42	第 9 届中国国际美食旅游节	中国贸促会、成都市人民政府	9 月	成都市

		2011 年 12 月 28 日-2012 年 1 月重庆市 2 日
43 重庆名特优产品迎春展销会	重庆市人民政府	
44 重庆四季购物消费节	重庆市商业委员会和承办区人民政府	2011 年 12 月重庆市 -2012 年 11 月
45 昆明新春欢乐购物节	云南省商务厅、云南省工商联	1 月 7 日-30 日昆明市
46 云南州（市）商品大集	云南省商务厅	1 月-2 月 昆明市
47 雪顿节	拉萨市人民政府	8 月 拉萨市
48 2012 陕西省新春年货购物节	陕西省商务厅	1 月 陕西省
49 陕西省“五一”消费月活动	陕西省商务厅	5 月 陕西省
50 陕西省“十一”消费月活动	陕西省商务厅	10 月 陕西省
51 甘肃美食节	甘肃省商务厅	7 月、8 月 兰州市
52 2012 年第四届中国西部（银川）房·车生活文化节	宁夏回族自治区人民政府	5 月上旬 银川市
53 第五届新疆新春年货博览会	新疆自治区商务厅、工商局、消费者协会等单位	1 月 6 日-20 日乌鲁木齐市
54 2012（第二届）全国年货购物节	中国商业联合会	2011 年 12 月全国部分城市 -2012 年 2 月 市
55 中国畜牧产品购物节	全国城市工业品贸易中心联合会	5 月 南京市
56 中国太湖特色美食节	全国城市工业品贸易中心联合会	8 月和 10 月 苏州市
57 “名品进名店”对接活动	中国百货商业协会	10 月 1 日至 7 日北京、上海等城市 省会（首府）
58 中国品牌节	中国百货商业协会	5 月 1 日至 7 日城市 100 家 百货店
59 中国南京美食文化节	中国饭店协会 南京市人民政府	9 月 南京市
60 中国中部美食博览会	中国饭店协会 南昌市人民政府	9 月 南昌市
61 中国美食节	中国饭店协会	10 月 福州市
62 北京女人节	中国纺织品商业协会	5 月 北京市
63 丝绸中国时尚节	中国纺织品商业协会	7 月上旬 北京市
64 中国（上海）淘货节暨折扣商品购物节	中国旧货业协会	1 月 上海市
65 中国传统节日商品促销季	中国连锁经营协会	春节、端午节、全国部分城市 中秋节期间 市
66 中国特色商品进超市推广季	中国连锁经营协会	全年 全国部分城市
67 中国苏州第七届美食节	中国烹饪协会、江苏省商务厅、苏州市人民政府	下半年 苏州市
68 中国（合肥）徽菜美食旅游节	中国烹饪协会、安徽省商务厅等	9 月 合肥市
69 中国昌吉美食文化节	中国烹饪协会、新疆维吾尔自治区商务厅、昌吉州人民政府等单位	9 月 昌吉市
70 第 22 届中国厨师节	中国烹饪协会、河南省人民政府	10 月 20 日开封市

资料来源：商务部、申万研究

2.3.2 投资政策——优化产业结构，统筹区域布局

今年投资结构调整的方向是推进节能减排和环境保护。今年将加快培育发展战略性新兴产业和高技术产业，支持自主创新和战略性新兴产业发展，建立健全以企业为主导的产业技术创新体制。实施战略性新兴产业规划和自主创新能力建设规划，编制发布战略性新兴产业重点产品和服务指导目录，组织实施一批重大产业创新工程和应用示范工程，加大新兴产业创投计划实施力度，深入开展国家创新型城市试点工作。加强信息资源开发和共享，提升信息安全保障能力。实施宽带中国战略，启动宽带上网提速工程和下一代互联网商用推广计划，推进物联网应用示范，开展医药卫生、安全生产等国家信息化试点示范。

此外，今年还将促进传统产业转型升级，中央将安排专项资金用以支持重点产业振兴和技术改造。在做大做强企业方面，今年将推进煤炭、钢铁、水泥、有色、石化、装备、船舶、汽车等产业跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。今年将发布实施重点产业生产力布局和调整规划，支持产业结构调整重点项目，继续依法淘汰落后产能，积极推动能源生产和利用方式变革，加快现代能源产业和综合交通运输体系建设

今年将发布实施“十二五”服务业发展规划，并且将研究进一步推进服务业综合改革试点的支持政策，开展国家服务业发展示范区建设。

在改善中小企业发展环境方面，将重点支持符合产业政策的小型微型企业发展，推动建立一批公共服务平台。通过税收优惠、信贷支持、信用担保、贷款贴息和风险补偿等机制支持小微企业的发展。此外还将发展股权投资、小企业集合债券、创业投资等融资工具加速小微企业快速发展。预计今年将出台新非公 36 条的实施细则。

表 21：新非公 36 条鼓励民间资本进入的六大领域及相关产业

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

从区域来看，2010 年底，《陕西省人民政府关于鼓励和引导民间投资健康发展的实施意见》发布实施。2011 年 1 月，《江西省人民政府关于鼓励和引导民间投资健康发展的实施意见》发布实施。2 月，四川省印发《省人民政府关于进一步鼓励和引导民间投资健康发展的实施意见》，广西区印发《自治区党委自治区人民政府关于进一步促进我区民营经济发展的若干措施》，广东省印发《省人民政府关于进一步鼓励和引导民间投资的若干意见》，河南省印发《省人民政府关于创新投融资机制鼓励引导社会投资的意见》。加上此前已经出台贯彻落实意见的江苏、浙江、安徽、福建等省份，截至到 2011 年 3 月份，已有 10 个省份正式出台了鼓励民间投资发展的实施意见。此外，甘肃省、青海省分别印发了鼓励和引导民间投资健康发展重点工作的分工意见，提出了详细的贯彻落实方案。

