



证券研究报告·宏观深度

困境 突围 新生

——2013 年宏观经济报告

宏观经济

困境：兵临城下

当引领十年黄金增长的房地产市场化红利遇阻和 WTO 红利殆尽，中国经济内生增长动力疲弱。擅长供给管理的政府制造的产能过剩严重而持久。从供给管理到需求管理，转换之路漫长艰难，市场需要结构性出清。在内外交困中，中国经济的政策空间越显局促。财政收入趋缓，财政负担趋重。地方融资平台债务压力和土地出让金萎缩限制地方政府加杠杆空间。资产价格泡沫和自身财务约束也会限制银行信用再次无节制的扩张。我国企业整体负债率显著上升并居于世界前列，国企和大型企业更加明显，结构恶化。

突围：胜负难分

全球主要消费市场去杠杆和全球产业链再平衡是未来世界经济的基本特征。全球经济难以显著改善，外部需求持续低迷。扩大内需是中国经济繁荣的关键所在。消费受到储蓄与收入水平的限制会匀速增长，而新型城镇化被视为拉动投资与消费、解救中国经济围城的英雄。随着新型城镇化的推进，基础设施、房地产及相关制造业投资有望企稳回升，消费增加和消费升级也是逻辑的结果。但城镇化是中长期问题，体制性障碍和要素制约不可忽视，理想和现实还有差距。而较低通胀水平为积极财政政策和稳健货币政策预留了空间。

新生：源自变革

新中国 60 多年历史告诉我们，每当经济遇到重大困难，都是靠市场力量来推动经济增长，靠改革来释放经济活力以度过难关，开启经济新时代。市场力量是解决经济困局的唯一力量。虽然中国的中长期增长潜力仍很可观，城镇化、工业化、信息化和农业现代化还有很大进步空间，但目前制约因素不可小觑。经济动力依旧不足，私人投资和消费热情仍未被点燃，政府债务泡沫和地产泡沫越吹越大，以贫富差距拉大、机会不均等为代表的社会问题和行政成本高、贪污腐败为代表的政府管理问题积重难返，体制性的垄断和脆弱的民营经济、强势的金融业与弱势的企业特别是中小企业的矛盾依旧突出。

不改革，无新生。明年是中央提出市场经济二十周年，我们祈盼在经济与社会管理领域推进重大改革：财政体制改革开源节流，总体降低税负；强化民生保障，致力于推动公共服务均等化；建立完善与经济转型相适应的金融体系；调整人口政策，释放长期消费和增长潜力；放松垄断行业准入政策，激发民营资本活力；深入推进土地、资源等要素市场化改革，促转型，促公平。

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn
010-85130608

执业证书编号：S1440510120015

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn
010-85130973

执业证书编号：S1440510120008

王洋

wangyangbj@csc.com.cn
010-85130386

执业证书编号：S1440510120045

施同亮

shitongliang@csc.com.cn
010-85156323

执业证书编号：S1440512070009

杨晓磊

yangxiaolei@csc.com.cn
010-85156330

执业证书编号：S1440512070013

李树培

lishupei@csc.com.cn
010-85156321

执业证书编号：S1440512070008

发布日期：2012 年 12 月 26 日



目 录

引言	8
一、困境：兵临城下	9
1.1 增长动力疲弱	9
1.1.1 房地产红利受限	9
1.1.2 WTO 红利殆尽	11
1.2 政策空间有限	14
1.2.1 财政负担渐沉重	14
1.2.2 融资平台雨暂歇	15
1.2.3 信用扩张难展开	18
1.3 产能总体过剩	19
1.3.1 盲目扩张引发产能过剩	19
1.3.2 部分行业产能过剩严重	21
1.4 企业负债高位	22
1.4.1 企业负债水平处于高位	22
1.4.2 国有企业负债率上升，私营及外商企业低位持稳	23
1.4.3 大型企业负债率上升，中小企业负债率稳中有降	24
1.4.4 企业部门扩张空间受限	24
二、突围：胜负难分	25
2.1 城镇化是主线	26
2.2 内需是战线	28
2.2.1 投资：双轮驱动	28
2.2.2 消费：归于平淡	31
2.3 出口是防线	33
2.3.1 消费市场仍去杠杆：需求不足	33
2.3.2 全球产业链再平衡：产业回流	34
2.3.3 出口低增长	35
2.4 通胀是底线	37
2.4.1 刘易斯拐点压力间歇性缓解	37
2.4.2 通货膨胀货币基础风雨飘摇	38
2.4.3 全球要素价格陷入中期低迷	39
2.4.4 食品价格上半年无碍年中底	40
2.4.5 CPI 先下后上 PPI 前负后正	41
2.5 政策是保障线	43
2.5.1 降息概率小 币值趋平稳	43
2.5.2 降准有空间 信贷略宽松	44
2.5.3 财政趋积极 税改深水区	46



三、新生：源自变革	47
3.1 财政体制：开源节流，扩大降税空间	48
3.1.1 开源：扩大税源降低税率	48
3.1.2 节流：降低政府行政成本	51
3.2 民生保障：推进公共服务均等化	52
3.3 金融改革方兴未艾	54
3.4 人口政策亟需调整	57
3.5 私营活力亟待释放	59
3.6 要素价格更市场化	60
3.6.1 征地制度改革有望继续深化	60
3.6.2 广东模式或成土地流转方向	60
3.6.3 要素价格市场化促经济转型	61
3.6.4 收入分配改革总体方案将出	61
四、宏观经济数据预测	63
五、2013年宏观经济与政策十大预言	63



图表目录

图 1: 城市和农村人均住房面积 (平方米)	9
图 2: 城镇和乡村人口及新增 (平方米)	9
图 3: 美国房地产和居民房地产与 GDP 的比例	10
图 4: 中国市价法计价的住宅房地产存量值/GDP	10
图 5: 房地产投资占比及与固定资产投资增速之差 (%)	11
图 6: 整体和一线城市房地产开发投资增速 (%)	11
图 7: 中国贸易依存度	11
图 8: 中国出口增速与经济增速	11
图 9: 中国出口占世界出口的比重	12
图 10: 中国出口增速与世界出口增速	12
图 11: 中国出口份额的洲际分布	12
图 12: 中国对日、韩、东盟出口占中国出口总额的比重	12
图 13: 针对中国的反倾销案占世界反倾销案的比重	13
图 14: 美国对华的反倾销状况	13
图 15: 中国部分地区最低工资标准	13
图 16: 中国劳动年龄人口规模变化状况	13
图 17: 政府综合债务/GDP 占比	14
图 18: 全国税收累计同比收入增速	15
图 19: 1990-2012 年税收收入占比逐年下滑	15
图 20: 2009-2012 年国有土地出让收入	15
图 21: 全国房地产开发企业土地购置面积增速	15
图 22: 1997 年以来全国地方政府性债务余额	16
图 23: 已发行未到期城投类债券余额 (亿元)	17
图 24: 按机构商业银行不良贷款率 (%)	17
图 25: 按机构商业银行新增不良贷款 (亿元)	17
图 26: 按类别商业银行不良贷款率 (%)	18
图 27: 按类别商业银行新增不良贷款 (亿元)	18
图 28: 流动性周期和经济周期	18
图 29: 企业中长期贷款占比和贷款余额增速 (%)	19
图 30: 固定资产投资: 国有和私人部门, 中央和地方项目 (%)	19
图 31: 工业企业利润同比增长和总资产贡献率 (%)	19
图 32: 贷款和外汇占款之和的增速和 M2 增速 (%)	19
图 33: 美国的产能利用率与产能扩张	20
图 34: 日本的产能利用率与产能扩张	20
图 35: 产成品库存上升	20
图 36: 企业亏损家数和数额持续增加	20
图 37: 工业企业资本回报率下降	21
图 38: 2011 年单位数量现负增长	21
图 39: 粗钢表观消费量下滑	21



图 40: 粗钢的产能利用率下降	21
图 41: 水泥的产能利用率下滑	22
图 42: 光伏新增装机容量增速下降	22
图 43: 原铝精铜产能利用率	22
图 44: 火力与焦炭新增产能	22
图 45: 工业企业负债水平 (单位: 十万亿)	23
图 46: 房地产企业负债水平 (单位: 十万亿)	23
图 47: 工业企业资产负债率	23
图 48: 企业家信心指数和企业景气指数	23
图 49: 各类所有权企业资产负债率	24
图 50: 各类所有权企业资产占比	24
图 51: 各规模企业资产负债率	24
图 52: 各规模企业资产占比	24
图 53: 企业部门负债水平国际比较	25
图 54: GDP 走势预测	26
图 55: 工业化演进过程中的中、日、韩、台比较	28
图 56: 房地产投资	29
图 57: 东中西部房地产投资累计同比增速	29
图 58: 房屋新开工预计仍然向好	30
图 59: 土地估值面积并无断崖式下跌	30
图 60: 各个行业投资增速	30
图 61: 固定资产投资和制造业投资趋势	30
图 62: 基础建设投资增速	31
图 63: CPI 与零售额之关系	32
图 64: 名义消费和实际消费增速	32
图 65: 存款与零售额之关系	32
图 66: 零售结构	32
图 67: 收入增长长期慢于消费增长	33
图 68: 城乡居民收入增长	33
图 69: 技术创新下的长波周期	33
图 70: 后布雷顿森林体系的中心外围共生产业链模式	34
图 71: 全球经济与美国经济增速	35
图 72: OECD 失业率	35
图 73: 中国出口增速与 OECD 工业生产指数增速 (同比)	36
图 74: 中国出口增速与美国 GDP 增速 (同比)	36
图 75: 美国零售商库存环比	36
图 76: 美国商业库存波动与库存对 GDP 增长率的拉动率	36
图 77: 美国商业零售库存增速与 GDP 增速	37
图 78: 美国商业零售库存增速与 GDP 环比增速	37
图 79: CPI 与 M1 共振	39
图 80: CPI 与 (M1-M2) 共振	39



