

专题报告

2012 年 12 月 7 日

放眼世界 布局改革

——2013 年宏观经济报告

相关研究

《等待制度红利——2012 年下半年宏观经济报告》
2012 年 8 月 23 日

《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 & 新增长——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

mengxi@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@swsresearch.com

钟嘉妮 A0230112070027

zhongjin@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

主要结论：

- **放眼世界：**世界经济继续在危机的泥潭中挣扎，低速增长仍是主要表现，加大创新、开拓新市场、货币宽松、加大基础设施投资、局部冲突将是主要特征。
- **布局改革：**形势倒逼更有力度的改革，市场潜力释放需要更有力度改革。作为公共管理者的政府，将谋划未来的改革；作为实业和证券的投资者，应把握未来可能的大变革带来的投资机会。我们认为，改革释放的需求和增长潜力，将是推动中国经济走出底部的希望
- **从市场、改革预期和改革推进的进程出发，三大主线尤其值得看好：**
 - 1、基础设施投资；
 - 2、医疗环保 TMT 非银金融等服务业发展；
 - 3、改造传统产业以及技术革新带来的装备需求增加。
- **展望 2013：**中国经济仍面临风险，但风险总体可控。
 - 经济：GDP 继续在 L 型底部波动，全年增长 7.8%。
 - 物价：总体维持低位，预计 CPI 和 PPI 分别上涨 2.7% 和 0.5%。
 - 政策：应对风险也好，为改革保驾护航也好，政策将维持中性偏宽松格局。
 - 风险：上半年风险在增长，4 月决断。下半年风险在通货膨胀，10 月决断。

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. 放眼世界	6
1.1 加大创新	6
1.2 开拓新市场	10
1.3 货币宽松	12
1.4 加大基础设施	14
1.5 局部冲突	15
2. 布局改革	15
2.1 中国增长潜力仍大	15
2.2 城镇化过程中存在的问题	17
2.3 布局改革 释放动力	22
2.4 改革将逐步推进布局改革 释放动力	26
2.5 最看好的三条产业链	28
3. 展望 2013	29
3.1 2013 年中国经济的三种情形	30
3.2 世界经济更坏的可能性不大	31
3.2.1 欧洲正步入U型复苏	32
3.2.2 财政悬崖不会成为悬崖	33
3.3 中国经济的积极变化	34
3.3.1 投资接力的可能很大	35
3.3.2 就业状况比 2008 年要好	36
3.3.3 电子商务显示的消费能力	37
3.4 中国经济增长预测	38
3.5 中国经济预测	39
3.5.1 中国经济去产能	39
3.5.2 通货膨胀预测	40
3.6 企业盈利预测	43
3.7 货币政策前瞻	44
3.8 值得关注的主要事件及时间点	46
附录：相关报告及主要观点	48

图表目录

图 1: 全球GDP增速的中轴下移（1969-2020 年）	6
图 2: 传统油气的生产相对稳定，未来美国更多依赖于绿色能源	8
图 3: 未来 20 年，美国的对外能源依存度将大幅下降	8
图 4: 从 2012 年 1-9 月的美国进口结构来看，未来美国将减少对中国和OPEC等国的进口	9
图 5: 从全球GDP分布来看，发达国家占据主导，而新兴市场潜力巨大	10
图 6: 从占全球消费的比重来看，发达国家仍占主导但比重不断下降，而中国为首的发展中国家占比不断上升	10
图 7: 从占全球投资的比重来看，发达国家占比已于 2008 年降至 50%以下，而中国为首的亚洲发展中国家占比迅速提高	10
图 8: 从主要区域在全球贸易的占比来看，欧美日等发达经济体占比下降，中国为首的新兴亚洲占比迅速提升	10
图 9: 2010 年全球制造业分布	11
图 10: 2010 年全球服务业分布	11
图 11: 未来 10 年，发展中国家特别是中国对全球GDP的贡献将占主导地位	11
图 12: 2001 年世界经济格局	12
图 13: 2030 年世界经济格局	12
图 14: 2007 年以来，发达国家央行资产负债表/GDP的比重迅速上升	13
图 15: 亚太地区也纷纷扩张资产负债表	13
图 16: 争夺资源与地区主导权	15
图 17: 据测算，2020 年中国的实际GDP比 2010 年将翻一番	16
图 18: 2020 年中国与美国的差距将缩小	16
图 19: 中国城镇化空间大	16
图 20: 2011 年各国人均GDP水平（2000 年不变价）	16
图 21: 城镇化的实质及存在的问题	17
图 22: 全国及各地区农民工在省外务工的比例不断下降	18
图 23: 中国城镇结构及数量	18
图 24: 中国城镇人口分布	19
图 25: 中国城镇基础设施差异明显	19
图 26: 中国工业、服务业占比与城镇化率	20
图 27: 第二产业拉动就业人口偏低	20
图 28: 户籍口径的城镇化率明显低于常住人口城镇化率	21
图 29: 户籍背后代表的是公共服务差异（元/人）	21
图 30: 城镇职工与农民工的保障比例	22
图 31: 农民工在不同地区的参保比例	22
图 32: 各行业投资中国有、民间及外资企业的占比	22
图 33: 2010 年城市市政基础设施建设资金	23
图 34: 日本基础设施建设资金主要来源	23
图 35: 社会融资总量各部分的增速	23
图 36: 中国的耕地面积	24

图 37: 导致耕地面积减少的结构因素 (单位: 千公顷)	24
图 38: 2012 年中国地方政府财政收入结构 (%)	25
图 39: 2010 年地方财政收入中的各税收类别占比	25
图 40: 美国明尼苏达州 2010-2011 年财政资金来源结构 (%)	25
图 41: 十八大报告中提及的六大改革	26
图 42: 2013 年将落实 2012 年已经突破的改革, 同时酝酿新的改革	27
图 43: 看好基建的逻辑图	28
图 44: 看好服务业的逻辑图	29
图 45: 看好服务业的逻辑图	29
图 46: 2013 年中国经济增长的三重情景分析	30
图 47: 从OECD领先指标来看, 全球经济也有望好转	31
图 48: 欧洲可能好于预期, 日本低于预期, 新兴市场是最大推动力	32
图 49: 从同比增速来看, 全球经济将呈现前低后高的格局	32
图 50: 欧元区货币供给已趋宽松, 信贷有望底部回升	33
图 51: 欧元区领先指标显示, 有复苏迹象, 但还不稳固	33
图 52: 1988 年以来五年政府任期中GDP平均增速	34
图 53: 1988 年以来五年政府任期中投资平均增速	34
图 54: 四大类投资增速	35
图 55: 2011 年四大类投资占比	36
图 56: 2013 年四大类投资增速预测	36
图 57: 经济下滑, 但劳动供求比例维持高位	37
图 58: 2012 年黄金周消费火爆	37
图 59: 2012 年黄金周交通拥堵	37
图 60: 中国GDP同比增速	38
图 61: 中国GDP环比增速	38
图 62: 美国产能利用率及产能增速	39
图 63: 欧元区和德国的产能利用率	39
图 64: 美国申请破产的企业数量	40
图 65: 中国破产企业数量	40
图 66: 去产能过程中价格将保持低位	40
图 67: 2013 年猪肉价格走势预测	41
图 68: 生猪和能繁母猪供给量	41
图 69: 食品与非食品价格走势	42
图 70: CPI的翘尾和新涨价因素	42
图 71: IMF全球初级产品价格指数显示, 2012 年基数前高后低	42
图 72: PPI的翘尾和新涨价因素	42
图 73: 投入产出价差带动毛利率改善	43
图 74: 利润的影响因素逻辑图	43
图 75: 中国存款准备金率	44
图 76: 2013 年私人资本流入新兴市场有望增加	44
图 77: 金融机构加权平均贷款利率	45
图 78: 长三角和珠三角票据贴现利率	45
图 79: NDF走势	46
图 80: 人民币即期汇率	46

图 81: 2013 年M2 增速小幅回落	46
图 82: 社会融资结构发生变化, 发债和信托的占比上升	46
图 83: 国际需关注的主要事件及时间点	47
图 84: 国内需关注的主要事件及时间点	47
附图: 相关报告及主要观点	48

表格目录

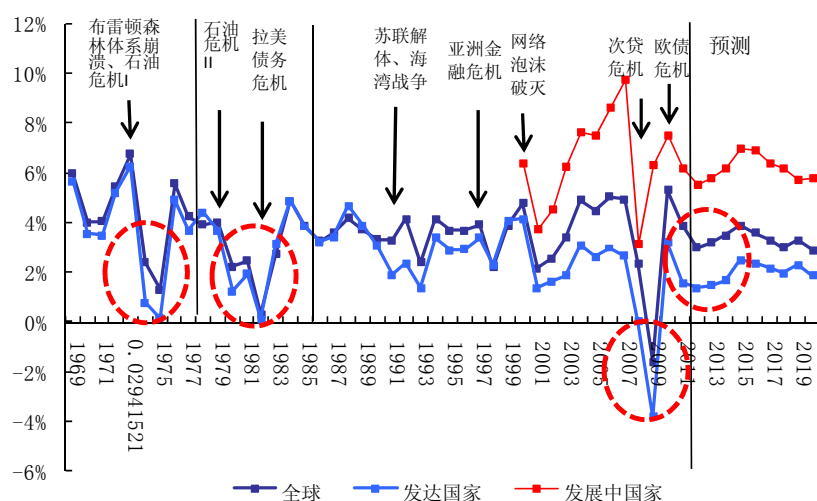
表 1: 历史上五次工业革命对应的新产业	7
表 2: 主要经济体的培育创新产业的政策	7
表 3: 美国制造业特别是能源占总增加值的比重未来将上升, 服务业同样如此 ..	9
表 4: 主要经济体出台鼓励基础设施建设的配套政策	14
表 5: 东中西城镇化率差异大	17
表 6: 大换届往往是改革的时间之窗	27
表 7: 世界经济同比增速的预测表明, 明年将好于今年, 前低后高	31
表 8: 我们对财政悬崖各部分的判断	34
表 9: 申万对中国主要经济指标的预测	38
表 10: CPI及其组成部分	41
表 11: 各国存款准备金率对比	44
附表: 申万宏观相关报告	48

本文第一部分从全球宏观的视野出发，梳理世界经济发展的趋势和根本动力，揭示中国所处的国际环境和发展潮流；第二部分立足于中国，重点探讨城镇化这一拉动中国内需的最大动力，提出如何布局改革和产业重构，最后一部分是展望 2013 年的中国经济，提出明年经济处于“L”型底部波动，呈现弱复苏、前低后高的格局。

1. 放眼世界

放眼世界，2008 年次贷危机引发全球性金融海啸以来，尽管政府加杠杆导致全球经济出现恢复性反弹，但由于后期赤字高企，政府和个人不得不去杠杆，拖累全球经济步入再危机时代，预计未来两年，经济仍将处于一个相对低迷的增长期，GDP 增速预计在 3% 左右，与危机前 4% 以上的增速相比明显下了一个台阶。

图 1：全球 GDP 增速的中轴下移（1969–2020 年）



资料来源：IMF，申万研究

我们认为，全球经济目前处于底部，但短期难以大幅回升，整体呈现低速增长的趋势。为了应对经济困境，企业和政府不得不加大创新、开拓新市场，同时加大基础设施投资，甚至通过局部冲突来转移矛盾和攫取利益，央行普遍施行宽松的货币政策，将是全球货币政策的主基调。

1.1 加大创新

回顾历史上五次工业革命，每次都是技术创新推动新产业发展，应用于主导产业并带动一系列产业更新换代，同时促进基础设施建设的更新和升级，从而推动经济增长。地域上，技术进步迅速从一国扩散到一个区域乃至全球，具有发散性。

表 1：历史上五次工业革命对应的新产业

技术革命	开始时间	国家	主导产业	新产业或得到更新的产业	新的基础设施或得到更新的基础设施
I	1771 年	英国	棉纺织业	机械化的棉纺织业 熟铁 机器	运河和水道 收费公路 水利
II	1829 年	英国，扩散至欧洲大陆和美国	蒸汽机和铁路	蒸汽机 铁矿业和煤矿业 铁路建设 铁路车辆生产	铁路 普遍的邮政服务 电报（主要在一国铁路沿线传输） 大型港口、仓库和航行世界的轮船、城市煤气
III	1875 年	美国和德国	钢铁、电力、重工业	廉价钢铁 重化工业和民用工程 电力设备工业 铜和电缆 罐装和瓶装食品 纸业和包装	高速蒸汽轮船在世界范围内的航运 世界范围的铁路 大型桥梁和隧道 世界范围的电报 一国范围的电话 电力网络
IV	1908 年	美国，扩散至欧洲	石油、汽车	批量生产的汽车 廉价石油、石化产品 内燃机 家用电器 冷藏和冰冻食品	公路、高速公路、港口和机场的交通网络 石油管道网络 普遍的电力供应 世界范围的有线或无线模拟远程通讯
V	1971 年	美国，扩散至欧洲和亚洲	信息和远程通讯	信息革命 廉价微电子产品 计算机、软件 远程通讯 控制工具 生物技术和新材料	世界数字远程通讯（电缆、光纤、无线电和卫星） 因特网/电子邮件和 E 化服务 多种能源、灵活用途、电力网络 高速物流运输系统

资料来源：《技术革命与金融资本》p18-19，申万研究

有鉴于此，主要经济体均提出了培育创新产业的政策，以寻找新的增长点。整体上，各国大力发展教育，鼓励创新，运用减税等刺激政策来吸引高新技术领域的投资和人才，寄希望逐步培育能支撑经济的创新产业，为新的全球竞争格局储备新生力量。

表 2：主要经济体的培育创新产业的政策

经济体	培育创新产业政策
欧洲	1、完善教育体系，加大研发经费，培养储备优秀人才； 2、扶植高附加值的新兴行业，提倡良性竞争。

美国

- 1、发展清洁能源，税收抵免优惠；
- 2、强调创新以推动制造业发展；
- 3、支持企业家和初创企业，费用减免额翻倍，成立两个 10 亿奖金作为种子期融资；
- 4、支持私营部门投资于刚成立且高增长的公司，通过延长对小企业的信贷来支持社区银行和创新性地区项目；
- 5、扶植新天然气行业；
- 6、成立 15-20 个创新机构，组成网络，将商业和大学研究结合在一起，投资于新一代产品和制造业。

日本

优先扶植绿色能源、小微企业和农林牧渔业。

俄罗斯

- 1、通过减税等经济刺激措施吸引外国 IT 企业前来投资，建立可生产创新性高科技产品的企业，打造俄罗斯的“硅谷”；
- 2、实施 38 个现代化创新项目，涉及节能、核技术、航天、医疗和战略信息技术等领域；
- 3、建立知识产权与知识经济市场，取消所有行政阻碍，将科技预算体系与高等教育结合起来，形成国家的创新科技经济。

资料来源：各国政府网站、申万研究

展望未来，不排除新一轮产业革命爆发的可能性。而从发展趋势来看，新的产业革命很可能和能源领域相关，例如页岩油气等非传统能源的兴起，可能导致全球能源格局发生重大变化。

近几年来，美国的“页岩气革命”如火如荼，令美国能源行业焕发新生，企业和个人也获得了更廉价的能源，进而提振经济增长。奥巴马的“绿色能源”战略进一步助推了页岩气的推广应用，带动天然气产量逐年增加，特别是非传统天然气的产量占比迅速上升，甚至可能使美国从天然气进口国变为天然气输出国。另一方面，随着石油产量攀升至八年新高，美国对进口石油的依赖度已降至 16 年新低，未来有望成为世界第一大石油生产国。由于美国油气进口不断下降，而欧、日、中、印等主要经济体纷纷增加对油气的进口，这将导致能源版图颠覆性的变化。

图 2：传统油气的生产相对稳定，未来美国更多依赖于绿色能源

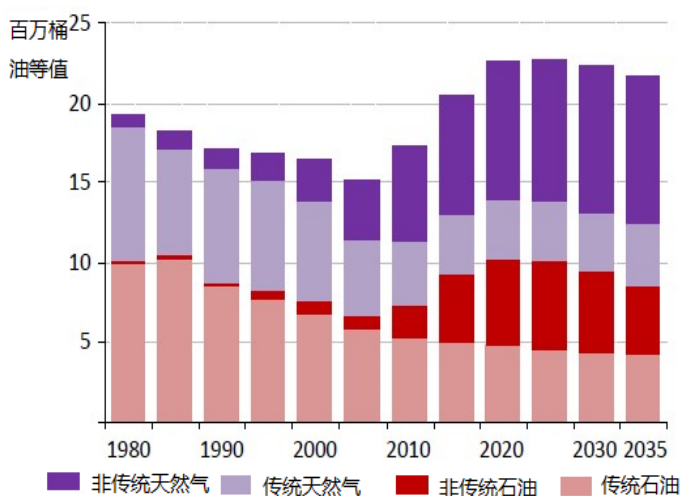
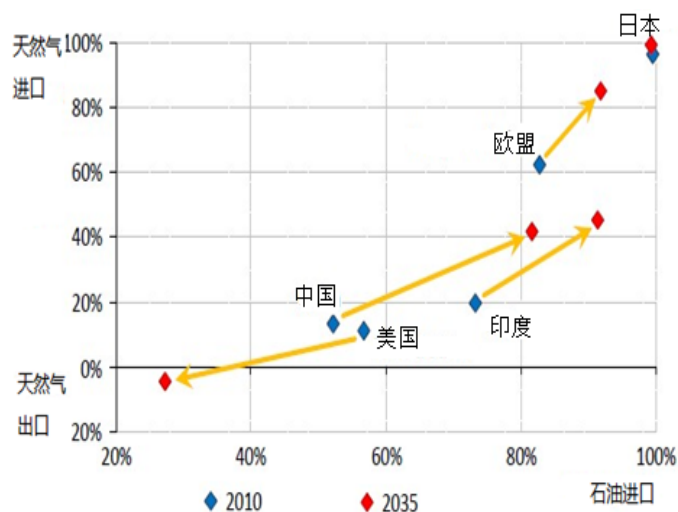


图 3：未来 20 年，美国的对外能源依存度将大幅下降



资料来源：国际能源署，申万研究

资料来源：国际能源署，申万研究

从产业变迁历史来看，油气产量增加，能源独立性增强，将带动油气等能源价格下滑，降低产业发展的成本，为制造业发展、经济持续增长提供助推剂。

从美国产业格局来看，随着美国重回制造业和绿色能源两大战略的实施，能源产业等制造业占工业增加值的比重将显著上升，并带动能源相关的服务业发展。

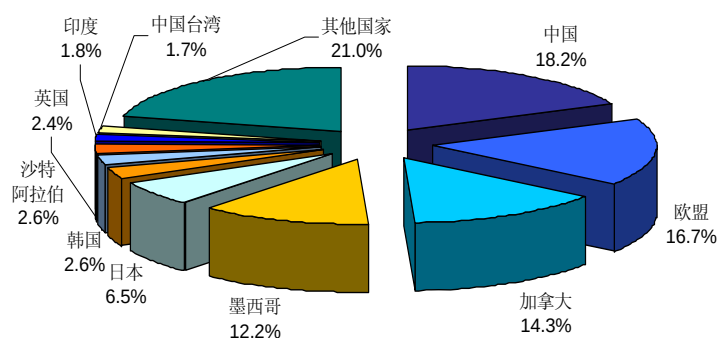
表 3：美国制造业特别是能源占总增加值的比重未来将上升，服务业同样如此

	2000	2010	2020
制造业	14.2	11.2	13
汽车	1.2	0.4	0.7
能源	0.4	0.9	2.2
其他	12.6	9.9	10.1
服务业	65.1	66.8	69
金融保险	7.7	8	8.2
房地产	12.4	12.9	13.3
其他	45	45.9	47.5

资料来源：美国经济分析署，申万研究

美国能源革命将对美国的进出口结构产生较大影响，从而影响到世界贸易格局。从美国进口结构来看，2012 年前 9 个月，美国进口中 18% 来自于中国，其中制造业进口占据举足轻重的地位，而随着美国制造业比重的不断上升，对中国制造业的进口将显著减少；另一方面，近两年，石油占美国实际进口额的比例就下滑了 2 个百分点，至今年前 9 个月的 10.7%，这一趋势有望延续，未来美国从欧佩克（OPEC）成员国等区域进口的石油将大大减少。这将改变世界制造业和石油贸易的格局。

