

专题报告

2012 年 8 月 23 日

等待制度红利

——2012 年下半年宏观经济报告

相关研究

《号角已吹响 可以更积极——对当前宏观形势的基本看法》2012 年 4 月 16 日

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

《底在哪里，路在何方？——对 2012 年经济、美元和货币政策的基本判断》2012 年 2 月 16 日

《重回“十二五”——2012 年中国经济报告》2011 年 11 月 16 日

《弱周期 & 新增——2011 年秋季宏观报告》2011 年 9 月 22 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@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>

om

结论或者投资建议：

- 等待制度红利。当前中国经济调整不仅仅是周期性调整，还有更深层次的制度原因，只有改革才能帮助中国经济走出困局。18 大召开前后的制度改革及落实值得期待。与前几次改革相比，这次改革将向深水区迈进，进一步释放中国活力，在经济领域集中体现在三个方面：一是放松垄断；二是金融改革；三是完善分配制度。
- 变革对中国经济的影响是长期和深远的。一是有助于经济摆脱凯恩斯依赖症；二是有助于实现供给和需求的有效结合，保证中国经济继续保持较快增长。三是推动产业重构。在制度红利兑现的情况下，我们对未来经济不悲观，预计未来 5-10 年中国经济仍能保持 8% 左右甚至更高的增长。
- 与总量相比，更应该关注的是结构。我们认为未来 5-10 年是产业大变革的时期。钢铁、化工等简单的重化工业将好日子不再；环保、医疗、非银金融、TMT、装备等将受益于制度的推动获得大发展；银行、地产等行业下一个台阶之后将继续保持较快增长。
- 经过 5 年调整，我们认为中国下台阶已经完成，但消化过剩产能、化解金融风险需要时间，中国经济将在相当长的时间内处于 L 型的底部（类似 1998-2002 年情形）。
- 经济惯性下行以及政策托底，今年经济明显好于预期和坏于预期的概率都不大，预计 GDP 增长 7.9%，下半年企稳回升。
- 产业大变革将使得物价呈现出冰火两重天的格局——上涨的动力主要来自农产品、资源品和服务业；下跌的动力主要来自一般制造业。受农产品价格上涨和要素价格改革的支撑，全年 CPI 预计为 3%；受工业品下跌影响，全年 PPI 预计为 -1%。从更能够反映中国供求状况的 PPI 情况看，中国已经陷入实质性的通货紧缩。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1 等待制度红利	4
1.1 中国正处于新的制度红利期.....	4
1.1.1 只有改革才能帮助中国经济走出困局	5
1.1.2 十八大即将召开，中国将迎来改革的时间之窗	7
1.1.3 改革已经进行时	8
1.2 制度变革带来三大制度红利.....	9
1.2.1 放松垄断	10
1.2.2 金融改革	13
1.2.3 分配改革	16
1.3 在制度红利刺激下，中国经济仍能维持较高增长.....	19
1.4 制度重构下的产业格局.....	21
1.4.1 产业变迁的基本规律	22
1.4.2 制度重构下的产业结构展望	23
2. 弱周期，一半是海水，一半是火焰.....	26
2.1 中国已进入弱周期阶段.....	26
2.1.1 内生增长动力仍然向下	28
2.1.2 政策：刀尖上的平衡	31
2.1.3 尽管有不确定性，但我们对下半年经济不悲观	32
2.2 物价：冰火两重天.....	36
2.2.1 火：农产品、资源品和服务业	36
2.2.2 冰：一般制造业	38
2.2.3 一边是火——CPI,一边是冰——PPI	39
附：代表性报告及发表日期.....	40

图表目录

图 1: 中国经济在全球的占比提升	5
图 2: 房地产开发投资占全社会投资比重不断提升	6
图 3: 房地产业和建筑业增加值占 GDP 比重不断提升	6
图 4: 中国出口量和经济总量占全球比重不断提升	6
图 5: 全球 GDP 增速呈现稳中有降	7
图 6: 全球的投资格局发生明显变化	7
图 7: 未来制度变革的“金三角”	10
图 8: 各行业投资中国有、民间及外资企业的占比	10
图 9: 打破垄断, 减少社会福利损失	11
图 10: 放松垄断对美国 GDP 刺激作用明显	11
图 11: 六大行业可能成为打破垄断的受益领域	13
图 12: 金改向“三化”展开	14
图 13: 十六年来, 我国利率市场化稳步推进	15
图 14: 利率市场化后, 短期缩减银行利差	16
图 15: 中国目前的收入分配结构	17
图 16: 投资与需求之间的循环示意图	18
图 17: 政府消费支出增速明显快于整体财政支出水平	19
图 18: 战略性新兴产业的发展目标	19
图 19: 中、日韩人均 GDP	20
图 20: 韩国人均 GDP	20
图 21: 韩国 GDP 增速	21
图 22: 日本 GDP 增速	21
图 23: 中国 GDP 和 PPI 对比	21
图 24: 主要国家工业增加值占比	22
图 25: 主要国家服务业占比	22
图 26: 中国的三次产业变动	22
图 27: 中国工业结构变动	22
图 28: 新兴行业: 环保、医疗、非银金融、文化传媒; 装备	25
图 29: 中国银行业不良率预测	26
图 30: 中国房地产销售面积增速预测	26
图 31: 申万宏观对宏观经济和政策的基本看法	26
图 32: 中国经济“L 型”走势中, 一竖已经完成, 开始走一横	27
图 33: 房地产开发投资继续下行, 而制造业等投资带动固定资产投资企稳	28
图 34: 作为领先指标的美国制造业 PMI 连续两月低于 50, 对中国出口增速造成下行压力	29
图 35: 被动去库存, 加大经济下行压力	29
图 36: 企业亏损面有所扩大	29
图 37: 全球初级产品等原材料价格仍处于高位	29
图 38: 房地产销售领先房地产投资 6-7 个月	33
图 39: 居民中长期贷款占比今年以来一直反弹, 而企业中长期贷款占比也有底部企稳迹象	34
图 40: 基础设施投资累计增速今年以来持续改善	34
图 41: 固定资产投资资金来源中, 预算内资金反弹	34

图 42: 6 月, 申万宏观经济景气指数下滑减速, OECD 领先指数企稳, 预示着工业增加值有望企稳	35
图 43: 7 月, 制造业 PMI 下滑减速, 申万调研综合指数反弹, 显示终端需求的环比降幅收窄	35
图 44: 我们预计, 中国经济第三季度 GDP 同比持平, 而四季度回升	35
图 45: 农产品价格上涨有利于提高农村居民收入	36
图 46: 近期农产品价格上涨, 给物价带来上行压力	36
图 47: 全球能源价格高位震荡	37
图 48: 大宗商品和油价高位震荡	37
图 49: 中国通胀与通缩压力并存	39

表格目录

表 1: 大换届往往是改革的时间之窗	8
表 2: 两会至今出台的重要改革措施	9
表 3: 美国代表行业引入竞争后生产效率提升	11
表 4: 1990 年美国估计从打破垄断中获得的收益 (单位: 10 亿美元)	12
表 5: 两会后共出台 25 项实施细则, 涵盖 18 大分领域	12
表 6: 2012 年金融改革大步前进	14
表 7: 利率市场化后, 经济增速获得新的动力	15
表 8: 利率市场化与通货膨胀的关系	15
表 9: 美国利率市场化前后各类型金融机构占比	16
表 10: 社会保障制度改革进展	17
表 11: 国外扶持企业创新、鼓励企业投资的税收政策	18
表 12: 未来 10 年中国经济增速预测	20
表 13: 产业影响因素矩阵	23
表 14: 日本产业结构变迁	23
表 15: 2012-2013 年主要经济指标预测	27
表 16: 金融体系风险开始显现	30
表 17: 失业压力明显加大	30
表 18: 下半年将加大政策力度, 并根据经济状况相机抉择	31
表 19: 2012 年将重点推进要素价格改革	37
表 20: 中国主要的产能过剩行业	38

等待制度红利。当前中国经济调整不仅仅是周期性调整，还有更深层次的制度原因，只有改革才能帮助中国经济走出困局。18 大召开前后的制度改革及落实值得期待。与前几次改革相比，这次改革将向深水区迈进，进一步释放中国活力，在经济领域集中体现在三个方面：一是放松垄断；二是金融改革；三是完善分配制度。

变革对中国经济的影响是长期和深远的。一是有助于经济摆脱凯恩斯依赖症；二是有助于实现供给和需求的有效结合，保证中国经济继续保持较快增长。三是推动产业重构。在制度红利兑现的情况下，我们对未来经济不悲观，预计未来 5-10 年中国经济仍能保持 8% 左右甚至更高的增长。

与总量相比，更应该关注的是结构。我们认为未来 5-10 年是产业大变革的时期。钢铁、化工等简单的重化工业将好日子不再；环保、医疗、非银金融、TMT、装备等将受益于制度的推动获得大发展；银行、地产等行业下一个台阶之后将继续保持较快增长。

经过 5 年调整，我们认为中国下台阶已经完成，但消化过剩产能、化解金融风险需要时间，中国经济将在相当长的时间内处于 L 型的底部（类似 1998-2002 年情形）。

经济惯性下行以及政策托底，今年经济明显好于预期和坏于预期的概率都不大，预计 GDP 增长 7.9%，下半年企稳回升。

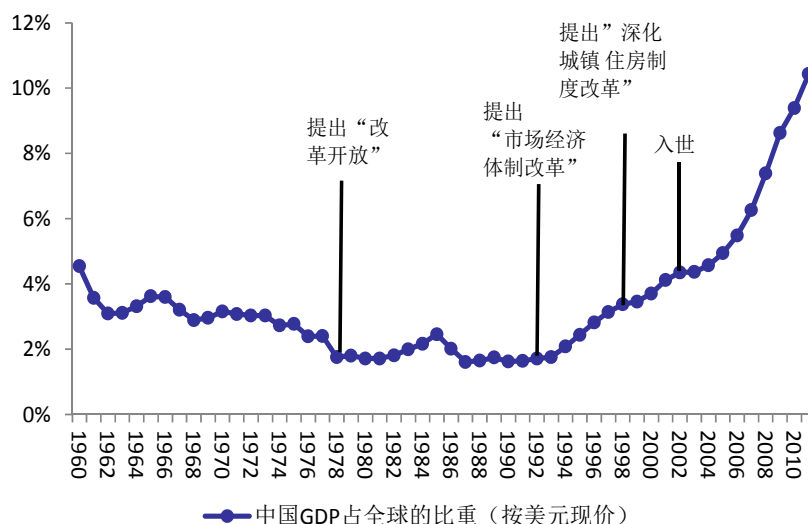
产业大变革将使得物价呈现出冰火两重天的格局——上涨的动力主要来自农产品、资源品和服务业；下跌的动力主要来自一般制造业。受农产品价格上涨和要素价格改革的支撑，全年 CPI 预计为 3%；受工业品下跌影响，全年 PPI 预计为 -1%。从更能够反映中国供求状况的 PPI 情况看，中国已经陷入实质性的通货紧缩。

1 等待制度红利

1.1 中国正处于新的制度红利期

中国经济的发展与要素禀赋、全球经济发展环境等密切相关，同时与国内制度红利的释放也息息相关。1978 年，我国提出了改革开放，主要通过调动居民和企业的积极性，促进了经济增长，中国在此后的几年中占全球经济的比重一直小幅上升至 1986 年。1989 年我国出现了严重的通胀，于是又提出了社会主义市场经济体制改革，我国经济占全球经济比重出现了较大幅度的提升。1998 年受金融危机影响，我国出现了产能过剩，为促进经济发展，分别推出了房地产市场改革，并加入 WTO，得益于这两项制度红利，过去十年中国经济呈现了快速发展。

图 1：中国经济在全球的占比提升



资料来源：CEIC，申万研究

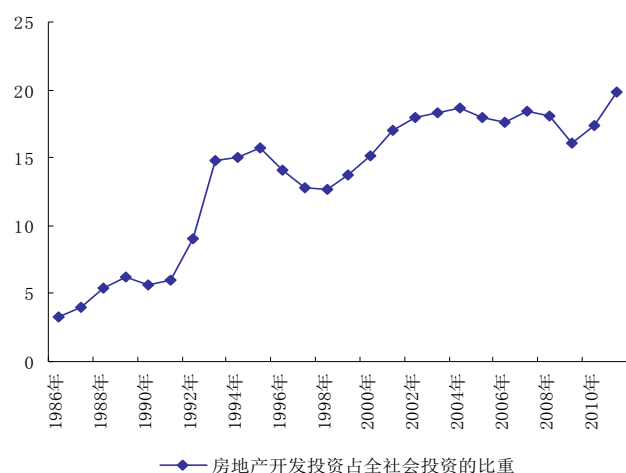
1.1.1 只有改革才能帮助中国经济走出困局

中国经济调整有更深层的制度原因，只有改革才能帮助中国经济走出困局。前文提到，中国近 10 年的高增长主要来自于房地产和入世两大制度红利，而目前的困境很大程度上和这两大制度红利衰减有关。因此仅靠逆周期的宏观调控难以解决中国经济发展所需要的市场和资金问题，难以再次推动中国经济实现 10%以上的高增长。

（一）住房商品化

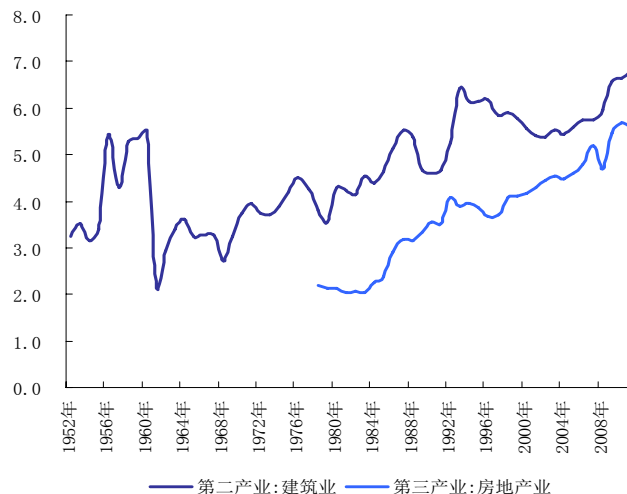
1998 年出台《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，明确提出“促使住宅业成为新的增长点”，房地产市场获得大发展，一方面体现在房地产开发投资占全社会投资的比重不断提升，另一方面，体现在房地产业增加值占 GDP 的比重不断攀升。此外，受益于房地产开发和土地财政的良性互动，基础设施、钢铁、水泥等相关行业获得大发展。而目前这一产业链因为宏观调控而逆转，留下的问题是：去库存、（地方政府）缺少建设资金、（企业）积累的大量资金无处可去。

图2：房地产开发投资占全社会投资比重不断提升



资料来源：CEIC，申万研究

图3：房地产业和建筑业增加值占GDP比重不断提升

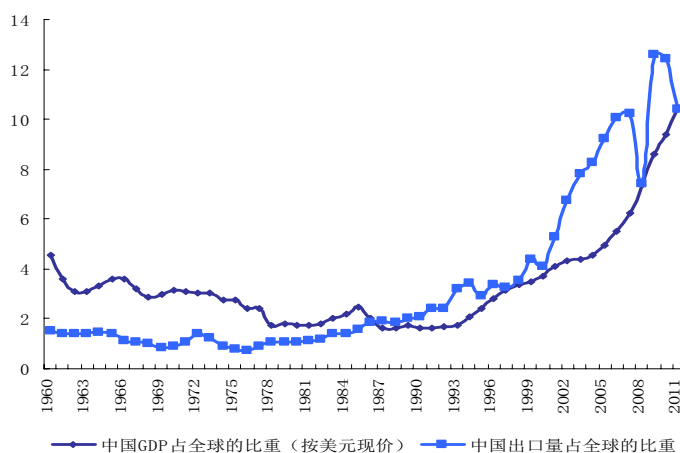


资料来源：CEIC，申万研究

(二) 入世

2002年我国加入WTO实现了中国制造和世界市场的结合，极大推动了中国经济的发展。数据显示，无论是中国出口占全球出口的比重，还是中国经济占全球经济的比重，都出现了快速的提升。