今年将是区域协调发展的重要一年，将全面落实全国主体功能区规划，定并实施相关配套政策、绩效评价办法等，此外还将完成省级主体功能区规划编制，推进主体功能区建设。

分地区来看，今年将全面实施西部大开发“十二五”规划，制定西部大开发政策实施细则，新开工一批西部大开发重点工程。此外还将组织实施东北振兴“十二五”规划，统筹推进老工业基地调整改造和资源型城市可持续发展，研究制定新 10 年振兴政策措施。

针对中部地区，将出台进一步实施促进中部地区崛起战略的若干意见，重点推进农业现代化、新型工业化和城镇化协调发展。此外还将出台政策支持东部地区转

型发展，加快产业升级和体制创新，在更高层次上参与国际竞争与合作，积极推进海洋经济发展试点。

2.3.3 价格与商品流通政策——通过搞活流通降低价格

从成本上控制物价，最重要的是搞活流通、降低成本。今年我国将继续执行蔬菜等鲜活农产品运输绿色通道政策，落实对农产品批发市场、集贸市场、社区平价菜店等的扶持政策，鼓励城市连锁超市、高校、大型企业、社区与农产品流通企业、专业合作社、种养大户对接，减少流通环节，增加零售网点，充分发挥流通主渠道作用。针对物流过路费成本过高的问题，今年将开展收费公路专项清理，降低流通成本。

此外，我国还将深化流通体制改革，扩大物流企业营业税差额纳税试点范围，完善大宗商品仓储设施用地税收政策，调整完善部分农产品批发、零售增值税政策，推动流通标准化、信息化建设。

总体来看，2012 年则将是“物流政策落实年”，未来国家可能会出台相关细则规划和具体政策。

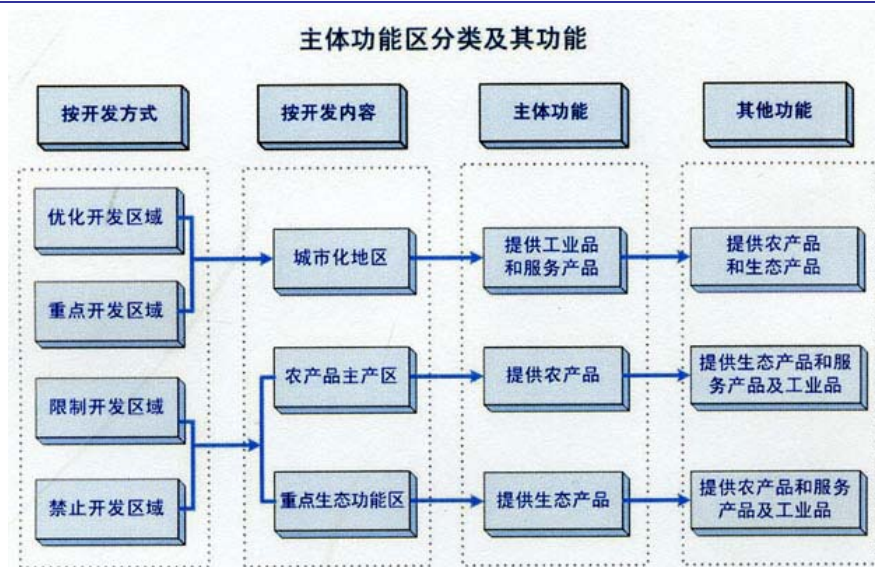
3. 产业、区域和生产环节政策

我国在产业（含区域）和生产环节的政策相对比较散，各项政策文件比较多。《十二五规划纲要》是我国在十二五期间所有政策的总概括，其中包括除了财政和货币政策外几乎所有政策。关于区域政策，以及与区域相关的产业政策在《全国主体功能区规划》中有较为详细的论述；至于产业政策，则主要体现与产业结构调整指导相关政策文件中，关于生产环节有关的政策，在其他零散的会议、政策文件中有所论述。

3.1 主体功能区规划与区域政策

2010 年底，国务院印发《全国主体功能区规划》，依据主体功能不同，在国家层面上将整个全国划分为五种功能区域：优化开发区域、重点开发区域、限制开发区域（农产品主产区）、限制开发区域（重点生态功能区）和禁止开发区域。

图 188：主体功能区分类及其功能



资料来源：国务院网站、申万研究

到 2020 年，我国陆地国土空间需要达到的开发目标：

表 22：全国陆地国土空间开发的规划指标

指标	2008 年	2020 年
开发强度（%）	3.48	3.91
城市空间（万平方公里）	8.21	10.65
农村居民点（万平方公里）	16.53	16
耕地保有量（万平方公里）	121.72	120.33
林地保有量（万平方公里）	303.78	312
森林覆盖率（%）	20.36	23

资料来源：国务院网站、申万研究

3.1.1 国家层面主体功能区域

第一、优化开发区域——优化进行工业化城镇化开发的城市化地区

成为优化开发区域需要满足的标准：综合实力较强，能够体现国家竞争力；经济规模较大，能支撑并带动全国经济发展；城镇体系比较健全，有条件形成具有全球影响力的特大城市群；内在经济联系紧密，区域一体化基础较好；科学技术创新实力较强，能引领并带动全国自主创新和结构升级。