图 81: 宏观经济景气指数	39
图 82: 滞后指数与 CPI 高度相关	39
图 83: OECD 指数仍不景气	40
图 84: BDI 指数陷入低迷	40
图 85: 生猪存栏量处于历史高位	40
图 86: 能繁母猪/生猪存栏量处于底部	40
图 87: 蔬菜价格周期明显	41
图 88: CPI 预测 (历史均值法)	42
图 89: PPI (中性假设)	42
图 90: PPI (悲观假设)	42
图 91: PPI (乐观假设)	42
图 92: 基准利率与基本面	43
图 93: FDI	44
图 94: 人民币升值预期	44
图 95: 外汇占款和 CPI 是准备金率变动的主要驱动因素	44
图 96: 外汇占款大幅增加的时代已过去	45
图 97: 热钱估算	45
图 98: 公开市场到期资金量 (亿元)	45
图 99: 新增信贷 (年)	46
图 100: 贷款余额增速	46
图 101: 全国资源税收占比及同比增速	49
图 102: 新疆地区资源税收占比及同比增速	49
图 103: 1978-2011 年我国行政成本与 GDP 增长率对比	51
图 104: 1978-2011 年我国行政成本占 GDP 比重	51
图 105: 2010、2011 年中央部委三公经费	52
图 106: 2010、2011 年中央部委三公经费构成 (单位: 亿元)	52
图 107: 八项民生支出/国家财政支出占比	53
图 108: 八项民生支出分别占比	53
图 109: 金融租金重配: 市场角度	55
图 110: 金融租金重配: 机构角度	55
图 111: 信贷市场的分割和金融租金的机构扩散	56
图 112: 我国人口总抚养比低点已现	58
图 113: 劳动年龄人口占比高点已过	58
图 114: 中日韩劳动年龄人口增长率	58
图 115: 中国人口出生率	58
图 116: 两个边界和经济结构的重塑: 从三足鼎立到主次分明	59



表 1: 房地产面积: 购置、开发、开工、施工、竣工、销售 (万平方米)	10
表 2: 2010 年底全国地方政府性债务未来偿债情况表	16
表 3: 中国城市 (镇) 化率超过 50% 的省 (直辖市、自治区)	27
表 4: 近期美国制造业企业回流美国的案例	35
表 5: 货币政策工具参考依据	45
表 6: 2001-2012 年我国财政政策回顾 (单位: 亿元)	47
表 7: 上海、重庆征收房产税细则	48
表 8: 房产税“小改”方案实施前后房产相关税收情况比较	49
表 9: 结构性减税政策主要内容	50
表 10: “营改增”试点省份、试点时间、试点范围、预计减税规模	51
表 11: 各国城乡基础设施均等化进程比较	53
表 12: 各国城乡义务教育均等化进程比较	53
表 13: 各国城乡医疗卫生均等化进程比较	53
表 14: 各国城乡养老保险均等化进程比较	54
表 15: 五年来中国十大地方金融改革试点	57
表 16: 近年收入分配改革相关	62
表 17: 2012 年宏观经济数据预测	63

引言

温故而知新。2012 年年初，我们预言《经济萧萧下，政策款款来》，年终回首，报告恰如其分。我国现仍处于经济增长中枢下移进程之中。内生增长动力疲弱，政策放松的空间受到泡沫和体制性因素制约。在半年宏观经济报告中，我们提出，未来要《转型稳增长，变革促云开》，转型和变革是未来中国经济的希望所在。

2013 年，一方面，经济病情在缓解，但病因还没有得到有效和彻底的诊治，经济再度恶化的风险尚存；另一方面，主治大夫的交接平稳结束，美好的许诺和愿景等待兑现。

全球都在寻找金融危机之后的突围之路。墨守成规，还是奋力改革？

2008 年金融危机的大火之后，着火点依然在不断的出现，疲于救火成为各国的常态。火情既小，不妨放下水枪，认真思索，火因何在？这是体制之患！奥巴马要 Change；中国要改革。

可以希冀，变革是 2013 年的主题。2012，大选之年。“维稳”和“和谐”是关键词。2013，或将是水洗之年。“调整”和“转型”有望成为主线。

2013，一个新的十年的开始，站在新的起跑线上：重复老路是退却、逃避和认输；探索新路需要勇气、魄力和体力，甚至有可能走弯路。2013，是大国之间关于未来的较量。去除反危机和维稳的粉饰，清理旧体制的积弊；2013，洗尽铅华。

关于未来宏观经济与政策的走势，需要回答以下几个重要问题：

- 1、国际经济特别是美国经济能否重振？出口能否重现曙光？
- 2、潜在增长速度下行的大背景下，如何突围，投资拉动的老路还能走多久？
- 3、产能过剩是个沉重话题，如何破解？
- 4、既然城镇化是方向，这必然伴随着房地产政策的放开？
- 5、政策向何处去？变革会波澜壮阔地展开吗？结构调整前景如何？
- 6、未来是预防滞胀还是要应对通缩？

我国经济深层次的问题仍有很多，调结构、促转型都需要变革原有的体制、打破原有的枷锁，修修补补地提高经济增速并不能解决问题，相反会恶化局面。兵临城下，突围即将开始，胜负取决于变革。

一、困境：兵临城下

1.1 增长动力疲弱

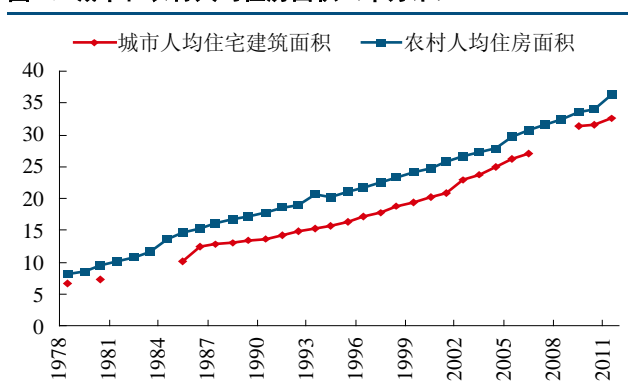
过去 10 多年中国经济依靠房地产市场化和加入 WTO 的制度红利实现了快速的增长。而今，房地产遇到了泡沫化和政策调控的制约，全球化进程则遭遇了世界范围内的总需求萎缩。未来相当长的时间里，我国经济增长动力仍将疲弱。

1.1.1 房地产红利受限

1998 年的住房商品化改革和 2001 年底的入世，通过释放中国的廉价劳动力、资金和土地要素，进行了快速的工业化和城市化。房地产成为国民经济的支柱产业，不仅直接和间接带动了经济增长，也通过房地产的资本化的重估营造了源源不断的利润流，成为整个经济体的利润高地。

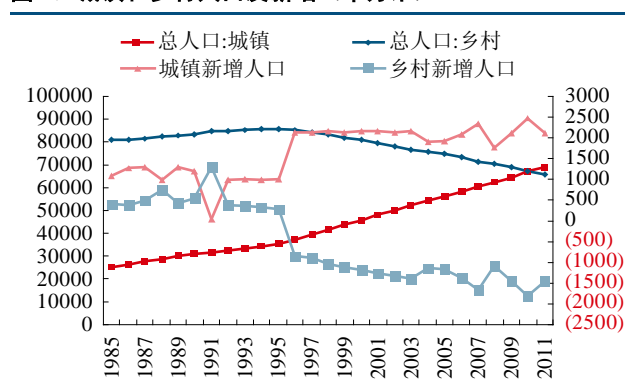
随着廉价要素的逐渐消失和工业化的逐渐完成，经济的快速增长时期结束；城市化虽然还有很大空间，但在由于分配结构的两极化严重、低端劳动力的质量和数量有限，再度大幅提升的难度很大；在剩余劳动力转移最快的时期，1998 年到 2011 年，城市人均住宅建筑面积从 18.66 平米增长到了 32.65 平米，增幅达 75%；同时，农村人均住房面积，也从 23.3 平米，增长到了 36.24 平米，增幅稍慢，但也达到 56%。1997 年之后，新增城镇人口从 1000 万量级一跃而到 2000 万量级，乡村人口则从正增长转为 1000 万量级的年度负增长。2011 年，城镇人口首次超过乡村人口，城镇化率达到了 51.27%。十二五规划已经把农村剩余劳动力转移从十一五的年均 1000 万降到了年均 800 万。住房市场的需求在逐渐收窄。

图 1：城市和农村人均住房面积（平方米）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 2：城镇和乡村人口及新增（万人）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

房地产整体的规模扩张阶段过去。2000-2011 年的 12 年间，累计销售商品房面积超过 70 万亿平方米；购置土地面积超过 41 万亿平方米。截至 2012 年 11 月底，本年购置土地面积累计、本年新开工面积累计均低于去年同期；而待开发土地面积累计、施工和竣工面积累计、销售面积和待售面积累计均高于去年同期。



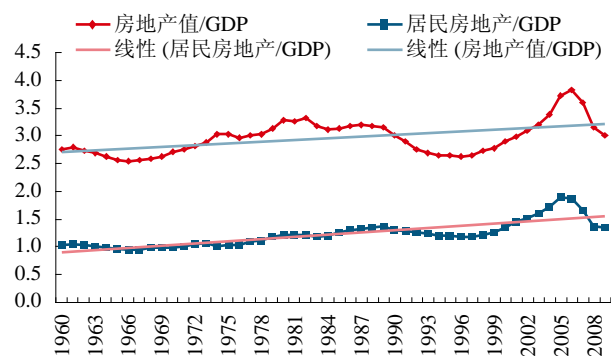
表 1: 房地产面积: 购置、开发、开工、施工、竣工、销售 (万平方米)

指标名称	本年购置 土地面积	本年完成开发 土地面积	待开发土地 面积	房屋新开工 面积	房屋施工 面积	房屋竣工 面积	商品房销售 面积	商品房待售 面积
2000	15,267.18	11,666.11		28,259.03	63,529.01	23,027.92	16,984.16	
2001	21,660.60	15,315.85		35,946.03	77,213.49	27,303.16	20,779.24	11,315.00
2002	30,412.32	19,416.00		42,259.85	92,756.99	32,522.81	24,969.27	12,545.55
2003	36,965.03	22,166.26		54,319.10	116,907.46	39,509.75	32,247.24	12,825.62
2004	39,984.66	19,740.20		60,413.86	140,451.39	42,464.87	38,231.64	12,325.79
2005	38,253.73	22,676.23		68,064.44	166,053.26	53,417.04	55,486.22	14,679.00
2006	36,573.57	27,128.44	37,523.65	79,252.83	194,786.42	55,830.92	61,857.07	14,550.00
2007	40,245.85	27,566.20	41,483.97	95,401.53	236,318.24	60,606.68	77,354.72	13,463.00
2008	39,353.40	28,709.80	48,161.10	102,553.37	283,266.20	66,544.80	65,969.83	18,626.00
2009	31,909.50	23,037.40	32,816.50	116,422.05	320,368.20	72,677.40	94,755.00	19,947.00
2010	39,953.10	21,253.70	31,458.00	163,646.87	405,356.40	78,743.90	104,764.65	19,182.00
2011	44,327.44		40,220.76	191,236.87	506,775.48	92,619.94	109,366.75	27,194.00
2012-12	31,638.00		37,256.77	162,413.00	556,658.00		91,705.00	33,567.00