图4：中国出口量和经济总量占全球比重不断提升



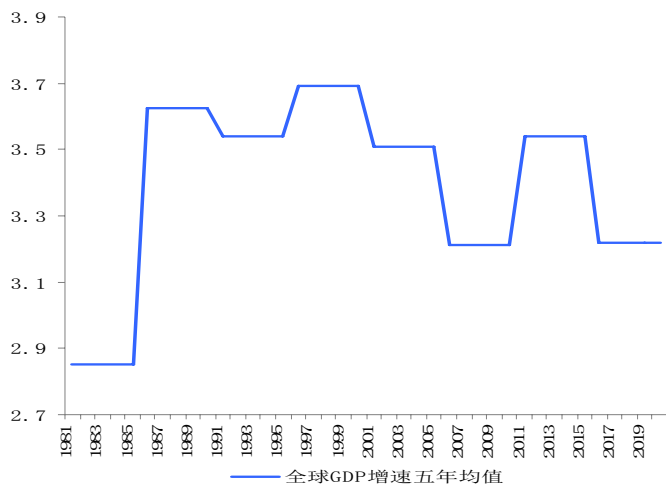
资料来源：CEIC，申万研究

目前入世红利对中国经济的带动作用已经大大减弱，主要的原因来自世界经济调整、成本上涨、资金回流以及其他国家的竞争。

首先，当前外围经济环境不容乐观，拖累我国出口表现。欧盟作为我国第一大出口地区，受累于欧债危机影响，经济濒临衰退边缘，导致我国对其出口大幅下降；而危机之后，美国复苏缓慢，为刺激经济发展，奥巴马政府希望重新回到依靠制造业和出口发展的轨道上来，再加上美国面临大选和财政悬崖，不利于美国经济的复苏，这将直接影响我国对美国的出口。

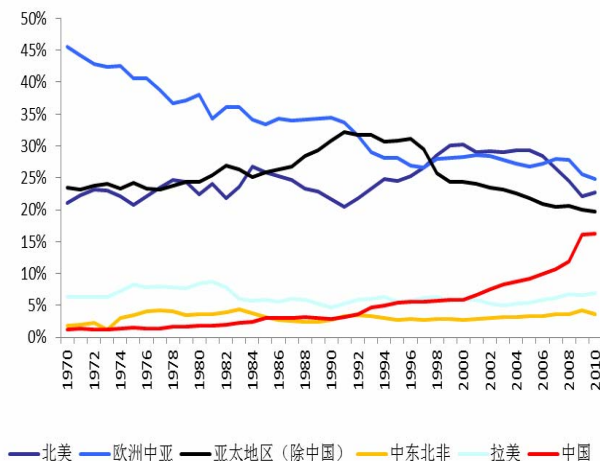
从全球经济看，和过去相比全球经济增速也已经进入下台阶的过程。展望未来，债务危机的影响将持续很长一段时间，全球经济增速预计也将维持在较低水平。

图 5：全球 GDP 增速呈现稳中有降



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：全球的投资格局发生明显变化



资料来源：Bloomberg，申万研究

其次，随着国内要素价格改革的推进以及人口结构的变化，企业成本不断提升，导致依靠低成本获取出口优势的格局不再，加大出口增长压力。

最后，我国出口面临资金回流以及其他国家的竞争。越南等国凭借着低廉的劳动力成本优势，正不断抢占我国劳动密集型商品的市场出口份额。美国制造业的回流也对我国出口构成竞争。

面对房地产和入世红利的衰减，如何稳增长？2009 年的保增长可谓是一次尝试，但效果不佳，不但没有帮助中国走出来，还形成了新的问题。出现了产能过剩、地方债务、银行坏账、国进民退等一系列问题。如果仅依靠逆周期调控，这些问题将不断积累，最终难以为继。不成功的尝试表明只有通过制度改革，释放制度红利，才能使得中国经济走出目前的困局。

1.1.2 十八大即将召开，中国将迎来改革的时间之窗

从历史经验看，改革开放、市场经济体制改革、住房改革、入世都是在政府换届时实施的。

因此，政府的大换届往往是改革的时间之窗，因为新旧人员交替的时候，改革的阻力会相应减小，而操作力度和实施程度也会有所提升。当前也恰好是政府换届时期，为改革的顺利进行提供了空间。

表 1：大换届往往是改革的时间之窗

	总结	十七届(2007-2012)	十六届(2002-2007)	十五届(1997-2002)	十四届(1992-1997)
一中全会	选举中央政治局委员、常委、中央委员会总书记等	选举中央政治局委员、常委、中央委员会总书记等	选举政治局委员、候补委员，政治局常委，中央委员会总书记等	选举政治局委员、候补委员，政治局常委，中央委员会总书记等	选举政治局委员、候补委员，政治局常委，中央委员会总书记等
二中全会	党政机构改革	通过了《关于深化行政管理体制改革的意见》和《国务院机构改革方案》	审议通过《关于深化行政管理体制和机构改革的意见》	全会审议通过了《国务院机构改革方案》	全会审议通过了《关于调整“八五”计划若干指标的建议》和《关于党政机构改革的方案》
三中全会	农村改革及市场经济等	审议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》	中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》	全会审议并通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》
四中全会	党的建设和执政能力	审议通过了《中共中央关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题的决定》	中共中央关于加强党的执政能力建设的决定	《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》	《中共中央关于加强党的建设几个重大问题的决定》
五中全会	五年规划	审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	中共中央关于制定“十一五”规划的建议	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》	全会审议并通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标的建议》
六中全会	文化、精神文明建设等	审议通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定	《中共中央关于加强和改进党的作风建设的决定》	审议通过了《中共中央关于加强社会主义精神文明建设若干重要问题的决议》
七中全会	修改共产党章程		讨论并通过了十六届中央委员会向党的十七大的报告，讨论并通过了《中国共产党章程（修正案）》	讨论并通过了《中国共产党章程（修正案）》	讨论并通过了《中国共产党章程修正案》

资料来源：申万研究

1.1.3 改革已经进行时

我们在 3 月份春季报告中，首次提出今年是改革年，但实际改革力度超出我们的预期，不少酝酿多年的改革措施横空出世。

近期的一些重大改革包括频频出台的放松垄断、吸引民间资本投资等相关举措；以及推出人民币汇率波幅放宽、增大人民币结算业务规模、发展香港人

民币离岸业务等政策；同时，在利率市场化上也迈出了可喜的一步。此外，在证券市场创新、资源价格改革、收入分配制度等方面也都有所作为。这表明国家也已经认识到当前经济困局的症结，已经开始朝着这些方向在努力。

表 2：两会至今出台的重要改革措施

领 域	措 施
放松垄断	国土资源部与全国工商联联合出台《关于进一步鼓励和引导民间资本投资国土资源领域的意见》，鼓励、支持和引导民间资本进入土地整治、矿产资源勘查开发等国土资源领域。
人民币国际化	近日，人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和银监会等六部门在各省（自治区、直辖市）和计划单列市人民政府上报的企业名单基础上，联合审核下发了出口货物贸易人民币结算重点监管企业名单。名单下发后，我国境内所有具有进出口经营资格的企业均可依法开展出口货物贸易人民币结算业务。 《国务院关于支持深圳前海深港现代服务业合作区开发开放有关政策的批复》公布。这份文件，不少内容直接和人民币国际化相关。在此政策下，前海获许探索拓宽境外人民币资金回流渠道，配合支持香港人民币离岸业务发展，构建跨境人民币业务创新试验区。前海与香港之间的双向人民币贷款，一时间成为关注焦点。
利率市场化	2012 年 6 月 8 日和 7 月 6 日，我国金融机构人民币存贷款基准利率及其浮动区间经历了两次调整。贷款利率方面，目前除城乡信用社外的金融机构贷款利率已不设上限管理，在基准利率以下具有 30% 的自主定价空间，实际执行利率由银行根据财务成本、风险状况及盈利目标等与客户议价决定，基本反映了市场资金供求状况。
证券创新	5 月 8 日，在北京召开的中国证券业创新大会闭幕，包括中国证监会、证券行业协会、交易所及相关证券公司领导参与会议，会议就证券公司创新发展思路及改革措施进行讨论。
阶梯电价	7 月 1 日起，全国除西藏和新疆以外的 29 个省（区、市）将实行居民阶梯电价，经历 5 月、6 月的听证阶段，目前各地陆续公布了最终的实施方案。

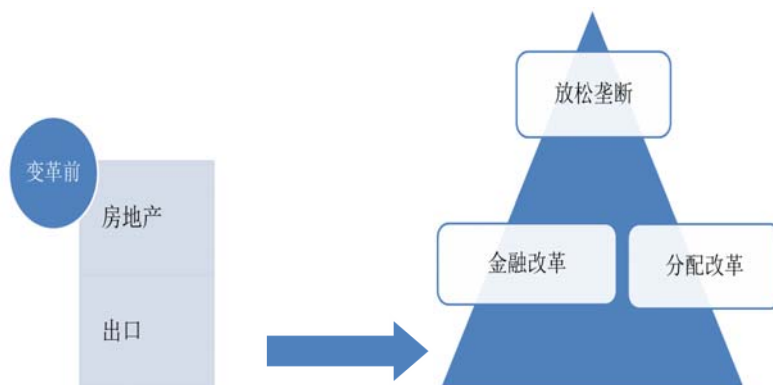
资料来源：申万研究

1.2 制度变革带来三大制度红利

寻找制度变革的突破口，首先要从当前中国经济亟待解决的问题出发。撇开问题的表象，我们认为当前中国经济面临的问题主要有两个，其一是市场在在哪里的问题。外需不行了，房地产调整了，大量的产能需要消化，需要一个新的市场作为中国经济前进的动力。其二，如何金融风险，提高资金配置效率，为新产业发展创造一个良好的金融环境。从这两个问题出发，我们认为制度变革在经济领域主要体现在三个方面：放松垄断、金融改革、分配改革。放松垄断主要解决的是有效供给不足问题，分配改革解决的是需求不足的问题，而金融改革旨在提高资源的配置效率。

如果这三个方面的改革能够有实质性的推进，制约中国经济的市场和金融资源配置问题将得到有效解决，中国经济的消费潜力、储蓄优势将得以继续发挥，中国经济有望走出当前的困局。其中，中国经济能否由过去通过房地产和出口的双轮驱动，逐步转换到以放松垄断、金融改革和分配制度为主体的金三角驱动尤为关键。

图 7：未来制度变革的“金三角”

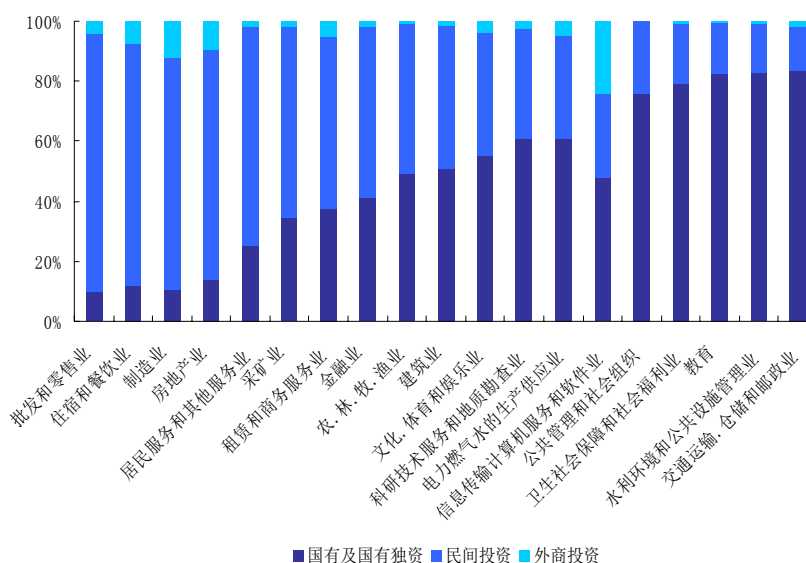


资料来源：申万研究

1.2.1 放松垄断

从投资的占比看，民间投资在批发和零售业、住宿和餐饮业、制造业和房地产业占比较高，而国有及国有控股企业的投资在基础设施及公用事业领域占比偏高。垄断导致的价格高企、有效供给不足的问题亟待解决。

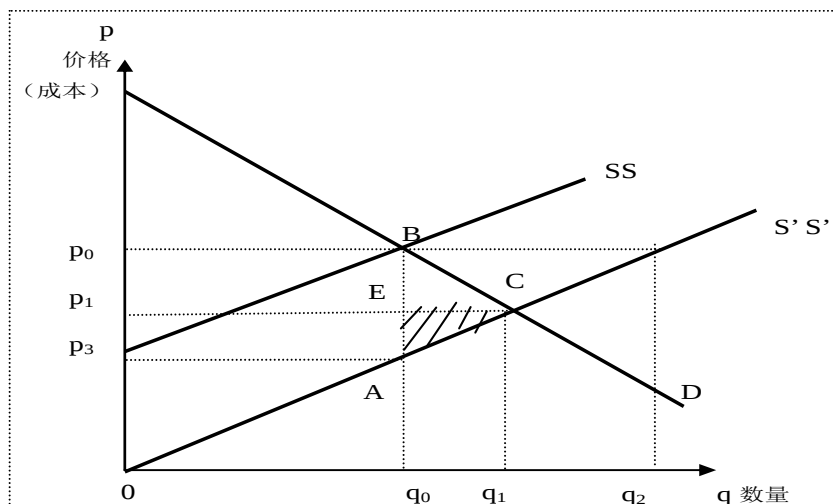
图 8：各行业投资中国有、民间及外资企业的占比



资料来源：《固定资产投资统计年鉴》，申万研究

打破垄断，有助于提高效率，提升福利水平，减少无谓的福利损失。当民间资本进入传统的国有垄断行业时，会增大产品的供给，并降低产品的价格，改善供需矛盾。尤其是对我国当前医疗、教育、铁路运输等行业来说，供需矛盾激化，社会福利的改善将更加明显。

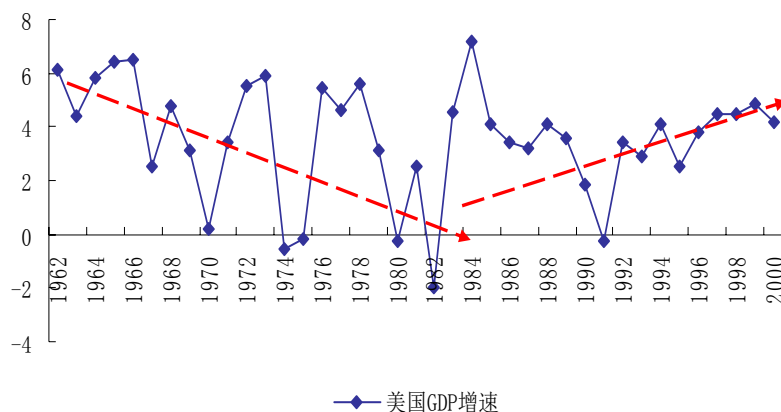
图 9：打破垄断，减少社会福利损失



资料来源：申万研究

以美国为例，美国在上世纪 70 年代陷入滞胀，美国经济一路下滑至 1982 年的低点。里根政府上台前的几届政府采取逆周期的政策都未能带领美国从滞胀的深渊走出来。里根政府上台后，采取了放松垄断增大有效供给，并采取了相关的税制改革，使得美国经济重新回归到增长的轨道上。在经历了一段时间后，美国经济又呈现了逐步增长的趋势。