全国共有三大优化开发区域：

1. 环渤海地区

本区域主要功能定位：北方地区对外开放的门户，我国参与经济全球化的主体区域，有全球影响力的先进制造业基地和现代服务业基地，全国科技创新与技术研发基地，全国经济发展的重要引擎，辐射带动“三北”地区发展的龙头。

2. 长江三角洲地区

本区域主要功能定位：长江流域对外开放的门户，我国参与经济全球化的主体区域，有全球影响力的先进制造业基地和现代服务业基地，世界级大城市群，全国科技创新与技术研发基地，全国经济发展的重要引擎，辐射带动长江流域发展的龙头。

3. 珠江三角洲地区

本区域主要功能定位：通过粤港澳的经济融合和经济一体化发展，共同构建全球影响力的先进制造业基地和现代服务业基地，南方地区对外开放的门户，我国参与经济全球化的主体区域，全国科技创新与技术研发基地，全国经济发展的重要引擎，辐射带动华南、中南和西南地区发展的龙头。

第二、重点开发区域——重点进行工业化城镇化开发的城市化地区

国家重点开发区域的功能定位是：支撑全国经济增长的重要增长极，落实区域发展总体战略、促进区域协调发展的重要支撑点，全国重要的人口和经济密集区。

全国共有 18 个重点开发区域，每个区域依据自身特点规定了特定的开发方向：

表 23：全国重点开发区域的主要功能定位

区域名称	包含范围	主要定位
冀中南地区	河北省中南部以石家庄为中心的部分地区	重要的新能源、装备制造业和高新技术产业基地，区域性的物流、旅游、商贸流通、科教文化和金融服务中心。
太原城市群	山西省中部以太原为中心的部分地区	资源型经济转型示范区，全国重要的能源、原材料、煤化工、装备制造业和文化旅游业基地。
呼包鄂榆地区	内蒙古自治区呼和浩特、包头、鄂尔多斯和陕西省榆林的部分地区	全国重要的能源、煤化工基地、农畜产品加工基地和稀土新材料产业基地，北方地区重要的冶金和装备制造业基地。
哈长地区	包括黑龙江省的哈大齐（哈尔滨、大庆、齐齐哈尔）工业走廊和牡绥（牡丹江、绥芬河）地区以及吉林省的长吉图物产、高新技术产业和农产品加工基地，带动东北地区发展的重要增长极。	
东陇海地区	江苏省东北部和山东省东南部的部分陆桥通道与沿海通道的交汇处	新亚欧大陆桥东方桥头堡，我国东部地区重要的经济增长极。
江淮地区	安徽省合肥及沿江的部分地区	承接产业转移的示范区，全国重要的科研教育基地，能源原材料、先进制造业和科技创新基地，区域性的高新技术产业基地。
海峡西岸经济区	福建省、浙江省南部和广东省东部的沿海部分地区	两岸人民交流合作先行先试区域，服务周边地区发展新的对外开放综合通道，东部沿海地区先进制造业的重要基地，我国重要的自然和文化旅游中心。
中原经济区	河南省以郑州为中心的中原城市群部分地区	全国重要的高新技术产业、先进制造业和现代服务业基地，能源原材料基地、综合交通枢纽和物流中心，区域性的科技创新中心，中部地区人口和经济密集区。
长江中游地区	湖北武汉城市圈、湖南环长株潭城市群、江西鄱阳湖生态经济区	全国重要的高新技术产业、先进制造业和现代服务业基地，全国重要的综合交通枢纽，区域性科技创新基地，长江中游地区人口和经济密集区。

北部湾地区	广西壮族自治区北部湾经济区以及广东省西南部和海南省西北部等环北部贸易区的前沿地带和桥头堡，区域性的物流基地、商贸基地、加工制造基地和信息交流中心。
成渝地区	重庆经济区和成都经济区 全国统筹城乡发展的示范区，全国重要的高新技术产业、先进制造业和现代服务业基地，科技教育、商贸物流、金融中心和综合交通枢纽，西南地区科技创新基地，西部地区重要的人口和经济密集区。
黔中地区	贵州省中部以贵阳为中心的部分地区 全国重要的能源原材料基地、以航天航空为重点的装备制造基地、烟草工业基地、绿色食品基地和旅游目的地，区域性商贸物流中心。
滇中地区	云南省中部以昆明为中心的部分地区 我国连接东南亚、南亚国家的陆路交通枢纽，面向东南亚、南亚对外开放的重要门户，全国重要的烟草、旅游、文化、能源和商贸物流基地，以化工、冶金、生物为重点的区域性资源精深加工基地。
藏中南地区	西藏自治区中南部以拉萨为中心的部分地区 全国重要的农林畜产品生产加工、藏药产业、旅游、文化和矿产资源基地，水电后备基地。
关中—天水地区	甘肃省以兰州为中心的部分地区和青海省以西宁为中心的部分地区 全国重要的循环经济示范区，新能源和水电、盐化工、石化、有色金属和特色农产品加工产业基地，西北交通枢纽和商贸物流中心，区域性的新材料和生物医药产业基地。
兰州—西宁地区	甘肃省以兰州为中心的部分地区和青海省以西宁为中心的部分地区 全国重要的循环经济示范区，新能源和水电、盐化工、石化、有色金属和特色农产品加工产业基地，西北交通枢纽和商贸物流中心，区域性的新材料和生物医药产业基地。
宁夏沿黄经济区	宁夏回族自治区以银川为中心的黄河沿岸部分地区 全国重要的能源化工、新材料基地，清真食品及穆斯林用品和特色农产品加工基地，区域性商贸物流中心。
天山北坡地区	新疆天山以北、准噶尔盆地南缘的带状区域以及伊犁河谷的部分地区 我国面向中亚、西亚地区对外开放的陆路交通枢纽和重要门户，全国重要的能源基地，我国进口资源的国际大通道，西北地区重要的国际商贸中心、物流中心和对外合作加工基地，石油天然气化工、煤电、煤化工、机电工业及纺织工业基地。