资料来源: wind, 中信建投研究部

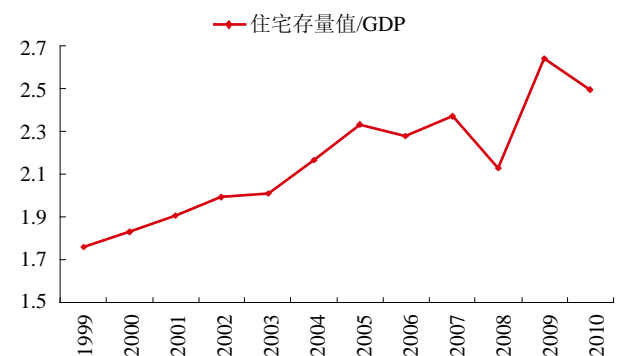
十余年来, 房地产资本化是个增量带动存量市场化的过程, 增量的交易价格快速上涨, 而存量的房地产重估则滞后。按照市价法估算的中国住宅房地产价值与 GDP 之比, 在 2009 年就超过了 2.5, 远远高于美国的比例, 居民住宅与 GDP 的比例大概在 1 略高。这意味着, 按照当前价格计算的中国房地产存量值已经过高, 房价继续快速上涨的风险较大, 房地产的进一步资本化则更多体现在未市场化存量的重估, 这将制约新建房地产的盈利增速。

图 3: 美国房地产和居民房地产与 GDP 的比例



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

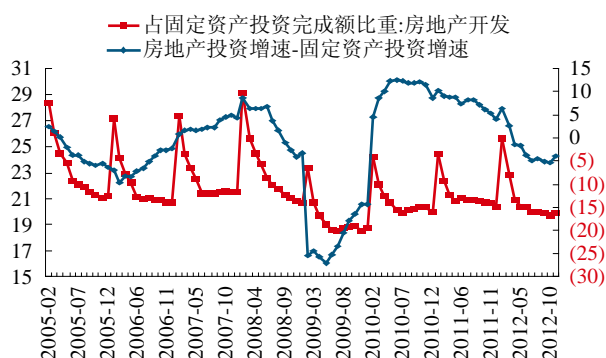
图 4: 中国市价法计价的住宅房地产存量值/GDP



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

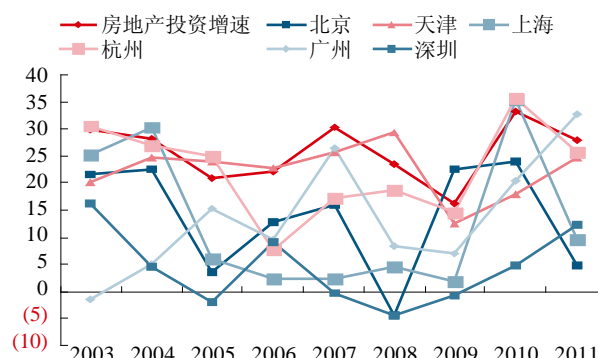
房地产投资增速开始下行。2008 年之后, 房地产投资在固定资产投资中的比重已经系统性降低, 这不仅由于反危机主要从基建投资展开和 2010 年之后的房地产调控的暂时性影响, 而是在于在供求平衡变化后, 收入分配制约下的房地产的有效需求开始不足。

图 5：房地产投资占比及与固定资产投资增速之差 (%)



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 6：整体和一线城市房地产开发投资增速 (%)



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

党的十八大提出了新型城镇化的发展主题。一线城市的房地产开发投资增速已经低于整体的房地产开发投资增速。二三线城市乃至城镇的房地产开发空间引起了广泛关注。抛开二三线城市的大量在建和待售的房地产，这个空间取决于农村剩余劳动力的向上转移和一二线城市人口的向下转移，还要避免农村剩余劳动力直接越过低端城市直接进入一二线城市，这需要制度改革，打造城镇的吸引力、自生能力和获益空间，也需要给予大量的政府转移支付。仅就城镇化的有效需求而言，带动的房地产投资需求是减速的。

1.1.2 WTO 红利殆尽

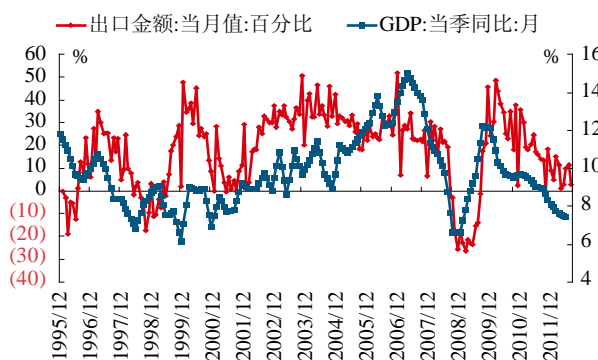
2001 年入世为我国带来了巨大利益，10 年来我国迅速成长为世界第二大经济体、第一大出口国和第二大进口国。不过随着我国经济、贸易体量的不断扩大，入世过渡期的结束（至 2010 年，我国已经全面履行完入世关税减让承诺，关税总水平平均降幅达 36%），我国对外开放的红利空间也在不断的缩小，时至今日，入世前期的市场空间和边际效应正在逐渐缩小。主要表现在：

图 7：中国贸易依存度



资料来源：CEIC，中信建投研发部

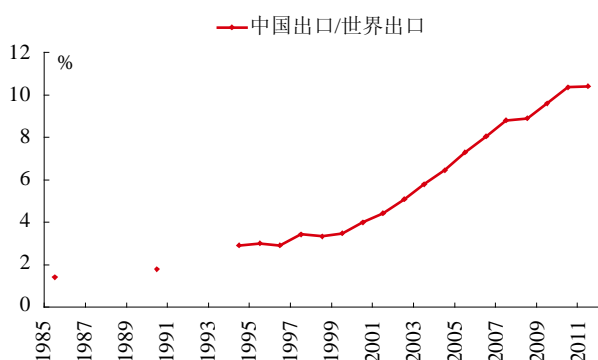
图 8：中国出口增速与经济增速



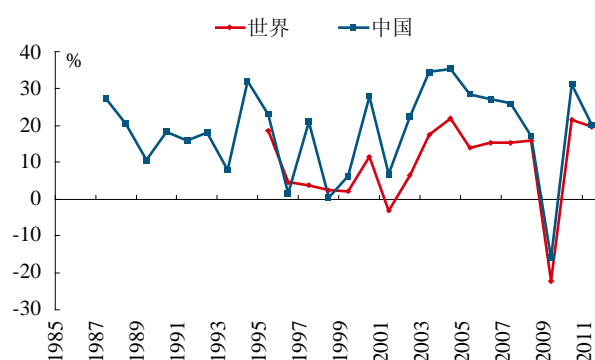
资料来源：CEIC，中信建投研发部

第一，经济体量巨大，外贸增长空间与速度潜力下滑。理论上讲，贸易是拉动一国经济增长的重要引擎，“出口导向”也是东亚模式成功的一个重要特征。不过我们也知道，根据开放条件下的宏观经济理论，实施“出口导向”发展模式成功的前提条件是“小国经济”，东亚的四小龙，曾经的日本、德国似乎也符合这一定律。然而，随着中国成为世界第二大经济体和第一大贸易体，我们已经不再是世界的“小国”而是实实在在的世界大国，已经成为世界的工厂，处于买啥啥贵，卖啥啥便宜的尴尬境地，这一特征已经决定我们之前所倚重的出口导向模式已经难以为继。一方面，我国在全球贸易中的地位和份额逐步提高，受出口市场空间潜力与基数效

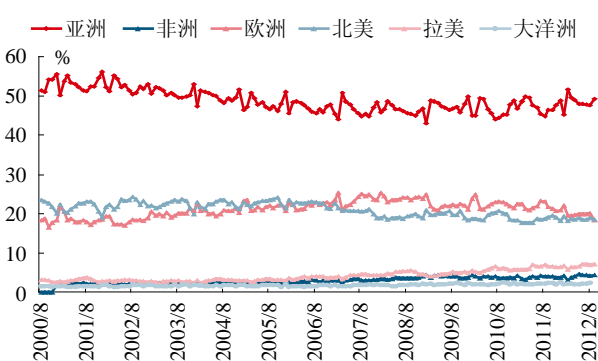
益制约，出口增速将不可避免的越来越向全球整体贸易增速靠拢。1990 年至今，全球贸易长期年均增长率为 6% 左右，2005—2010 年这一数字仅为 3.5%，在全球经济复苏乏力的大背景下，中国贸易高速增长所面临的挑战将越来越大；另一方面，就出口市场空间而言，发达国家市场已经饱和，新兴市场空间拓展亦有限。2011 年，欧、美、日和香港市场占中国外贸份额 45.1%，下降 1.8 个百分点。尽管中国与新兴经济体贸易增长强劲，2011 年与南非、俄罗斯、巴西和东盟双边贸易增速分别高于整体增速 54.2、20.2、12 和 1.4 个百分点，但是考虑到在全球经济疲弱格局之下新兴经济体增长前景亦不乐观，这一快速增长势头也将面临严峻挑战。

图 9：中国出口占世界出口的比重


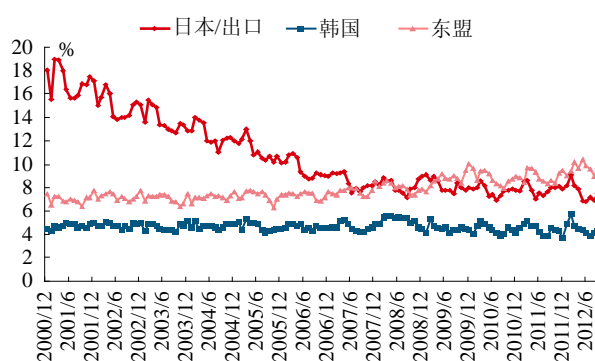
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 10：中国出口增速与世界出口增速