图 4：从 2012 年 1-9 月的美国进口结构来看，未来美国将减少对中国和 OPEC 等国的进口

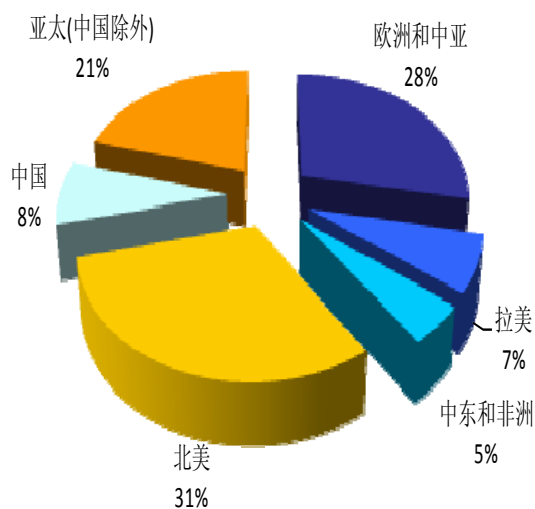


资料来源：美国经济分析署，申万研究

1.2 开拓新市场

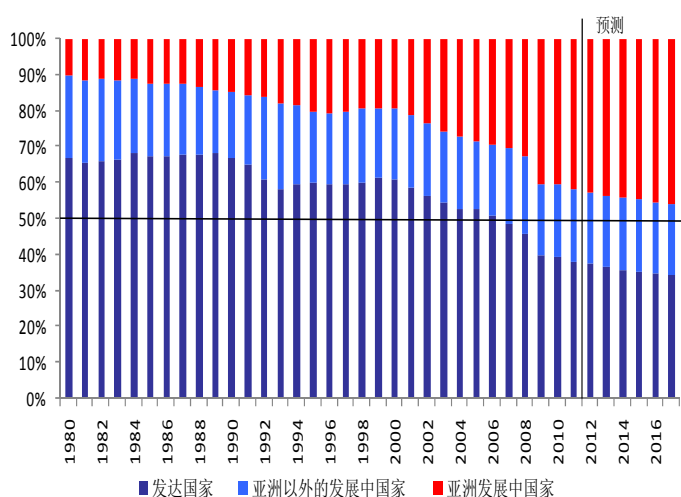
从目前的经济格局来看，发达国家仍是全球经济的主宰，但新兴市场对经济增长的贡献已超过发达国家。消费方面，全球消费中 3/4 以上仍集中于发达国家，但这一比例自 2003 年的 82% 快速下滑至 2010 年 76%，意味着发达国家的需求增长缓慢，远低于新兴市场的消费增速。投资方面，发达国家 2008 年金融危机时就丧失了主导地位，新兴市场特别是中国为首的亚洲国家的投资出现了井喷式增长，未来在全球投资中的比重将不断提高。由此可见，新的市场很可能在亚洲等地的发展中国家产生。

图 5：从全球 GDP 分布来看，发达国家占据主导，而新兴市场潜力巨大



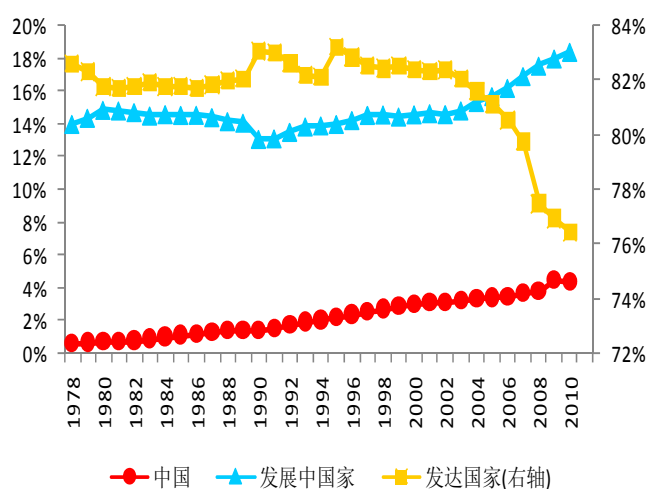
资料来源：世界银行，申万研究

图 7：从占全球投资的比重来看，发达国家占比已于 2008 年降至 50% 以下，而中国为首的亚洲发展中国家占比迅速提高



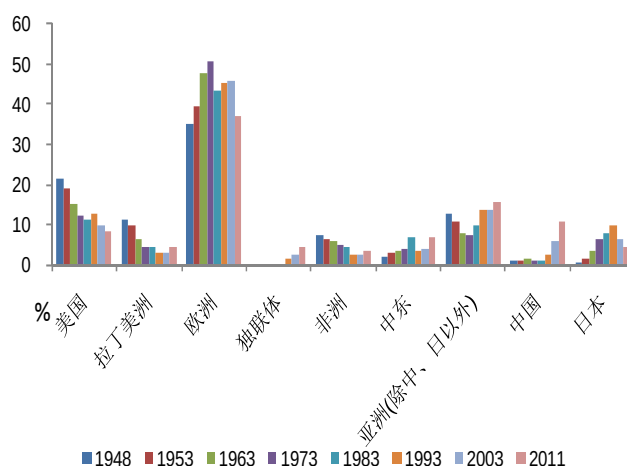
资料来源：世界银行，CEIC，申万研究

图 6：从占全球消费的比重来看，发达国家仍占主导但比重不断下降，而中国为首的发展中国家占比不断上升



资料来源：世界银行，申万研究

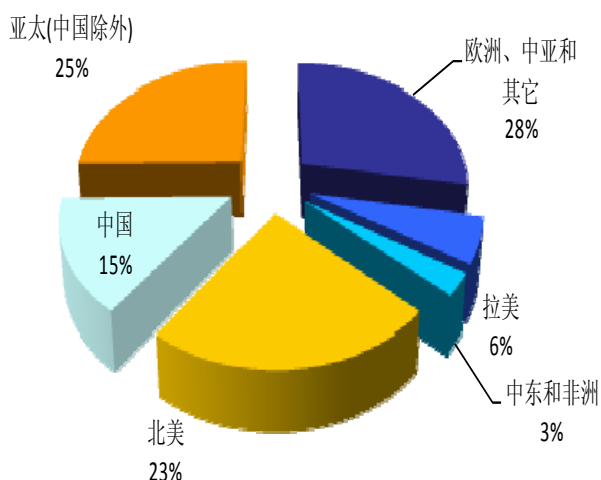
图 8：从主要区域在全球贸易的占比来看，欧美日等发达经济体占比下降，中国为首的新兴亚洲占比迅速提升



资料来源：世界银行，申万研究

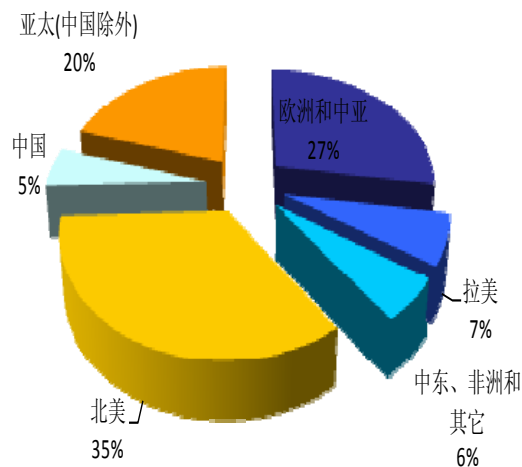
从全球制造业和服务业的分布来看，发展中国家的制造业占比已接近一半，而服务业占比近十年加速上升，但仍不足 20%，有非常大的提升空间。

图 9：2010 年全球制造业分布



资料来源：世界银行，申万研究

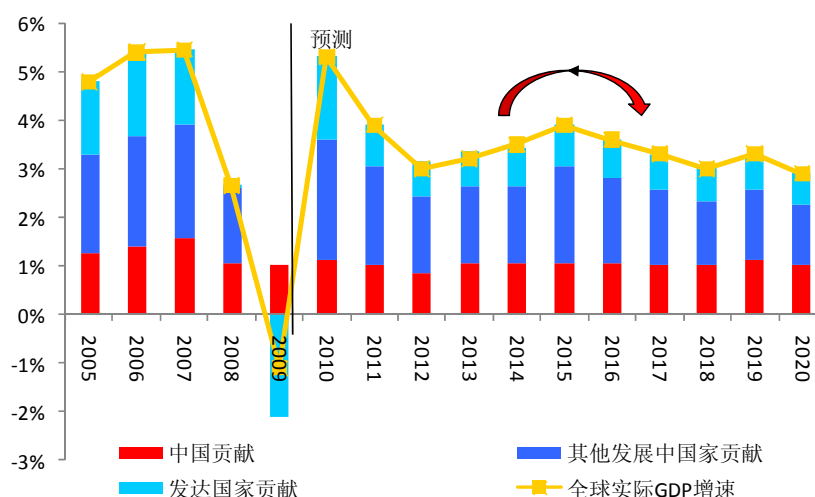
图 10：2010 年全球服务业分布



资料来源：世界银行，申万研究

从全球格局的发展趋势来看，发达国家仍是主角，但以亚洲为首的新兴市场开始登台唱戏，并发挥着越来越重要的作用。各国一方面通过创新推动技术进步，开发新产品，提升各自竞争力；另一方面，不断开辟新市场，将产品转化为盈利，最终创造价值。由此可见，市场起着至关重要的作用，新市场成了生产型国家和资源型国家所共同追逐的目标，而发展中国家的增长潜力让其成为重要的潜在市场。展望未来十年，以中国为首的发展中国家对于全球经济的贡献将占全球经济增量的一半以上，因而成为财富创造的重要市场。

图 11：未来 10 年，发展中国家特别是中国对全球 GDP 的贡献将占主导地位



资料来源：IMF，申万研究

根据麦迪逊(2005)的预测,发展中国家在全球经济中的占比将从 2001 年的 48%大幅提高至 2030 年的 63%,其中中国 GDP 占比将由 2001 年的 12%升至 19%,而美日欧等发达国家的比重将明显下降。这也印证了新兴市场是未来市场竞争中的必争之地。

图 12: 2001 年世界经济格局

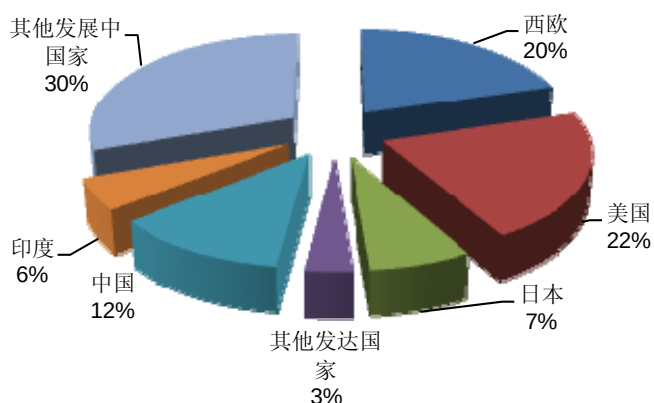
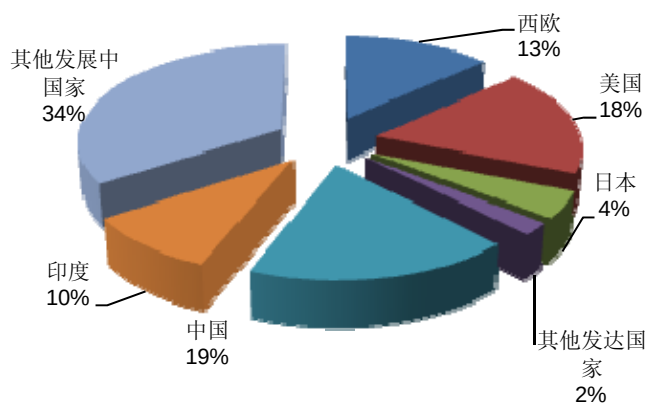


图 13: 2030 年世界经济格局



资料来源: 麦迪逊 (2005), 申万研究

资料来源: 麦迪逊 (2005), 申万研究

1.3 货币宽松

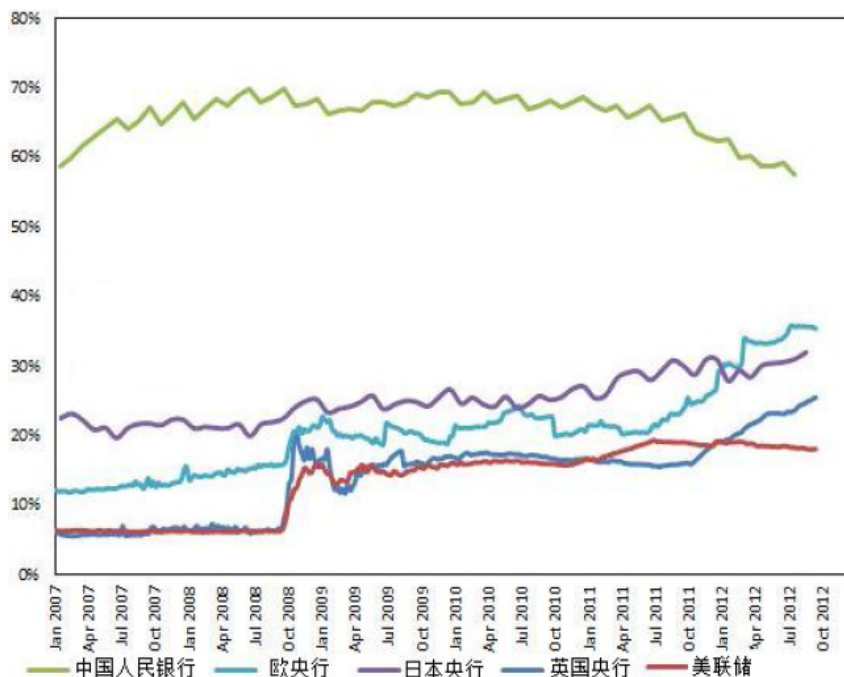
货币宽松历来是各国央行应对危机的主要政策。2008 年,面对肆虐全球的次贷危机,各国央行通过“宽货币、宽财政”降低借贷成本,大幅增加投资,甚至充当最后借贷者,借此来刺激经济复苏。2010 年后,面对日益蔓延的欧洲债务危机和疲软不振的经济,降准降息这些常规货币工具已经用到极致,而财政紧缩又成了“达摩克利斯之剑”,发达国家不得不依赖于量化宽松这些非常规货币工具。

- 1) 美联储通过三轮量化宽松政策将资产负债表大幅扩张至 2.83 万亿美元,将房地产抵押贷款利率压至历史新低,对经济复苏和就业改善也发挥了一定作用。但经济复苏仍不稳固,特别是劳动力市场仍制约经济复苏,因而美联储可能将开放式 QE3 至少延至 2013 年,而且可能将 2012 年 12 月到期的扭曲操作 (“OT2.5”) 转变为直接购买中长期国债。关于刺激政策的退出,至少要等劳动力市场出现明显复苏(如失业率降至 7%以下)才有可能考虑。
- 2) 欧、日、英等国央行扩张资产负债表的速度更快,特别是欧央行为了挽救南欧国家免于债务违约和经济动荡,动用了两轮 LTRO (长期再融资计划)、紧急贷款和无限购债计划 (OMT),其中 OMT 启动的条件在于欧元区成员国向欧洲稳定基金 (ESM/EFSS) 求援并满足相应

的结构性改革措施，最有可能首先触发 OMT 的将是深陷危机、正实施银行重组的西班牙。

- 3) 日本九次增加量化宽松的规模至 91 万亿日元(折合 1.11 万亿美元)，截至 2012 年 9 月底已经购买了 61.8 万亿日元资产，相当于 GDP 的 13.1%，2013 年底之前将完成所有购买量。

图 14：2007 年以来，发达国家央行资产负债表/GDP 的比重迅速上升



资料来源：各国央行、alsosprachanalyst.com、申万研究

由上图，我们也可以看到，不同于发达国家，中国人民银行的资产负债表/GDP 比重 2010 年初以来一直在收缩，且近几个月的收缩速度加快，这是因为虽然中国经济放缓，但是资本持续外流，带动净外国资产(NFA, Net foreign asset)增长停滞甚至下降，赶不上中国的经济增速，导致资产负债表收缩。

另一方面，新兴市场尤其是亚洲发展中国家也纷纷扩张资产负债表。不同点在于，净外国资产占据很大一部分比例，容易受到汇率变动的影响，而且净外国资产中不少是国外固定收益资产，这部分收益率较低。

图 15：亚太地区也纷纷扩张资产负债表



资料来源：国际清算银行、申万研究

1.4 加大基础设施

危机时期，各国政府大幅增加了基础设施建设的投资力度，一方面寄希望于通过政府投资的乘数效应来吸引民间投资，带动一系列产业发展，从而拉动国民收入增长；另一方面，希望通过大规模投资创造更多的就业岗位，解决危机导致的失业问题。这是凯恩斯主义所宣扬的政府宏观调控的重要手段。

由于基础设施建设周期长、资金量大，政府承担了大部分负担，甚至动用外汇储备来筹资。不过，政府投资的投入是有限且低效的，未来私人部门会发挥越来越重要的作用，并创造更多的就业机会，吸纳社会劳动力。

表 4：主要经济体出台鼓励基础设施建设的配套政策

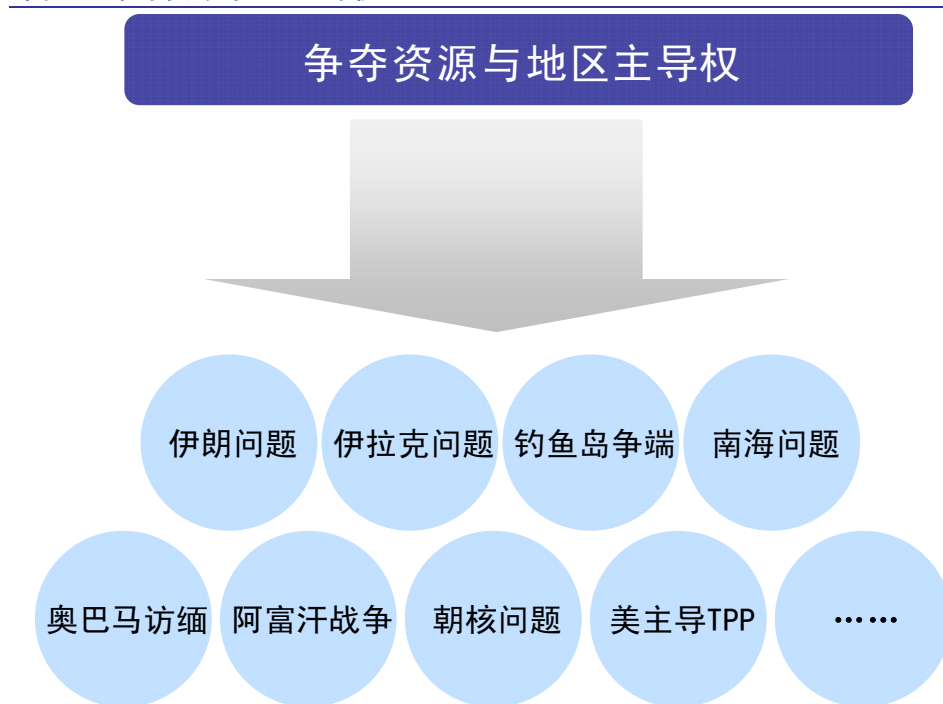
经济体	政策
欧洲	1、启动欧洲项目债券，建立债权市场，为基础设施融资； 2、改善商业环境； 3、消除欧盟成员国间的贸易和就业障碍，加强金融和劳动力的流动，使投资自由化。
美国	① 计划对 25 万年收入的家庭延长布什减税政策； ② 未来 6 年增加 2100 亿美元投资，对投资海外的公司减小税收减免力度，对投资美国工厂设备的公司给予全额税收抵免； ③ 给小企业 18 项优惠措施，并简化税制，鼓励投资； ④ 培训 200 万长期失业人员和 100 万技术工人；投资 20 亿在社区大学并革新；到 2016 年，增加制造业就业 100 万个 ⑤ 花费 620 亿美元帮州政府招聘 150 万教师； ⑥ 将国防支出的 5000 亿美元用于互联网保护，为老兵解决就业
巴西	1、投资铁路，并出售基础设施特许权，允许私人部门参与交通基建； 2、采取准财政政策支持内需，如将巴西开发银行的长期贷款利率降低 0.5 个百分点至 5.5%，向开发银行和公共部门银行增加信贷。