资料来源：国务院网站、申万研究

第三、限制开发区域（农产品主产区）

农产品主产区是指具备较好的农业生产条件，以提供农产品为主体功能，以提供生态产品、服务产品和工业品为其他功能，需要在国土空间开发中限制进行大规模高强度工业化城镇化开发，以保持并提高农产品生产能力的区域。

第四、限制开发区域（重点生态功能区）

重点生态功能区是指生态系统十分重要，关系全国或较大范围区域的生态安全，目前生态系统有所退化，需要在国土空间开发中限制进行大规模高强度工业化城镇化开发，以保持并提高生态产品供给能力的区域。

国家重点生态功能区包括大小兴安岭森林生态功能区等 25 个地区，分为水源涵养型、水土保持型、防风固沙型和生物多样性维护型四种类型。

第五、禁止开发区域

禁止开发区域是禁止进行工业化城镇化开发的重点生态功能区，包括我国保护自然文化资源的重要区域，珍稀动植物基因资源保护地。

表 24：国家禁止开发区域基本情况

类型	数量	面积（万平方公里）	占陆地国土面积比重（%）
国家级自然保护区	319	92.85	9.67
世界文化自然遗产	40	3.72	0.39
国家级风景名胜区	208	10.17	1.06
国家森林公园	738	10.07	1.05
国家地质公园	138	8.56	0.89
合计	1443	120	12.5

资料来源：国务院网站、申万研究

基于《全国主体功能区规划》，国务院开始陆续批复地方性的区域规划，包括：

表 25：后续的区域性规划、政策意见

时间	规划区域	规划主要目标
2011/5/5	成渝经济区区域规划	《规划》明确了发展的近期目标和远期目标，到 2015 年，建成西部地区重要的经济中心；到 2020 年，成为我国综合实力最强的区域之一。
2011/6/29	关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见	目标是到 2020 年，基础设施更加完善，基本适应经济社会发展需要；经济结构进一步优化，经济发展水平明显提升，城乡居民收入超过全国平均水平；实现基本公共服务均等化水平全面提升，稳定实现扶贫对象脱贫致富；草原植被覆盖度和森林覆盖率进一步提高，生态状况明显改善，主要生态系统步入良性循环，可持续发展能力显著增强；形成生产发展、生活富裕、生态良好的现代化内蒙古新局面。
2011/10/7	关于支持河南省加快建设中原经济区的指导意见	目标是到 2015 年，粮食综合生产能力稳步提高，产业结构继续优化，城镇化质量和水平稳步提升，“三化”发展协调性不断增强，基本公共服务水平和均等化程度全面提高，居民收入增长与经济发展同步，生态环境逐步改善，资源节约取得新进展，初步形成发展活力彰显、崛起态势强劲的经济区域。
2011/10/8	关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见	目标是到 2015 年，基本完成喀什、霍尔果斯经济开发区的基础设施建设，初步构建科学合理、特色鲜明、功能配套、协调发展的空间布局和产业体系，为经济开发区又好又快发展打下坚实基础；到 2020 年，大幅度提升喀什、霍尔果斯经济开发区综合经济实力、产业竞争力，为推动新疆跨越式发展发挥重要的引领和带动作用。

2011/10/18	《重庆市城乡总体规划 (2007-2020 年)》	主要措施是重视城乡统筹发展，合理控制城市规模，完善城市基础设施体系，建设资源节约型和环境友好型城市，创造良好的人居环境，重视历史文化和风貌特色保护。
------------	--------------------------------------	--

资料来源：依据国务院网站信息整理，申万研究

3.2 产业结构调整指导目录与产业政策

2011 年 4 月 25 日，在《产业结构调整指导目录（2005 年本）》基础上，发改委颁布了《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，概括了十二五期间分产业的政策规定。本政策文件中，将各个产业分为鼓励类、限制类和淘汰类。不属于上述三类，但符合国家法律、法规和政策规定的，为允许类，允许类不列入目录。

2011 年版的产业指导目录主要特点体现在：

第一，反映结构调整和产业升级的方向内容。鼓励类新增了新能源、城市轨道交通装备、综合交通运输、公共安全与应急产品等 14 个门类；

第二，战略性新兴产业发展和自主创新。新增了重大装备自动化控制系统、高速精密轴承、轨道车辆交流牵引传动系统、新能源汽车关键零部件以及海洋工程专用作业船和海洋工程装备的条目，提出鼓励具有自主创新技术和环保工艺的生物质纤维产业化、高性能纤维及制品（复合材料）以及产业用纺织品的开发和生产；

第三，对推动服务业大发展的支持。《目录（2005 年本）》中，服务业共 33 条。此次修订，重新划分了类别，新设了“现代物流业”、“金融服务业”、“科技服务业”等 7 个门类；

第四，注重对产能过剩行业的限制和引导。“十二五”《规划纲要》提出“加大淘汰落后产能力度，压缩和疏导过剩产能”，为此，根据国发[2009]38 号文件和相关产业准入条件，在限制类条目设置上加强了对产能过剩和低水平重复建设产业的限制，从产品规格、参数和生产装置规模等方面分别对限制范围进行了比较明确的界定，提高了准入标准。