图 10：放松垄断对美国 GDP 刺激作用明显



资料来源：Bloomberg，申万研究

从美国代表行业可以看出，在放松垄断后，民航、铁路以及管道的价格出现了大幅度的降低。同时，生产效率也得到了大幅提升。民间资本进入垄断领域后，提升了企业运营的效率。

表 3：美国代表行业引入竞争后生产效率提升

产业	价格	生产效率
民航	下降 33%	全要素生产率提高 15%
铁路	价格下降显著	成本降低 60%

管道 下降 31% 劳动生产率提高 24%

资料来源：Winston (1993)，申万研究

打破垄断后，美国很多行业原来损失掉的社会福利都得到不同程度的改善，消费者和生产者都从放松垄断中得到了一定的收益。

表 4：1990 年美国估计从打破垄断中获得的收益（单位：10 亿美元）

行业	消费者	生产者	总和	潜在收益
航空	8.8 - 14.8	4.9	13.7 - 19.7	4.9
铁路	7.2 - 9.7	3.2	10.4 - 12.9	0.4
公路运输	15.4	-4.8	10.6	0
电信	0.7 - 1.6		0.7 - 1.6	11.8
有线电视	0.4 - 1.3		0.4 - 1.3	0.4 - 0.8
证券交易市场	0.1	-0.14	0	0
天然气				4.1
总和	32.6 - 43.0	3.2	35.8 - 46.2	21.6 - 22.0

资料来源：Winston (1993)，申万研究

2005 年我国出台了第一个鼓励民间资本投资的文件《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（老 36 条），2010 年又出台了《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（新 36 条）。从具体的实施效果看，社会资本进入国有垄断领域仍存在诸多障碍。目前房地产市场和出口加工业流出的资金无处可去，传统的国有垄断服务业效率亟待提升，这倒逼着“新 36 条”的真正落实。

温总理今年 2 月份在中南海座谈会议上强调，今年上半年一定要把新 36 条的实施细则制定出来。到目前为止，国家相关部委已经制定出台了 42 项“新 36 条”的实施细则。这些细则涉及与经济社会发展和人民生活相关的各行各业，在消除制约民间投资发展障碍方面迈出了实质性步伐。

表 5：两会后共出台 25 项实施细则，涵盖 18 大分领域

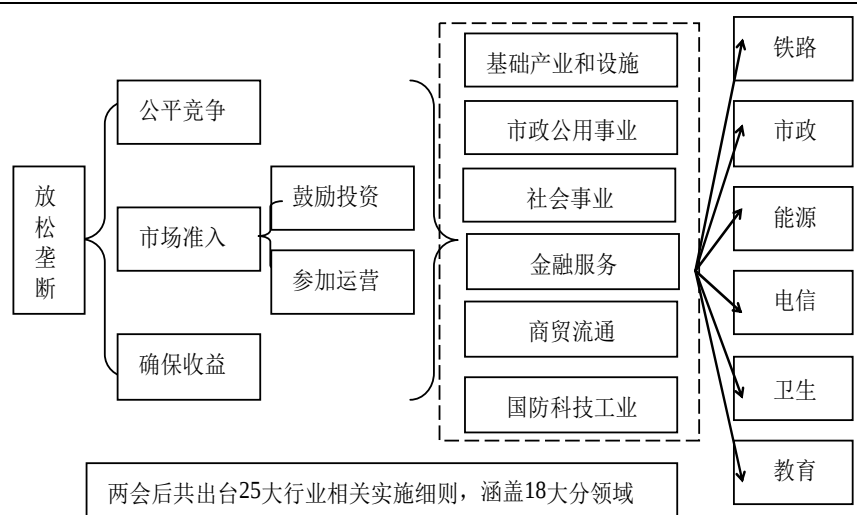
实施细则主要特征	总领域	分领域	相关产业
1、强调市场平等准入、公平待遇原则，鼓励民间资本投资；	基础产业和基础设施领域	交通运输	公路、铁路、水运、港口码头、民用机场、通用航空设施，铁路干线、铁路支线、铁路轮渡和站场设施，煤运通道、城际轨交、客运专线
		电力	风能、太阳能、地热能、生物质能等新能源产业建设；水电站、火电站建设、核电站
		石油天然气	油气勘探开发、原油、天然气、成品油储运和管道设施及网络建设
		电信	基础电信运营、增值电信业务
2、投资方式灵活，可以通过参股、控股、资产收购等多种形式进行投资；		土地整治和矿产资源勘探	矿业权市场、矿山地质环境保护和恢复
		水利	农田水利、跨流域调水、水资源综合利用、水土保持
3、采用统一的招标条件，确保民间资本	市政公用事业	市政公用事业建设	城市供水、供气、供热、污水、垃圾处理、公共交通、城市园林绿化

本公平竞争；	和政策	
4、各个行业建立健全相应的规章制度，保护各类投资者的合法权益。	性住房建设领域	政策性住房建设 经济适用住房、公共租赁住房、棚户区改造、廉租房
	医疗事业	基础医疗、公共卫生服务机构、医疗保险，门诊部、社区卫生服务机构、疗养院、卫生诊所
	教育和社会培训事业	民办高等学校、中小学校、幼儿园、职业教育、社会培训机构
	社会福利	养老院、残疾康复中心、托养服务
	文化、旅游和体育	体育基础设施、图书馆、博物馆、旅游、文化创意、广告、演艺、娱乐、印刷
		放宽对金融机构的股比限制
	金融服务领域	金融机构 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，村镇银行、贷款公司、农村资金互助社，金融中介服务机构，参与证券、保险、信用担保公司
	商贸流通领域	商品批发零售 批发、零售企业、连锁经营、电子商务等新型流通业态
		现代物流 第三方物流服务、物流基础设施

资料来源：申万研究

从今年下半年开始，“新 36 条”将进入重点落实阶段。温总理 7 月份表示，要在铁路、市政、能源、电信、金融、卫生、教育等领域尽快推出一批引导民间投资参与的重点项目，发挥示范带动效应，提振投资者信心。这几个行业可能成为重点受益领域。

图 11：六大行业可能成为打破垄断的受益领域



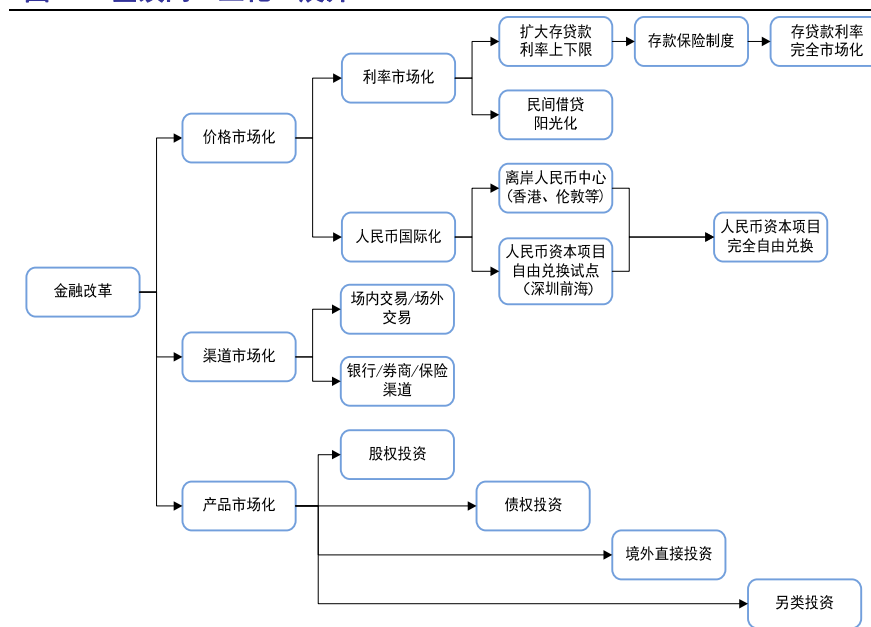
资料来源：申万研究

1.2.2 金融改革

金融改革能够大幅提高资金配置效率、化解民间金融风险、化解银行风险从而推动实体经济快速发展。对于我国而言，金融改革有着更为重要的意义。

长期以来，由于金融监管和金融体系本身不健全的原因，金融配置效率问题集中体现在渠道被分割垄断，价格受到扭曲，金融产品种类偏少难以满足快速发展的实体经济对融资的大量需求。针对这些阻碍经济发展的因素，未来的金融改革将向着价格市场化、渠道市场化和产品市场化（三个市场化）方向迅速推进。

图 12：金改向“三化”展开



资料来源：申万研究

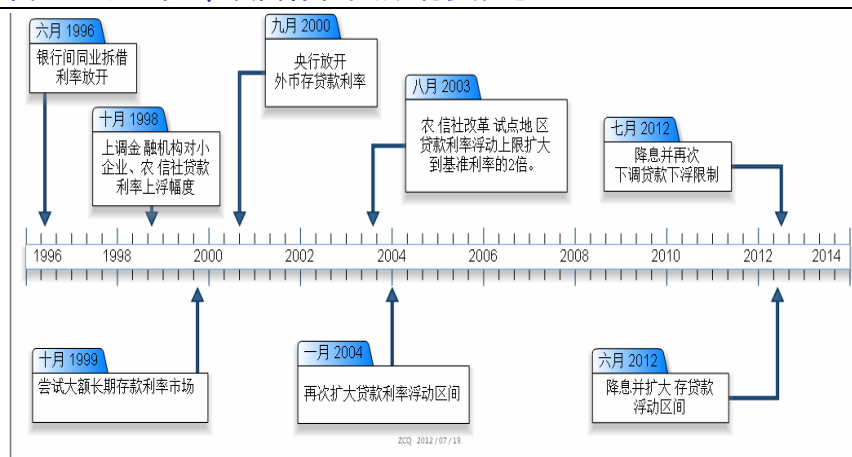
表 6：2012 年金融改革大步前进

	信息来源	金融改革事件
2012 年 3 月 28 日	国务院	《浙江省温州市金融综合改革试验区总体方案》
2012 年 4 月 26 日	人民银行	中国人民银行温州市中心支行首次对外公布温州市民间借贷监测利率
2012 年 5 月 25 日	证监会	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》
2012 年 5 月 26 日	银监会	《关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见》
2012 年 6 月 8 日	人民银行	下调金融机构人民币存贷款基准利率并调整利率浮动区间
2012 年 6 月 21 日	保监会	《关于鼓励和支持民间投资健康发展的实施意见》
2012 年 7 月 3 日	国务院	《国务院关于支持深圳前海深港现代服务业合作区开发开放有关政策的批复》
2012 年 7 月 6 日	人民银行	金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍

资料来源：申万研究

在今年众多的金融改革举措中，利率市场化是最重要的一环。我国利率市场化从 1996 年正式开始破冰，到现在已经历时 16 个年头，期间银行同业拆借、外币存贷款和贷款利率上限逐步放开，但是存款利率依据严格管制。今年 6 月份，利率市场化跨出了最重要的一步：扩大存款利率上浮区间到 10%。由于在我国存款利率是一切金融产品定价的基准，存款利率市场化的实质推进无疑对于中国金融机构发展和金融产品创新具有重要的意义。

图 13：十六年来，我国利率市场化稳步推进



资料来源：公开资料，申万研究

利率市场化能直接促进金融支持实体的效率，打通经济发展的任督二脉。从他国的经验来看，利率市场化可以从直接促进经济增长和抑制通货膨胀两条路径为经济注入新的活力。

表 7：利率市场化后，经济增速获得新的动力

	利率市场化完成时间	-5 年	-4 年	-3 年	-2 年	-1 年	利率市场化当年	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
美国	1986 年	2.45	-2.07	4.33	7.28	3.82	3.37	3.36	4.16	3.5	1.74	-0.5
英国	1971 年	2.05	2.31	3.98	2.05	2.36	2.08	3.62	7.24	-1.58	-0.56	2.77
日本	1994 年	5.28	5.33	3.12	0.93	0.42	1	1.57	3.47	1.8	-1.1	0.67
韩国	1997 年	5.44	5.49	8.25	8.92	6.75	5.01	-6.69	10.89	9.33	3.03	-
泰国	1989 年	5.75	4.65	5.53	9.52	13.29	12.19	11.17	8.56	8.08	8.25	8.99
阿根廷	1977 年	1.63	2.81	5.53	-0.03	-2.02	6.93	-4.51	10.22	4.15	-5.69	-4.96
智利	1975 年	2.12	9.02	-0.82	-4.94	2.49	-11.36	3.41	8.7	7.46	8.68	8.15

资料来源：申万研究

对于恶性通胀而言，只有利率市场化才能避免民众恐慌性抽逃资金，从而稳定金融系统，避免通胀进一步恶化。

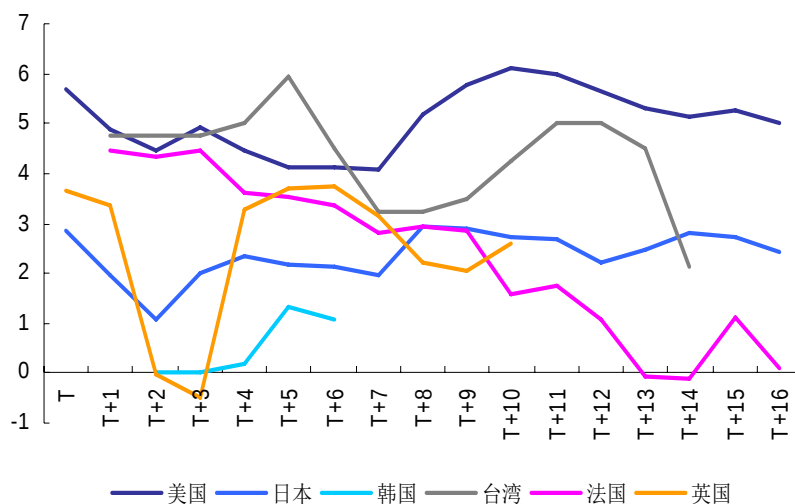
表 8：利率市场化与通货膨胀的关系

	利率市场化完成时间	-5 年	-4 年	-3 年	-2 年	-1 年	市场化当年	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年
美国	1986 年	9.33	6.19	3.96	3.72	3.2	2.25	3.04	-	3.42	3.83	3.91
英国	1971 年	4.32	2.89	4.21	5.45	7.28	9.29	8.13	7.19	15.02	26.93	15.2
日本	1994 年	1.96	2.43	2.97	1.69	0.6	-0.1	-0.36	-0.82	0.36	-0.06	-1.43
韩国	1997 年	7.63	7.06	7.66	7.12	3.89	3.15	5.06	-2.04	-1.1	1.35	-
泰国	1989 年	1.45	2.18	1.65	4.72	5.92	6.12	5.77	5.75	4.49	3.29	5.21
阿根廷	1977 年	64.24	65.54	30.63	197.7	438.3	159.43	161.37	147.38	90.84	106.36	207.6
智利	1975 年	40.69	18.26	85.54	414.01	665.4	3334.65	250.61	105.79	57.66	45.73	28.76

资料来源：申万研究

对于金融市场而言,利率市场化的影响主要体现在短期内对银行利差的侵蚀,同时长期内提高非银行金融机构的份额。如果说过去银行的高利差是居民和企业支持银行业发展的话,利率市场化之后银行利差的收窄可以说是银行反哺企业和居民。