1.5 局部冲突

在当前社会竞争愈发激烈、不平等程度不断扩大的新时代，地区间、国家间争夺资源和市场，引发了一系列局部冲突和战争，如伊朗问题、伊拉克问题，还有中国的钓鱼岛争端和南海问题，这将会对区域稳定和经贸关系产生不利的影响。

局部冲突试图用暴力来解决矛盾，会带来动乱、失业等社会问题，破坏地区间的均衡状态和资源分配格局，给经济增添不稳定因素，进而孕育危机的种子，导致这些地区陷入无序状态，出现银行倒闭、企业破产等情况，对经济复苏构成威胁。

图 16：争夺资源与地区主导权



资料来源：申万研究

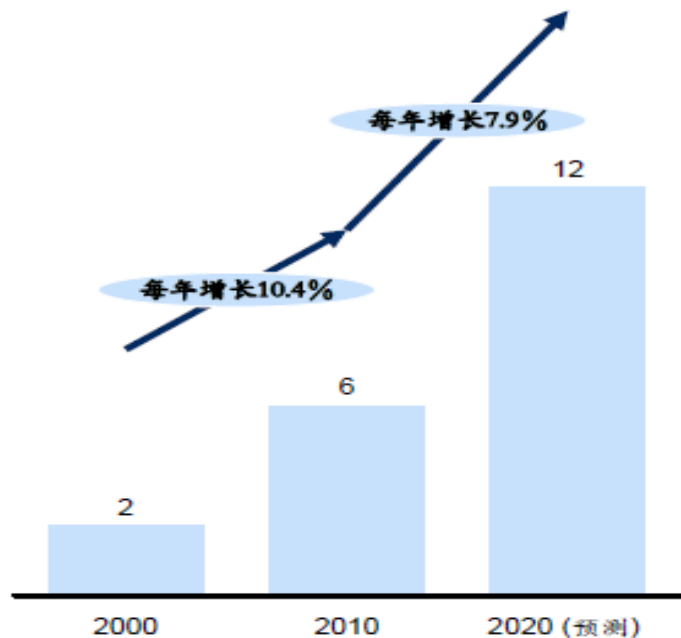
2. 布局改革

2.1 中国增长潜力仍大

中国不同于欧美日等发达国家，我们的增长潜力巨大，例如我们存在广阔的城镇化发展空间，巨大的城乡差距、东中西差距提供了经济增长的动力。但是潜力的释放希望借助于改革，在外围经济不景气的背景下，未来 10 年，我国将以扩大对内改革、扩大外需为主。

中国内需的逐渐释放，将助推中国成为世界重要的消费市场。按照麦肯锡的估计，到 2020 年中国的实际 GDP 将比 2010 年翻一番，同时与美国之间的差距将逐渐缩窄。

图 17：据测算，2020 年中国的实际 GDP 比 2010 年将翻一番

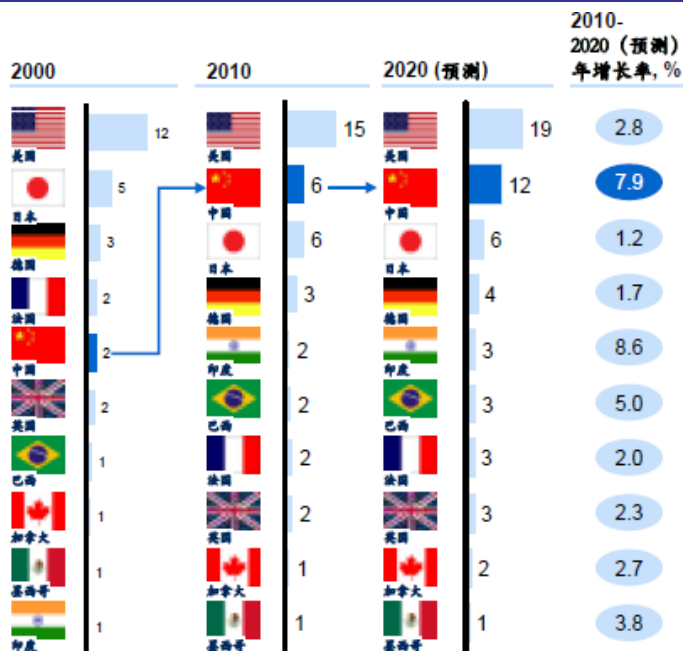


注：1、单位为万亿美元，以 2010 年 GDP 为参照；

2、未包含汇率的影响。

资料来源：麦肯锡，申万研究

图 18：2020 年中国与美国的差距将缩小



资料来源：麦肯锡，申万研究

目前，虽然中国经济总量居全球第二，但是人均 GDP 水平明显偏低，低于美国，也低于日本和韩国，这也从侧面表明我们还有很大的发展空间。同时我国的城镇化率明显低于其他国家，城镇化将是我们最大的内需。

图 19：中国城镇化空间大

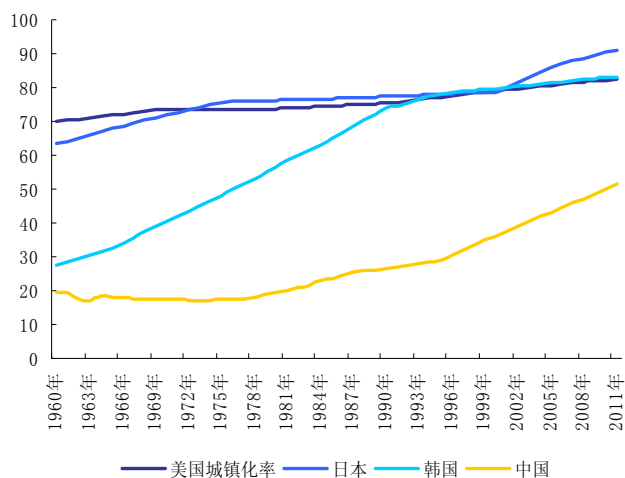
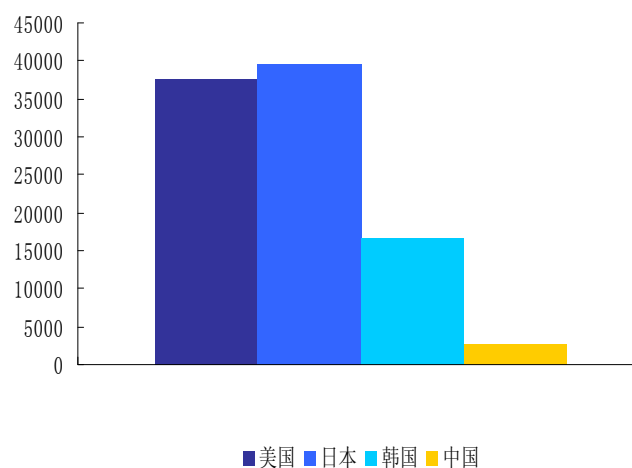


图 20：2011 年各国人均 GDP 水平（2000 年不变价）



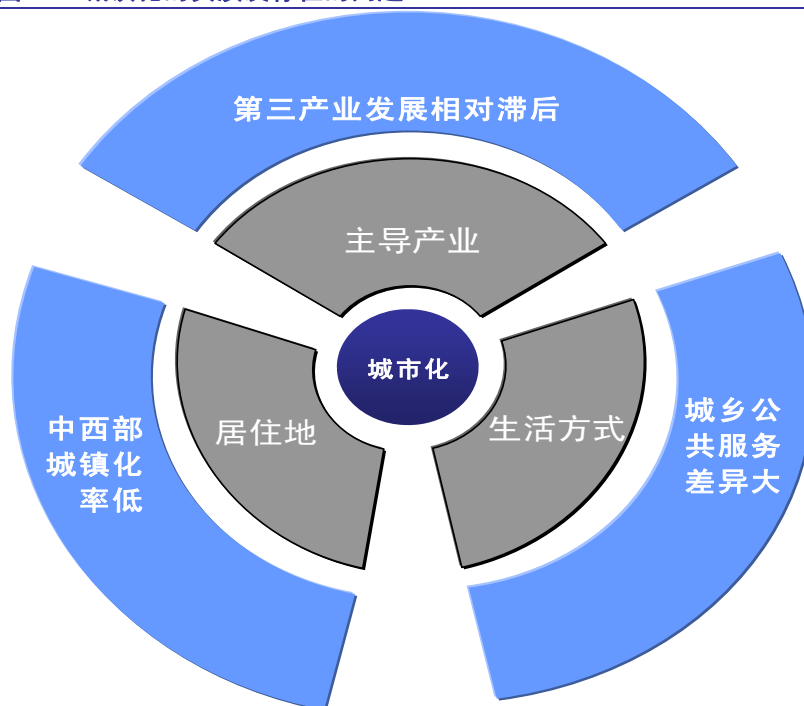
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

尽管我国的城镇化率 2011 年已经超过 50%，但由于城镇化不均衡，导致存在巨大空间。

说到城镇化，很多人第一反应是城镇化的过程就是人口从农村转移到城镇的过程，但这只是表象，城镇化更深层次的原因是主导产业的变迁和居民生活方式的改变。但是居住地中西部城镇化率偏低、主导产业中第三产业发展相对滞后、生活方式方面城乡公共服务差异大等，为未来经济的发展提供了具体空间，需要借助制度改革将增长的潜力释放出来。

图 21：城镇化的实质及存在的问题



资料来源：申万研究

2.2 城镇化过程中存在的问题

(1) 居住地：中西部城镇化率低，异地城镇化率高。

中西部城镇化率低是市场普遍了解的，比如 2011 年，全国的城镇化率为 51.4%，而东部为 60.8%，中部和西部仅为 45.5%和 43%。

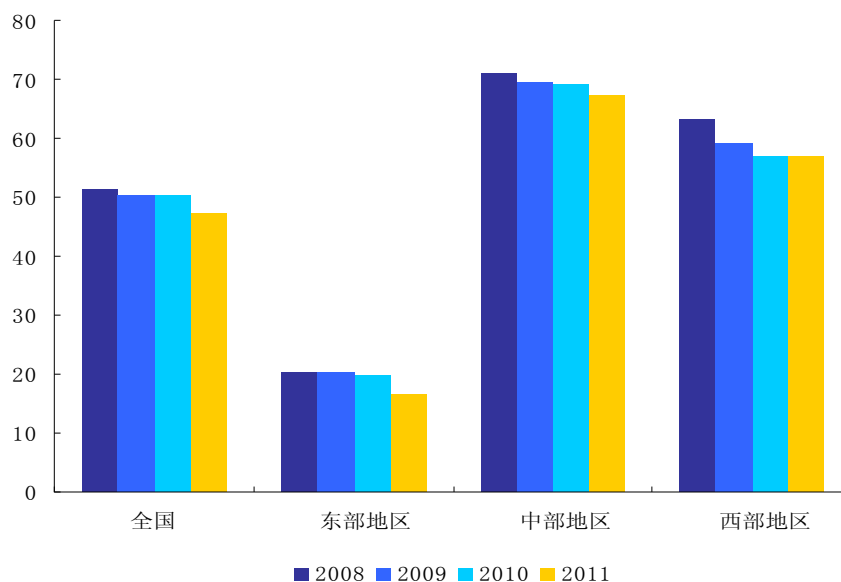
表 5：东中西城镇化率差异大

地区	总人口	城镇人口	乡村人口	城镇化率	总人口分布
东部	51063	31022	20041	60.8	38.1
中部	35791	16277	19514	45.5	26.7
西部	36222	15571	20650	43.0	27.0
东北	10966	6442	4525	58.7	8.2
全 国	134041	69312	59650	51.4	100.0

资料来源：CEIC，申万研究

此外，异地城镇化率偏高，比如中部和西部地区农民工在省外务工的比例超过 60%，虽然这几年趋势下行，但是仍处于非常高的比例。异地城镇化率偏高是导致中国春运潮出现的主要原因。

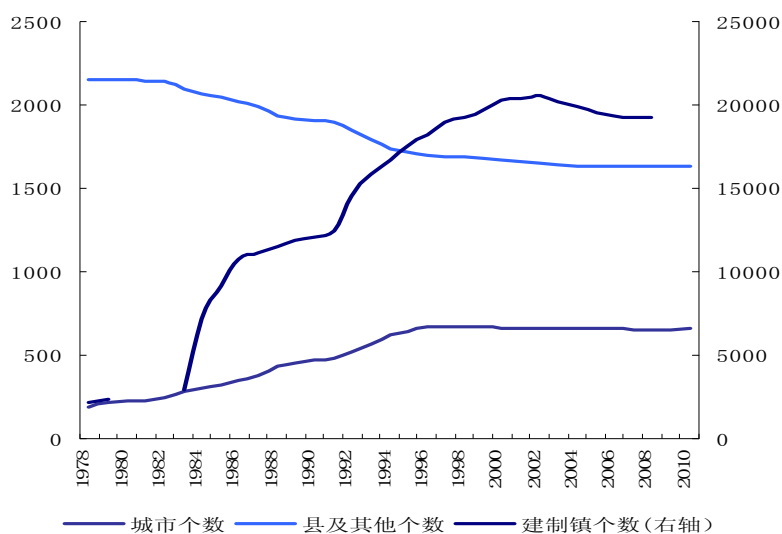
图 22：全国及各地区农民工在省外务工的比例不断下降



资料来源：CEIC、申万研究

此外从居住地情况看，城镇内部发展也非常不平衡。城镇的统计口径包括城市、县城和建制镇。从统计数据看，从 90 年底至今，建制镇数量迅速增加，而县城数量小幅回落，城市数量小幅增加，但是建制镇和县城的数量明显高于城市。

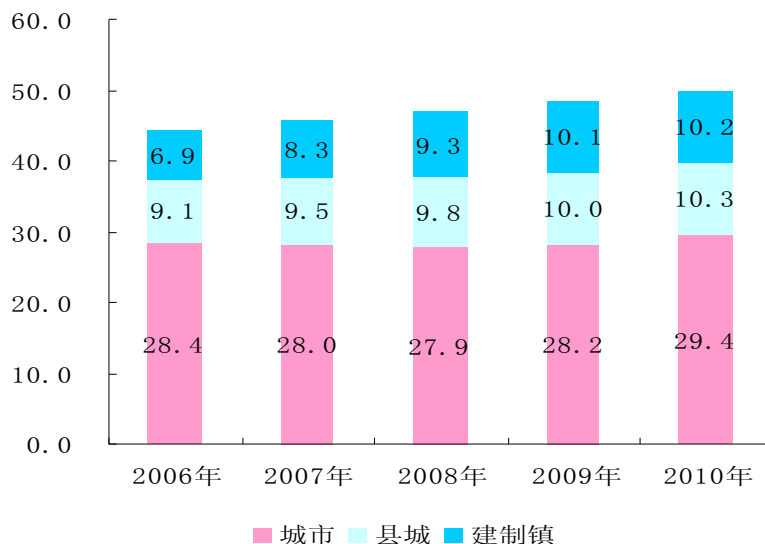
图 23：中国城镇结构及数量



资料来源：《中国城乡建设统计年鉴》、申万研究

从城镇人口的分布看，2010 年城镇化人口占比为 49.9%，但 20.5%的城镇人口是在县城和建制镇。

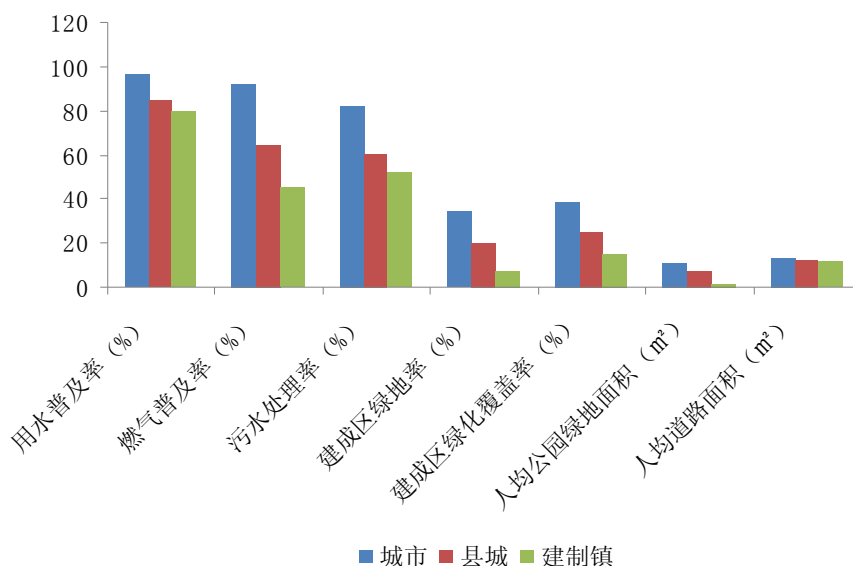
图 24：中国城镇人口分布



资料来源：《中国城乡建设统计年鉴》、申万研究

而建制镇和县城与城市相比，基础设施配套差异非常大，无论是用水普及率、燃气普及率，还是建成区绿化覆盖率等均属于偏低水平，未来还有非常大的发展空间。

图 25：中国城镇基础设施差异明显

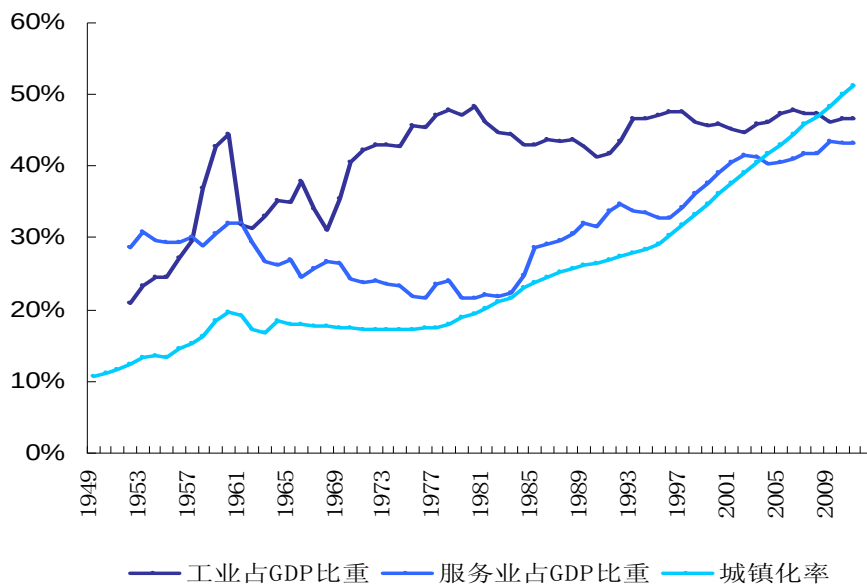


资料来源：《中国城乡建设统计年鉴》、申万研究

2、主导产业：服务业发展落后

城镇化的发展一定要有工业和服务业的发展作为支撑,否则会出现过度城镇化和偏低城镇化的现象。虽然中国的城镇化和工业服务业的提高相一致,但是相比同等工业化水平的美国、日本和韩国,中国的城镇化率是偏低。

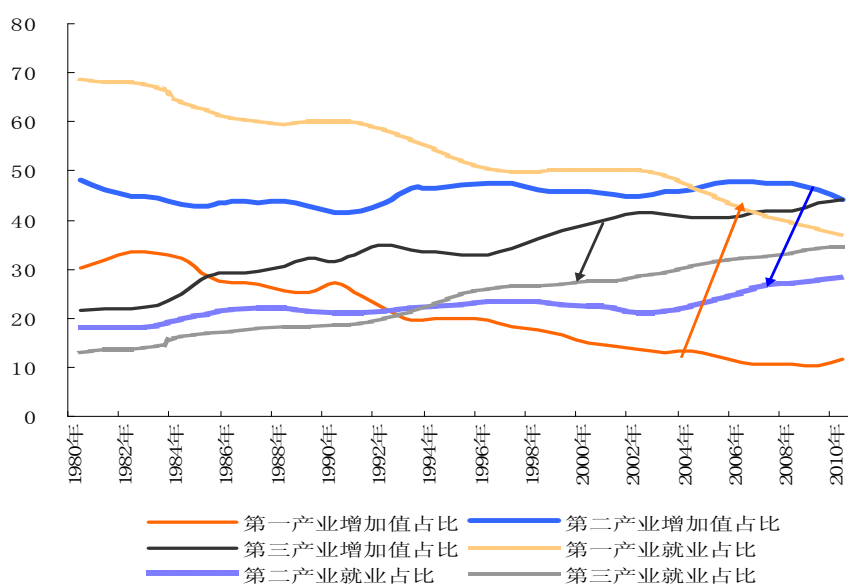
图 26: 中国工业、服务业占比与城镇化率



资料来源: CEIC、申万研究

导致中国城镇化率偏低的主要因素是:中国过度发展第二产业,尤其是第二产业中的重化工行业,而这些行业都是资本密集型行业,对就业的拉动并不强。从下图可以看出,第二产业增加值占GDP比重明显高于第二产业就业占比,而第三产业对就业的拉动明显好于第二产业,而第三产业的发展水平明显偏低。