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 11：中国出口份额的洲际分布


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

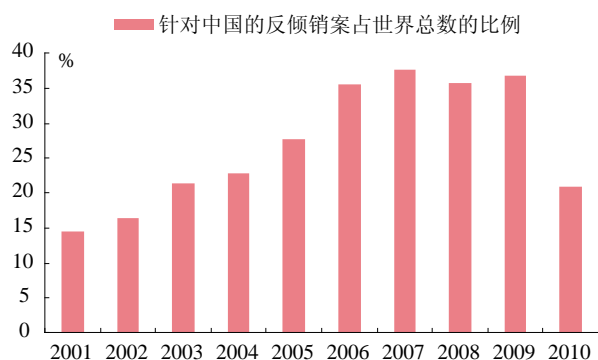
图 12：中国对日、韩、东盟出口占中国出口总额的比重


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

第二，全球经济进入再平衡时期，中国的贸易环境将更为复杂。虽然在目前全球经济失衡是美元霸权体系下国际分工格局的必然反映，主要责任不在中国，但是在霸权体系的不平等地位之下，中国将难逃全球经济失衡肇事者的罪名。霸权国将自身经济不平衡的原因归咎于外围国家，强迫外围国家进行经济、货币调整已缓解霸主因自身因素造成的经济失衡问题已有先例，如上世纪七八十年代强迫日本、德国进行货币升值，进行出口限制和扩大内需等，九十年代的亚洲四小龙，尤其是韩国也经历了类似的压力。次贷危机之后，出于对之前虚拟经济过度膨胀与投机过度的反思，和苦于失业率长期居高不下，奥巴马政府提出了再工业化计划和出口倍增计划，作为对美最大的出口国，中国不可避免的再度受到了美国民主、共和两党的特殊照顾，在不断施压人民币升值的同时，对中国的贸易摩擦也是持续不断，2012 年大选期间两党候选人竞相表达对中国的强硬态度。欧洲债务危机的持续发酵和实体经济的持续衰退，也是欧洲人对自身市场的保护意思不断增强。此外，中国贸易出口的快速增长对其他新兴经济体国家也是一种很大竞争压力，中国优质、廉价的商品不仅对新兴经济体的贸易出口形成竞争，侵蚀他国的国际市场份额，而且还直接冲击着他们的国内市场。因此，在国际经济疲弱格局的困扰之下，有效需求与市场成为更为稀缺的国际资源，中国贸易的快速增长态势必将成为众矢之的。来自商

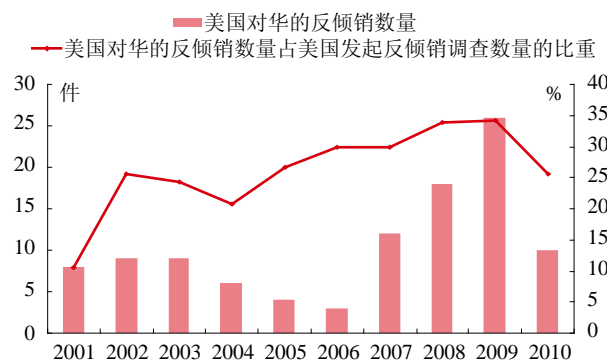
务部的数据显示，近年来我国遭遇的贸易摩擦案件数量和涉案金额保持高位，已连续 17 年成为全球遭遇反倾销调查最多的国家，连续 5 年成为全球遭遇反补贴调查最多的国家。2010 年，我国共遭遇贸易救济调查 66 起，涉案金额 71 亿美元，发生纠纷的对象不仅来自美欧等发达经济体，也有来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对传统优势产业的，也有针对电子信息等高新技术、高附加值产业的。按照世界贸易组织统计，2010 年中国出口约占全球总量 10%，而针对中国的贸易摩擦案件数量约占全球案件总数的 35%。商务部公平贸易局的专家说：“一些国家还针对中国商品直接采取了贸易保护措施，在 2010 年全球新启动的 15 项贸易保护政策中，针对中国商品的占 10 项”。

图 13: 针对中国的反倾销案占世界反倾销案的比重



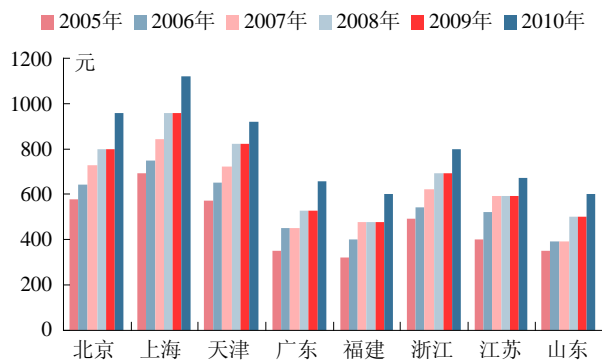
资料来源：中国贸易信息救济网，美国国际贸易委员会

图 14: 美国对华的反倾销状况



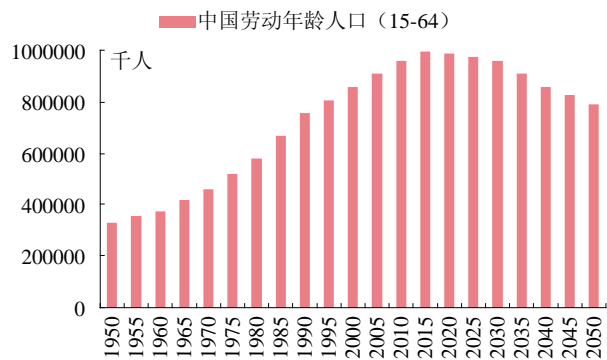
资料来源：中国贸易信息救济网，美国国际贸易委员会

图 15: 中国部分地区最低工资标准



资料来源：CEIC，人力资源与社会保障部，中信建投研发部

图 16: 中国劳动年龄人口规模变化状况



资料来源：CEIC，人力资源与社会保障部，中信建投研发部

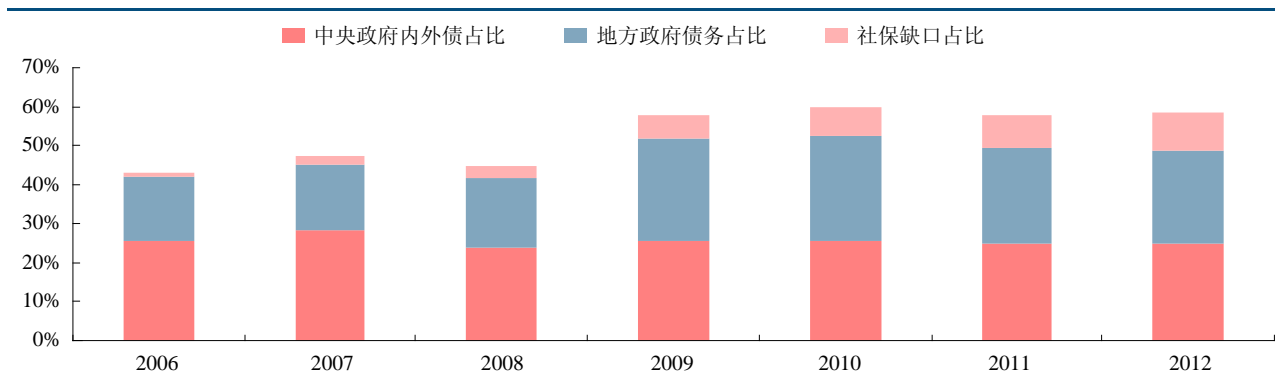
第三，要素红利殆尽，中国出口进入后有追兵前有堵截的艰难转型期。价格优势是中国商品开拓国际市场的最重要的竞争优势，然而随着我国经济规模的不断扩张，我们的资源禀赋也在不断的发生着变化，人口方面刘易斯拐点已经出现，工人工资增长迅猛，内部资源税改革也使资源价格面临继续攀升的压力；人民币升值压力持久难消。在加入 WTO 后，中国制造业劳动生产率提高明显高于工资成本上涨速度，但 2006 年以后，出现了相反的情况，这说明加入 WTO 的制度与资源红利已经消耗殆尽。当前的中国经济进入了由出口导向向内需拉动的转型期，中国外贸业已经来到了由价格竞争优势向技术竞争优势转型的路口。在低端制造行业，南亚国家加入世界经济分工体系之后，其人力成本与资源成本比中国更具竞争力，阿迪、耐克生产基地南迁就是最明显的例证，在高端制造行业一方面中国企业的自主创新能力有限，一方面还面临着欧、美、日制造强国的围追堵截（专利战、标准战）。总体而言，中国贸易出口已经走到了后有追兵，前有堵截的转型路口，传统竞争优势渐失，新的竞争优势形势不明，贸易高速增长的“出口导向”时代或将就此逐渐暗淡、转型。

1.2 政策空间有限

1.2.1 财政负担渐沉重

财政负担率居高不下。政府作为公共主体，其使命是防范和化解公共风险，维护社会的公正和公平。在干预公共风险的过程中，政府会承担各种各样的支出压力，而这些压力是很难在报表上呈现，但是这些支出责任又无法回避。我们认为政府的综合负债¹主要包括中央政府的内外债（预计 2012 年年底内外债总规模为 12.8 万亿，占 2012 年 GDP 的 25%）、地方政府债务²（预计 2012 年年底地方政府债务规模为 12 万亿，占 2012 年 GDP 的 24%）、以养老金缺口为主的社会保障基金缺口³（预计 2012 年缺口约 5 万亿元，占 2012 年 GDP10%）三个部分。按此估算，2012 年政府综合负债占 GDP 的 59%。如果将银行及其他金融机构不良资产及其转化存在的或有负债、政策性金融债纳入，政府综合负债率可能高达 70%-80%。这已经明显高出国际警戒线标准 60%-70%。当然不同国家、不同历史、不同经济发展程度都会影响对综合负债风险的判断。由于我国财政体制的特殊性以及庞大的国有资产的存在，因此**只要经济保持稳定增长，中国政府综合负债不存在明显的偿债风险，更多的是流动性风险。但政府加杠杆的空间同样有限。**

图 17：政府综合债务/GDP 占比



资料来源: wind, 中信建投研发部

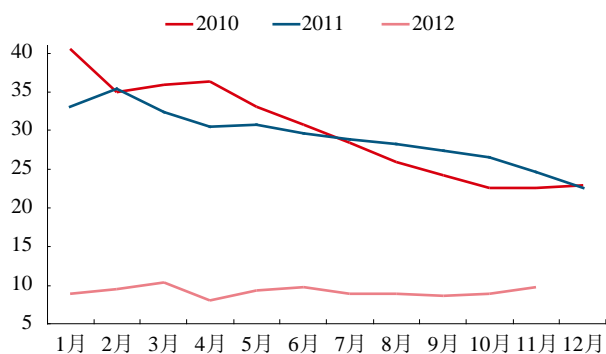
税收收入增幅回落，“非税收入”成为地方财政新支撑。1-11 月，全国财政收入累计 10.9 万亿，同比增长 11.9%，其中税收收入 9.4 万亿，同比增长 9.8%，非税收入 1.5 万亿，同比增长 25%。税收增幅回落主要原因是：（1）生产经营相关的主要税种收入增速回落；（2）个人所得税收入降幅较大；（3）与房地产相关的税收收入增速大幅回落。（4）进口税收增速明显回落。为了完成今年财政收入既定目标，各地政府加强非税收入征收力度，部分省份公开财政数据显示，个别省份今年非税收入同比增幅高达 70%，占本级预算收入 25%。非税收入作为财政收入的补充，不具有可持续性。其他国家非税收入占中央政府财政收入的比例都在 10% 以下，州或省级占 20% 左右。而我国地方非税收入占本级收入占比 10%-50% 之间，比例明显偏高。非税收入具有弹性较大、持续性较差的特点，因此，非税收入的过快增长值得警惕。