第五，注重落实可持续发展的要求。按照建设资源节约型和环境友好型社会的要求，新增了“废旧物品等再生资源循环利用技术与设备开发”、“废旧机电产品的再利用、再制造”等条目，在几乎所有制造业门类中均增加了清洁生产工艺、节能减排、循环利用等方面的内容。

2011 年 9 月 7 日，国务院印发《“十二五”节能减排 综合性工作方案》。方案强调要抑制高耗能、高排放行业过快增长，加快淘汰落后产能，推动传统产业改造升级，调整能源结构，和提高服务业和战略性新兴产业在国民经济中的比重。

方案提出了具体的任务目标和管理措施，从实施节能减排重点工程、加强节能减排管理、发展循环经济、节能减排技术开发和推广应用完善节能减排经济政策等多个政策促进产业升级和节能减排任务实施。

3.3 生产流通环节相关政策

3.3.1 促进内河运输政策

2011 年 1 月 30 日，国务院发布《关于加快长江等内河水运发展的意见》，提出要利用 10 年左右的时间，建成畅通、高效、平安、绿色的现代化内河水运体系。到 2020 年，全国内河水运货运量达到 30 亿吨以上，建成 1.9 万公里国家高等级航道，长江等内河主要港口和部分地区重要港口建成规模化、专业化、现代化港区。运输船舶实现标准化、大型化，长江干线运输船舶平均吨位超过 2000 吨。

内河运输发展的主要措施包括：

第一、按照内河水运“十二五”规划、《全国内河航道与港口布局规划》以及《长江干线航道总体规划纲要》的要求，建设畅通的高等级航道；

第二、提高内河水运发展质量和效益，构建高效的内河水运体系；

第三、建设长江干线全方位覆盖、全天候运行、具备快速反应能力的现代化水上安全监管和应急救助体系，保障内河水运平安运行；

第四、在航道、港口工程建设和运行中，按照生态功能区划和水功能区划要求，更加注重保护水生态环境，实现内河水运绿色发展；第四、按照现代综合运输体系和现代服务业的发展要求，建设以长江干线为主，铁路、公路、航空、管道共同组成的沿江运输大通道，拓展港口配送、加工、商贸、金融、保险、船舶贸易、航运交易等现代综合服务功能，发展现代物流；

第五、推动沿江沿河新型工业化布局 and 产业结构调整优化，服务中西部地区承接产业转移，促进区域经济社会协调发展。

3.3.2 促进公路运输的政策

在公路运输方面，2011 年 4 月，发改委、财政部和交通部共同发布《关于进一步完善投融资政策促进普通公路持续健康发展的若干意见》，提出了三条主要措施：第一、规范成品油价格和税费改革转移支付资金使用。第二、加大对普通公路发展的支持力度。继续安排中央预算内投资用于普通公路的建设。第三、多渠道增加普通公路投入，积极探索符合普通公路公益性质的市场融资方式，鼓励社会各界支持普通公路发展。

此外，该“意见”对于公路融资平台的债务问题，提出要规范政府性交通融资平台，加强对各类交通融资平台公司的监管，严禁违规提供担保或进行变相担保；妥善处理债务问题，全面清理普通公路建设形成的债务余额，合理分担政府性债务还本付息责任，统筹安排财力，严格按照规定和协议偿还普通公路发展形成的历史债务。中央有关部委要适时研究提出防范信贷风险的政策措施。

附：分行业现价GDP的核算

图 189： 第一产业增加值的核算以生产法为基础间接推算收入法项目

生产法		来源	收入法		来源
总产出	农业 林业 畜牧业 渔业 农林牧渔 服务业	农村司总产值表 农村司总产值表 农村司总产值表 农村司总产值表 农村司总产值表	劳动报酬	农业 林业 畜牧业 渔业 农林牧渔 服务业	增加值-生产税净额-固定资产折旧
中间投入	农业 林业 畜牧业 渔业 农林牧渔 服务业	农村司中间消耗表 农村司中间消耗表 农村司中间消耗表 农村司中间消耗表 农村司中间消耗表	生产税净额	农业 林业 畜牧业 渔业 农林牧渔 服务业	烟叶税（财政部财政收支决算表）
增加值	农业 林业 畜牧业 渔业 农林牧渔 服务业	总产出-中间投入 总产出-中间投入 总产出-中间投入 总产出-中间投入 总产出-中间投入	固定资产折旧	农林牧渔业 农业 林业 畜牧业 渔业 农林牧渔 服务业	抽样调查户均结果×户数×折旧率 农林牧渔业折旧×农业增加值占第一产业占比 农林牧渔业折旧×林业增加值占第一产业占比 农林牧渔业折旧×畜牧业增加值占第一产业占比 农林牧渔业折旧×渔业增加值占第一产业占比 农林牧渔业折旧×农林牧渔服务业占第一产业占比