图 14: 利率市场化后, 短期缩减银行利差



资料来源: Bloomberg, 申万研究

从美国的经验来看,上个世纪八十年代彻底完成利率市场化进程后,银行类金融机构的总资产占比出现下降,而以基金、财务公司为代表的非银行金融机构占比则出现显著上升。

表 9: 美国利率市场化前后各类型金融机构占比

	1949	1960	1970	1980	1990
商业银行	42.30%	38.60%	38.50%	37.20%	26.80%
储蓄机构	9.90%	20.10%	20.80%	23.30%	16.00%
储贷协会	3.90%	12.10%	13.40%	16.90%	11.10%
互助储蓄社	5.80%	6.90%	6.00%	4.60%	2.70%
信用联社	0.20%	1.10%	1.40%	1.90%	2.20%
保险公司	19.70%	24.00%	19.10%	17.40%	19.10%
养老金和信托	25.50%	9.80%	13.00%	13.00%	19.30%
投资公司	0.90%	2.90%	3.70%	3.70%	10.90%
共同基金	0.00%	2.90%	3.60%	1.71%	5.90%
货币市场基金	0.00%	0.00%	0.20%	2.00%	5.10%
财务公司	1.71%	4.71%	4.90%	5.30%	7.90%

资料来源: 申万研究

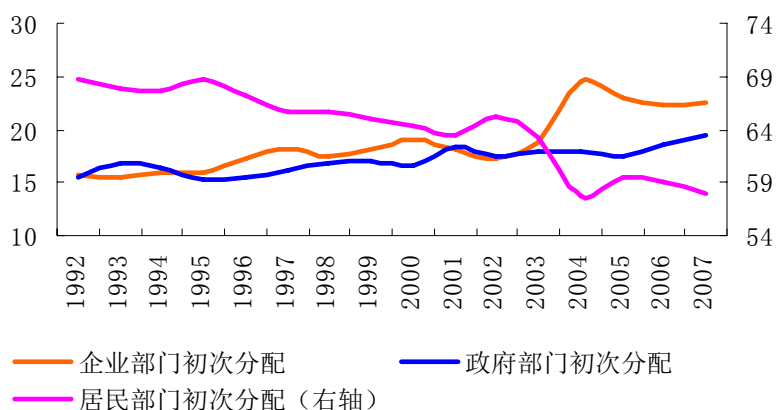
1.2.3 分配改革

我国分配改革主要包括收入分配和社会保障制度、财税体制改革。

第一，收入分配和社会保障制度主要解决市场问题，有利于把中国的潜在需求转化为现实需求，实现以内需替代外需。

目前我国居民的初次再分配占比呈下降趋势，很大程度上抑制了居民的消费。只有通过收入分配改革和社会保障制度改革提升居民的实际收入水平，才能真正的刺激居民消费。

图 15：中国目前的收入分配结构



资料来源：统计局，申万研究

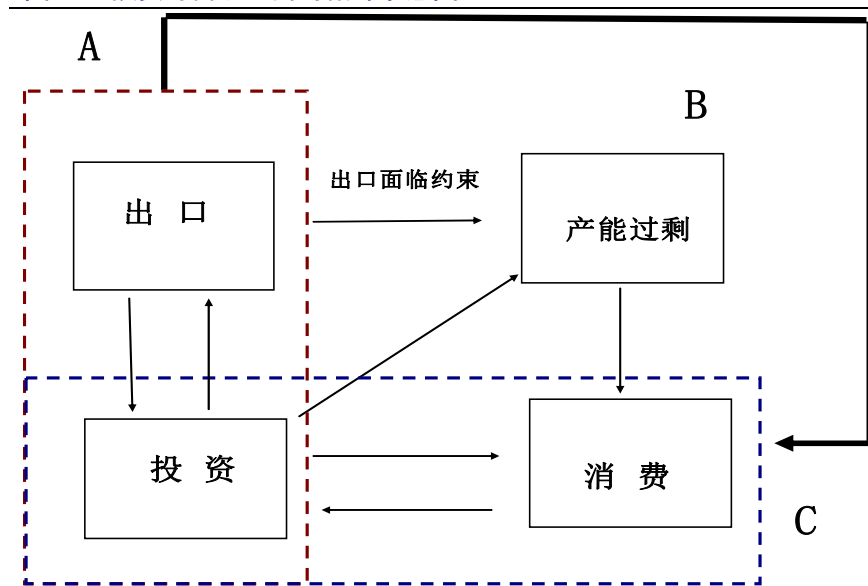
表 10：社会保障制度改革进展

推进社会保障制度建设
加快城乡统筹
扩大社会保障覆盖范围
逐步提高各项社会保障水平，缩小城乡、区域、群体之间的社会保障待遇差距
建立健全社会救助体系
加强社会保障管理与监督，提升管理服务水平

资料来源：申万研究

而只有通过这样的改革才能够帮助中国经济实现投资和消费的良性循环。过去我国走的是投资和出口的循环，在出口下台阶的背景下，必然会造成国内的产能过剩，而通过收入分配制度改革促消费，有助于消化产能过剩，形成投资和消费的良性循环。

图 16：投资与需求之间的循环示意图



资料来源：申万研究

第二，税制改革有望实质推进。

我国的税制改革有望实质推进，营改增、资源税、房产税、加速折旧有望展开。就目前情况看，营改增还处于试点阶段，未来营改增的范围将逐步扩大。

从美国鼓励产业发展的例子也可以看出，美国很多产业在开始发展时，国家都采取了积极的税收政策对其进行扶持。其中，研发税收抵扣、投资税收优惠、加速折旧等税制改革对美国的新兴产业发展起到了很大的扶持作用，最终使得这些产业成为推动美国经济发展的重要力量。

表 11：国外扶持企业创新、鼓励企业投资的税收政策

税收政策	政策行为	受益行业	实施效果
研发税收抵扣、税收优惠 简化和公正法案	生物技术工资税减免、生物技术消费和使用税退税、资本收益税优惠、生物技术投资税收抵扣、研发抵扣、研究机构税收优惠	生物制药产业	刺激民间资金进入生物技术产业进行新药研发；中小生物制药企业发展迅猛；生物医药成为美国高科技发展的核心动力之一
遗产税、区域性文化产业 税收优惠、文化产业特别 税收优惠、对营利性与非 营利性文化产业实行区 别对待政策	激励富人向非营利性文化部门捐赠在指定文化产业区域内享受特定优惠政策；投资税收抵扣、支付工资税收抵扣、生产开支税收抵扣	文化产业	文化产业成为美国朝阳产业；打造了“文化立国”理念；更多的企业和个人直接投资文化产业
定期减免所得税政策、加 速折旧、试验研究费减税 制度、研究开发型小企业 采取税收优惠、	降低所得税率、科研机构作为非盈利机构免征各项税收、普遍税收优惠、税收优惠与政府导向相协调、事前扶持和事后鼓励并用	高新技术产业	高新技术产业给美国创造了大量的就业机会；对经济贡献超过了建筑业和汽车制造业；高科技推动了美国经济长期增长

税收补贴政策、针对性和
激励性税收优惠政策、

税收豁免、延期和递延纳税、税收
减免、

飞机制造产
业

美国飞机制造业与欧洲分庭抗礼；技
术外溢带动美国多项产业发展

资料来源：申万研究

第三，财政支出重点投向民生和战略性新兴产业。

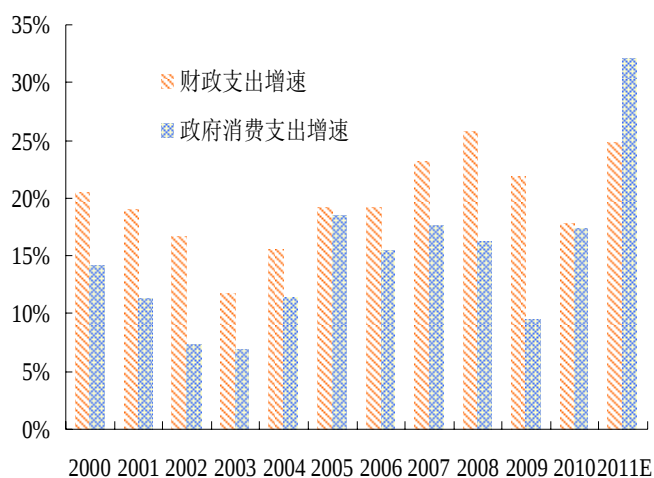
在总体支出水平稳定的情况下，财政支出将重点投向民生和战略性新兴产业，政府消费和特定领域的资本支出力度将明显加大。

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；（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。2011年，我国政府消费支出增速显著大于财政支出增速，显示政府对民生的支持力度已经有所加强。

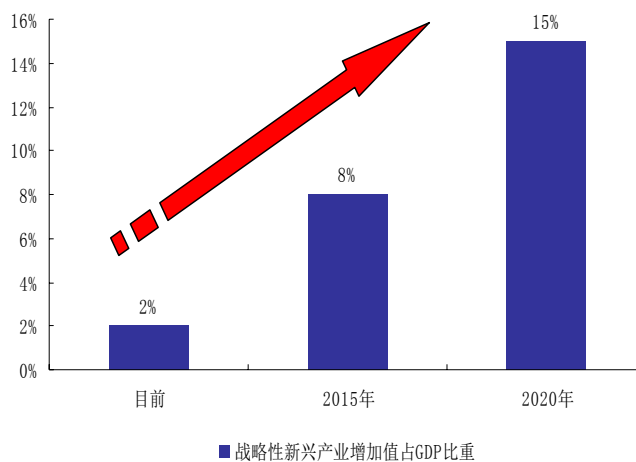
根据十二五规划，到2015年和2020年，战略性新兴产业的增加值占GDP的比重将分别达到8%和15%，而目前仅为2%左右。战略性新兴产业的发展既需要金融税收政策的支持，也需要财政的直接投入，因此可以预期财政对这些领域的支出力度将会明显加大。

图 17：政府消费支出增速明显快于整体财政支出水平

图 18：战略性新兴产业的发展目标



资料来源：财政部，申万研究



资料来源：申万研究

1.3 在制度红利刺激下，中国经济仍能维持较高增长

由于人口红利消失，劳动力增长率和资本增长率增速放慢和下降将导致中国经济增长放慢，中国经济增长下台阶并没有太多的争议。分歧在于在高增长阶段和低增长阶段有没有一个次高增长阶段。我们的基本判断是由于中国是一个大国，国内市场光大，只要能够通过制度改革，把潜在的市场需求和潜在的有效供给相结合，中国再保持5-10年8%-9%的增长问题不大。

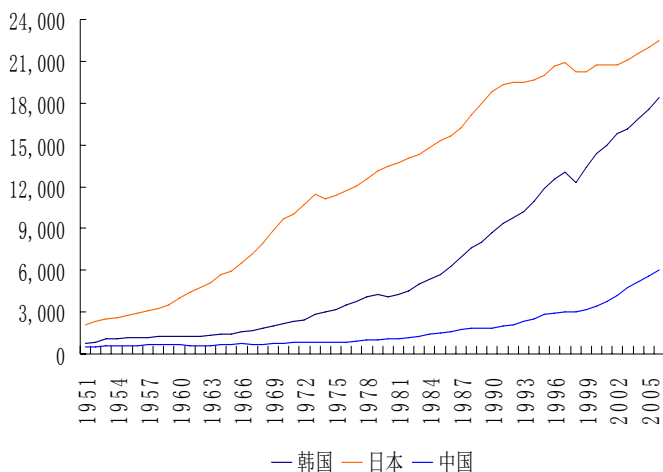
表 12：未来 10 年中国经济增速预测

指 标	2001 年 -2005 年	2006 年 -2010 年	2011 年	2011 年 -2015 年	2016 年 -2020 年
GDP 实际增长率	9.6	11.2	9.5	8.5	8.5
劳动力增长率	1.39	0.9	0.55	0.5	-0.1
资本增长率	13	15.3	14	13.2	11.2
期末经济结构：					
投资占 GDP 比重	40	44.6	49.2	52.9	52
消费占 GDP 比重	57	48.9	48.2	48.8	54.1
第一产业占 GDP 比重	13.2	8.8	10.1	9	4.8
第二产业占 GDP 比重	45.9	48.9	46.8	44	42
第三产业占 GDP 比重	40.9	42.3	43.1	47	53.2

资料来源：世界银行、申万研究

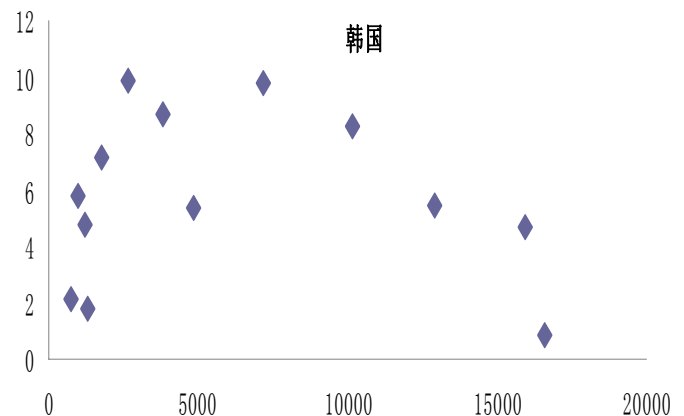
实际上，按人均 GDP 算，我国经济仍有较大的增长空间，经济增速不会出现急速下滑。按照钱纳里等人的划分标准，在 PPP 计价下，人均 GDP 大约在 8000 美元（2000 年）左右进入工业化后期，换算为麦迪森的方法，也是在 8000-10000 国际元左右。此后经济增长率开始缓慢下降。

图 19：中、日韩人均 GDP



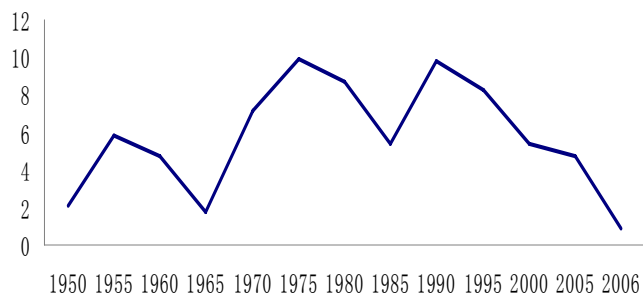
资料来源：CEIC，申万研究

图 20：韩国人均 GDP



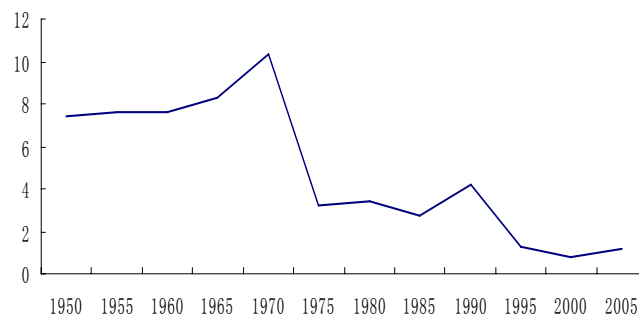
资料来源：CEIC，申万研究

图 21：韩国 GDP 增速



资料来源：CEIC，申万研究

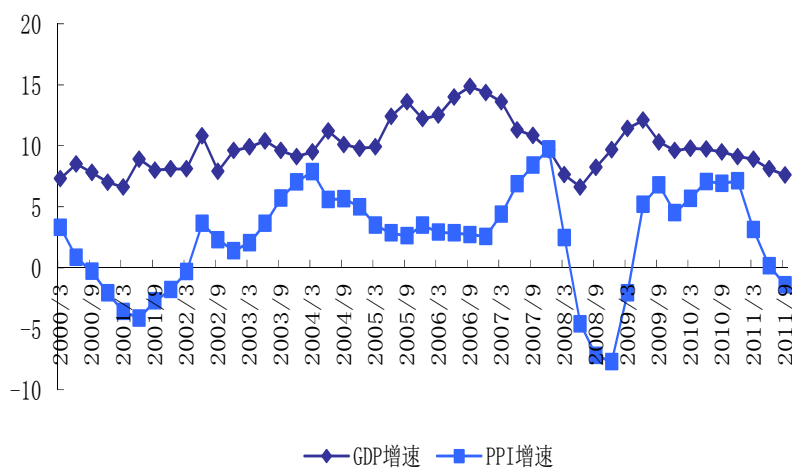
图 22：日本 GDP 增速



资料来源：CEIC，申万研究

从物价情况看似也能够证明我们的判断。如果产出缺口为正，表明实际增长率超过潜在增长率，物价上涨或者出现通货膨胀。如果产出缺口为负，表明实际增长率低于潜在增长率，物价下跌或者出现通货紧缩。由于第二产业是中国经济的主体，制造业的变化直接决定了经济的冷热变化，PPI 更能够反映中国产出缺口的变化。今年上半年 GDP 增长 7.8%，当前 PPI 已经连续 5 个月负增长，表明当前经济增长水平已经低于潜在增速，因此经济潜在增长率应该在 8% 以上。