图 27: 第二产业拉动就业人口偏低

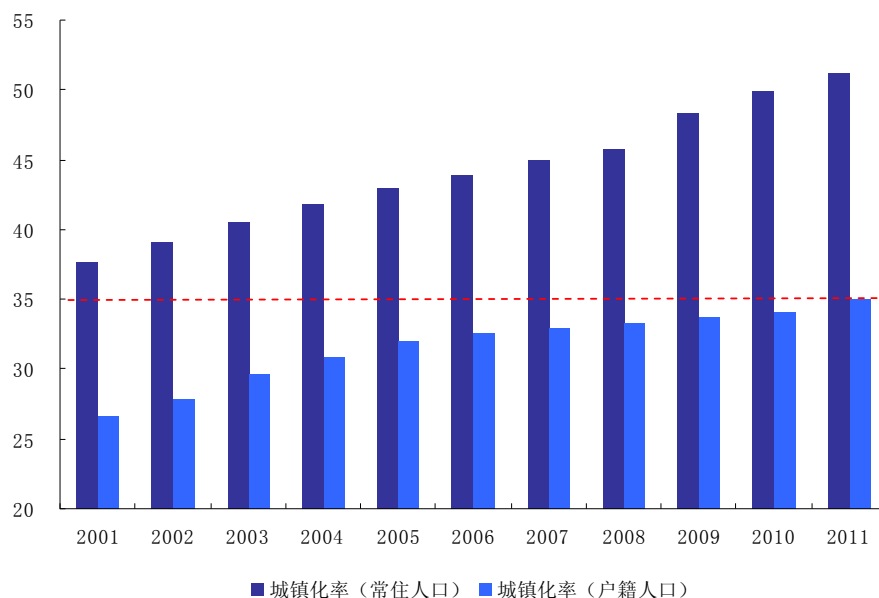


资料来源：CEIC、申万研究

3、生活方式：公共服务水平差异大

中国城镇化过程中存在的另一问题是：公共服务差异大，这一现象既存在于城镇人口中有户口和没户口的居民之间，也存在于城镇和农村居民之间。

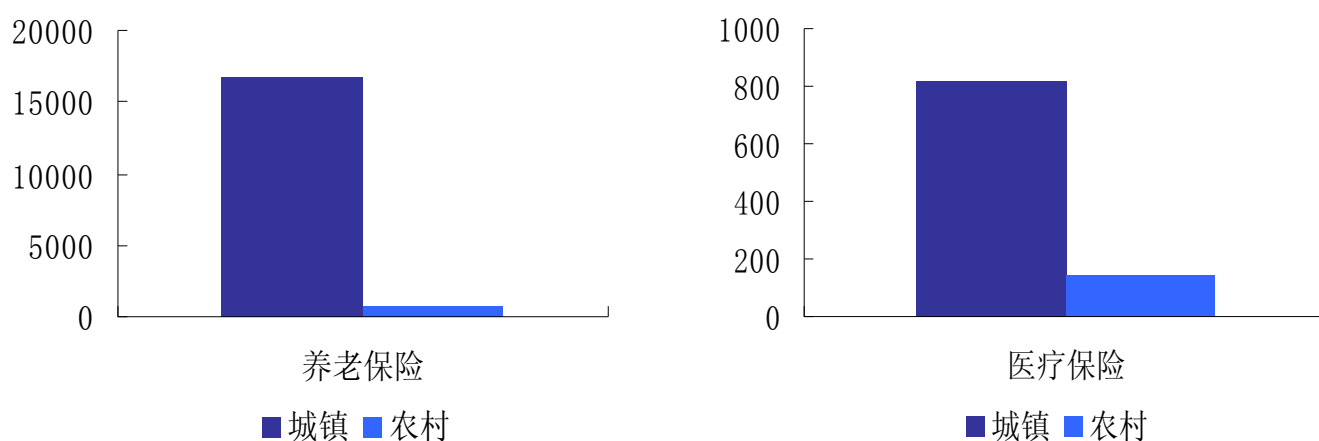
图 28：户籍口径的城镇化率明显低于常住人口城镇化率



资料来源：CEIC、申万研究

户籍背后代表的公共服务差异，从城镇和农村享受的养老保险和医疗保险差异，可见一斑。

图 29：户籍背后代表的是公共服务差异（元/人）



资料来源：审计署，申万研究

2.3 布局改革 释放动力

城镇化需要就业、住房、医疗、教育、养老、基建等支撑，只有这些供给充足才能走出真正的新型城镇化。

图 30：城镇职工与农民工的保障比例

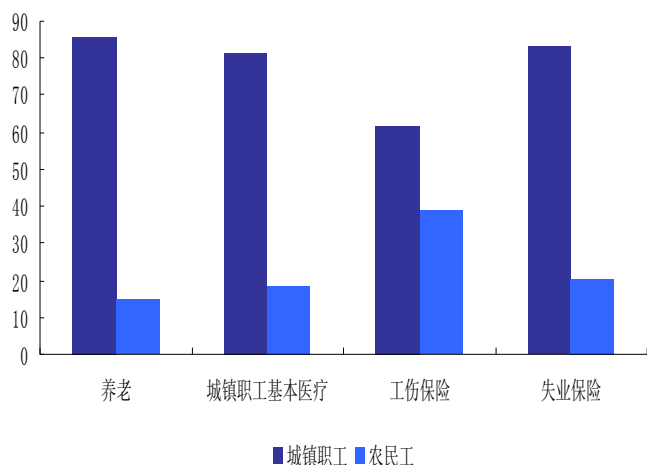
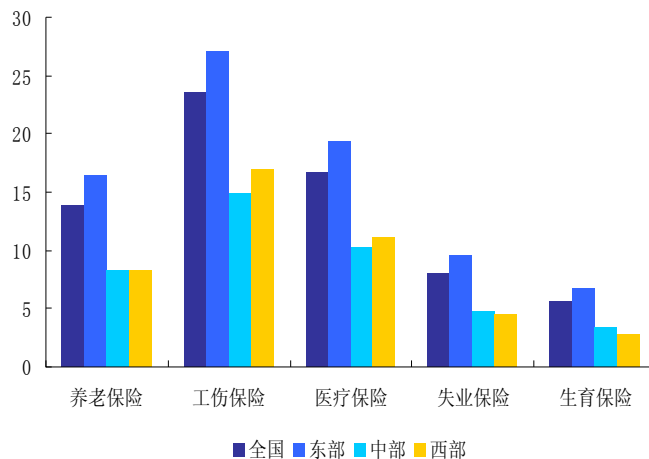


图 31：农民工在不同地区的参保比例



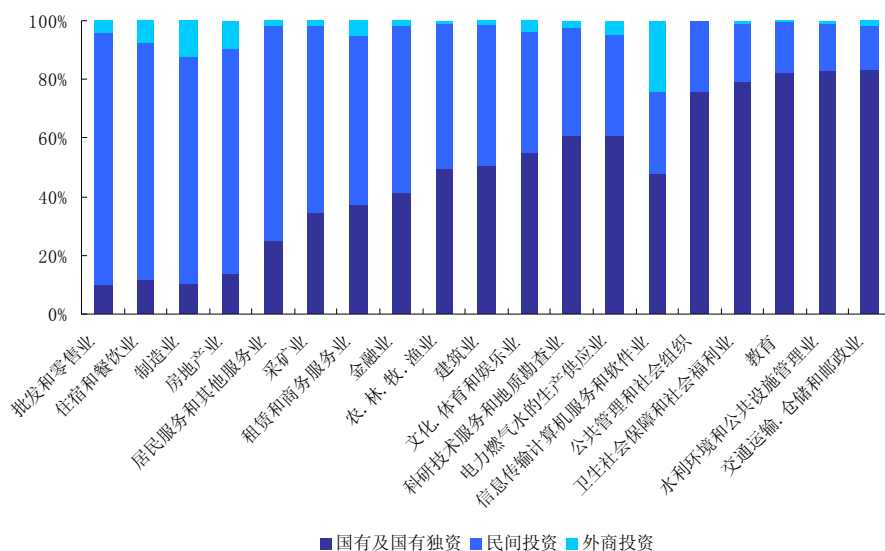
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

（1）就业问题：营改增、打破垄断

要解决就业问题，从根本上还是要靠发展第二产业和服务业，目前的营改增以及打破垄断促进民间投资的发展，非常必要，相关方面的改革预计也将继续深入下去。

图 32：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

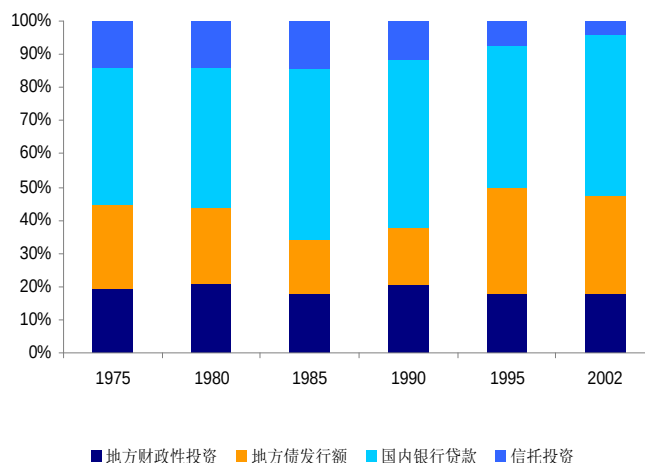
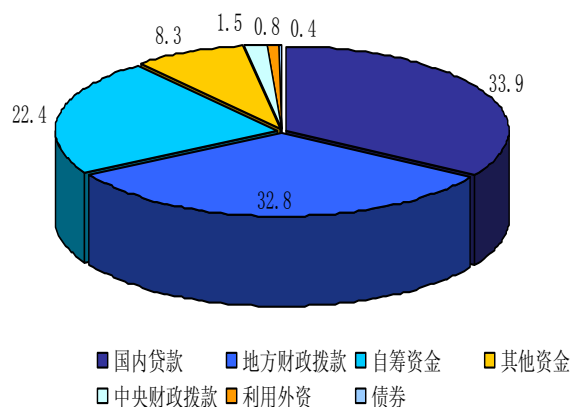
（2）资金问题：金融体系改革

城镇化过程需要的资金问题，需要配套的金融改革，这既包括利率市场化改革的继续推进，提高资金的使用效率；也包括改善基建的融资方式，发展信托融资、债券融资等直接融资方式。

中国城市市政基础设施建设资金中，主要以来贷款、地方财政拨款和自筹资金，但是日本基建投资除了这两大领域外，对地方债、信托投资依赖度也很高。

图 33：2010 年城市市政基础设施建设资金

图 34：日本基础设施建设资金主要来源

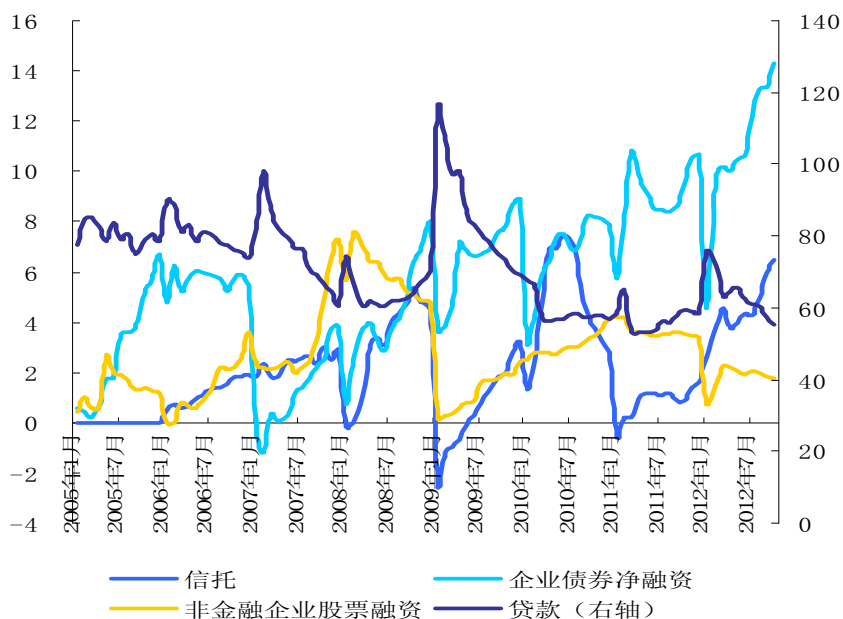


资料来源：中国城乡建设统计年鉴，申万研究

资料来源：日本统计年鉴，申万研究

今年以来，社会融资总量的结构也在发生明显改变，比如企业债券融资和信托融资占比明显上升。未来这将是一种趋势，同时通过鼓励民间投资，激活社会资金，拓展资金来源范围。

图 35：社会融资总量各部分的增速

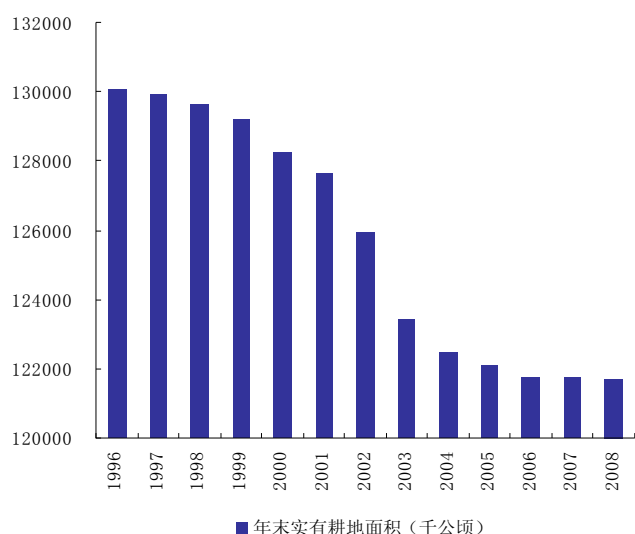


资料来源：CEIC、申万研究

（3）土地问题：需提高土地的利用效率，推进土地制度改革

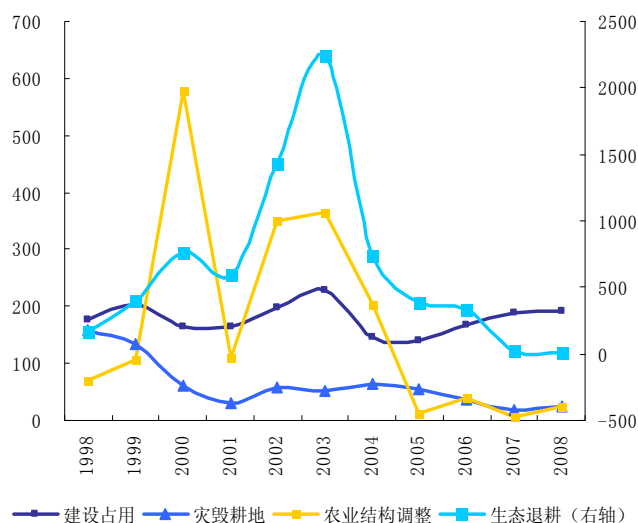
城镇化对土地有需求，但是我们并不主张不断侵占大片的宅基地、耕地。从图 37 可以看到，我国的耕地面积不断降低，在 2001-2006 年耕地的减少主要是由于生态退耕、农业结构调整等原因，但是 2007-2008 年建设占用成为主要原因，这表明城镇化存在过多占用土地的问题，未来应该先提高城镇土地的利用率，然后逐步推进土地制度改革。

图 36：中国的耕地面积



资料来源：CEIC，申万研究

图 37：导致耕地面积减少的结构因素（单位：千公顷）



资料来源：CEIC，申万研究

（4）公共服务差异大：户籍制度改革、财税体制改革

中国城镇化的另一问题是公共服务差异大，很多人将矛头指向户籍制度，认为是户籍制度是罪魁祸首，但是我们认为户籍制度只是表象，更深层次的原因是财税体制。如果财税体制理顺了，户籍制度和公共服务差异大的问题都会轻松解决。

2003 年郑州宣布入户政策完全放开，但一年之后却以“暂缓人口激增带来的城市压力”为由，踩了急刹车。最根本的原因是地方政府的财政收入和支出不匹配。

一方面，中国地方政府的主要收入来自税收，从税种看，主要来自营业税、增值税和企业所得税等，是和企业密切相关的。

另一方面，目前地方政府的支出只覆盖户籍人口，比如十八大报告中提出未来要实现公共服务常住人口全覆盖。

这就造成了收支不匹配，如果作为地方政府，利益最大化的做法自然是多发展企业，同时也希望外地人到当地的企业打工，因为劳动力成本相对低，但是并不希望外地打工者成为户籍人口，因为会相应加大地方政府的财政支出。

图 38：2012 年中国地方政府财政收入结构（%）

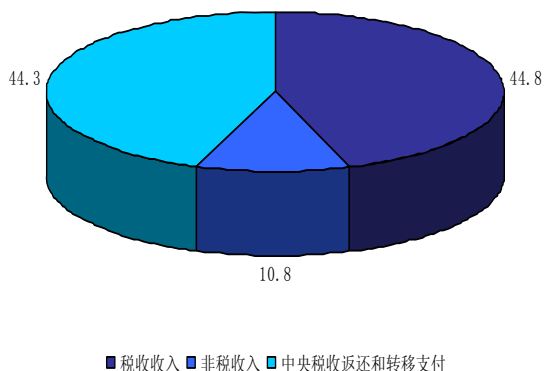
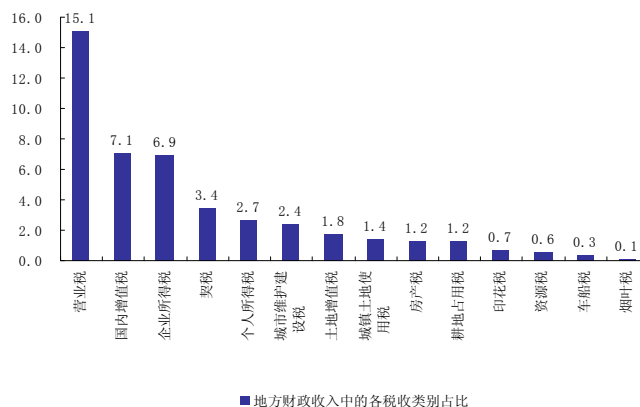


图 39：2010 年地方财政收入中的各税收类别占比



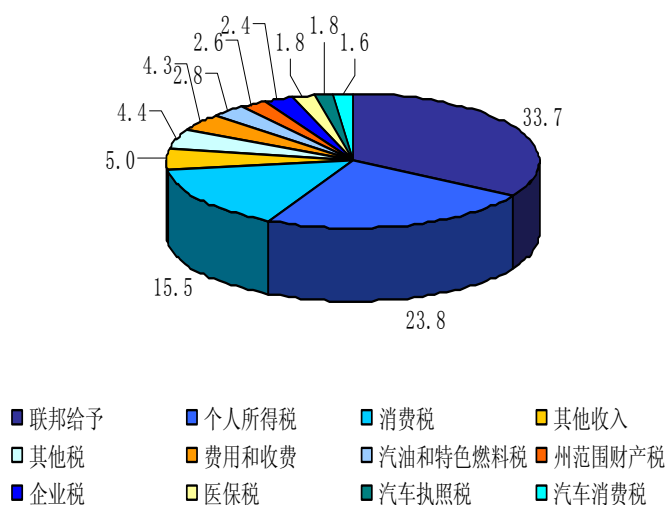
资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

相比之下，美国的地方政府财政收入支出结构更加完善。以美国的明尼苏达州的财政收入结构为例，除了联邦的转移支付之外，在财政收入中占比较高的是个人所得税、消费税、汽油税、财产税、医保税、汽车执照税和汽车消费税等，这些税种和人数密切相关。

因此未来中国的财税体制改革方向应该逐渐提高人头税在地方财政收入中的比重，当前个人所得税作为中央和地方的共享税，中央拿 60%、地方拿 40%，未来可逐渐提高地方分成比例，同时开征房产税、资源税、财产税、遗产税等税种，将地方政府的财政收入和支出结构匹配起来。