资料来源：统计局，申万研究

图 190：第二产业增加值的核算以生产法为基础间接推算收入法项目

工业	总产出	规模以上 规模以下 个体工业劳动者	工业司工业企业财务状况及产销总值 工业司规模以下工业总量指标表 工业司规模以下工业总量指标表
	劳动报酬	规模以上 规模以下 个体工业劳动者	工业司工业企业财务状况及产销总值 由规模以下工业企业样本调查表推算 产出×2008年普查数据相应劳动报酬/相应产出
	生产税净额	规模以上 规模以下 个体工业劳动者	工业司工业企业财务状况及产销总值 由规模以下工业企业样本调查表推算 产出×2008年普查数据相应净税/相应产出
	固定资产折旧	规模以上 规模以下 个体工业劳动者	工业司工业企业财务状况及产销总值 由规模以下工业企业样本调查表推算 产出×2008年普查数据相应折旧/相应产出
	营业盈余	规模以上 规模以下 个体工业劳动者	工业司工业企业财务状况及产销总值 由规模以下工业企业样本调查表推算 无
	增加值		劳动报酬+生产税净额+固定资产折旧+营业盈余
	中间投入		总产出-增加值
建筑业	总产出	资质内 全社会	总承包和专业承包企业生产情况表 劳务分包企业生产情况表 资质内产出×2008普查全社会总产出/相应资质内产出
	劳动报酬	资质内	总承包和专业承包企业财务状况表 劳务分包企业生产情况表
	生产税净额	资质内	总承包和专业承包企业财务状况表 劳务分包企业生产情况表
	固定资产折旧	资质内	总承包和专业承包企业财务状况表 劳务分包企业生产情况表
	营业盈余	资质内	总承包和专业承包企业财务状况表 劳务分包企业生产情况表
	增加值	资质内 全社会	劳动报酬+生产税净额+固定资产折旧+营业盈余 资质内增加值×2008普查全社会增加值/相应资质内增加值
	中间投入		总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 191：交通运输、仓储、邮政业、信息传输、计算机服务和软件业增加值核算

交通运输、仓储 邮政业	铁路运输、道路运输、水上运输 航空运输、管道运输、邮政业	总产出 劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	城市公共客运业	总产出 劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	装卸搬运及其它运输服务业、 仓储业	总产出 劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 从财务数据、调查数据、普查数据推算 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
信息传输、计算机服务 软件业	电信和信息传输	总产出 劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	工业和信息化部信息传输业财务数据、普查数据结构 工业和信息化部信息传输业财务数据、普查数据结构 工业和信息化部信息传输业财务数据、普查数据结构 工业和信息化部信息传输业财务数据、普查数据结构 工业和信息化部信息传输业财务数据、普查数据结构 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	计算机服务	总产出 劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	上年总产出×服务司抽样调查企业营业收入增速 总产出×2008年普查年度劳动报酬/2008普查年度总产出 总产出×2008年普查年度生产净税/2008普查年度总产出 总产出×2008年普查年度折旧/2008普查年度总产出 总产出×2008年普查年度营业盈余/2008普查年度总产出 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	软件业	总产出 劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	上年总产出×服务司抽样调查企业营业收入增速 总产出×2008年普查年度劳动报酬/2008普查年度总产出 总产出×2008年普查年度生产净税/2008普查年度总产出 总产出×2008年普查年度折旧/2008普查年度总产出 总产出×2008年普查年度营业盈余/2008普查年度总产出 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 192：批发零售、住宿餐饮业增加值核算

批发和零售业	总产出	限额以上	经贸司批发和零售企业财务状况表
		限额以下和个体	销售额×毛利率+增值税
	劳动报酬	限额以上	经贸司批发和零售企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查劳动者报酬/2008普查总产出
	生产净税	限额以上	经贸司批发和零售企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出
	固定资产折旧	限额以上	经贸司批发和零售企业财务状况表
住宿和餐饮业		限额以下和个体	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
	营业盈余	限额以上	经贸司批发和零售企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查营业盈余/2008普查总产出
	增加值		劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
	中间投入		总产出-增加值
	总产出	限额以上	经贸司住宿业和餐饮企业财务状况表
		限额以下和个体	限额以上总产出×2008普查限额下产出/2008普查限额以上产出
	劳动报酬	限额以上	经贸司住宿业和餐饮企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
	生产净税	限额以上	经贸司住宿业和餐饮企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出
	固定资产折旧	限额以上	经贸司住宿业和餐饮企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
	营业盈余	限额以上	经贸司住宿业和餐饮企业财务状况表
		限额以下和个体	总产出×2008普查营业盈余/2008普查总产出
	增加值		劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
	中间投入		总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 193：金融业增加值核算