图 23：中国 GDP 和 PPI 对比



资料来源：CEIC，申万研究

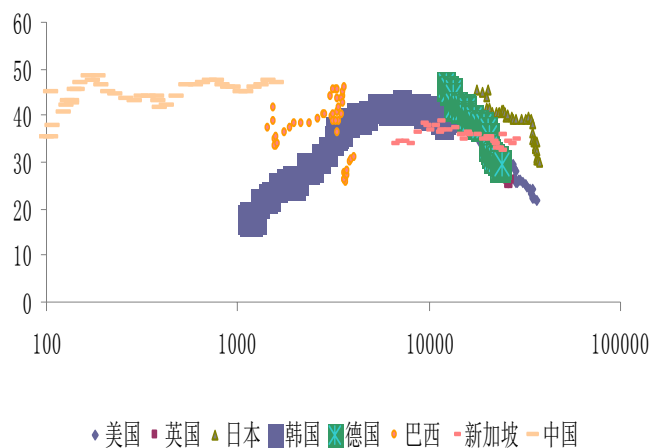
1.4 制度重构下的产业格局

在制度变革及经济增速下台阶的背景下，我们更看重产业结构的变化。

1.4.1 产业变迁的基本规律

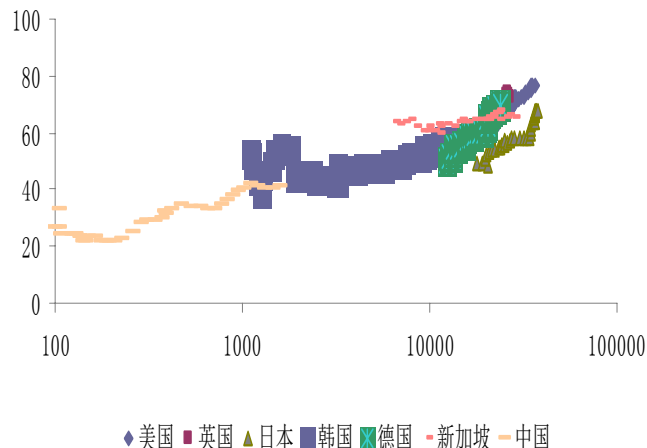
从产业结构变迁的国际规律看，在工业化初期，工业增加值比重上升，而到工业化后期开始下降，服务业占比上升；最终过渡到服务业主导阶段。

图 24：主要国家工业增加值占比



资料来源：申万研究

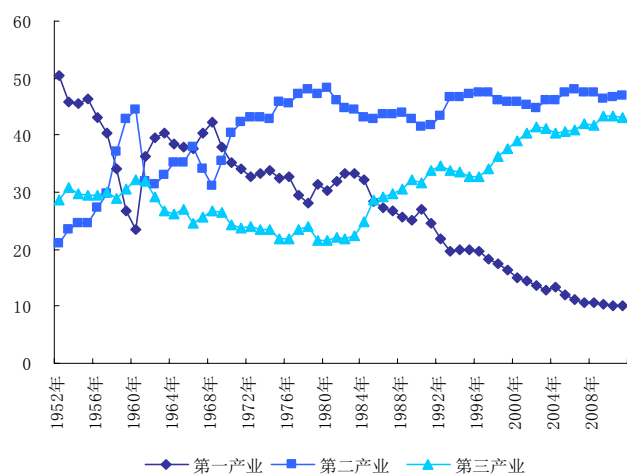
图 25：主要国家服务业占比



资料来源：申万研究

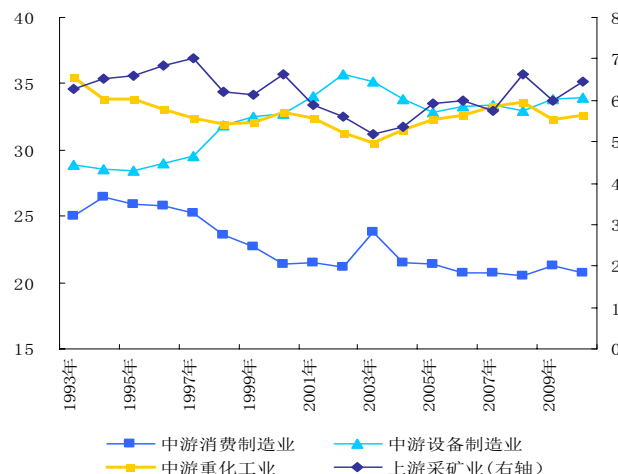
中国主导产业变迁与国际规律基本一致，已经经历了第一阶段：第一产业下降，第二产业上升，第三产业稳定；以及第二阶段：第一产业下降，第二产业和第三产业继续上升。

图 26：中国的三次产业变动



资料来源：CEIC，申万研究

图 27：中国工业结构变动



资料来源：CEIC，申万研究

目前，我们已进入第三阶段——第一产业继续下降，第二产业稳中有降，第三产业稳中有升。传统产业增速放慢，导致中国经济增速放慢，新产业正在逐渐兴起，为中国经济带来了未来的希望。在这种情况下，产业变迁以及产业内部的变迁相对于GDP总量可能更显重要。

1.4.2 制度重构下的产业结构展望

我们用五角星的个数来衡量制度、政策、要素、需求、购买力以及国际产业转移对不同行业的影响程度，并以此判断主要行业未来的发展前景，中国主要的行业大概可以分为以下3类：

1、好日子不再的行业：钢铁、化工等简单的重化工业。

表 13：产业影响因素矩阵

行业	制度	政策	要素	需求	购买力	国际产业转移
原材料工业	★★★	★★★★	★★	★★★★★	★★	★★
银行	★★★★★	★★★★	★★★	★★	★★	★
房地产	★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★★★	★★
环保	★★★★	★★★★	★★	★★	★★	★
医疗保健	★★★★★	★★★★	★★	★★★★★	★★★★★	★
TMT	★★	★★★★	★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
非银行金融	★★★★★	★★★★	★★	★★	★★	★★
装备	★★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★★

资料来源：申万研究

过去中国经济高速的发展，主要依靠的是投资，是一种粗放式的发展模式，带动了钢铁、化工等简单的重化工业发展，未来随着中国经济增速的下台阶，以及经济转型的推进，投资占比下降，消费占比提升，这些行业的增速将大幅下滑。

对比日本的情况，1970-1980年，经济进入次高增长阶段，钢铁等材料型制造业在经济中的占比也随之下滑。

表 14：日本产业结构变迁

时间	阶段	产业结构特点	产业结构阐述
1955-1970年	高速增长期	重化工占主导，尤其是材料型制造业发展迅速	重化工在1960年超过50%，超过轻工业占比。钢铁、石油化学等材料型制造业的发展迅速，促进了汽车、电机等加工组装型制造业发展
1970-1980年	次高速增长期	材料型制造业占比下降，电机、机械等加工组装型制造业占比上升	两次石油危机导致材料型制造业由于成本上升等原因而减缓了增长速度，占比下降，而电机、机械等加工组装型制造业则通过推广应用微电子技术，占比有所上升
1980-1990年	次高速增长期	材料型制造业占比下降，电机、机械等加工组装型制造业占比上升，服务业占比上升	日元升值促进产业结构调整，材料型制造业占比从1985年的8.1%下降到1990年的7.4%，加工组装型制造业则由于微电子技术的进一步普及向高附加值方向发展，比重由1985年的10%升至1990年的12.5%。服务业比重上升，从1980年的14%左右升至1990年的15%左右。
1990年以后	低速增长阶段	材料型制造业占比下降，电机、机械等加工组装型制造业占比下降，第三产业占比上升	制造业占比从1990年的26.8%下降至2000年的23.7%，80年代在整个产业中的比重明显增大的“加工组装型”制造业的比重也从1990年的12.5%下降到2000年的10.2%。材料型制造业继续下降，服务业占比明显上升

资料来源：申万研究整理

2、新兴行业：环保、医疗、非银金融、TMT、装备等行业。

伴随产业结构调整以及制度改革的推进，医疗、环保、非银金融、TMT、装备等将获得大发展。

中国目前医疗保健供需缺口巨大，老龄化问题将使得这一缺口进一步加大，允许社会资本投资经营医院，将使得被压抑的就医和保健需求得到释放和满足，带来医疗行业的大发展。

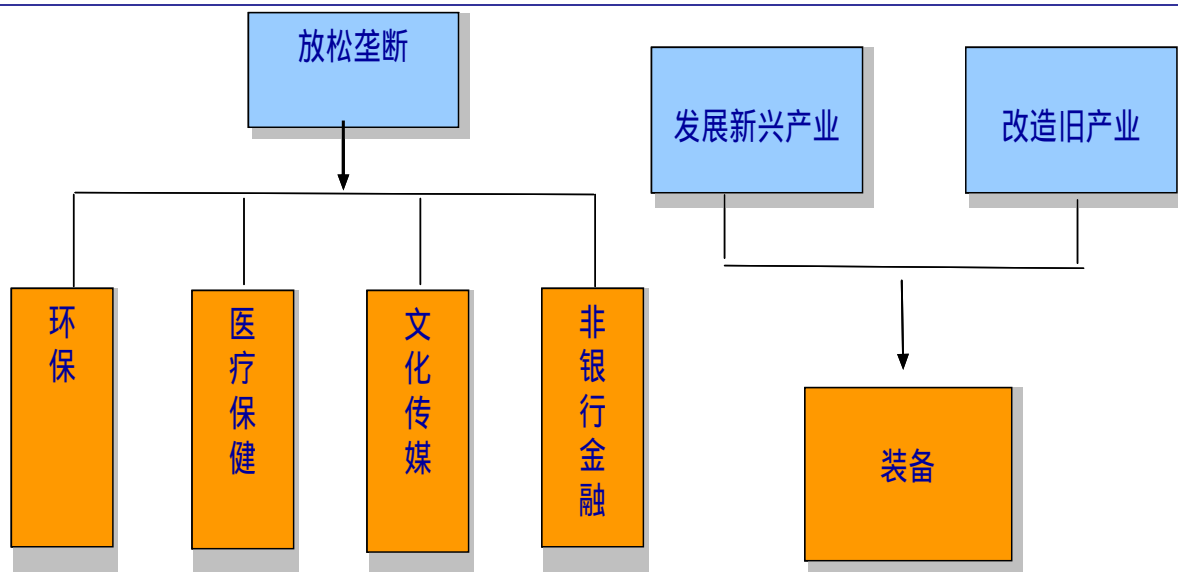
环保是新兴产业，节能环保是我国未来经济发展的主旋律。我国已经不能像过去一样，走先污染再治理的粗放式经济增长的道路。从十一五时期我国已经把节能减排作为约束性指标进行考核，未来我们将不断提高排污收费和环保收费的标准，环保行业吸引力和盈利能力有望明显提升。

非银金融主要受益于利率市场化和人民币国际化。从美国发展经验看，利率市场化改革后，保险公司、养老金、投资公司（类似于国内的私募）、共同基金等非银行金融机构管理的资产占比都得到了很大提升，这也是我国未来非银金融机构的发展路径。

看好 TMT 的原因主要有两个：一是居民消费升级的影响。我国恩格尔系数较高，主要的收入都用于保障生活的吃穿消费，随着人均 GDP 上升到一个新台阶后，必然会增大更高层次的享受型心理型需求；二是受益于国际产业转移和 IT 技术应用。尽管最近 10 年没有新技术发明，但 IT 技术的应用正不断改变着生产和生活，中国作为潜力巨大的市场和代工车间，相当多的企业将崛起。

装备行业主要受益于新兴产业发展和产业升级的推动。另外一个制度推动因素是税制改革。营改增之前，采用营业税税制的企业购买设备时，没有税收抵扣。但在营业税改变为增值税后，企业不仅购买设备时可以有税收抵扣，还可以从外部购买劳务进行税收抵扣，对企业来讲节约了其运营成本，会增大原有企业购买设备的动力。此外正在讨论中的允许企业对设备进行加速折旧，对装备发展也是一个重要利好。

图 28：新兴行业：环保、医疗、非银金融、文化传媒；装备



资料来源：申万研究

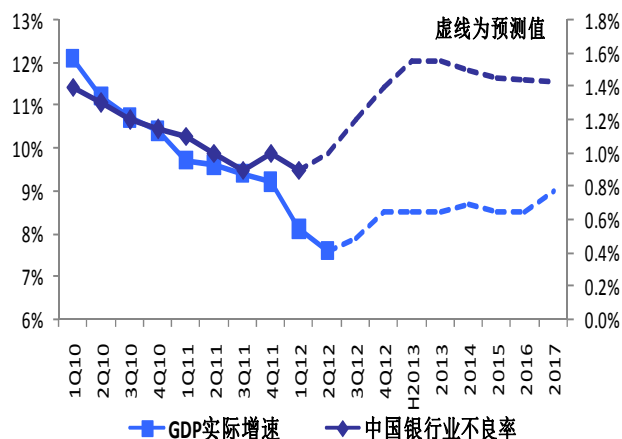
3、好日子不那么好，但仍可以的行业：银行、房地产等行业。

只要中国的城镇化进程没有结束，融资结构仍然是以银行间接融资为主，中国的银行和地产就仍然会保持超过一般水平的增长。但目前银行和地产确实面临盈利模式转变和增长下台阶的冲击，其影响需要观察和评估。

银行：目前的不确定性：一是利率市场化影响带来的利差收窄以及市场分流；二是经济调整带来的坏账风险的释放。

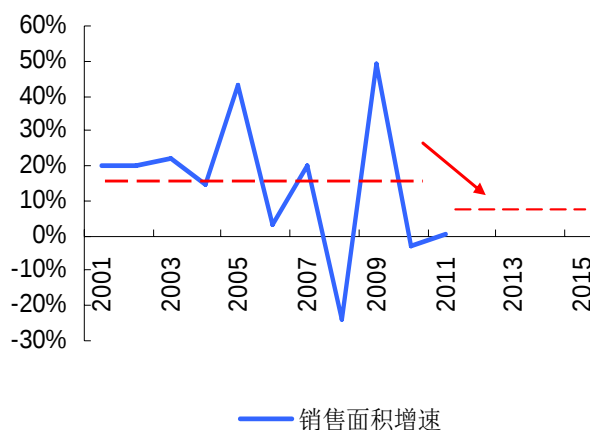
地产：从房地产购买来看，2003 年到 2008 年房地产的高速发展，购房主体主要是出口商、政府人员，2009 年之后，由于超宽松的信贷环境带来购房者主体下沉，普通居民开始大量参与购。未来由于经济增速趋缓，M2 增速相应下降，无论是作为自住还是作为投资，房地产购买增速都会放慢。从开发商的盈利模式看，过去主要是赚土地和房产涨价的钱，在国家严控房价的情况下，这样的盈利模式难以为继，房地产企业也面临着一个大洗牌，只有有品牌、有竞争力的企业才能够胜出。