¹ 在本次计算中我们没有将政策性金融债纳入综合负债范围，因为政策性银行发债是市场行为，其发债规模和定价是根据自身资信确定的，所筹集资金也是市场化运用。

² 中央、银监会、审计署口径也不一，数据差异很大。我们选用审计署口径。2010 年审计署公布全国地方政府性债务余额为 10.7 万亿，我们认为近两年资产负债表恶化是经济衰退中的必然，地方偿债能力下降，只能通过借新还旧维持经营，结合银监会、人民银行披露的部分数据，预计 2012 年全国地方政府性债务余额为 12 万亿。

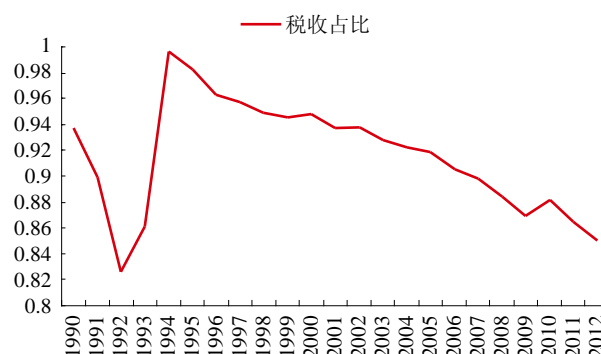
³ 关于社保基金缺口，有不同的估算。如 IMF、世行、财政部、社科院、博源基金会的相关研究，低则 2-3 万亿元，高达 18.3 万亿元，我们取 5 万亿元。

图 18: 全国税收累计同比收入增速



资料来源: 中信建投研发部

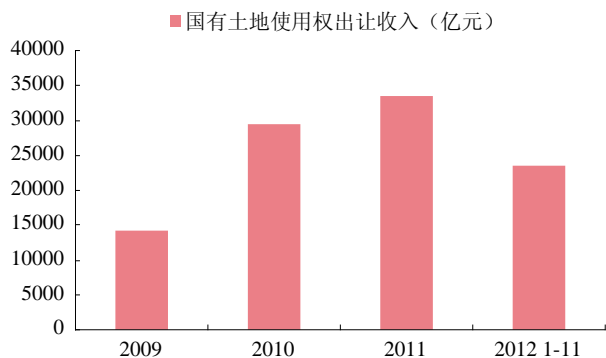
图 19: 1990-2012 年税收收入占比逐年下滑



资料来源: 中信建投研发部

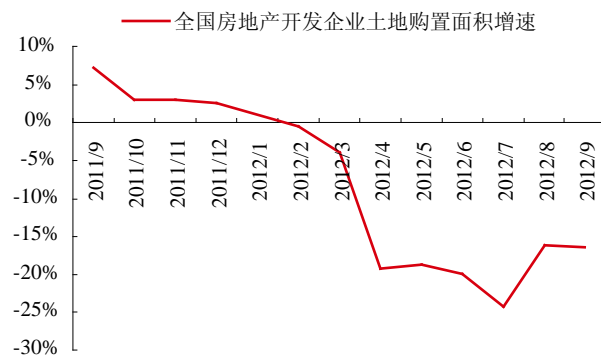
土地出让收入同比下降。受土地供应结构和方式发生变化、房地产市场调控效应继续显现，土地价格涨幅收窄等多种因素影响，2012 年 1-11 月，国有土地使用权出让收入 23478 亿元，比去年同期下降 17.5%，同比减少 4983 亿元。分地区看，全国 36 个省、自治区、直辖市、计划单列市中，除天津、山西、海南、贵州、陕西、青海 6 个地区土地出让收入同比增长外，其他 30 个地区均出现不同程度下降。其中西藏、大连、宁波、青岛 4 个地区土地出让收入降幅超过 50%。土地财政的模式遇到瓶颈，地方财力受到明显制约。

图 20: 2009-2012 年国有土地出让收入



资料来源: 中信建投研发部

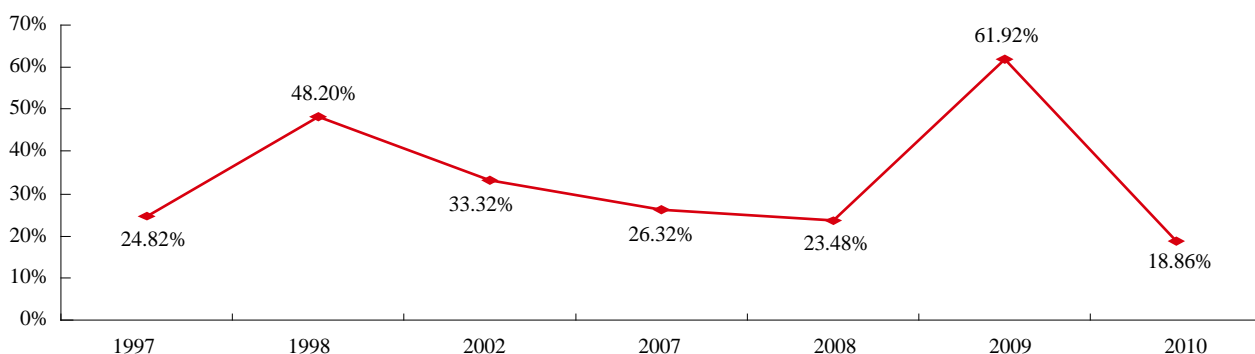
图 21: 全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源: 中信建投研发部

1.2.2 融资平台雨暂歇

在 2008 年反危机之后，融资平台的快速扩张引发了对于地方政府债务负担的忧虑。根据审计署 2011 年的报告，2009 年的确发生了地方政府债务的较快增长，增速达 61.92%，但 2010 年之后即持续回落。由于审计署未作定期调查，故无法获取可比数据。2012 年，在“降旧控新”的指导下，根据银监会的统计，截至 2012 年 1 季末，地方政府融资平台（不包括退出类）贷款余额 6.1 万亿，较 2010 年 11 月末的 9.09 万亿大幅下降。

图 22：1997 年以来全国地方政府性债务余额


资料来源：审计署，中信建投研发部

融资平台债务的风险评价，一是规模和现金流压力，二是资产收益率状况。针对第一个问题，对于平台贷款余额下降的一个负面看法是，这更多是资产负债表由内到外的转移，是个掩饰风险的动作。但总体上，2010 年中期之后，融资平台的融资约束在持续收紧之中，地方政府在不断的向银行为主的债权人作出更多让步和保证，经济总量和财政收入、地方国有资产总量持续增长，而平台债务余额平稳，则债务负担率自然下降。虽然地方的房地产财政吃紧，但近期已有好转。在 2011 年审计署对截至 2010 年底的地方未偿债务统计中，2013 年的应偿债务余额和比例都比上年大幅降低。

表 2：2010 年底全国地方政府性债务未来偿债情况表

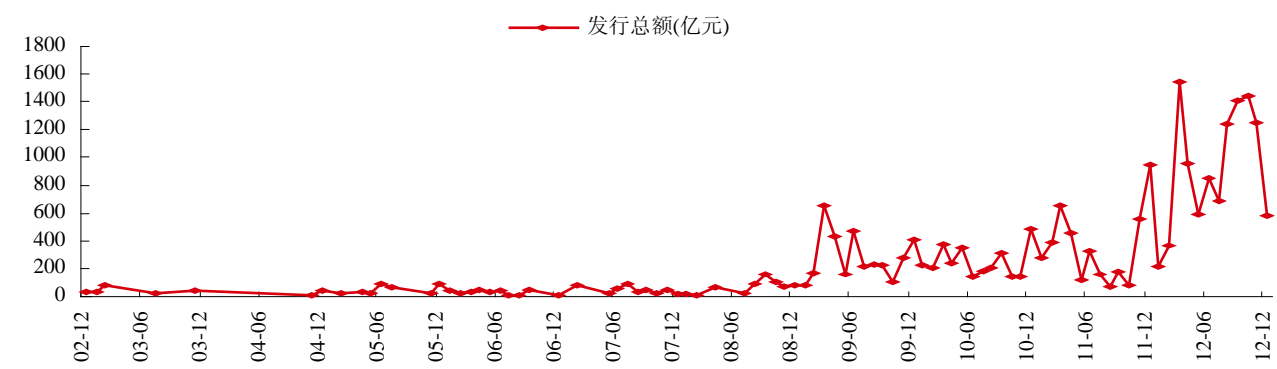
偿债年度	三类债务合计		政府负有偿还责任的债务		政府负有担保责任的债务		其他相关债务	
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
2011 年	26246.49	24.49%	18683.81	27.84%	3646.24	15.60%	3916.44	23.46%
2012 年	18402.48	17.17%	12982.52	19.35%	2972.07	12.72%	2447.89	14.66%
2013 年	12194.94	11.37%	7991.36	11.91%	2265.98	9.70%	1937.60	11.61%
2014 年	9941.39	9.28%	6177.01	9.20%	2273.31	9.73%	1491.07	8.92%
2015 年	8012.26	7.48%	4934.69	7.35%	1780.66	7.62%	1296.91	7.77%
2016 年及以后	32377.35	30.21%	16340.12	24.35%	10431.48	44.63%	5605.75	33.58%
合计	107174.91	100.00%	67109.51	100.00%	23369.74	100.00%	16695.66	100.00%

资料来源：审计署，中信建投研究部

第二个问题则是更核心的。未有证据表明地方平台及其项目的收益情况好转。2012 年整年，企业部门的利润增速在快速回落甚至负增长，年末才略有好转。融资平台效率更低，而且公共产品比例高，资产收益问题没有得到解决。更深层次，这关系到地方政府在经济增长中的角色和投融资体制问题。存量地方债务的潜在风险之外，对于经济增长而言，一个更大的制约在于，地方不能有效发挥作用之后，有无替代性的增长主体和增长机制。从方向而言，是给私人部门和中央企业留出了空间，但这个转变不一定能够实现平稳交接。

围绕平台债务的金融风险 and 化解风险引致的潜在通胀和资产泡沫压力，都成为制约增长的中期因素。近期有两个问题需要提示：一是城投债的发行提速。截至 2012 年 12 月 10 日，已发行未到期城投类债券（涵盖短融、中票和企业债）按发行金额计的余额达到 23632.2 亿元。2012 年 8-11 月连续四个月月发行城投类债券超过 1200 亿元。城投债为到期的平台贷款做了一定的转移，增加未来的偿付。