图 40：美国明尼苏达州 2010-2011 年财政资金来源结构（%）

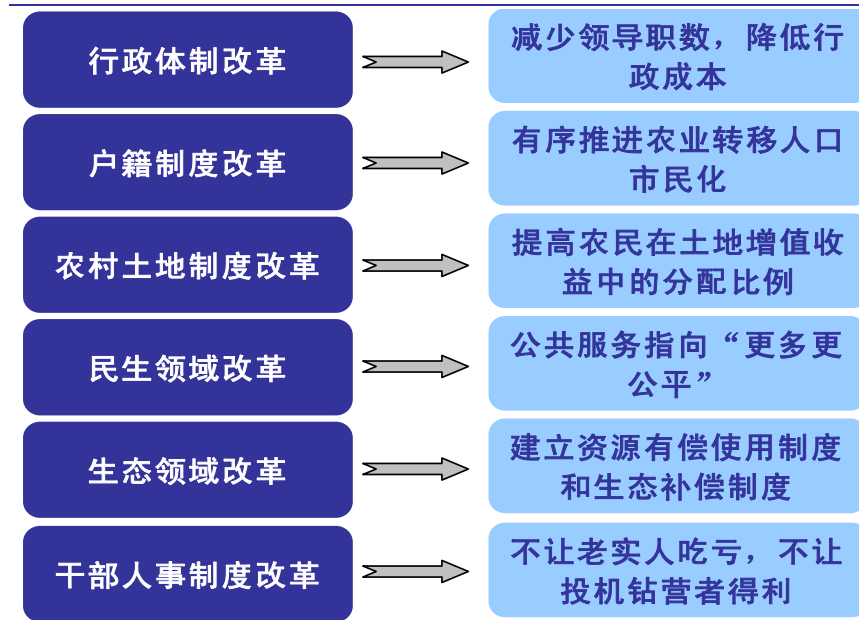


资料来源：美联储、申万研究

2.4 改革将逐步推进布局改革 释放动力

我们认为中国的增长潜力很大，但需要通过改革予以释放。从十八大报告看，目前推进改革的大环境已经具备。比如十八大报告中也力推改革，其中提到了六大改革，分别是行政体制改革、户籍制度改革、农村土地制度改革、民生领域改革、生态领域改革、干部人事制度改革。

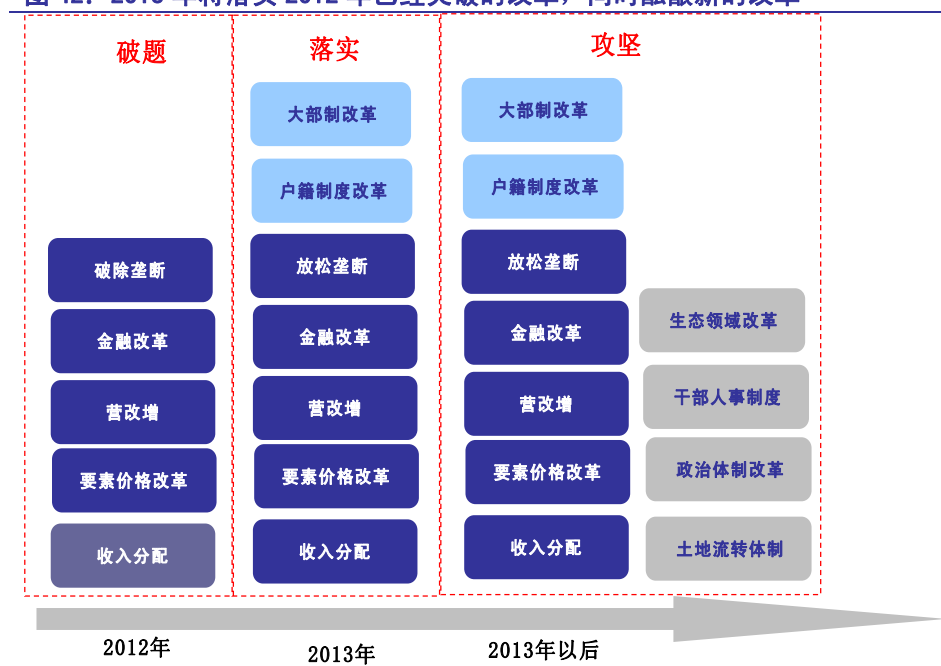
图 41：十八大报告中提及的六大改革



资料来源：新华网、申万研究

同时改革需要逐步推进，不能眉毛胡子一把抓，我们认为 2013 年将落实 2012 年已经破题的改革，同时酝酿新的改革，比如大部制改革和户籍制度改革等，但是对于土地流转制度改革，我们认为需要到 2013 年之后才能看到。

图 42：2013 年将落实 2012 年已经突破的改革，同时酝酿新的改革



资料来源：申万研究

从具体的时间看，我们认为需要到 2013 年下半年的三中全会才能看的更清楚些。从历史上的七中全会看，三中全会是出台重大改革、决定改革方向的重大会议。

表 6：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）
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》	《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》	《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 发展第十个五年规划的建议》	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”规划和 2010 年远景目标的建议》
		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》
六中 全会	文化、精神文明 建设等		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

2.5 最看好的三条产业链

根据此前的分析，从宏观自上而下的角度，我们最看好三条产业链：基础设施、服务业以及装备产业链。

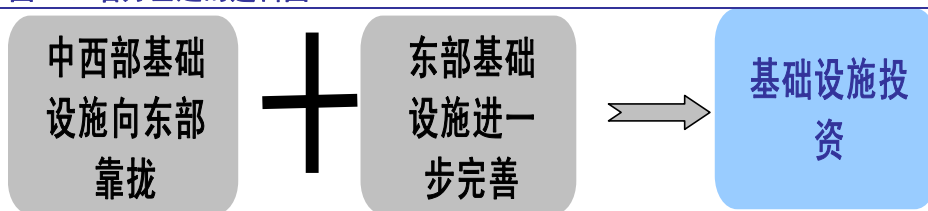
（1）基础设施：水利、电力、环保、高铁、轨交、电信、保障性住房

其中，高铁和轨交主要是配合城镇化建设进行的，从今年下半年可以看到高铁、轨交重现加速迹象，未来随着城镇化的提高，还有很大发展空间。

水利主要受益于农业现代化建设的要求，预计 2013 年的中央一号文件会是有关农业现代化的内容，那么水利将获得大的发展空间。

电力、电信、环保、保障性住房主要是受益于新型城镇化建设。

图 43：看好基建的逻辑图



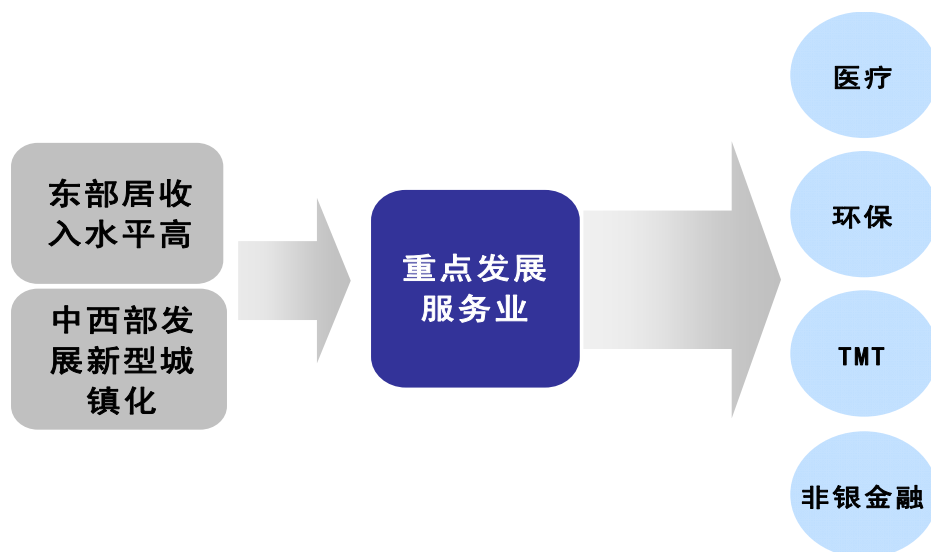
资料来源：申万研究

（2）服务业：医疗、环保、TMT、非银金融

其中，医疗是我们长期看好的行业，一方面受益于医改，另一方面受益于人口老龄化。

非银行金融主要受益于金融改革，因为在利率市场化过程中，非银行金融的重要性会逐步提高。

图 44：看好服务业的逻辑图

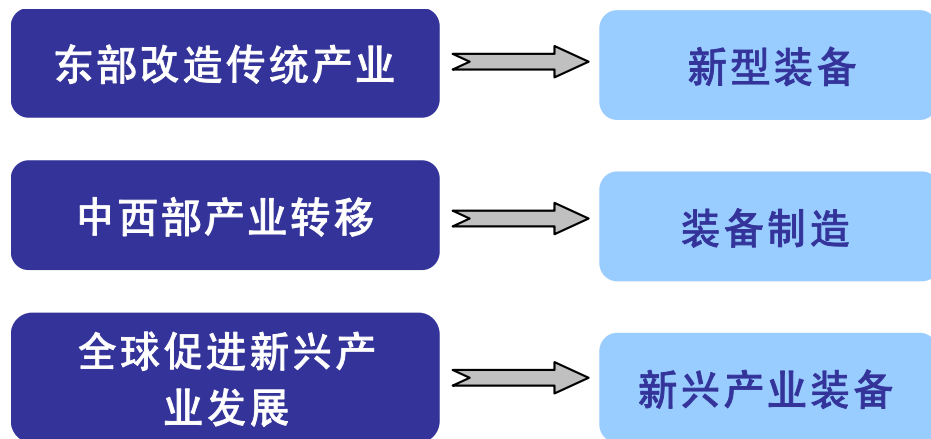


资料来源：申万研究

(3) 装备：改造传统产业以及新技术相关的装备

装备是我们在重化工行业中相对看好的一个产业，既包括新兴产业有关的装备，也包括改造传统产业有关的装备，以及农业现代化所需的农业机械装备。

图 45：看好服务业的逻辑图



资料来源：申万研究

3. 展望 2013

展望未来中国经济，仍然面临风险，但是我们认为总体风险可控。GDP 继续在“L”型底部波动，预计全年增长 7.8%，维持前低后高的格局；物价总体维持低位，预计 CPI 和 PPI 分别上涨 2.7% 和 0.5%；政策方面，我们认为政策将维持中性偏宽松格局。上半年的风险在增长，4 月决断，下半年的风险在通胀，10 月决断。

3.1 2013 年中国经济的三种情形

根据对明年国内外主要可能事件的发展动向的情景分析，我们对 2013 年的经济发展存在以下三种猜想。总体来看，我们认为中国经济弱复苏的可能性更大。

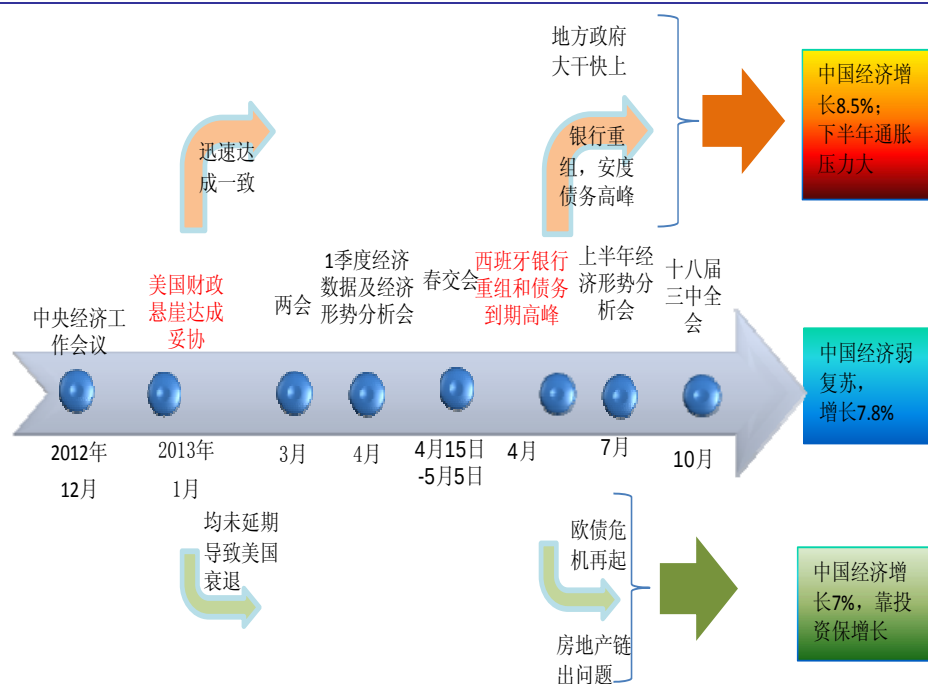
第一种，如果明年美国财政悬崖问题迅速达成一致，西班牙银行重组安全度过债务高峰，国内政府大干快上，预计中国的经济将维持 8.5% 的增长，而下半年通胀压力有所增加。

第二种，是较为中性的情形，美国财政悬崖达成妥协，西班牙银行重组和债务高峰也都会解决，但是可能会有波折，进而对我国出口、外商直接投资等产生影响。在此情况下，我们认为明年经济增速为 7.8%，经济维持弱复苏。

第三种，美国财政悬崖没有达成一致，没有延期导致美国陷入衰退；欧债危机问题又重新卷土重来，地产产业链再出问题。中国经济 7%，非常陡峭的前低后高，政府仍会依赖投资保增长。

我们的观点认为，发生第二种情形的概率更大，中国经济维持弱复苏的格局。上半年的风险在增长，4 月决断，下半年的风险在通胀，10 月决断。

图 46：2013 年中国经济增长的三重情景分析



资料来源：申万研究

3.2 世界经济更坏的可能性不大

根据市场一致预期以及国际组织对明年的预测,明年的中国和世界经济形势将好于今年,呈现前低后高的走势。我们并不悲观,但与市场和国际组织相比更为谨慎,认为世界经济的复苏力度可能较弱,预计从今年的 2.9%上升至 3.2%;主要因为当前世界处于去产能和去杠杆的过程中,短期难以找到带动经济强劲增长的动力。

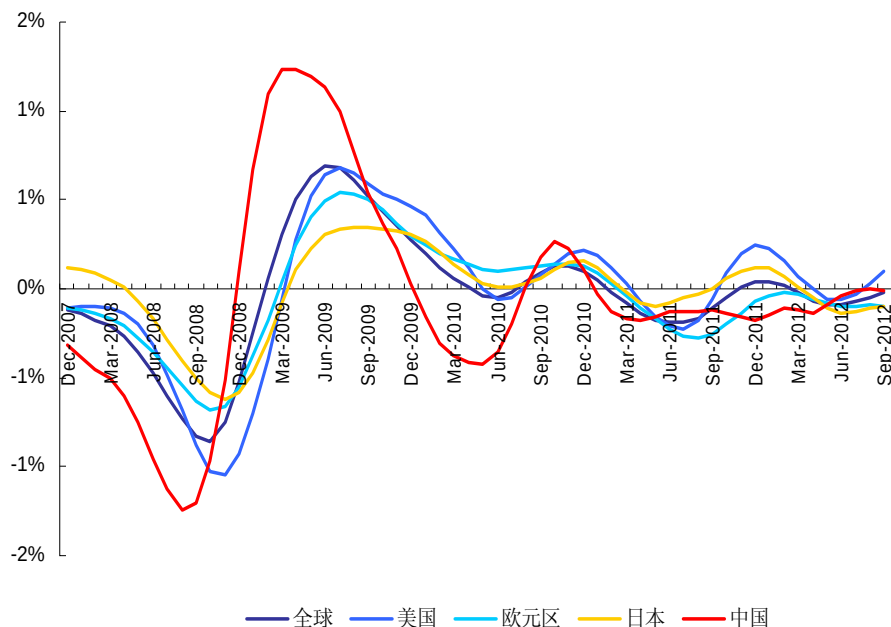
表 7: 世界经济同比增速的预测表明,明年将好于今年,前低后高

	2012E	2013E	2013. 1Q	2013. 2Q	2012. 3Q	2013. 4Q
彭博一致预期	2.2	2.6	2.1	2.4	2.7	3.0
IMF	3.3	3.6	3.5	3.5	3.7	3.8
世界银行	2.5	3.0				
申万	2.9	3.2	3.0	3.2	3.3	3.4

资料来源: 彭博、IMF、世界银行、申万研究

根据 OECD 领先指标领先工业生产三个月的经验,2012 年四季度的全球工业生产下滑速度将趋缓,我们预计将在 2013 年第一季度迎来拐点,如果欧美政府能采取切实有效的措施来解决美国财政悬崖问题和欧债问题、达成银行联盟乃至财政联盟,那么全球最大的两个风险会在 2013 年 3、4 月有效缓解,我们预计全球经济将在二季度开始逐步好转。

图 47: 从 OECD 领先指标来看,全球经济也有望好转

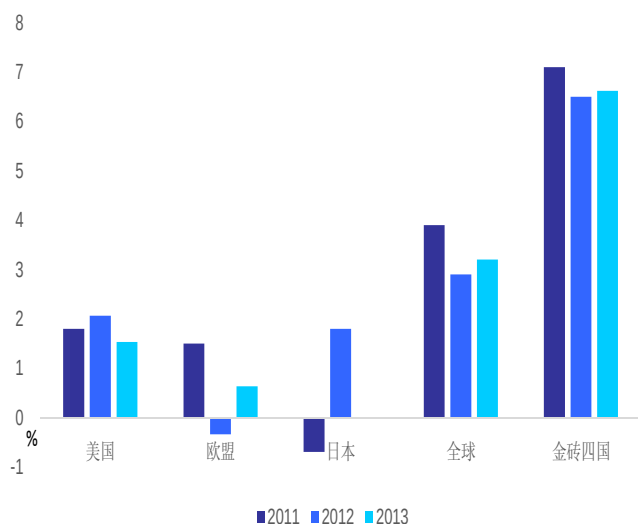


资料来源: CEIC, 申万研究

3.2.1 欧洲正步入U型复苏

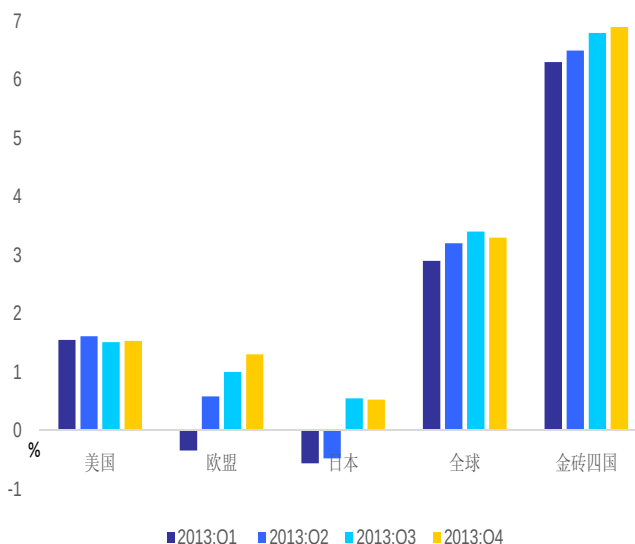
2013 年，全球经济的复苏主要依赖新兴市场，以及欧洲能否走出衰退，我们更倾向于弱复苏。