图 29：中国银行业不良率预测



资料来源：CEIC，申万研究

图 30：中国房地产销售面积增速预测



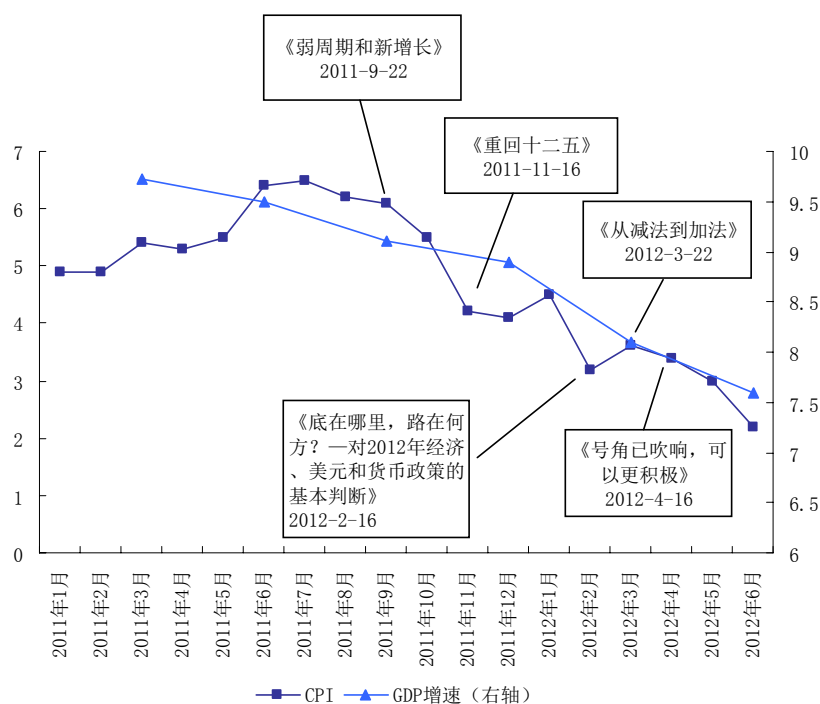
资料来源：CEIC，申万研究

2. 弱周期，一半是海水，一半是火焰

2.1 中国已进入弱周期阶段

去年9月份，我们提出中国经济将进入弱周期阶段：经济下台阶，波动更小。目前的走势和我们的预期基本一致。

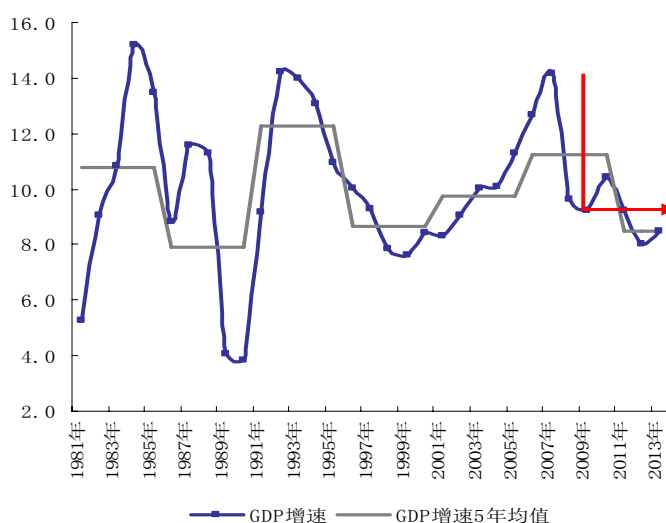
图 31：申万宏观对宏观经济和政策的基本看法



资料来源：申万研究

目前, 我们想强调的是, 中国经济下台阶已经成为过去时, 未来出现大起大落的概率并不大, 如果说 2007 年至今中国经济走势呈现“L”型, 那么下滑最快的“一竖”已经完成, 而目前正处于逐渐走平的“一横”。之所以说中国经济不太可能大起大落, 是因为一方面, 中国政府重启新一轮大规模经济刺激计划的可能性较小, 因为 2008 年四万亿元经济刺激计划带来的后遗症令政府不愿意重蹈覆辙, 而且目前经济状况也没有恶化到 2008 年底的程度, 外围经济企稳尚需时日, 从而判断经济难以“大起”; 另一方面, 中国经济仍是发展中国家, 国内城镇化、中西部等还有较大增长空间, 从而推断经济不会“大落”。未来中国经济格局很有可能和 1998-2002 年情景类似, 在底部徘徊等待新增长动力的出现。

图 32: 中国经济“L 型”走势中, 一竖已经完成, 开始走一横



资料来源: CEIC, 申万研究

表 15: 2012-2013 年主要经济指标预测

经济指标	2011A	2012F	2013F	2014F
实际 GDP 增速 (%)	9.2	7.9	8	8.2
工业增加值增速 (%)	13.9	10.7	10.8	11.1
固定资产投资增速 (%)	23.8	20.5	20.8	21.1
社会消费品零售总额增速 (%)	17.1	14.5	15	16
进出口总额增速 (%)	22.5	8.5	10.4	11.6
出口 (%)	20.3	9.5	10	11.8
进口 (%)	24.9	7.4	10.9	11.4
CPI	5.4	3	2.7	3
ppi	6	-1	0.5	1
人民币贷款余额增速 (%)	15.9	14.6	15	0
M2 增速 (%)	13.6	13.7	15	15
人民币/美元 (年末)	6.3	6.2	6.2	6.2

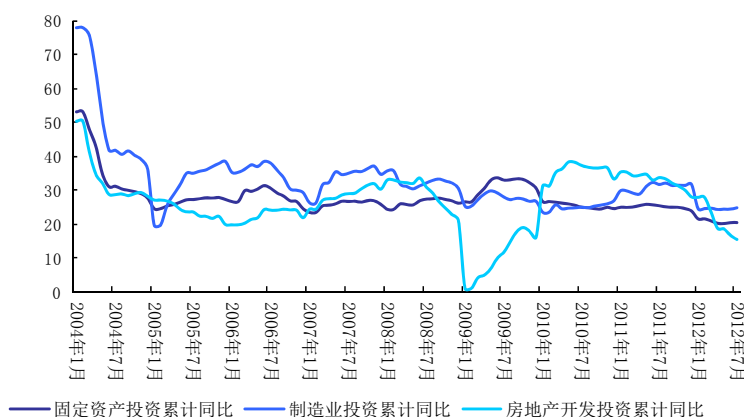
资料来源：申万研究

2.1.1 内生增长动力仍然向下

首先，就经济本身的增长动力看，在世界经济低迷、房地产投资下滑、去库存仍未结束、企业效益恶化的情况下，经济仍有下滑的惯性。

1、房地产投资仍在探底。下半年，政府对于房地产市场的限购等一系列调控政策措施难以出现根本性松动，将继续抑制投机投资性需求。从 7 月下旬开始对 16 个省（市）展开专项督查来看，国务院落实调控措施的决心非常坚决。受前期销售回落的滞后影响，房地产投资增速仍在探底过程中。

图 33：房地产开发投资继续下行，而制造业等投资带动固定资产投资企稳

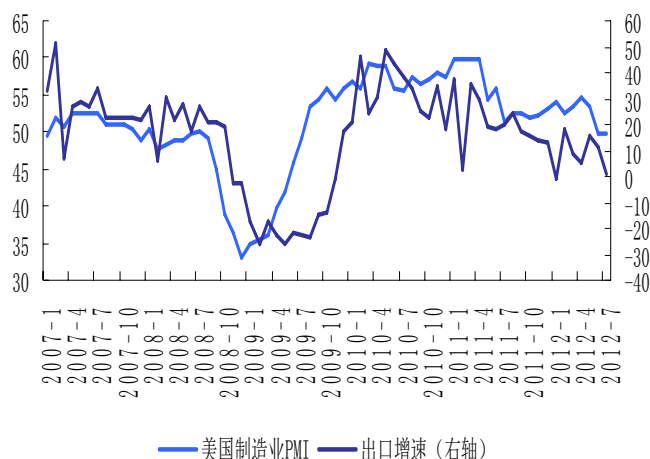


资料来源：CEIC，申万研究

2、出口受外需疲弱影响，仍有下行压力。今年我们对于全球经济的判断是：全球经济整体回落，相对看好日本和美国，但仍有波折；看空欧洲和新兴市场。从领先指标来看，7 月全球 PMI 包括产出、新订单、就业等均陷入加速收缩的状况，连美国制造业 PMI 也连续两月低于 50，领先工业生产 3 个月的 6 月 OECD 领先指标也呈加速下滑的趋势，我们预计欧洲经济三季度加速萎缩、四季度萎缩程度有所减弱，而新兴市场经济持续疲软，导致中国的出口形势不容乐观。基于我们的出口预测模型，中国出口进入一个弱周期、低增长的阶段。

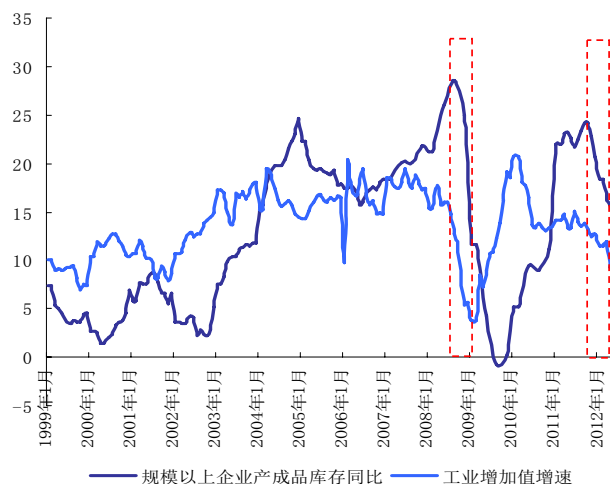
3、企业面临的调结构、去库存乃至去产能的压力较大。目前，规模以上企业产成品库存仍处于高位，除了房地产不得不加快周转去库存以回笼资金，避免调控措施所带来的资金链断裂，化工、煤炭、钢铁、纺织等传统行业的去库存压力一直较大。而且，即使去库存化结束后，一些工业企业还将面临去产能化的考验。当前工业企业面临的压力远大于整体经济。

图 34：作为领先指标的美国制造业 PMI 连续两月低于 50，对中国出口增速造成下行压力



资料来源：CEIC，申万研究

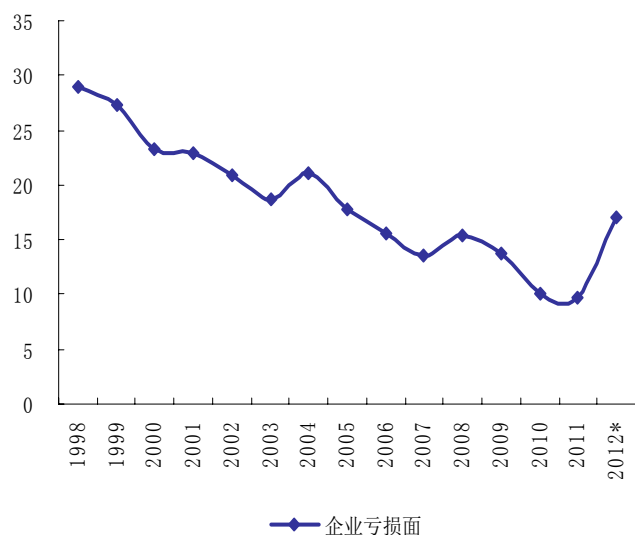
图 35：被动去库存，加大经济下行压力



资料来源：CEIC，申万研究

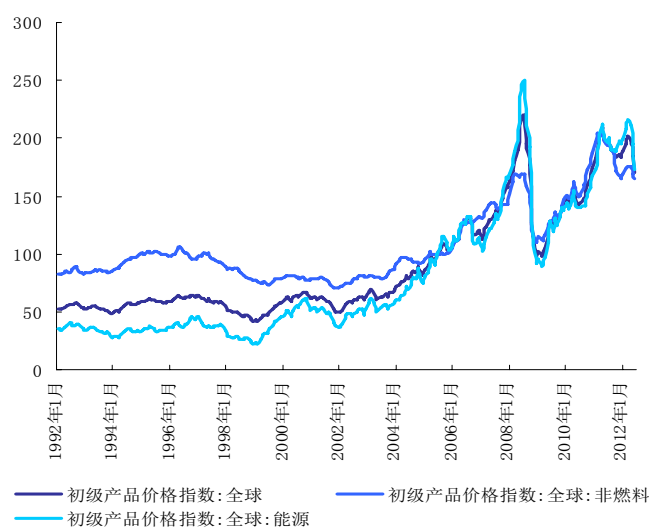
4、成本高企，企业效益恶化。尽管目前的增长速度要高于 2008 年底和 2009 年初，但成本要远高于当时，这导致企业效益在某种程度上比 2008 年和 2009 年还差。以企业亏损面为例，上半年企业亏损程度比 2008 年还要严重。今年前五个月，规模以上工业企业亏损面为 17%，高于 2008 年和 2009 年的 15.3% 和 13.8%。这和好多企业反映的日子比 2008 年还难过基本一致。在这种情况下，企业缺乏投资积极性，制约了经济的恢复。

图 36：企业亏损面有所扩大



资料来源：CEIC，申万研究

图 37：全球初级产品等原材料价格仍处于高位



资料来源：CEIC，申万研究

5、伴随着经济的持续调整，金融风险 and 失业压力开始显现。尽管缺乏关于金融风险和失业压力的准确量度指标，仅仅就媒体报道看，5 月份之前关于

银行坏账、裁员报道相对较少，而 5 月份之后明显增多，说明经济的调整已经开始引爆这些问题。

从就业情况看，尽管二季度官方公布的城镇登记失业率已连续八个季度持平于 4.1%，但汇丰及官方 PMI 指标都显示二季度开始就业市场压力有所加大，经济放缓、内外需求均不足导致企业利润下滑，亏损扩大，不得不加大裁员以应对危机，这在房地产业和出口行业尤其严重。

表 16：金融体系风险开始显现

时间	领域	报道	资料来源
2012. 07. 17	高利贷	准金融机构涉足高利贷 监管层警示风险传染	第一财经日报
2012. 07. 17	高利贷	高利贷拖垮山西民营煤企：十个老板九个贷	第一财经日报
2012. 07. 17	信托	江西新余有意用财政资金为私企赛维巨额债务兜底	第一财经日报
2012. 07. 17	信托	煤矿信托下半年集中到期 400 亿资金裸露风险中	上海证券报
2012. 07. 16	高利贷	深圳高利贷利率高过温州 中小企业融资年利高于 15.6%	深圳商报
2012. 07. 11	银行坏账	建行受累浙民企中江集团破产 爆 30 亿坏账	南方网
2012. 07. 10	高利贷	房企资金链断裂 二三线城市频现烂尾之城	财经国家周刊
2012. 07. 03	信托	中诚矿产信托事件折射银信利益冲突	证券日报
2012. 06. 20	信托	吉林信托陷 1.5 亿诈骗案旋涡	和讯综合
2012. 06. 11	高利贷	山东邹平高利贷致 30 人死亡 规模或达千亿	济南时报
2012. 05. 19	高利贷	鄂尔多斯高利贷崩盘大批淘金者“泣血”撤退	万得资讯
2012. 04. 19	高利贷	千亿地产私募起底：“大部分是变相高利贷”	证券红周刊
2012. 03. 12	高利贷	江苏常熟女老板欠债 6 亿跑路 官方成立调查组	西部网

资料来源：申万研究整理

表 17：失业压力明显加大

时间	报道	详情	资料来源
2012. 07. 17	山东下半年经济压力加大 失业人数或增加	上半年山东省城镇新增就业和新增农村劳动力转移就业形势整体平稳，但增幅明显放缓。据分析，如下半年经济下行压力不断加大，短期内失业人数增加的风险可能上升。	大众日报
2012. 07. 12	比亚迪遭遇夏日寒流：降薪水放长假 实为变相裁员	比亚迪紧接着开始放起了高温假期，时间从 7 月 9 日至 7 月 22 日。“整个（比亚迪）汽车产业群都放。”对此，比亚迪内部人士予以确认。	上海证券报
2012. 05. 18	光伏行业裁员风暴波及高管	继赛维 LDK 在 4 月宣布大量裁减一线工人引发裁员风波后，这一股光伏裁员潮近期已蔓延至中高层管理人员	金陵晚报
2012. 04. 16	8 万失业青年面前的“三重门”	2011 年底，上海城镇登记失业人员中，35 岁以下青年人约 80000 人，约占登记失业总数的 30%。失业青年群体的主要特点是高学历化、失业周期加长，登记失业青年中约有 20000	东方早报