银行业	总产出	银行企业	金融机构存款年平均余额×参考利率-实际利息支出+实际利息收入- 金融机构贷款年平均余额×参考利率+手续费及佣金收入+证券买卖业务等收入
	劳动报酬	银行业执行行政事业会计制度的法人 银行企业	经常性业务支出+固定资产折旧 中国人民银行银行业及相关金融业损益表
	生产净税	银行业执行行政事业会计制度的法人 银行企业	人民银行、银监会财务报表 中国人民银行银行业及相关金融业损益表
	固定资产折旧	银行业执行行政事业会计制度的法人 银行企业	人民银行、银监会财务报表 银行业及相关金融业资产负债表
	营业盈余	银行业执行行政事业会计制度的法人 银行企业	人民银行、银监会财务报表 中国人民银行银行业及相关金融业损益表
	增加值 中间投入		劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
证券业	总产出	证券企业	证券公司营业收入-投资收益-公允价值变动净收益+证券交易印花税 +基金公司营业收入-投资收益-公允价值变动收益 +期货公司营业收入-投资收益-公允价值变动收益
	劳动报酬	证券业执行行政事业会计制度的法人 证券企业	经常性业务支出+固定资产折旧 证券业利润和费用明细表、基金业务及管理费用明细表、期货业利润及费用明细表
	生产净税	证券业执行行政事业会计制度的法人 证券企业	证监会财务报表 证券业利润和费用明细表、基金业利润表、基金业务及管理费用明细表 期货业利润及费用明细表
	固定资产折旧	证券业执行行政事业会计制度的法人 证券企业	证监会财务报表 资产负债表
	营业盈余	证券业执行行政事业会计制度的法人 证券企业	证监会财务报表，折旧率4% 证券业利润和费用明细表、基金业利润表、基金业务及管理费用明细表 期货业利润及费用明细表
	增加值 中间投入		劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
保险业	总产出	保险企业	保险业务利润表和保险专业中介机构业务表
	劳动报酬	保险业执行行政事业会计制度的法人 保险企业	经常性业务支出+固定资产折旧 保险企业劳动报酬（保险业务费用明细表）+保险辅助企业总产出×2008普查相应报酬占比
	生产净税	保险业执行行政事业会计制度的法人 保险企业	证监会财务报表 保险企业生产税净额（保险业务费用明细表）+保险辅助企业总产出×2008普查相应生产净税占比
	固定资产折旧	保险业执行行政事业会计制度的法人 保险企业	证监会财务报表，折旧率4% 保险企业折旧（保险业务费用明细表）+ 保险辅助企业总产出×2008普查相应折旧占比
	营业盈余	保险业执行行政事业会计制度的法人 保险企业	证监会财务报表 保险企业营业盈余（保险业务利润表）+ 保险辅助企业总产出×2008普查相应盈余占比
	增加值 中间投入		劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
其他金融活动	总产出	典当业	营业收入来自商务部典当利润表
	劳动报酬	其他 典当业	同银行企业总产出计算 总产出×2008普查相应劳动报酬占比
	生产净税	其他 典当业	同银行企业总产出计算 来自商务部典当业利润表
	固定资产折旧	其他 典当业	同银行企业总产出计算 来自商务部典当业现金流量表
	营业盈余	其他 典当业	同银行企业总产出计算 来自商务部典当业利润表和资产减值准备明细表
	增加值 中间投入	其他	同银行企业总产出计算 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 194：房地产业增加值核算

房地产开发 经营业	总产出	主营业务收入-主营业务成本+其他业务收入-土地转让收入
	劳动报酬	投资司房地产开发企业财务状况表
	生产净税	投资司房地产开发企业财务状况表
	固定资产折旧	投资司房地产开发企业财务状况表
	营业盈余	投资司房地产开发企业财务状况表
	增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
物业管理业	中间投入	总产出-增加值
	总产出	上年总产出×房地产营业税发展速度
	劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
	生产净税	总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出
	固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
	营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
房地产中介 服务业	增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
	中间投入	总产出-增加值
	总产出	上年总产出×房地产营业税发展速度
	劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
	生产净税	总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出
	固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
其他房地产 活动	营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
	增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
	中间投入	总产出-增加值
	总产出	上年总产出×房地产营业税发展速度
	劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
	生产净税	总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出
自有住房 服务	固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
	营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
	增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
	中间投入	总产出-增加值
	总产出	城镇居民维护费+管理费+（人均住房面积×城镇人口×单位面积造价）×折旧率（2%） +农村居民修理维护费+（人均居住面积×农村人口×单位面积价值）×折旧率（3%）
	劳动报酬	零
	生产净税	零
	固定资产折旧	虚拟折旧
	营业盈余	零
	增加值	固定资产折旧

资料来源：统计局，申万研究

图 195：租赁和商务服务业、科研技术服务地址勘察业 GDP 核算

租赁和商务服务业		总产出	上年总产出×营业收入发展速度（抽样）
		劳动报酬 生产净税 固定资产折旧 营业盈余 增加值 中间投入	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出 总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出 总产出×2008普查折旧/2008普查总产出 总产出×2008普查盈余/2008普查总产出 劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
科学研究 技术服务 地址勘察	研究与实验发展	总产出	（经常性业务支出+固定资产折旧+经营性结余）×2008普查推算系数
		劳动报酬	科技部研究与发展业财务报表
		生产净税	科技部研究与发展业财务报表营业税金×2008普查推算系数
		固定资产折旧	科技部研究与发展业财务报表固定资产原值×折旧率（4%） ×2008普查推算系数
		营业盈余	科技部研究与发展业财务报表营业性结余×2008普查推算系数
		增加值 中间投入	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	专业技术服务业	总产出	上年总产出×劳动报酬发展速度
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值 中间投入	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	科技交流与推广	总产出	上年总产出×营业收入发展速度（抽样）
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值 中间投入	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值
	地质勘察业	总产出	上年总产出×劳动报酬发展速度
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值 中间投入	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余 总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 196：租赁和商务服务业、科研技术服务业地址勘察业 GDP 核算

租赁和商务服务业		总产出	上年总产出×营业收入发展速度（抽样）
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查生产净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
科学研究 技术服务 地址勘察	研究与实验发展	总产出	（经常性业务支出+固定资产折旧+经营性结余）×2008普查推算系数
		劳动报酬	科技部研究与发展业财务报表
		生产净税	科技部研究与发展业财务报表营业税金×2008普查推算系数
		固定资产折旧	科技部研究与发展业财务报表固定资产原值×折旧率（4%） ×2008普查推算系数
		营业盈余	科技部研究与发展业财务报表营业性结余×2008普查推算系数
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	专业技术服务业	总产出	上年总产出×劳动报酬发展速度
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	科技交流与推广	总产出	上年总产出×营业收入发展速度（抽样）
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	地质勘察业	总产出	上年总产出×劳动报酬发展速度
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 197：水利、环境和公共设施管理业、居民服务和其他服务业 GDP 核算