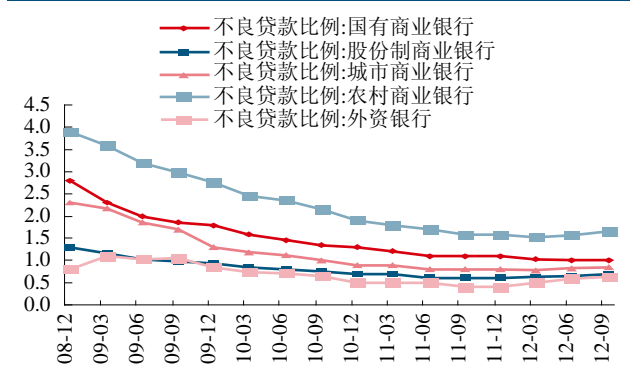
图 23: 已发行未到期城投类债券余额 (亿元)



资料来源: 中信建投研发部

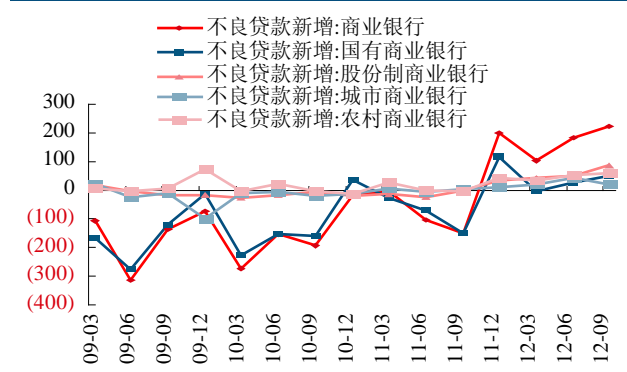
二是, 银行不良资产率小幅回升。按类别, 集中在次级类和可疑类; 按机构, 集中在股份制银行和农商行, 总体无大碍。

图 24: 按机构商业银行不良贷款率 (%)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 25: 按机构商业银行新增不良贷款 (亿元)

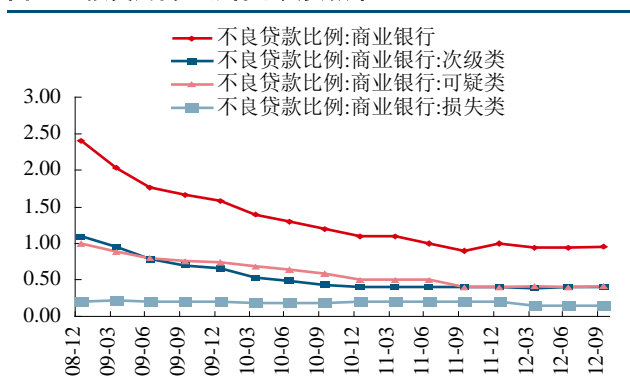


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2013 年如果采取房地产价格稳定的策略, 则不良贷款集中爆发概率不大; 不良的规模视经济结构调整的力度, 可能体现在过剩行业的去产能和低附加值外向型企业部门。

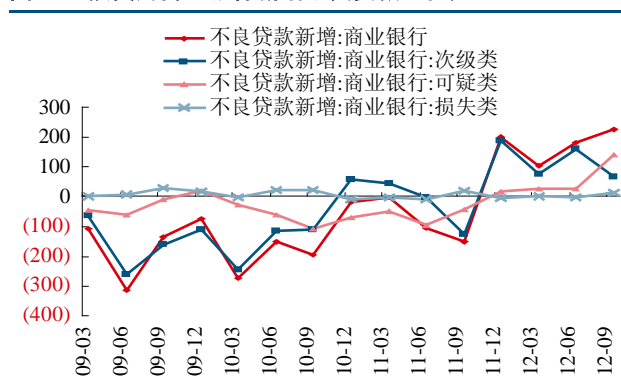
新型城镇化的实施方式和力度对融资平台和金融风险有很大影响。如果依然把以地方政府作为城镇化的主要推手, 以地方投资作为主要推动力, 则融资平台还可能继续扩张, 不仅城投类的债券不出风险而且继续增长, 平台贷款的监管也可能放松, 这是我们不赞成的方式, 这是在积蓄风险而非化解风险。

图 26: 按类别商业银行不良贷款率 (%)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 27: 按类别商业银行新增不良贷款 (亿元)

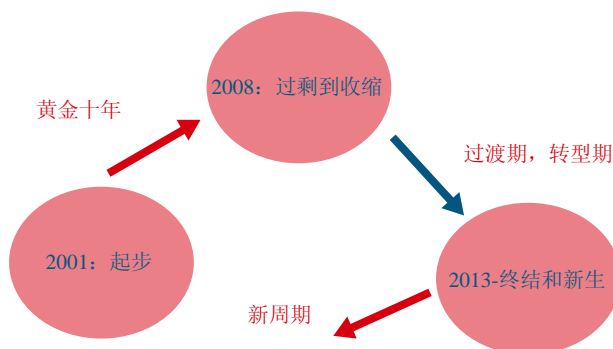


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

1.2.3 信用扩张难展开

经济增长需要信用的支撑。经济周期和信用首期一致。从中周期来看，经济依然处于下行周期，信用收缩并未结束。2001 年以入世为标志的外向型经济景气周期，到 2007 年形成过剩流动性泛滥；2008 年金融危机冲击，开始从被动到主动的转型，回收乃至消灭上个周期产生的过剩流动性，流动性将盛极而衰。

图 28: 流动性周期和经济周期

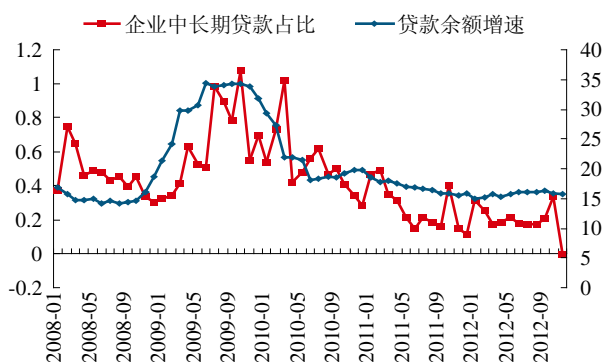


资料来源: 中信建投研发部

2011 年以来，在贷款余额增速平稳的情形下，企业中长期贷款占比持续处于低位；2012 年，在政策微调的作用之下，低迷更加严重。这不仅是未来持续经济增长的隐忧，也预示了经济维稳之外、对于银行部门而言的信用收缩。这可能具有主动性。

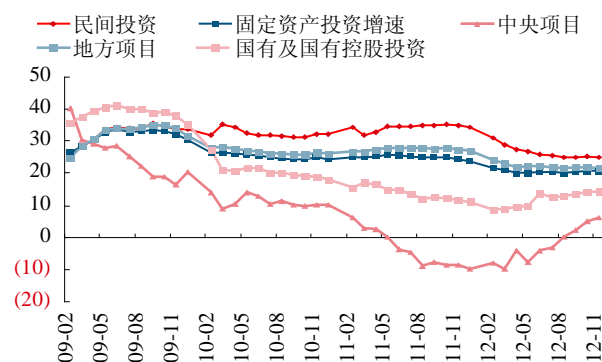
其二，私人部门和地方政府的信用收缩。地方的信用收缩如前融资平台中所述。私人部门信用收缩自 2011 年下半年民间金融风险爆发即已开始。同样由于政府的干预政策，顾虑对实体经济的破坏可能更重于对金融体系的干扰，这个清理过程比预期的缓和漫长。2012 年，私人投资结束了 2011 年高增长并持续下降，地方项目投资增速持续低迷，下半年国有部门投资回升较快，特别是中央项目投资带动，这是政策调整引致。

图 29：企业中长期贷款占比和贷款余额增速（%）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

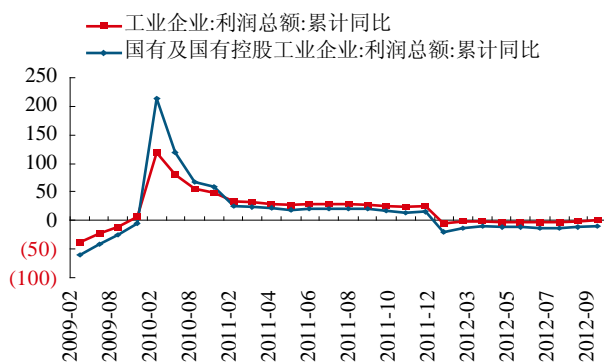
图 30：固定资产投资：国有和私人部门，中央和地方项目（%）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

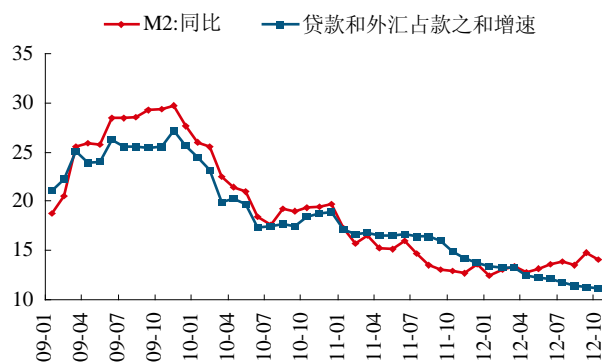
企业部门的信用收缩的关键在于盈利预期。盈利预期变差，不仅在于缺乏明确的主导产业的投资主题，更致命的问题是，与信用收缩周期伴随的盈利减速周期。这源于货币超发和房地产扩张减速后的经济整体收益收窄。存量流动性依然过剩，但是增值日益困难。2012 年以来，银行理财的收益率和净发行量下降。在金融资产收益率下降的背后，是企业部门利润增速的下降。这是增长模式转型带来的中期后果。企业的盈利伴随经济和信用周期可能已经过了高点开始系统性下行。整体经济的信用收缩来自围绕房地产的信用扩张减退。

图 31：工业企业利润同比增长和总资产贡献率（%）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 32：贷款和外汇占款之和的增速和 M2 增速（%）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

信用的收缩期伴随的是一个信用生成机制的转型。只有经济转型和新的流动性创造机制形成，才有信用周期的重新启动和流动性由亏转盈。依赖外汇占款作为基础货币提供和信用创造前提的方式，随着新增外汇占款的持续收缩而渐入困境。在降低准备金率之外，越来越需要通过债券市场提供流动性之源。这也将促使货币政策独立性的增强和货币政策工具的转变。2011 年以来，特别是 2012 年，信贷和外汇占款之和的增速，比 M2 增速，下行的趋势特征更为显著。