图 48：欧洲可能好于预期，日本低于预期，新兴市场是最
大推动力



资料来源：CEIC，申万研究

图 49：从同比增速来看，全球经济将呈现前低后高的格局



资料来源：CEIC，申万研究

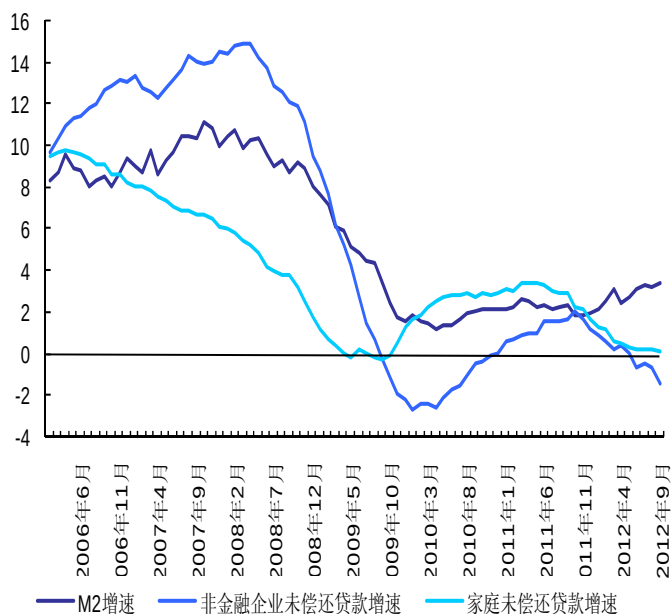
我们对明年主要经济体及其风险的预测如下：

- 1) 美国 GDP 增速将从 2012 年的 2.1% 回落至 1.5%，主要受到白宫和国会对峙局面将导致财政悬崖拖延、拖累个人消费和投资；环比来看，美国经济将呈现前低后高的复苏趋势，主要提振来自于个人资产负债表的修复和房地产市场的持续回暖。
- 2) 日本经济增长停滞，不容乐观。自 2012 年二季度以来，日本经济明显下滑，三季度增速一度跌至-3.5%，2013 年恐面临增长停滞的风险，主要因为外需恢复缓慢，导致出口导向型的日本经济增长动力不足，而国内灾后重建带动的短期刺激难以为继、效用递减，经济缺乏新的催化剂。即使日本央行已经连续九次实施货币宽松，但对于已陷入“流动性陷阱”的日本经济来说，提振效果仍不明显。
- 3) 欧元区经济可能否极泰来，好于预期。随着 2012 年下半年降息、无限量购债计划（OMT）以及欧洲稳定基金（ESM）逐步发挥作用，欧债危机 2012 年下半年已开始缓解，加上西班牙银行重组顺利实施以及可能形成的欧洲银行联盟乃至财政联盟，这样将理顺货币政策的传导机制，形成财政政策的约束机制，应该能安度明年 4 月的债务到期高峰，而银行调整负债表的压力有所减轻，欧洲信贷将呈现恢复性增长，

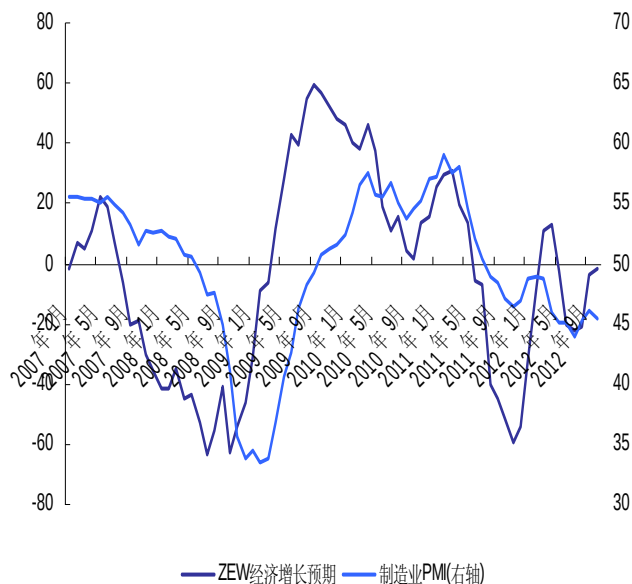
加上刺激基础设施投资等政策，欧洲经济有望走出衰退，在 2012 年 -0.3% 的低基数上反弹 0.8%。欧洲 PMI 持续反弹、ZEW 经济增长预期开始好转，也进一步验证了这一趋势。

图 50：欧元区货币供给已趋宽松，信贷有望底部回升

图 51：欧元区领先指标显示，有复苏迹象，但还不稳固



资料来源：bloomberg，申万研究



资料来源：bloomberg，申万研究

3.2.2 财政悬崖不会成为悬崖

美国财政悬崖现在是美国面临的重大风险。我们认为，财政紧缩是不可避免的，预计民主党人奥巴马领导的白宫和共和党人把持的国会将在 2012 年底左右进行妥协，达成初步的协议，而解决办法无非是“开源”和“节流”。所谓“开源”，即对富人征税和取消部分税种，增加政府税收收入；所谓“节流”，是指削减包括医疗保险（Medicare）和医疗补助（Medicaid）在内的社会福利等支出，减少政府赤字。

我们将“财政悬崖”分为六部分，其中工资税中的社保税减免、高收入者的税收减免可能不再延长，反而会对年收入超过 100 万美元以上的人提高税率，自动减赤无法避免但可以通过延期等方式来缓冲其对政府支出乃至经济的影响，具体分析如下：

（1）工资税很可能不再延期，因民主党和共和党并未提议延期；

（2）对富人的税收优惠将终止，很可能对年收入不少于 100 万的富人征税，这是奥巴马一贯的主张。

(3) 自动减赤机制属于强制实施，这是奥巴马 2011 年 8 月初提高债务上限、2011 年 11 月未能达成减赤协议所必须付出的代价，只能通过推延来抵消部分影响，无法完全抵消其影响。

表 8：我们对财政悬崖各部分的判断

	如不延长，支出 减少额(亿美元)	基准假设下，支 出减少额(亿美元)	我们预估延长的 概率	民主党主张	共和党主张
工资税中的社保税减免	1260	1260	20%	不延长	不延长
紧急失业救济	400	0	70%	延长	延长
《平价医疗法案》的个税	240	0	年底前 30%， 2013 年 70%	延长	不延长
中低收入者税收优惠	1360	0	90%	延长	延长
高收入者税收优惠	560	200	30%，折中地对 100 万以上人群 不再延长的概 率为 70%	不延长	延长
替代最低税率	1030	0	80%	延长	延长
自动减赤机制	780	300	20%，推迟实施 的概率为 60%， 通过预算节余 部分抵消的概 率为 20%	延长	延长
支出削减总规模	5630	1760			
支出削减总规模/GDP	3.50%	1.10%			

资料来源：美国国会预算办公室（CB0），申万研究

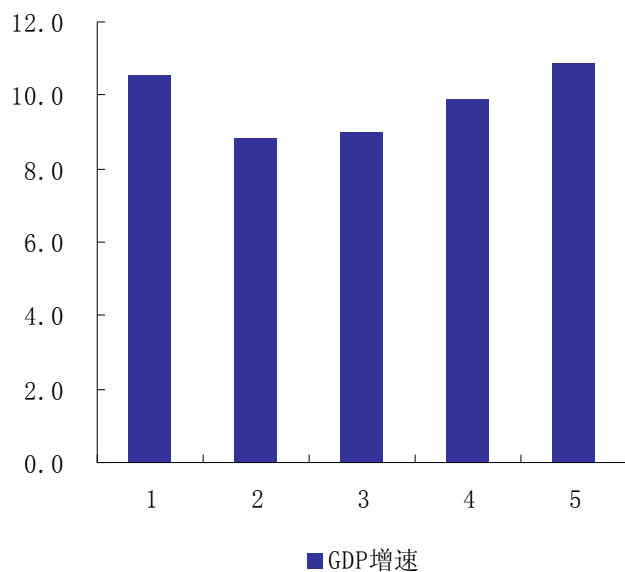
3.3 中国经济的积极变化

从中国政治周期的历史情况看，2013 年是换届年，经济增长并不会很差；同时，固定资产投资也不会很低。

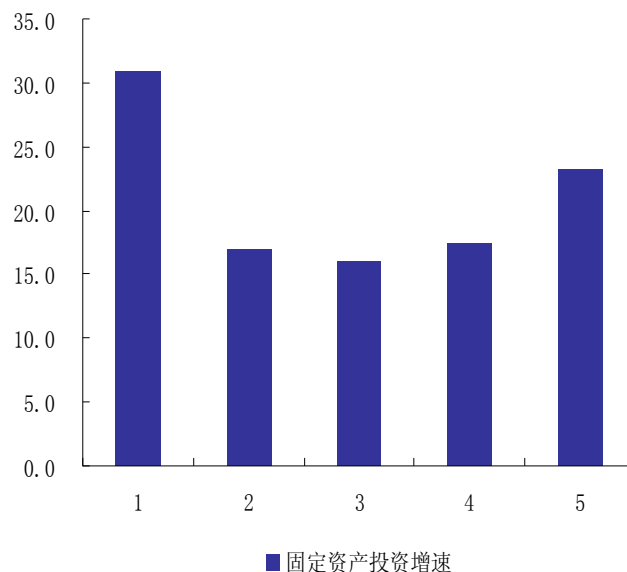
而当前的经济数据和实际经济运行情况也表明，我国经济正发生积极的变化。包括（1）投资企稳回升，尤其是基础设施投资增速持续提高；（2）出口企稳回升，尤其是对欧盟的出口降幅收窄；（3）消费企稳回升，除了地产相关消费类别外，必需品消费也企稳。

图 52：1988 年以来五年政府任期中 GDP 平均增速

图 53：1988 年以来五年政府任期中投资平均增速



资料来源：CEIC，申万研究

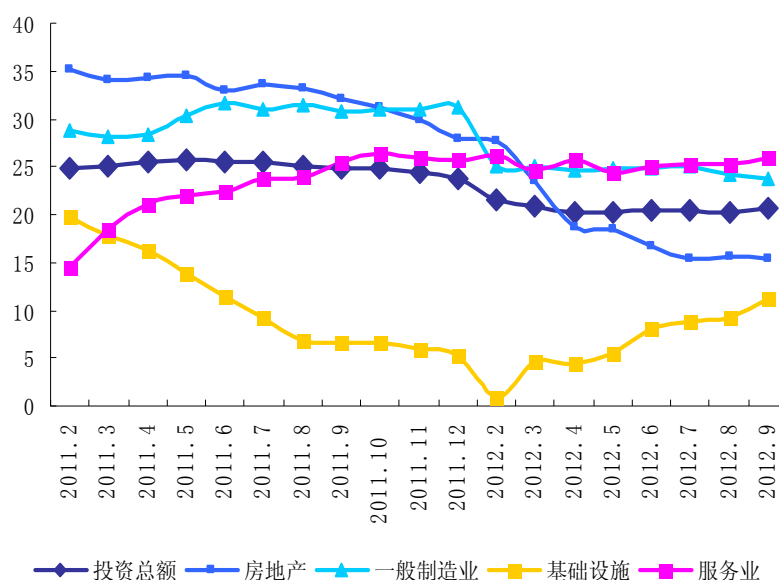


资料来源：CEIC，申万研究

3.3.1 投资接力的可能很大

今年以来，表现较好的是基础设施投资，累计增速从今年 1-2 月份的-2.4% 提升至 10 月份的 14.1%；而制造业投资从年初大幅回落之后，保持相对平稳增长；房地产投资逐步下行，到 8 月份企稳；服务业投资小幅回升。2012 年固定资产投资增速预计为 20.5%左右。

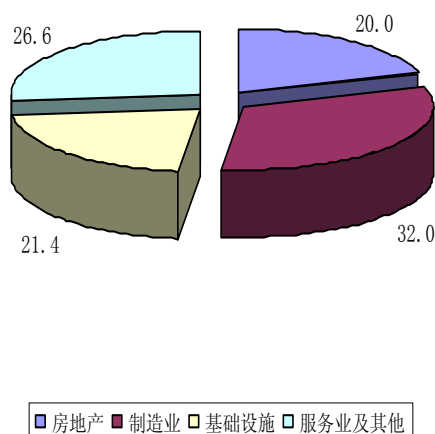
图 54：四大类投资增速



资料来源：CEIC，申万研究

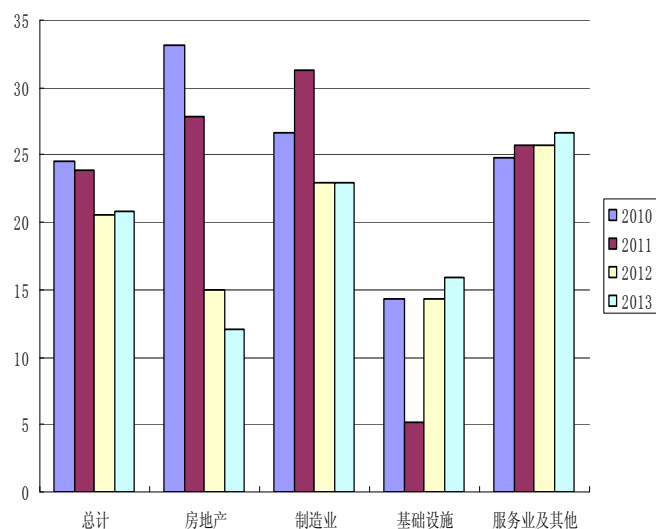
2013 年投资接力的可能性很大。从结构看，基础设施投资和服务业投资有望比今年继续提升，基础设施投资增速的提升，主要来自十二五相关项目的带动。考虑到目前房地产新开工虽有回暖，但仍处于底部，预计房地产投资增速将从 2012 年的 15% 回落至明年的 12% 左右；制造业去产能压力大，预计 2013 年的制造业投资增速将保持平稳，约为 23% 左右。预计 2013 年投资增速有望小幅提升至 20.8%。

图 55：2011 年四大类投资占比



资料来源：CEIC，申万研究

图 56：2013 年四大类投资增速预测

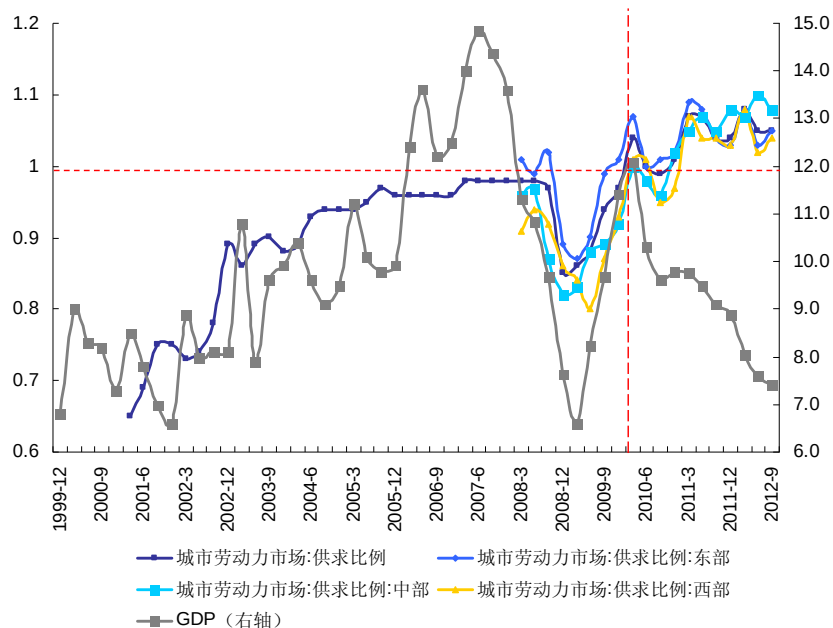


资料来源：CEIC，申万研究

3.3.2 就业状况比 2008 年要好

从劳动力供求比指标看，当前就业情况好于 2008-2009 年。2010 年之前，GDP 增速和劳动力供求比具有较强的正相关性，就业随着经济的好转而增加，随着经济的下滑而减少。2010 年后，这种关系发生了很大的转变，GDP 增速和劳动力供求比的关系开始变弱，呈一定的负相关关系。经济逐步下滑，但是劳动供求比例却维持在高位。如果按照我们的预测，明年经济比今年略好，则预计明年就业状况不会进一步恶化。

图 57：经济下滑，但劳动供求比例维持高位



资料来源：CEIC，申万研究

3.3.3 电子商务显示的消费能力

我国消费形式正不断发生积极的变化，网上消费迅猛提升，电子商务引领的消费能力大幅提振。以“双十一”消费为例，淘宝和天猫共实现 191 亿元的消费金额。

而今年十一黄金周引发消费狂潮，9 月 30 日至 10 月 7 日全国重点监测零售和餐饮企业销售额 8006 亿元，比 2011 年国庆黄金周期间增长 15% 左右，表明旅游消费增加幅度和潜在发展空间巨大。

图 58：2012 年黄金周消费火爆

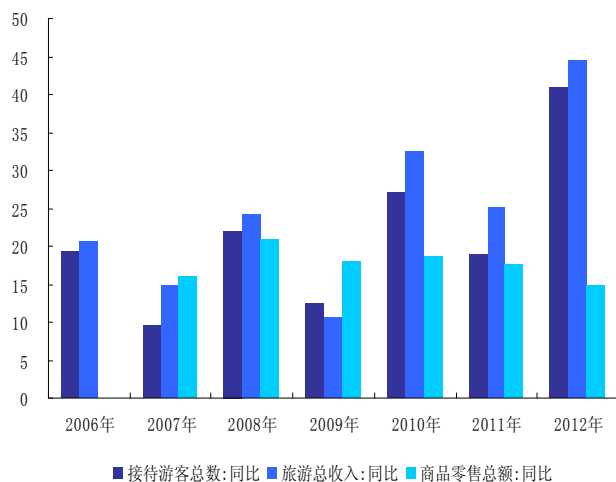


图 59：2012 年黄金周交通拥堵



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

3.4 中国经济增长预测

中国经济已经完成“L”型一竖的过程，正在走一横的过程，并显示出在底部波动的特征。

我们预计中国经济有望中速增长，波动平稳，明年的经济增速为 7.8%，比今年略有提升。

工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速、进出口增速等指标均比今年有所好转。

2013 年 CPI 增幅预计为 2.7%，PPI 将转负为正，年均 0.5%。货币政策方面维持两次降准、一次降息的判断。人民币兑美元汇率预计小幅升值至 6.2。

表 9：申万对中国主要经济指标的预测

指 标	2009	2010	2011	2012F	2013F
GDP：实际（%）	9.1	10.3	9.2	7.7	7.8
工业增加值增速（%）	11	15.7	13.9	10	10.1
固定资产投资增速（%）	30.5	24.3	23.8	20.5	20.8
社会消费品零售总额增速（%）	15.5	18.3	17.1	14.1	14.3
出口（%）	-16	31.3	20.3	7.8	8
进口（%）	-11.2	38.7	24.9	4.8	7.8
贸易差额（亿美元）	1961	1831	1551	2157	2366
居民消费价格指数（CPI）	-0.7	3.3	5.4	2.7	2.7
生产资料价格指数（PPI）	-5.4	5.5	6	-1.7	0.5
一年期存款利率（%）	2.25	2.75	3.5	3	2.75
一年期贷款利率（%）	5.31	5.81	6.56	6	5.75
人民币贷款余额增速（%）	31.7	19.9	15.8	15.5	14
M2（%）	27.7	19.7	13.6	13.7	13.1
人民币/美元（年末）	6.83	6.62	6.3	6.3	6.2

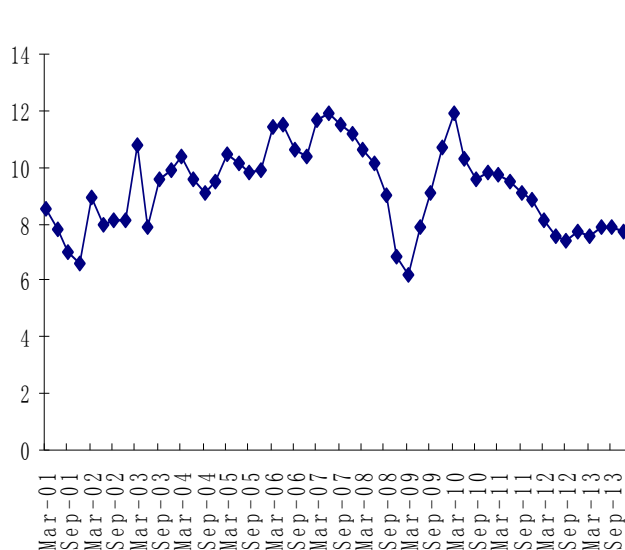
资料来源：CEIC，申万研究

我们预计，明年中国经济维持前低后高的走势，四个季度 GDP 同比增速依次为 7.6%、7.9%、7.9%和 7.7%，全年 GDP 增速为 7.8%，略好于今年预计的 7.7%。

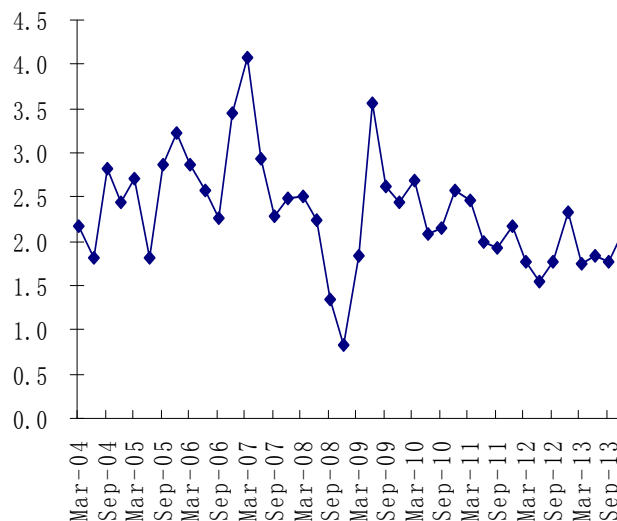
GDP 的环比同样维持前低后高的走势，预计 1-4 季度 GDP 环比增速分别为 1.7%、1.8%、1.8%和 2.1%。