水利、环境 公共设施管理业	水利管理	总产出	上年总产出×从业人员劳动报酬发展速度
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	环境管理	总产出	(环保支出+城市维护建设资金支出+市容环境卫生支出) ×2008普通推算系数
		劳动报酬	上年报酬×调查口径报酬增速
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	(上年原值+本年完成)×折旧率(4%)
		营业盈余	上年盈余×(调查口径环保收支结余/上年环保收支结余)
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	公共设施 管理	总产出	上年总产出×城市维护建设资金支出发展速度
		劳动报酬	上年报酬×调查口径报酬增速
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	(上年原值+本年完成)×折旧率(4%)
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
居民服务和 其他服务业	居民服务业	中间投入	总产出-增加值
		总产出	居民服务业企业和个体经营户总产出【(上年居民服务业总产出-上年家庭服务总产出)×抽样居民服务业营业收入发展速度】+家庭服务总产出【(城市调查人均家政服务费+人均家教服务费)×城镇人口】
		劳动报酬	居民服务业企业和个体经营户总产出×2008普查推算劳动报酬占比+家庭服务总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	其他服务业	总产出	上年其他服务业总产出×抽样其他服务业营业收入发展速度
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	总产出×2008普查净税/2008普查总产出
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 198：教育、卫生、社会保障和社会福利业 GDP 核算

教育		总产出	(经常性业务支出+固定资产折旧+经营性结余) × 普查推算系数
		劳动报酬	教育部教育事业财务状况表
		生产净税	总产出 × 2008 普查净税 / 2008 普查总产出
		固定资产折旧	原值 × 折旧率 (4%) × 普查推算系数
		营业盈余	经营性结余 × 2008 普查口径营业盈余 / 2008 教育部口径经营性结余
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
卫生、社会保障 社会福利业	卫生业	总产出	(经常性业务支出+固定资产折旧+经营性结余) × 普查推算系数
		劳动报酬	卫生部卫生事业财务状况表
		生产净税	总产出 × 2008 普查净税 / 2008 普查总产出
		固定资产折旧	原值 × 折旧率 (4%) × 普查推算系数
		营业盈余	经营性结余 × 2008 普查口径营业盈余 / 2008 卫生部口径经营性结余
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	社会保障业	总产出	上年社会保障业总产出 × 社会保障业从业人员劳动报酬发展速度
		劳动报酬	总产出 × 2008 普查劳动报酬 / 2008 普查总产出
		生产净税	总产出 × 2008 普查净税 / 2008 普查总产出
		固定资产折旧	总产出 × 2008 普查折旧 / 2008 普查总产出
		营业盈余	总产出 × 2008 普查盈余 / 2008 普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
	社会福利业	总产出	法人企业总产出+法人行政事业单位总产出+非营利组织法人单位总产出
		劳动报酬	民政部社会福利业财务状况表
		生产净税	民政部社会福利业财务状况表
		固定资产折旧	民政部社会福利业财务状况表
		营业盈余	民政部社会福利业财务状况表
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 199：文化体育娱乐业 GDP 核算

文化、体育、娱乐业	新闻出版	总产出	上年新闻出版业总产出×本年出版社销售收入发展速度
		劳动报酬	人口司劳动工资年报
		生产净税	上年生产净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	上年营业盈余×出版单位实现利润发展速度
广播电视 电影和音像业		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年广播、电视、电影和音像业总产出×广播电影电视事业总支出发展速度
		劳动报酬	上年报酬×广电总局工资总额增速
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
文化艺术业		固定资产折旧	上年折旧×调查口径折旧增长
		营业盈余	上年营业盈余×广播电影电视企业主营业务利润发展速度
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年总产出×文化部口径产出增长
体育业		劳动报酬	上年报酬×文化部文化产业劳动者工资增速
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	上年折旧×文化产业固定资产折旧发展速度
		营业盈余	上年盈余×文化产业盈余发展速度
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
娱乐业		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年娱乐业总产出×娱乐业营业收入发展速度抽样
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	上年折旧+本年固定资产完成额×折旧率（4%）
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年娱乐业总产出×娱乐业营业收入发展速度抽样
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	上年折旧+本年固定资产完成额×折旧率（4%）
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

图 200：文化体育娱乐业 GDP 核算

文化、体育、娱乐业	新闻出版	总产出	上年新闻出版业总产出×本年出版社销售收入发展速度
		劳动报酬	人口司劳动工资年报
		生产净税	上年生产净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	总产出×2008普查折旧/2008普查总产出
		营业盈余	上年营业盈余×出版单位实现利润发展速度
广播电视 电影和音像业		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年广播、电视、电影和音像业总产出×广播电影电视事业总支出发展速度
		劳动报酬	上年报酬×广电总局工资总额增速
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
文化艺术业		固定资产折旧	上年折旧×调查口径折旧增长
		营业盈余	上年营业盈余×广播电影电视企业主营业务利润发展速度
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年总产出×文化部口径产出增长
体育业		劳动报酬	上年报酬×文化部文化产业劳动者工资增速
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	上年折旧×文化产业固定资产折旧发展速度
		营业盈余	上年盈余×文化产业盈余发展速度
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
娱乐业		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年娱乐业总产出×娱乐业营业收入发展速度抽样
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	上年折旧+本年固定资产完成额×折旧率（4%）
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值
		总产出	上年娱乐业总产出×娱乐业营业收入发展速度抽样
		劳动报酬	总产出×2008普查劳动报酬/2008普查总产出
		生产净税	上年净税×文化体育业营业税发展速度
		固定资产折旧	上年折旧+本年固定资产完成额×折旧率（4%）
		营业盈余	总产出×2008普查盈余/2008普查总产出
		增加值	劳动报酬+生产净税+固定资产折旧+营业盈余
		中间投入	总产出-增加值

资料来源：统计局，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

孟祥娟、李慧勇：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。