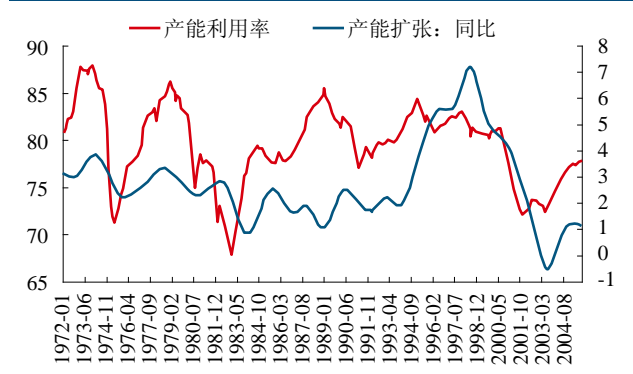
1.3 产能总体过剩

1.3.1 盲目扩张引发产能过剩

产能过剩指的是实际生产能力超过了合意需求量，导致设备闲置、产品积压、价格下跌和利润下滑的现象。美国和日本一般采用产能利用率或者设备利用率等指标衡量产能是否过剩。美联储认为，在经济正常运行时，

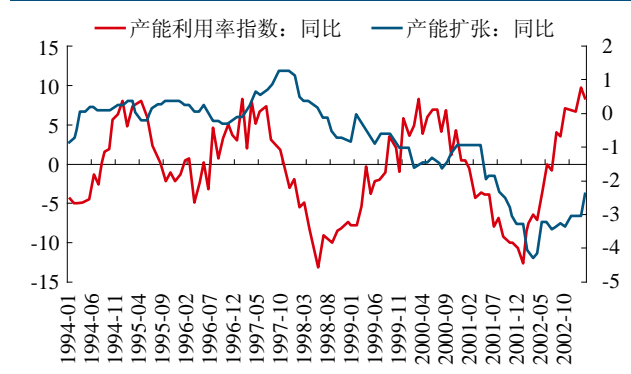
产能利用率应位于 78%-83% 的区间，超过 85% 的产能利用率意味着产能不足，可能引发后续的通货膨胀，而低于 75% 的产能利用率意味着产能过剩现象已经出现，低于 70% 的产能利用率意味着产能已经严重过剩。日本将低于 78% 的产能利用率视为产能过剩，如果产能利用率长期高于 90%，则认为出现了产能不足，经济运行情况比较紧张。从美国和日本的情况看，产能利用率领先于产能增长率 1-3 年左右。

图 33: 美国的产能利用率与产能扩张



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

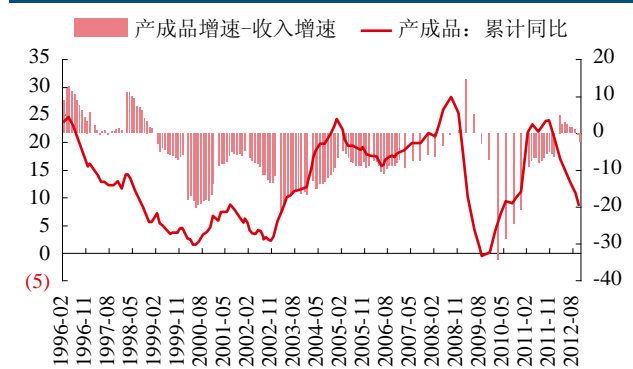
图 34: 日本的产能利用率与产能扩张



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

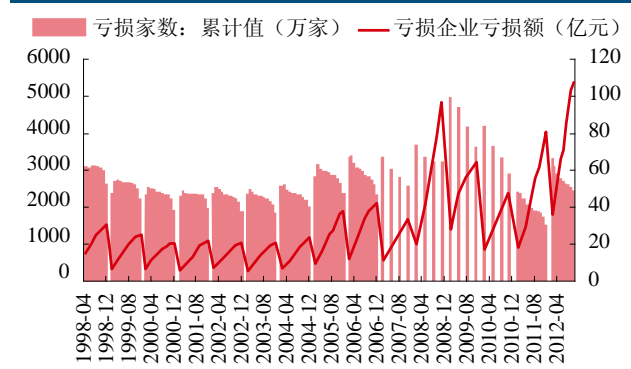
追赶型经济中的工业化特点使得许多行业具有技术成熟、市场成型、下游需求明确等特征，容易使行业对产业前景产生良好的一致预期。由于从固定资产投资转化为实际产能存在时滞，在少则 1-2 年，多则 3-5 年后，伴随着潮涌式的新增产能的释放，产能过剩现象往往就会出现，企业产品滞销、开工不足、亏损破产的情况也时有发生。

图 35: 产成品库存上升



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

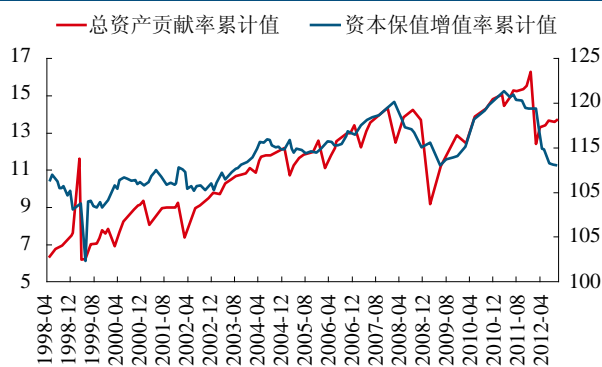
图 36: 企业亏损家数和数额持续增加



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

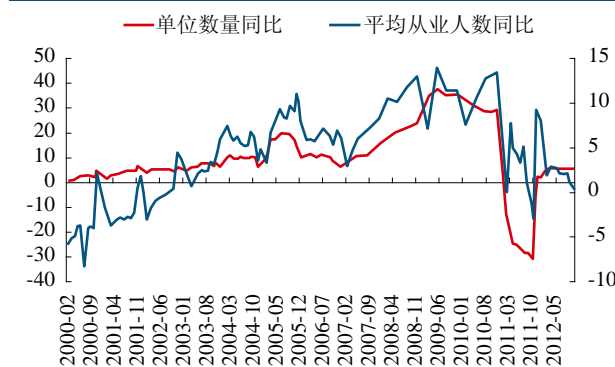
在国内，由于缺乏产能利用率的统计数据，只能用行业的基本面数据勾勒产能过剩的情况，产品滞销、库存上升、资本回报率下降、企业亏损增加依次构成了产能过剩的典型画面。2012 年 2 月以来，产成品增速有所回落，但是工业企业的主营业务收入回落速度更快，产品滞销积压的现象持续到 9 月才有所减弱，企业去库存的现象自 08 年后再次出现。工业企业的总资产贡献率和资本保值增值率也一路下滑，工业企业资本保值增值率仍然未现触底迹象。与之相对应的是亏损企业的增多和亏损总额的扩大，在年初亏损企业家数达到 66 万家后，工业企业亏损总额持续上行至超过 100 亿元的新高，进一步验证了工业企业的产能过剩现象，企业去产能的行为也导致了工业企业数量的减少和从业人员的减少。在市场达到出清状态前，去产能特别是淘汰落后产能的现象仍将持续。

图 37：工业企业资本回报率下降



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 38：2011 年单位数量现负增长



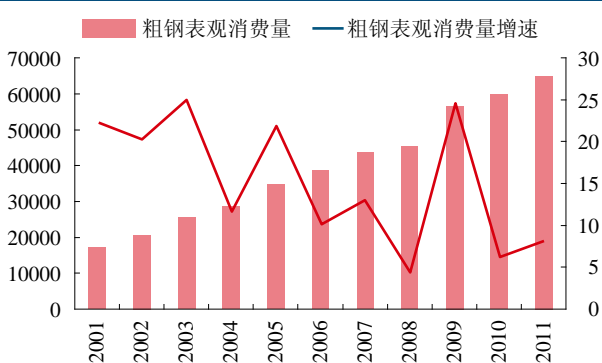
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

1.3.2 部分行业产能过剩严重

在工业企业产能总体相对过剩的背后，是部分行业的产能绝对过剩。不仅钢铁、水泥等产能过剩的传统产业仍在盲目扩张，多晶硅等新兴产业也出现了重复建设倾向。现阶段的产能过剩是周期性因素和政策性因素叠加的结果，08 年刺激过后，已经在酝酿结构调整的产业又在政策引导下重回老路。但是面对经济增长中枢的趋势性下移，需求已经不复过去的高增速，于是产能过剩已经不再是简单的周期性问题，去产能的过程就显得尤其痛苦。

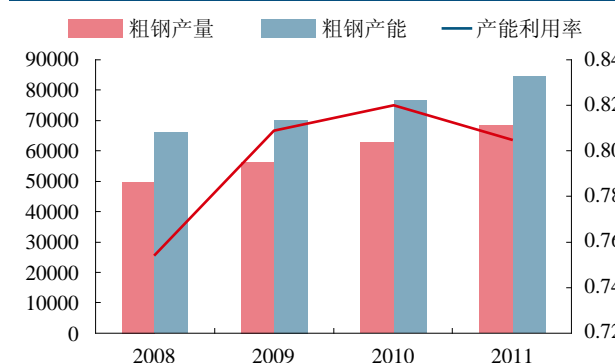
上游钢铁等行业的产能过剩由来已久，根据按照中钢协的数据，2011 年底粗钢产能在 8.1 亿吨左右，考虑到今年的新增 6000 万产能，淘汰 1000 万产能，2013 年粗钢产能应该超过 8.6 亿吨。而粗钢的表观消费量增速已经出现了明显的下滑，即便按照乐观的 10% 的增速来估算，2013 年的粗钢消费量也不会超过 7.5 亿吨。《钢铁工业十二五发展规划》中预测我国粗钢需求量可能在“十二五”期间进入峰值区，峰值约 7.7~8.2 亿吨，但以现在的产能水平已经能够满足，因此，钢铁行业的去产能仍将持续，淘汰落后产能任重道远。