人失业 1 年以上。

李宁公司对外宣 对于此次裁员，李宁公司在发给网易财经的书面声明中表
布，将展开裁员行 示，此次是李宁公司“主动”的进行组织结构优化和人员调
2012. 02. 07 动 整，此次调整包括精简人员、整合资源以及激励优秀员工 网易财经

资料来源：申万研究整理

2.1.2 政策：刀尖上的平衡

目前的迹象表明，经济惯性下滑，不稳增长肯定不行，但政府不愿意再走老路，要做的是保增长和调结构以促改革之间的刀尖上的平衡，这也决定了经济的弱平衡。针对以上复杂的经济局面，以及动荡的国际政治经济环境，下半年政府整体将加大政策力度，而具体的力度和节奏将根据经济形势相机抉择，政策力度进而决定经济的强弱程度。

7 月 31 日的中共中央政治局会议上，胡锦涛表示在要高度重视经济运行中的突出矛盾和问题，坚持把稳增长放在更重要的位置，这显示当前政府对经济下滑已经高度关注，并希望做好充分准备。

在当前经济低迷、失业压力显现、金融风险抬头的情况下，下半年政策的力度有望进一步加大，稳中求进，政策重点仍是稳增长，而重中之重是稳投资，“进”则表现在扩大内需、发展实体经济这一战略上，通胀的回落为政策加码奠定了基础。其中，财政政策的重点在于结构性减税，而货币政策的重点是提高货币政策服务实体经济的力度和效果，优化信贷结构，具体来看，在外汇占款新增量以及央票到期量维持低位的情况下，为缓解银行资金紧张，预计年内将至少有 1 次降息和 2 次降准。

表 18：下半年将加大政策力度，并根据经济状况相机抉择

时间	事件	对经济的判断	措施
2012. 07. 31	中共中央政治局会议	经济社会发展总的形势是好的，经济增速保持在预期范围之内，农业形势进一步向好，物价涨幅回落。但是，国际政治经济环境复杂多变、仍然严峻，影响我国经济平稳运行的不利因素仍然较多，经济发展面临诸多困难和挑战。	按稳中求进的工作总基调，把稳增长放在更重要的位置，以扩大内需为战略基点，加强和改善宏观调控，加大预调微调力度。（1）积极的财政政策：加大结构性减税力度，扩大营业税改征增值税试点范围，落实支持小微企业发展措施。（2）货币政策：综合运用多种货币政策工具，引导信贷平稳适度增长，优化信贷结构。（3）扩内需：扩大消费需求是调结构的重要着力点，扩大有效投资。（4）关注三农、资源价格、行政管理、医药卫生、财政金融等重要领域改革，出口市场多元化战略。（5）坚定不移地贯彻房地产调控政策，坚决抑制投机投资性需求，切实防止房价反弹。增加普通商品房特别是中小套型住房供应，抓好保障性安居工程建设。

2012. 07. 09-10	国务院座谈会	作为一个发展中大国,需要保持一定的经济增长速度,经济社会发展、民生改善才有相应的基础。 稳增长的政策措施包括促进消费、出口多元化等,但当前重要的是促进投资的合理增长	实施积极的财政政策,完善结构性减税,扩大营业税改增值税试点范围,减少流通环节税收和费用,减轻小微企业税负。要加快推进重点领域和关键环节的改革,为经济社会发展注入新的动力。鼓励和引导民间投资健康发展的“新 36 条”相关实施细则已全部出台,要抓好落实,尤其要在铁路、市政、能源、电信、卫生、教育等领域抓紧做几件看得见、鼓舞人心的实事,以提振投资者信心。
2012. 07. 08	温家宝辽宁、江苏、浙江、安徽、广东五省经济形势座谈会	当前我国经济运行总体上是平稳的,但下行压力仍然较大 稳定投资是扩内需、稳增长的关键	要进一步加大预调微调力度,坚持实施积极的财政政策,特别要注重完善结构性减税政策,继续实施稳健的货币政策,有效解决信贷资金供求结构性矛盾,着力提高政策的针对性、前瞻性和有效性。
2012. 05. 20	温家宝主持召开河北、辽宁、江苏、湖北、广东、陕西六省经济形势座谈会	当前我国经济运行总体平稳,经济增长仍在预期目标区间,但经济社会发展面临的国内外环境更加错综复杂 把稳增长放在更加重要的位置	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策,把稳增长放在更加重要的位置。要根据经济运行中出现的新情况、新问题,有针对性地加强和改善宏观调控,及时适度预调微调,扩大内需,稳定外需,促进经济平稳较快发展。
2012. 05. 23	国务院常务会议	当前我国经济运行总体平稳,经济增速保持在年初预期目标区间内,但国内外环境更加错综复杂,出现一些新的变化。世界经济复苏的曲折性、艰巨性进一步凸显。国内经济运行中仍然存在一些突出矛盾和问题,特别是经济下行压力加大	要根据形势变化加大预调微调力度,提高政策的针对性、灵活性和前瞻性,积极采取扩大需求的政策措施,为保持经济平稳较快发展创造良好政策环境。 要继续落实好结构性减税政策,减轻企业税负。要坚持稳健货币政策的基本取向,保持合理的社会融资规模,进一步优化信贷结构,更加注重满足实体经济的需求。着力扩大内需,完善促进消费的政策措施
2012. 04. 13	国务院常务会议	当前我国经济运行总体平稳。我国经济的基本面是好的,经济增速处于合理区间;经济发展具备很大潜力,宏观调控政策具有较大回旋余地	加强总需求管理,及时预调微调,进一步提高政策的针对性、灵活性和前瞻性。着力扩大内需
2012. 03. 16	国务院常务会议	国民经济继续朝着宏观调控预期方向发展,国内需求平稳增长,工业生产总体稳定,市场信心基本稳定并有所提升,物价涨幅持续回落并有望进一步趋稳,今年经济工作开局良好	要切实搞好宏观调控,保持经济平稳较快发展

资料来源：中国政府网、申万研究

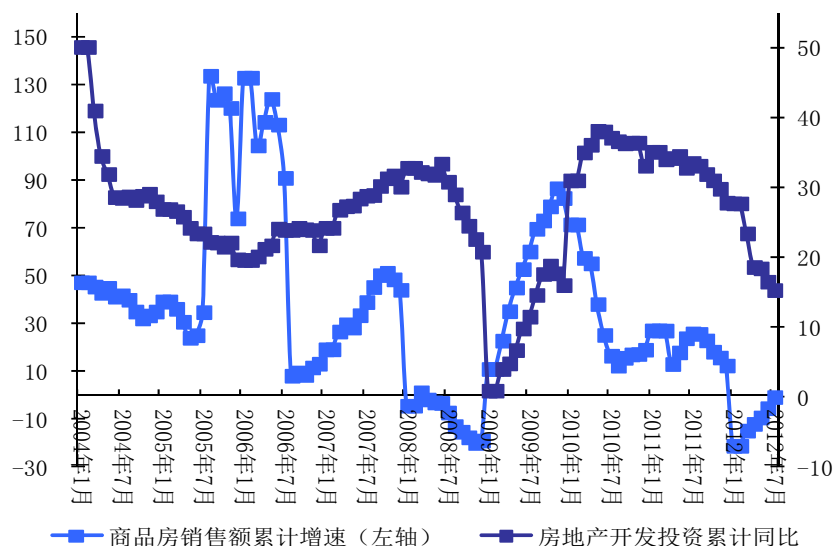
2.1.3 尽管有不确定性，但我们对下半年经济不悲观

尽管中国经济仍面临内生增长动力向下的不利形势和严峻的国内外环境，展望下半年，基于一系列先行指标下滑减速、基建投资和中长期贷款反弹等积极信号，而且预期政府政策将加码并发挥效应，我们对下半年中国经济保持谨

慎但并不悲观的判断。中国经济再下台阶的概率不大，大概率是维持在目前7上8下的水平。

首先，根据房地产销售增速领先于房地产投资增速5-7个月的规律，今年3月以来商品房销售额累计增速一直呈反弹趋势，那么房地产投资有望于今年第3、4季度之间企稳。

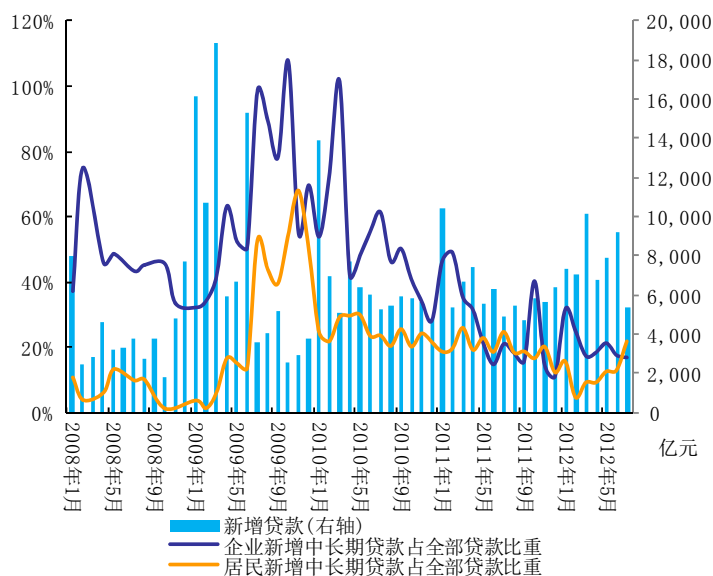
图 38：房地产销售领先房地产投资 6-7 个月



资料来源：Wind，申万研究

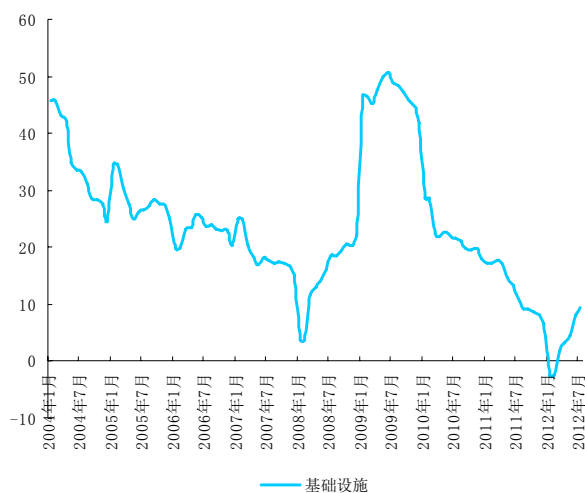
其次，政策效应正逐渐显现。在《号角已吹响 可以更积极》的报告中，我们给出了判断政策效果的三个指标：基础设施投资增速、财政资金增速以及中长期贷款占比。从目前的情况看，基础设施投资增速自3月份以来呈现逐月提高的走势，虽然离2009年的高增速相差甚远，但随着“十二五”规划中的项目和一些新批的项目逐步开展，今年基建投资增速将明显高于去年。从财政资金的拨付进度看，尽管财政收入增速下降，但由于国家加大了资金的拨付力度，固定资产投资资金来源中的预算内资金增速持续高于其他资金增速，财政支出力度明显加大。现在三个信号中不明显的信号是中长期贷款，企业新增中长期贷款占比仍处于低位，这反映出企业投资积极性仍然不高，我们认为伴随着政策效应的逐渐释放，这一指标会逐渐好转。

图 39：居民中长期贷款占比今年以来一直反弹，而企业中长期贷款占比也有底部企稳迹象



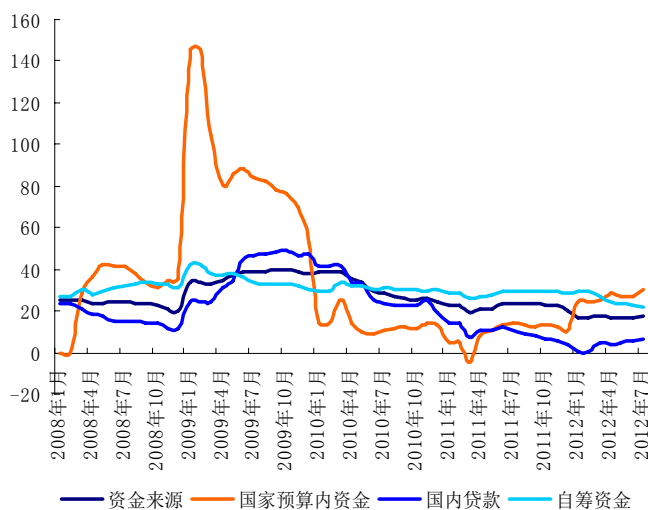
资料来源：CEIC，申万研究

图 40：基础设施投资累计增速今年以来持续改善



资料来源：CEIC，申万研究

图 41：固定资产投资资金来源中，预算内资金反弹

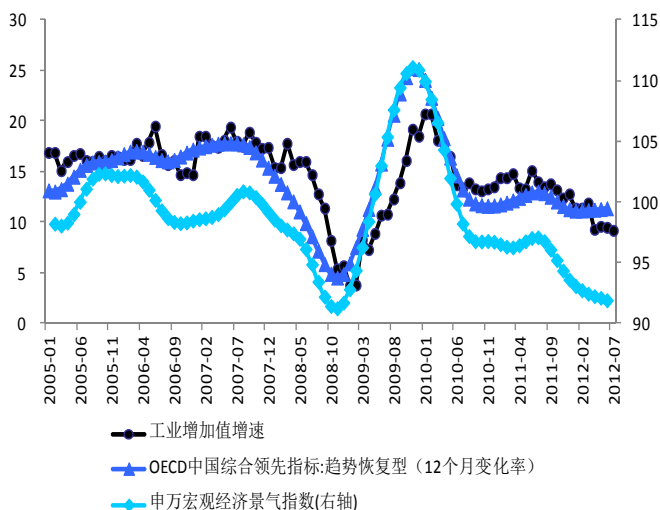


资料来源：CEIC，申万研究

最后，从领先指数来看，中国经济最快将在3季度企稳。自上而下的申万宏观经济景气指数6月已跌至2008年低位，降势趋缓，跌幅有限，主要受到基础投资、下游需求、上游资源品等指标下行所拖累，但表征上游资源品景气的铜产量、表征进出口景气的来自亚洲的进口、表征经济活跃度的货运量和表征下游消费的房地产销售面积同比增速显示企稳迹象。由于景气先行指数领先工业增加值增速3个月左右，那么2012年9、10月宏观景气有望触底。

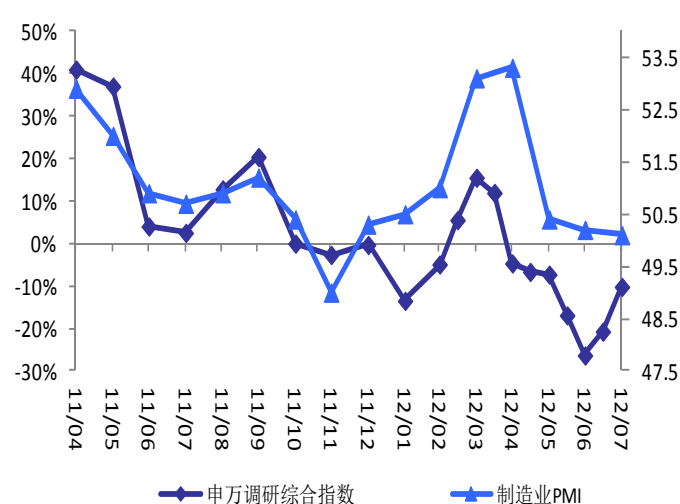
另一方面，制造业 PMI 在 50 上方跌幅减小，说明制造业扩张速度放缓、趋于稳定；而“申万 PMI”——申万综合调研指数 7 月止跌，上、下半月连续反弹，不过依然处在负数区间，表明终端需求的环比降幅收窄。库存指数连续下滑，需求的回暖，有助于经销商降低库存，但也并没有为旺季备货，表明经销商对未来仍然保持谨慎。从这些领先指标来看，中国经济处于减速下滑的弱周期，下跌空间有限，下半年经济企稳将是大概率事件。