图 60：中国 GDP 同比增速

图 61：中国 GDP 环比增速



资料来源：CEIC，申万研究



资料来源：CEIC，申万研究

3.5 中国经济预测

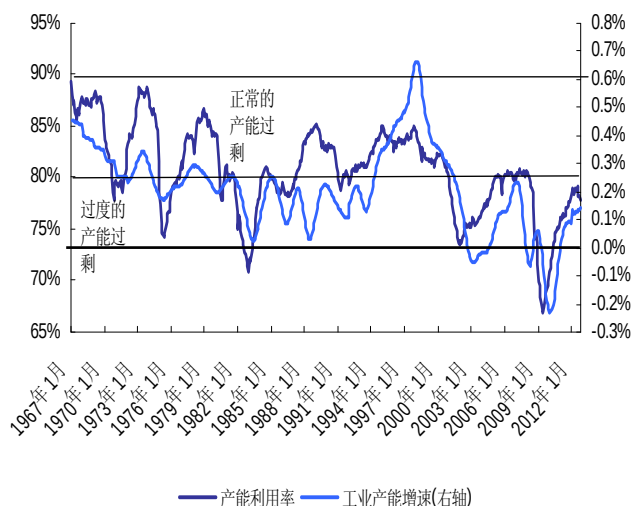
3.5.1 中国经济去产能

毫无疑问，目前全球和中国经济均处在去产能的过程中。但从去产能的特点看，略有差异。

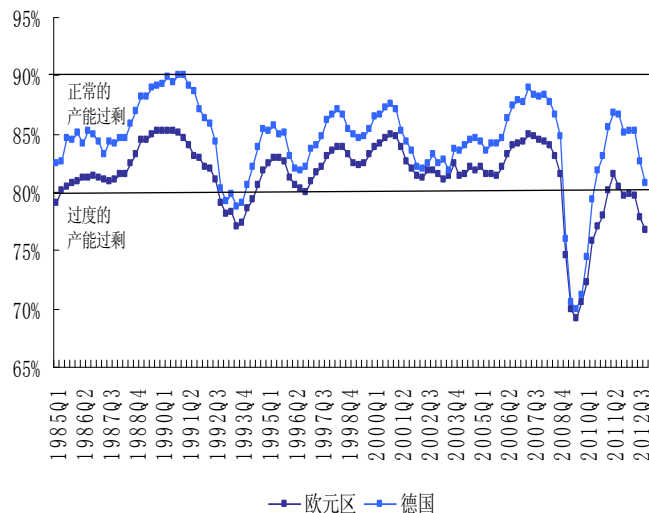
国外经济去产能的特点：经济危机时，需求不足，企业产能利用率下降，带动产能增速下降，直接将过剩产能去掉。

图 62：美国产能利用率及产能增速

图 63：欧元区和德国的产能利用率



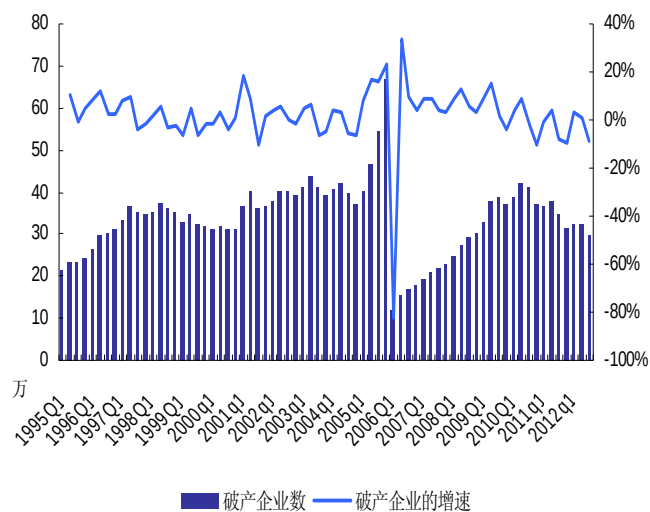
资料来源：CEIC，申万研究



资料来源：CEIC，申万研究

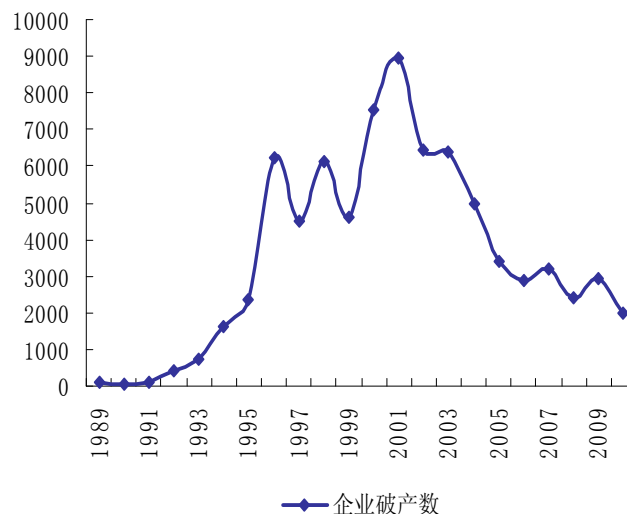
在中国缺少权威准确的衡量产能的数据的情况下，我们用破产企业的数量间接衡量去产能情况，发现在2008-2010年，中国破产企业的数量并没有明显上升，这说明中国企业并没有直接去产能，而是保留产能，通过需求慢慢消化。这必然带来的后果是，企业价格维持低位，整体通胀水平较低，盈利相对较差。

图 64：美国申请破产的企业数量



资料来源：CEIC，申万研究

图 65：中国破产企业数量

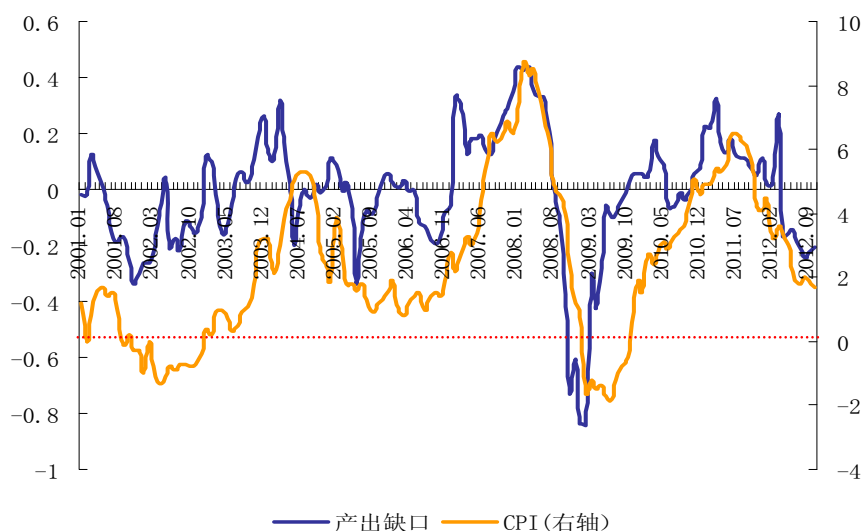


资料来源：CEIC，申万研究

3.5.2 通货膨胀预测

中国去产能过程中价格将保持低位。从产出缺口和通胀的关系看，在产出缺口维持低位的情况下，通胀水平维持低位。

图 66：去产能过程中价格将保持低位



资料来源：CEIC，申万研究

明年将是猪肉价格的上涨周期，将拉升食品价格和 CPI 涨幅，但有利的因素是目前的供给量处于相对高位。

图 67：2013 年猪肉价格走势预测

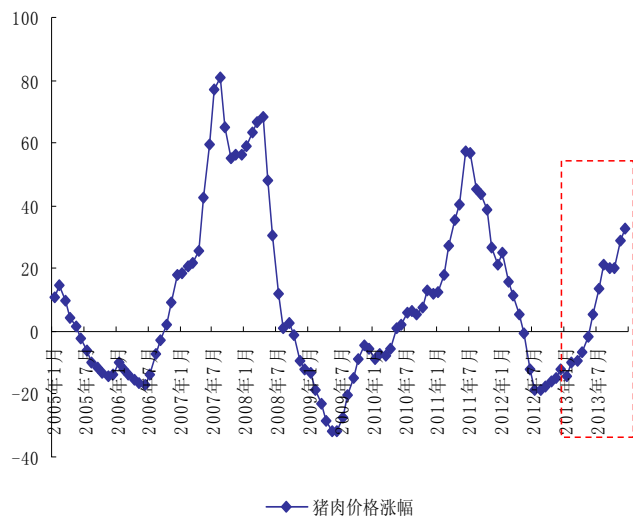
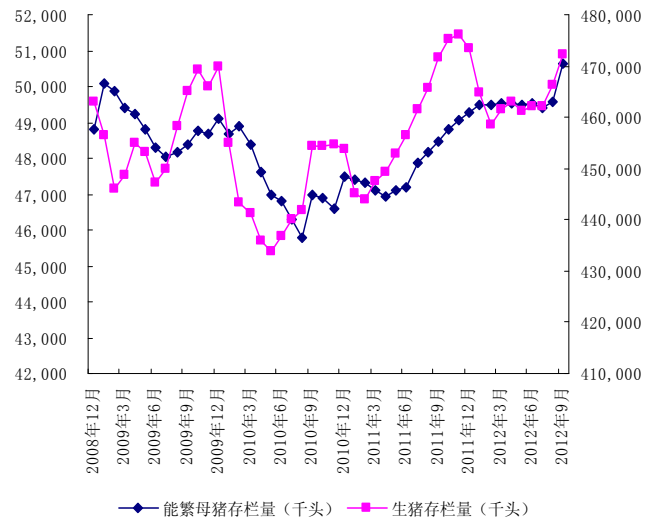


图 68：生猪和能繁母猪供给量



资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

预计明年通胀将呈现前高后低的格局，全年 CPI 涨幅预计为 2.7%，其中，食品和非食品涨幅与今年相同，分别增长 4.8% 和 1.7%。从月度价格走势看，食品价格整体上呈前低后高的走势，非食品价格基本稳定。翘尾因素为 2.1%，新涨价因素为 0.6%，低于 2012 年。

根据我们的预测，明年 10 月份之后，CPI 会在 3% 以上，因此 2013 年第三季度前不用担心通胀。

表 10：CPI 及其组成部分

	CPI	食品	非食品	翘尾因素	新涨价因素
2003	1.2	3.4	0.1	0.2	1.0
2004	3.9	9.9	0.8	2.2	1.7
2005	1.8	2.9	1.2	0.8	1.0
2006	1.5	2.3	1.0	0.5	1.0
2007	4.8	12.4	1.1	1.8	3.0
2008	5.9	14.6	1.5	3.4	2.5
2009	-0.7	0.8	-1.4	-1.2	0.5
2010	3.3	7.2	1.4	1.3	2.0
2011	5.4	11.8	2.6	2.6	2.8
2012	2.7	4.8	1.7	1.5	1.2
2013	2.7	4.8	1.7	2.1	0.6

资料来源：Wind，申万研究

根据我们的预测, 明年 10 月份之后, CPI 会在 3% 以上, 因此 2013 年第三季度前不用担心通胀。

图 69: 食品与非食品价格走势

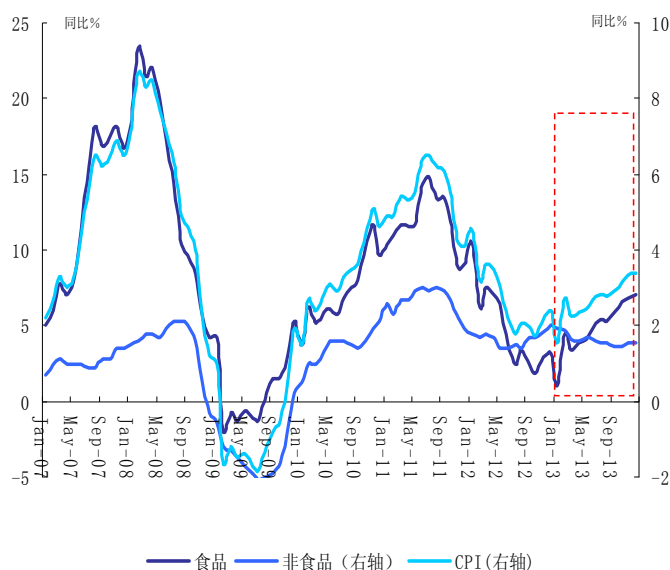
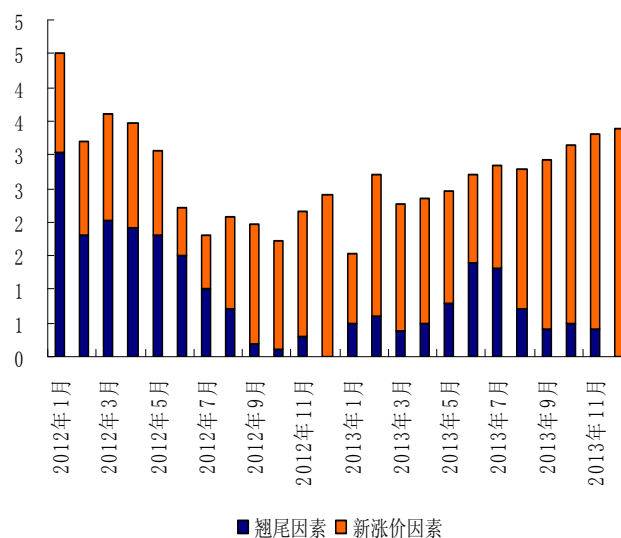


图 70: CPI 的翘尾和新涨价因素



资料来源: Wind, 申万研究

资料来源: Wind, 申万研究

PPI 与将从今年 10 月份开始, 呈现降幅逐渐收窄并转正的走势。2013 年 PPI 预计为 0.5%。

图 71: IMF 全球初级产品价格指数显示, 2012 年基数前高后低

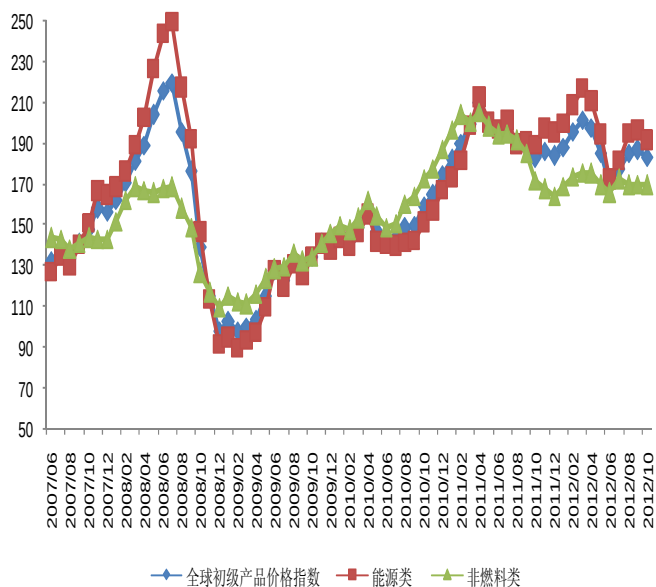
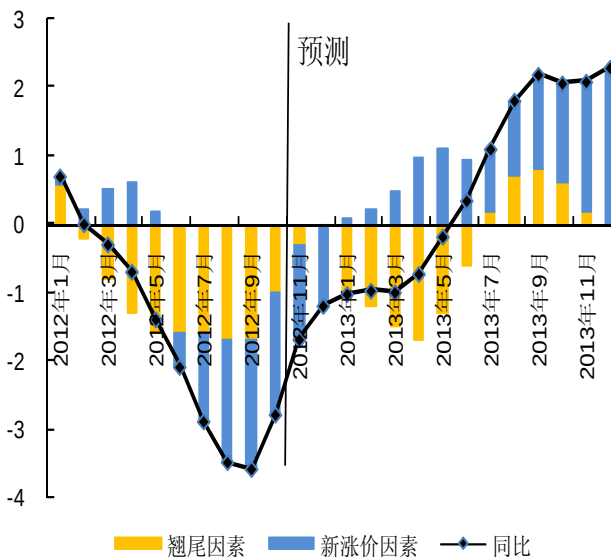


图 72: PPI 的翘尾和新涨价因素



资料来源: Wind, 申万研究

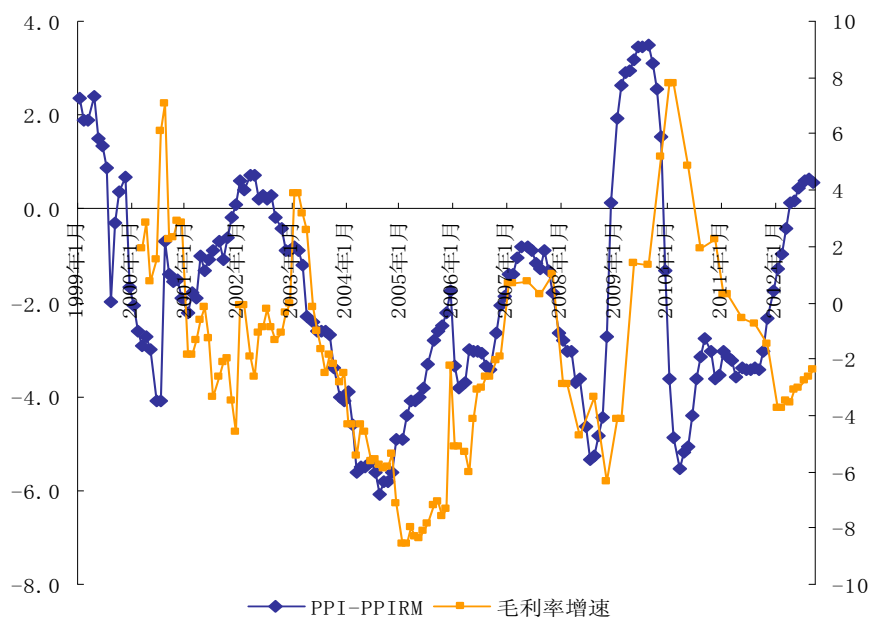
资料来源: Wind, 申万研究

3.6 企业盈利预测

去产能过程中利润维持低位，预计明年规模以上工业企业利润增速比今年略好，约为 5% 左右。

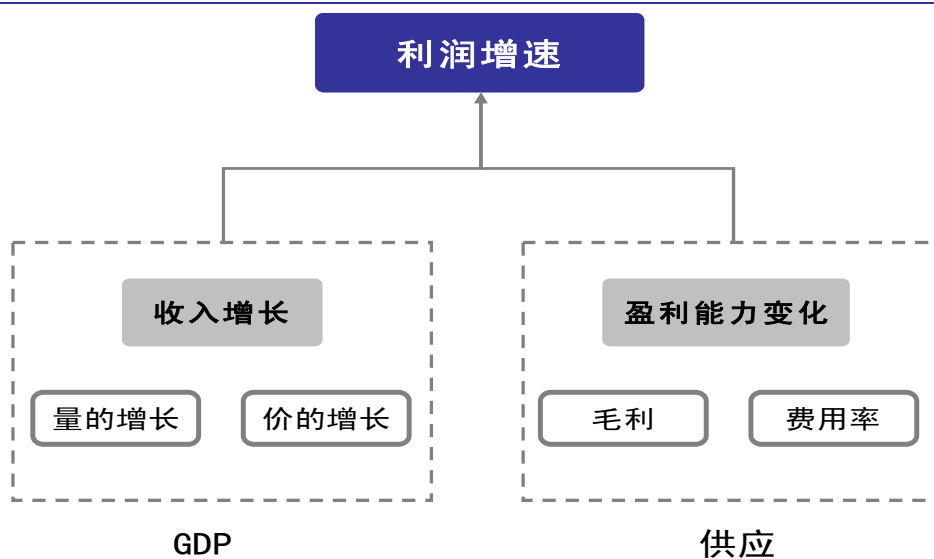
从贡献因素看，明年生产改善幅度不大，因此产量对盈利的贡献偏弱，带动盈利改善的主要因素是价格的提升带动的价差收窄，推动毛利率改善。