图 42：6 月，申万宏观经济景气指数下滑减速，OECD 领先指数企稳，预示着工业增加值有望企稳



资料来源：CEIC，申万研究

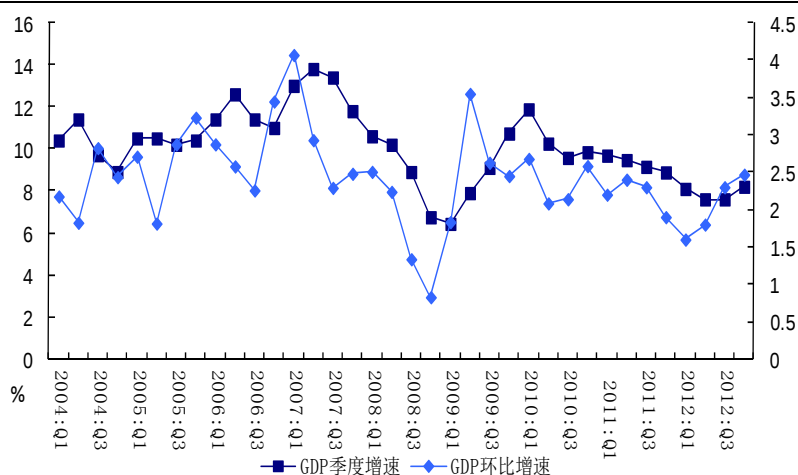
图 43：7 月，制造业 PMI 下滑减速，申万调研综合指数反弹，显示终端需求的环比降幅收窄



资料来源：CEIC，申万研究

因此，尽管有很大的不确定性，我们对今年下半年的中国经济并不悲观，认为经济维持在目前的水平是大概率事件。我们预计，中国经济第三、四季度 GDP 增速分别为 7.6%、8.2%，全年增长 7.9%。

图 44：我们预计，中国经济第三季度 GDP 同比持平，而四季度回升



资料来源：CEIC，申万研究

2.2 物价：冰火两重天

增速下台阶，产业大洗牌，价格作为这种大变化的映射，将呈现冰火两重天的格局——一方面，农产品、资源品和服务业推动价格上涨；另一方面，受产能过剩的影响，一般制造业价格面临下跌压力。

2.2.1 火：农产品、资源品和服务业

首先我们要关注农产品价格，从保障农民收入的角度来看，农产品价格上涨趋势难以逆转，加上美国这个粮食产量最大的国家遭受半个多世纪以来最严重的旱灾，导致农产品供应减少，全球粮价大都出现飙升。

图 45：农产品价格上涨有利于提高农村居民收入

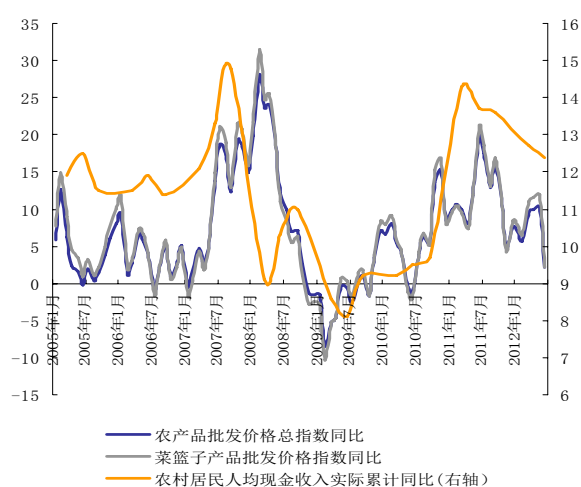


图 46：近期农产品价格上涨，给物价带来上行压力



资料来源：Wind，申万研究

资料来源：Wind，申万研究

其次，全球能源价格将呈高位震荡的走势。尽管全球经济疲软导致需求不足、而供给相对过剩可能导致大宗商品将有所回调，但全球流动性泛滥，将导致全球能源价格持续维持高位。

图 47：全球能源价格高位震荡

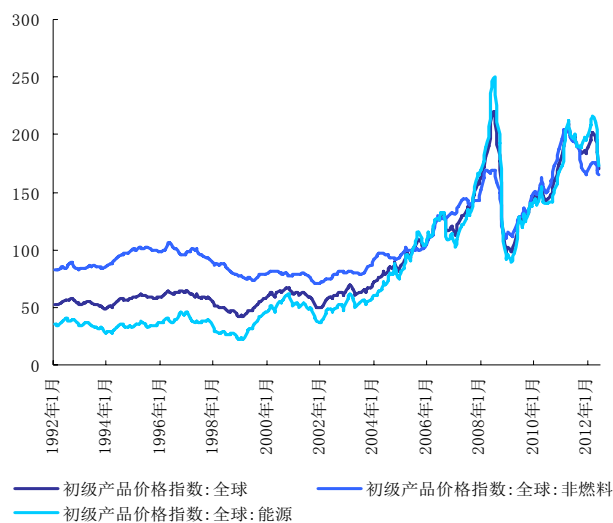
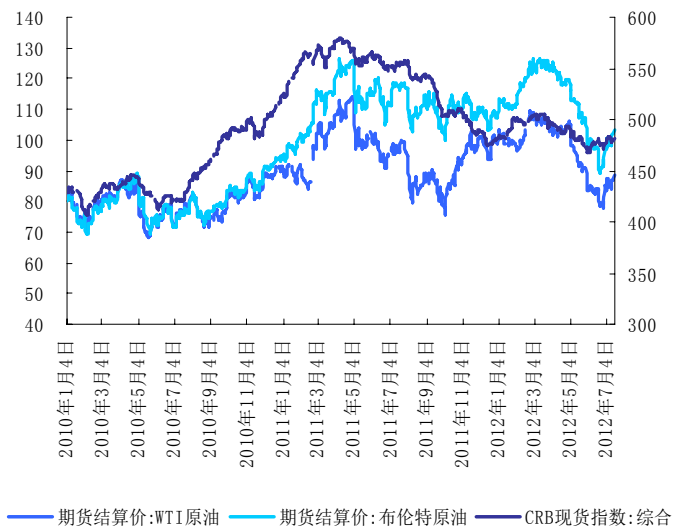


图 48：大宗商品和油价高位震荡



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

势在必行的生产要素价格改革，将推高要素和服务业的价格。今年 6 月以来，阶梯电价机制改革和阶梯水价制度改革已经推出，对 7 月份 CPI 中的水电燃料价格有立竿见影的影响，随着煤炭、原油等其他要素价格的改革，也必将推高要素价格，加之国内人口红利接近尾声，劳动力成本上涨也不可避免，这将进一步推高服务业价格。

表 19：2012 年将重点推进要素价格改革

时间	关键词	内容
6 月 21 日	阶梯水价制度改革	国家发改委、水利部、住建部印发《水利发展规划（2011—2015 年）》。规划还提到，要加快完善水价形成机制，充分发挥水价的调节作用，稳步推行阶梯水价制度，对高耗水的特种行业用水实行高水价，鼓励中水回用。探索实行农民定额内用水享受优惠水价、节约转让、超定额用水累进加价的办法。
7 月 1 日	阶梯电价机制改革	从 7 月 1 日起，全国除西藏和新疆以外的 29 个省（区、市）将实行居民阶梯电价，经历 5 月、6 月的听证阶段，目前各地陆续公布了最终的实施方案。首档电量覆盖面达到 89%。听证阶段关于“首档电量过低”、“家庭人口数量影响”以及“季节不同用电量浮动”等争议问题，在各省的最终方案中都得以解决，而阶梯电价的实施也将为我国其他资源品价格改革提供宝贵经验。
7 月 2 日	天然气	7 月 2 日，我国首次开展天然气市场化调峰，天然气交易在上海石油交易所正式上市，首日成交 3960 吨。按照国家能源局的要求，此次将安排 1 亿立方米非政府定价天然气作为调峰气量，在上海石油交易所天然气现货交易平台交易，交易将持续到今年 9 月 15 日，以及时解决夏季天然气尖峰需求。
7 月 18 日	PM2.5	环境监测总站目前正抓紧完成与去年底出台的《环境空气质量标准》相关的技术规范、标准等技术文件的起草和上报工作。同时，环境监测总站正在牵头制定的《PM2.5 监测设备选购及使用指导意见》也将陆续发布实施。根据环保部部署，今年将在京津冀、长三角、珠三角等重点区域以及直辖市和省会城市开展细颗粒物（PM2.5）等项目监测，2015 年覆盖所有地级以上城市。

资料来源：Wind，申万研究

2.2.2 冰：一般制造业

在需求疲弱的情况下，一般制造业将面临产能过剩之苦价格低迷，陷入通货紧缩。根据我们的搜集整理，国内多晶硅、水泥、钢铁、玻璃、铁合金、焦炭、煤化工等行业均面临严重的产能过剩压力。由于中国仍缺乏有效的市场退出机制，去产能的时间或者说价格低迷的时间很有可能超过大家预期。

表 20：中国主要的产能过剩行业

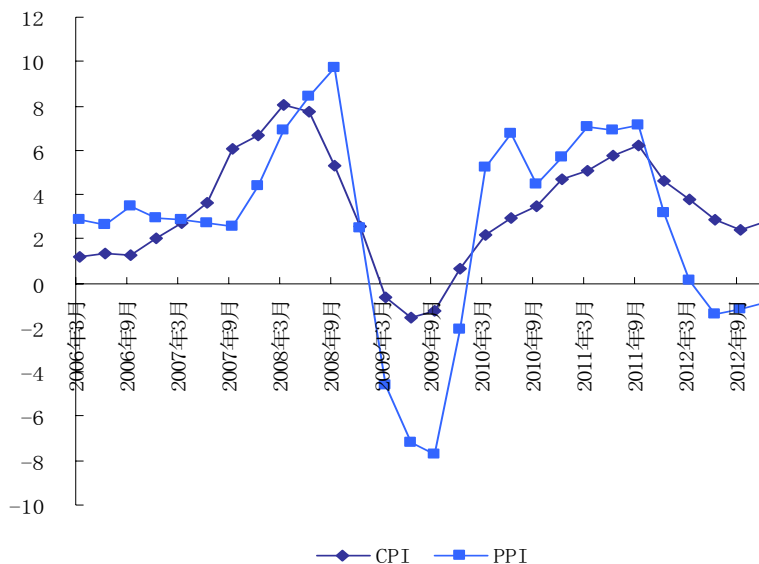
时间	行业	报道	详情	来源
2012. 06. 04	多晶硅	多晶硅产能过剩价格暴跌：内需市场亟待撬动	截至 2011 年，我国多晶硅产量已占到全世界的近一半；同时，领先生产企业在能耗、物耗、环境治理等方面几乎可与美国、德国、日本等国企业处在同一条水准线上。多晶硅过度依赖出口	中国质量报
2012. 03. 30	水泥	水泥产能过剩严重 发改委官员称将加强调控	到 2013 年，我国新型干法水泥将达到 31.33 亿吨，而需求量预计为 24 亿吨，富余程度超过 30%，即使落后产能全部退出，我国水泥产能仍严重过剩	中国建材网
2012. 01. 20	钢铁	中国产能过剩严重	据此测算，2012 年我国出钢产量将在 8.4 亿吨左右。如果按照出钢产量在 7.17 亿吨计算的话，2012 年我国出钢产量利用率约为 86.38%，比 2011 年提高了 1.15 个百分点。如果按照出钢表观消费量在 6.88 亿吨左右计算，那么产能过剩约为 22%。可以看到这么大的一个产业链，存在着五分之一的产能是过剩的	国际财经时报
2011. 10. 09	玻璃	尚普咨询：平板玻璃面临产能过剩重组在即	2011 年上半年平板玻璃行业新建 13 条线，扩大产能 5400 万重量箱。目前，还有 30 多条在建和拟建项目。导致 2011 年 1~5 月，我国平板玻璃行业利润总额仅为 14 亿元，同比下降 55.9%。	中国经济网
2011. 09. 14	炼铁、水泥、铁合金、焦炭	《2011 年中国工业经济运行夏季报告》	工信部本次公布了四大行业的“十二五”落后产能的淘汰目标，即“十二五”时期仍需淘汰 7000 万吨炼铁、2.5 亿吨以上水泥、600 万吨铁合金、4000 万吨焦炭的落后生产能力	工信部网站
2011. 03. 23	煤化工	国家发展改革委关于规范煤化工产业有序发展的通知	据不完全统计，目前全国在建和已批待建煤化工项目新增用煤已超过亿吨，各地规划拟建项目新增用煤总量还有几亿吨。尤其值得关注的是，一些煤炭净调入地区在现有火电厂供煤已十分紧张的情况下，还在积极发展煤化工产业	中国发改委

资料来源：申万研究整理

2.2.3 一边是火——CPI, 一边是冰——PPI

整体上, 我们结合基数因素以及对经济增速的判断, 预计 CPI 继 7 月触底后, 受农产品价格上涨和要素价格改革的支撑, 8 月份开始小幅上行, 但提升的幅度有限, 3-4 季度 CPI 均值预计将维持在 3% 以下, 全年 CPI 维持在 3%。受工业品价格下跌和需求疲软的影响, 全年 PPI 预计为 -1%, 呈现通缩特征。

图 49: 中国通胀与通缩压力并存



资料来源: CEIC, 申万研究

附：代表性报告及发表日期

标题	时间	主要观点
弱周期 & 新增长—— 2011 年秋季宏观报告	2011 年 9 月 22 日	中国经济将呈现弱周期特征，在需求缓慢减速的背景下，政策将于相当长时间处于稳定期。如果出现需求大幅度回落，政策可能会松动，以定向放松为主。时间点或在明年 1、2 季度之间。
重回“十二五”——2012 年中国经济报告	2011 年 11 月 16 日	政策从控通胀转向稳增长。财政政策在稳增长方面将发挥更大的作用。更有可能通过十二五项目的大规模推开来对冲经济的惯性下滑。
底在哪里，路在何方？——对 2012 年经济、美元和货币政策的基本判断	2012 年 2 月 16 日	尽管中国和全球的部分经济数据好于预期，但并没有改变经济仍在调整、尚未能真正走出来的事实。美元短期调整，但中期向上趋势未变。尽管准备金率并没有如期下调，但考虑到外汇占款总体上下降、以及央票和回购到期量大幅度下降，准备金率仍有下调的必要和空间。
从减法到加法—— 2012 年春季宏观报告	2012 年 3 月 22 日	分析今年的宏观形势需要新思维。就今年而言，我们依然认为通胀不是问题，核心矛盾在增长。落实新非公 36 条、出台战略性新兴产业及具体行业十二五规划、推动中西部发展、加快要素价格改革是今年的重点。
号角已吹响 可以更 积极——对当前宏观 形势的基本看法	2012 年 4 月 16 日	投资依然是稳增长的主要领域，水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房、中西部八大领域最受益，房地产政策更多体现在“完善”。未来 3-6 个月经济下滑最大，政策力度也会加大。

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟, 谢伟玉: 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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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 信息披露栏目查询从业人员资质情况、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。

本报告是基于已公开信息撰写, 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。

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。

本报告首页列示的联系人, 除非另有说明, 仅作为本公司就本报告与客户的联络人, 承担联络工作, 不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险, 投资需谨慎。

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, 属于非公开资料。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。