图 73：投入产出价差带动毛利率改善



资料来源：Wind，申万研究

图 74：利润的影响因素逻辑图

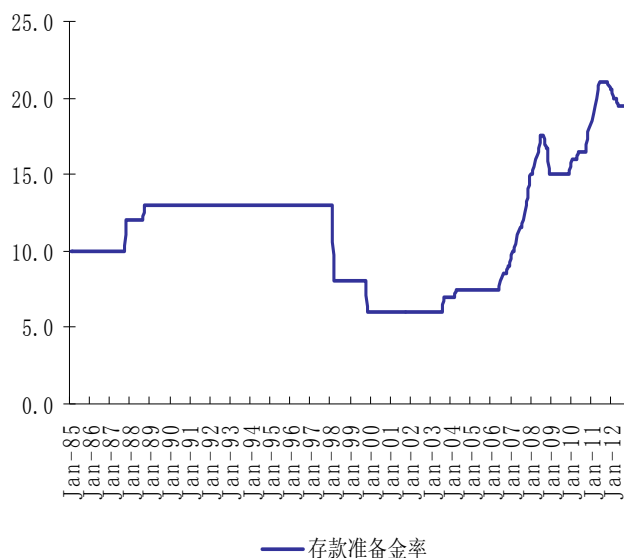


资料来源：申万研究

3.7 货币政策前瞻

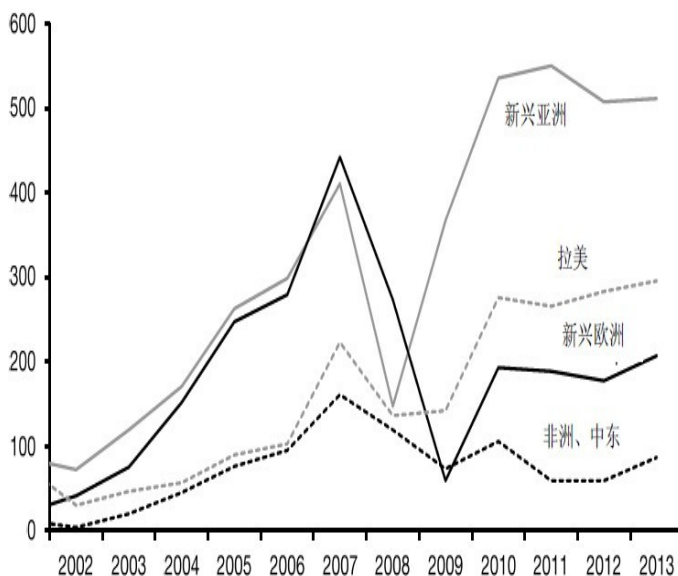
当前，我国存款准备金率仍处在高位，具有下调空间。预计明年全年新兴市场经济体保持资金流入，但由于后金融危机时期不确定性增强，资金进出越来越显示出高频变动的特征，避险和逐利的本质推动着资金跨境进出更加频繁。

图 75：中国存款准备金率



资料来源：CEIC，申万研究

图 76：2013 年私人资本流入新兴市场有望增加



资料来源：国际金融协会、申万研究

从国外的准备金率情况看，我国的准备金水平远高于国外，降准的空间巨大。此外，考虑到未来资金流动仍存在较大的不确定性、经济仍在底部徘徊，保增长仍需要加大政策支持力度。因此，我们预计 2013 年底之前将降准 2 次。

表 11：各国存款准备金率对比

欧洲经济货币联盟 (EUM)	当前需存缴 2% 的法定准备金率的有：1、存款：隔夜存款，2 年内到期的存款，可赎回的 2 年内到期存款；2、2 年内到期的债务性证券；3、货币市场票据。
	不需要存缴法定准备金率的有 ：1、存款：超过 2 年到期的存款，可赎回的超过 2 年到期的存款；2、超过 2 年到期的债务性证券；3、回购协议。
瑞士	当前需存缴 2.5% 的法定准备金率的有：1、银行即期可支付负债或 3 个月内到期的银行负债；2、20% 的以储蓄和投资形式的顾客负债（除被占用的养老基金）；3、银行即期支付的负债和三个月内到期的中期银行票据；4、3 个月到期的货币市场票据。
日本	准备金率为 0.1% ：1、银行和长期信用银行的未偿付金融债券，2、未偿付的货币信托（含贷款信托）； 准备金率为 0.15% ：1、非居民日元账户负债（国际特殊的往来账户除外），2、从国际特殊的往来账户向其他账户结转余额。 采用渐进准备金率：1、银行存款、长期信用银行存款、新座银行存款、日本农林中央银行，2、外币计价存款；

其中采用渐进准备金率中，(1)超过 2.5 万亿日元定期存款准备金率为 **1.2%**，其他 **1.3%**；(2)1.2 万亿—2.5 万亿日元定期存款准备金率为 **0.9%**，其他 **1.3%**；(3)0.5 万亿—1.2 万亿日元定期存款准备金率为 **0.05%**，其他 **0.8%**；(4)50 亿日元—500 亿日元定期存款准备金率为 **0.05%**，其他 **0.1%**；(5)非居民外币计价存款准备金率 **0.15%**（国际特殊的往来账户除外）；(6)本国居民外币计价存款（国际特殊的往来账户除外）定期存款准备金率 **0.2%**，其他 **0.25%**；(7)日本农林中央银行定期存款准备金率 **0.05%**，其他 **0.1%**。

韩国

1、活期存款，储蓄存款，公司储蓄存款准备金率 **5.0%**；2、定期存款，零存整取存款，共同分期储蓄，房屋分期付款，出售的 CDs 存款准备金 **2.0%**；3、个人长期储蓄，住房贷款储蓄，长期住房储蓄存款的存款准备金率为 **1.0%**；4、非居民外国货币存款准备金率为 **1%**。

美国

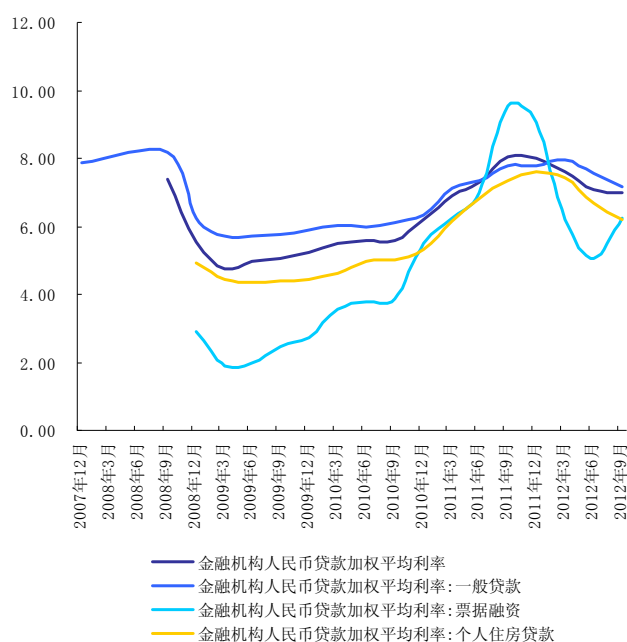
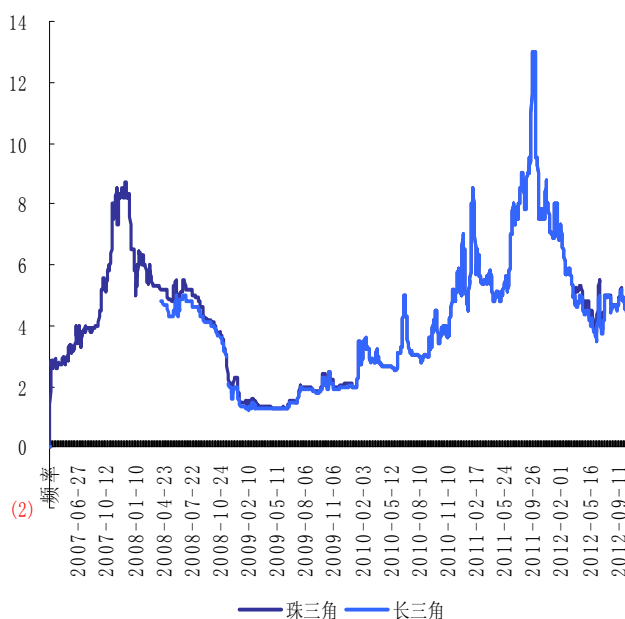
活期及临时性存款、可转让支付命令帐户（大额可转让提款单）、高流动性资金，具体：1、0—1070 万美元，**不缴纳**准备金；2、1070 万美元—5880 万美元，缴纳 **3%**的准备金；3、超过 5880 万美元的，缴纳 **10%**的准备金；4、非个人的定期存款，**不缴纳**准备金；5、境外企业和政府存款，**不缴纳**准备金。

中国

大型金融机构 **20.0%**，中小金融机构 **16.5%**。

资料来源：各国央行网站，申万研究

目前中国资金价格偏高，金融机构人民币贷款加权平均利率虽然较 2011 年出现回落，但是仍维持高位。而体现实际经济资金需求的长三角和珠三角票据贴现利率也较上半年有所增加。因此，需降息应对。预计 2013 年降息 1 次，时间窗口在上半年。

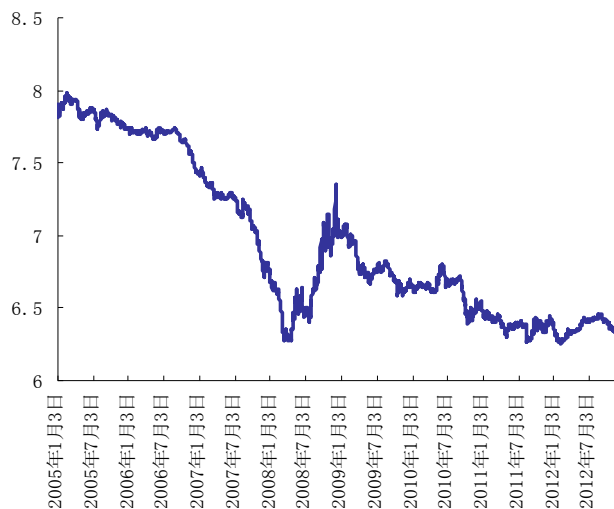
图 77：金融机构加权平均贷款利率**图 78：长三角和珠三角票据贴现利率**

资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：Wind、申万研究

由于人民币汇率已接近均衡水平，人民币大幅升值的概率不大，预计明年人民币汇率呈小幅升值走势，但是汇率波动幅度将增强。

图 79: NDF 走势



资料来源: CEIC, 申万研究

图 80: 人民币即期汇率

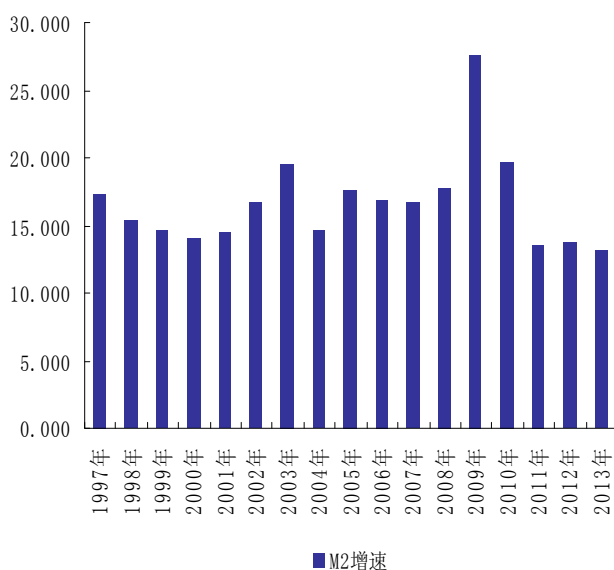


资料来源: CEIC、申万研究

我们预计 M2 为调控目标可能会有所变化, 央行更关注社会融资量。预计 2013 年 M2 增速将小幅回落至 13.1%, 低于今年 13.7% 的水平。

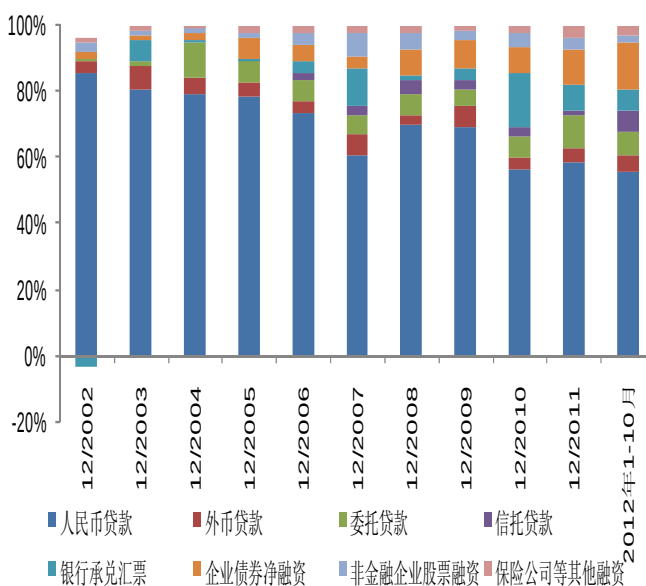
同时, 我国社会融资结构将持续优化, 尤其是企业发债和信托占比将上升。

图 81: 2013 年 M2 增速小幅回落



资料来源: CEIC, 申万研究

图 82: 社会融资结构发生变化, 发债和信托的占比上升



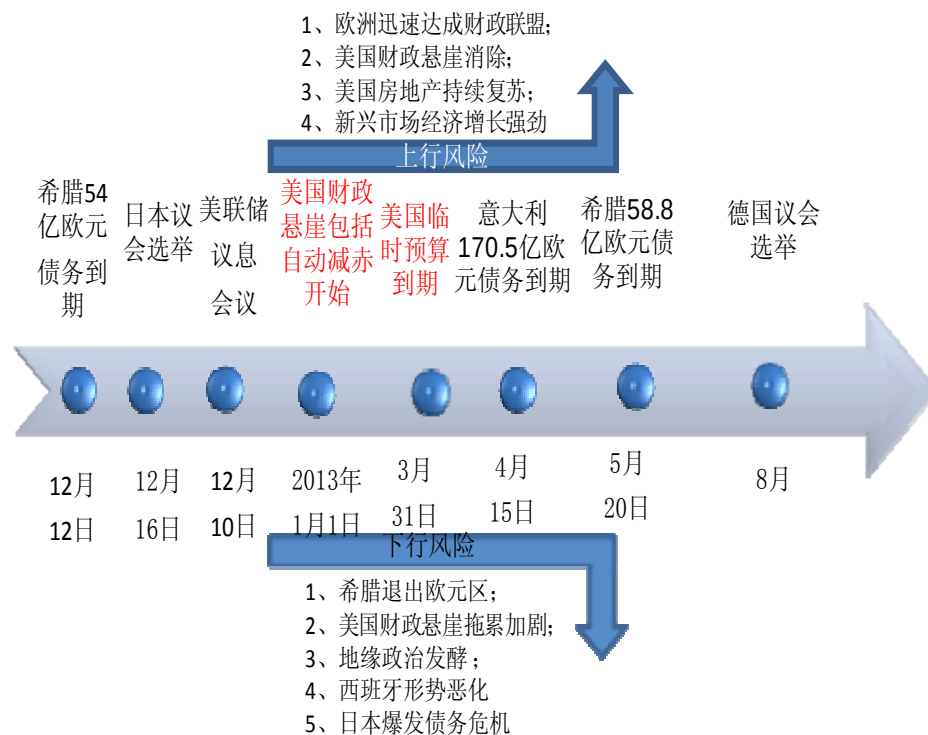
资料来源: CEIC、申万研究

3.8 值得关注的主要事件及时间点

未来国际的一些主要的经济、政治事件的发生将对我国经济运行产生极大的影响, 既有上行风险也有下行风险。

上行风险包括欧洲迅速达成财政联盟、美国房地产持续复苏、美国财政悬崖消除、新兴经济体经济增长强劲。同时，下行风险包括希腊退出欧元区、西班牙形式恶化、美国财政悬崖拖累加剧、日本爆发债务危机以及地缘政治发酵导致政局危机加剧。这些事件会对我国的出口，资金跨境流动产生影响，进而影响到国内政策的制定和实施。

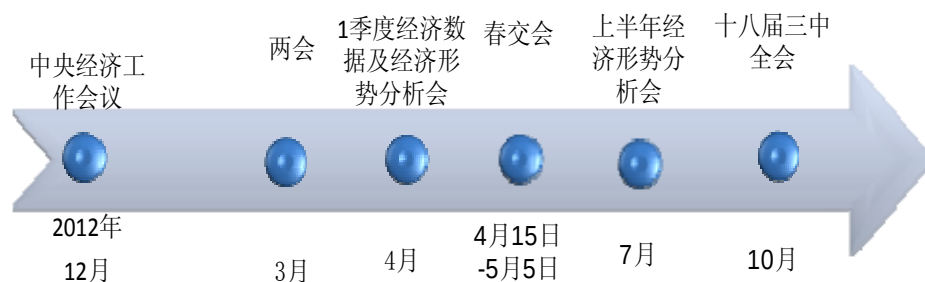
图 83：国际需关注的主要事件及时间点



资料来源：申万研究

明年国内主要事件需要关注 3 月份的两会，对明年全年经济工作进行部署；4 月公布 1 季度经济数据，确立我国经济形势；10 月份的三中全会，对未来几年经济发展进行定调。

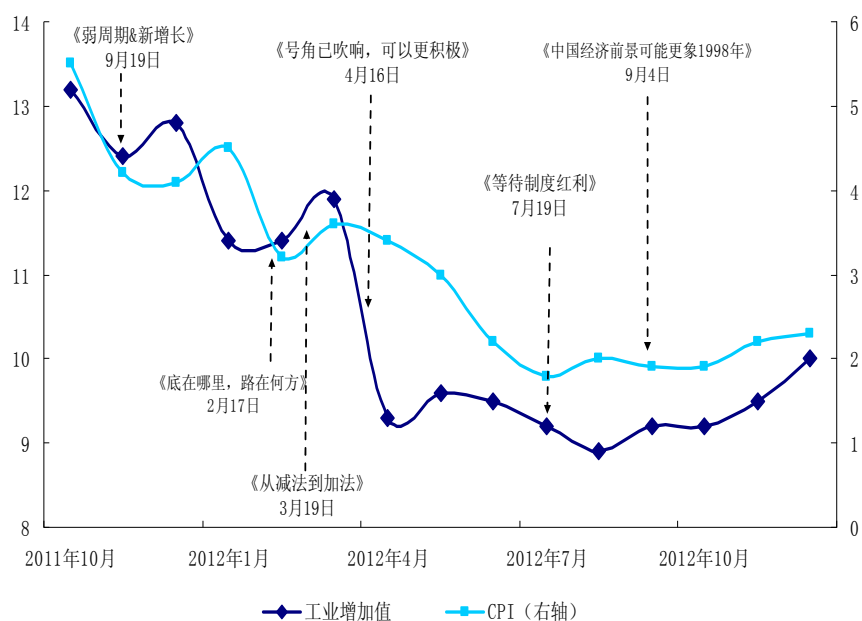
图 84：国内需关注的主要事件及时间点



资料来源：申万研究

附录：相关报告及主要观点

附图：相关报告及主要观点



资料来源：申万研究

附表：申万宏观相关报告

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 19 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。
底在哪里，路在何方	2012 年 2 月 17 日	基于对最新经济指标的分析，我们认为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

从减法到加法——
2012 年春季宏观报告

2012 年 4 月 23 日

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。

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。3、4 季度市场和政策力量一起推动经济向上。全年增长 8.5%，维持前低后高的格局。

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”。

等待制度红利——
2012 年下半年宏观经济报告

2012 年 7 月 19 日

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。与前几次改革相比，这次改革将向深水迈进，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

中国经济前景可能更
像 1998 年

2012 年 9 月 4 日

从中国经济当前面临的主要问题看，中国经济更象 1998 年。经济触底之后并没有回升，而是在底部持续了 5 年的时间。现在的企业和金融机构更多关注的是经济什么时候见底，而真正的应该重视的是经济在底部持续的时间。我们认为在找到的新的增长动力之前，今年中国经济 7 上 8 下的状况可能代表了未来的常态。去产能、消化金融风险、转变增长方式需要时间，上次用了 1998-2002 年近 5 年的时间，这次也可能需要 3-5 年。

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。