图 39：粗钢表观消费量下滑



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

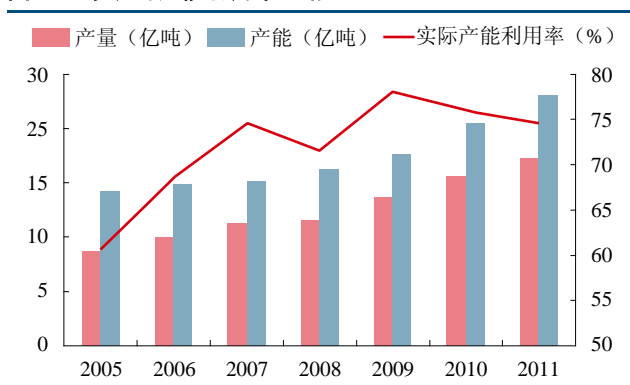
图 40：粗钢的产能利用率下降



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

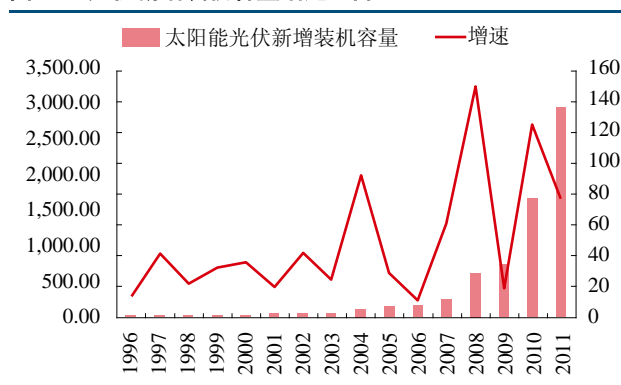
水泥行业的产能过剩情况也比较突出，截至 2012 年 11 月，我国当前新型干法熟料生产线在建产能约 1.9 亿吨，主要集中在 2013 年和 2014 年投产，这意味着未来两年我国新型干法熟料产能投产速度将明显放缓，预计 2013 水泥熟料产能投产量在 9000 万吨，水泥总产能将超过 29 亿吨。随着固定资产投资增速的放缓，水泥需求增速降至 10% 以下，2012 年水泥需求增长在 7% 左右，预计 2013 年也将维持这一增长水平，水泥产量达到 23.5 亿吨，产能利用率在 81% 左右。

图 41: 水泥的产能利用率下滑



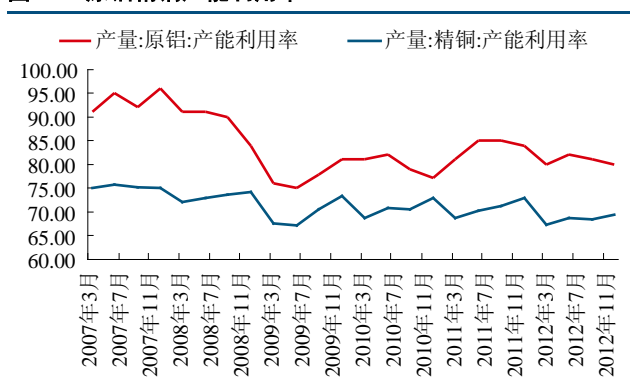
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 42: 光伏新增装机容量增速下降



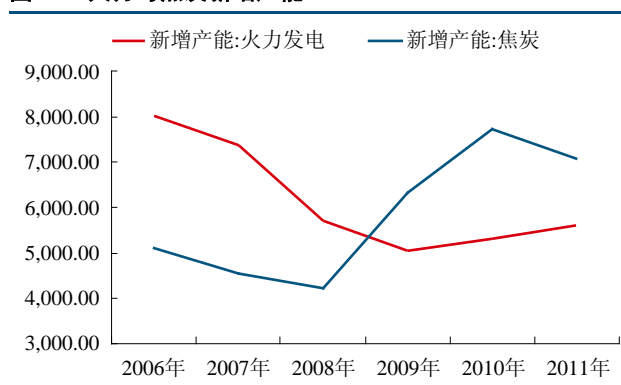
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 43: 原铝精铜产能利用率



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 44: 火力与焦炭新增产能



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2012 年欧美均对我国的多晶硅出口进行了反倾销反补贴调查，美国商务部通过了双反的终裁，对相关企业的征收 30% 的关税，以保护本国产业，此举基本抹平了国内企业的价格优势。而进口量占比 60% 的欧洲一旦通过双反终裁，光伏企业的需求端会进一步恶化。从产能情况来看，全球四大多晶硅生产巨头就可以满足全球的多晶硅需求，产能过剩较为严重，不具有规模优势的小厂在竞争中面临很大的产能过剩压力。

1.4 企业负债高位

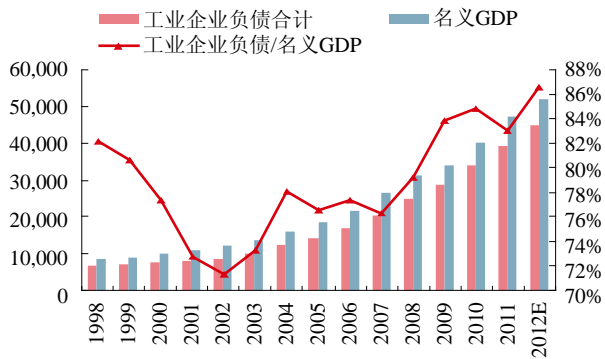
1.4.1 企业负债水平处于高位

我们预计，2012 年末工业企业负债年末将达到 44.8 万亿，工业企业负债/名义 GDP 达到 86.13%，高于 1998 年亚洲金融危机之后的峰值 82.18%，房地产企业负债预计达到 27.02 万亿，房地产企业负债/名义 GDP 达到 52%，创出历史新高。年末工业企业和房地产企业负债合计/名义 GDP 预计将达到 138.13%，显示当前企业负债率已处于高位。

工业企业整体负债水平过去 10 年（2002-2012）的中枢为 58.50%，截至 2012 年 9 月，工业企业资产负债率 58.80%，处于中枢附近，且显著低于上轮经济萧条期间（1999-2001 年）63.56% 的峰值水平，如果经济形势进一步恶化，企业亏损增加，则资产负债率将被动上升。

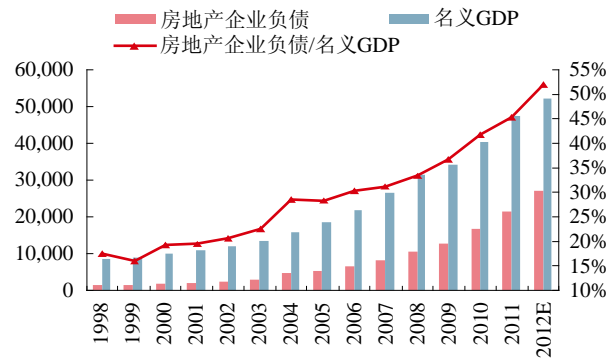


图 45: 工业企业负债水平 (单位: 十万亿)



资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

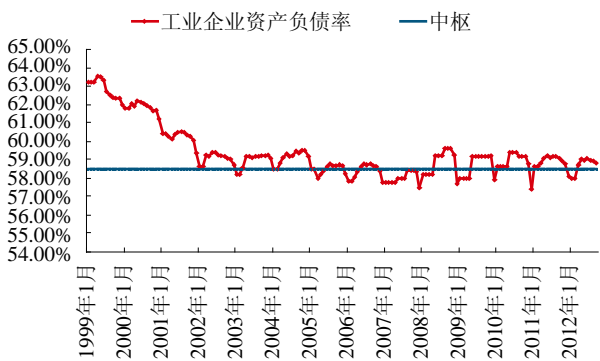
图 46: 房地产企业负债水平 (单位: 十万亿)



资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

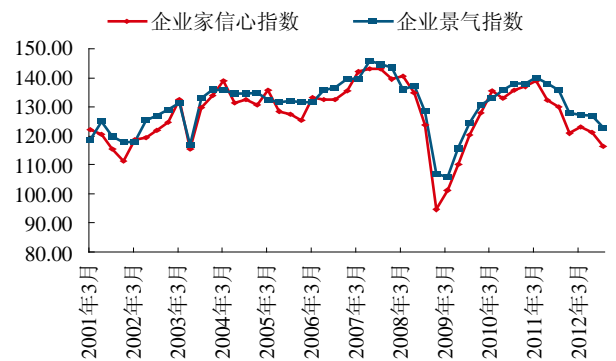
当前工业企业整体负债率虽然仍有上升空间,但微观企业调查 2012 年第三季度企业家信心指数和企业家景气指数均创出至 2009 年 3 季度以来的新低,也是 2011 年一季度以来连续第 6 个季度下滑,显示出**当前企业家对未来盈利前景缺乏信心,因而企业主动加杠杆的动力不强。**

图 47: 工业企业资产负债率



资料来源: CEIC, wind, 中信建投证券研究发展部

图 48: 企业家信心指数和企业景气指数



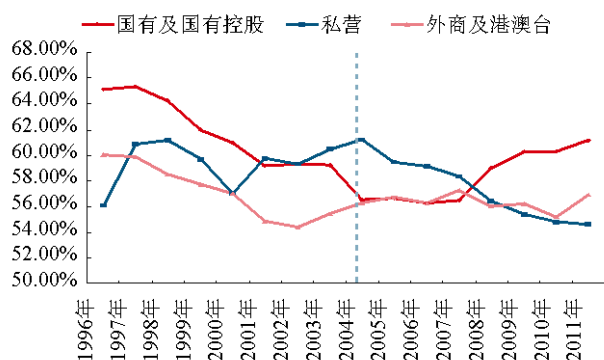
资料来源: CEIC, wind, 中信建投证券研究发展部

1.4.2 国有企业负债率上升, 私营及外商企业低位持稳

截至 2011 年末, 国有及国有控股工业企业资产 28.17 万亿, 资产占比 49.29%。私营企业资产 12.77 万亿, 占比 22.36%, 外商及港澳台企业资产 16.20 万亿, 占比 28.35%。2002 年至 2008 年私营企业在工业企业中所占比重逐年上升, 上一轮国企改革释放出的制度红利和加入 WTO 后外贸出口的快速增长促进了民间资本的繁荣, 迎来一段“国退民进”的发展期, 金融危机之后各类企业资产所占比重维持稳定。

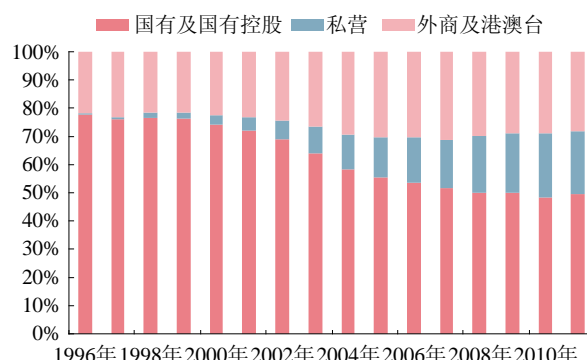
各类企业资产负债率变化情况: 2004 年私营企业负债率达到 61.24%, 是 2000 年开启的加杠杆周期的峰值, 此后进入减杠杆周期, 2011 年下滑至 54.59%, 为 1996 年有数据记录以来的最低值。国有及国有控股企业的负债率走势与私营企业呈反向关系, 2004 年是其 1998 年开启的减杠杆周期的最低值, 此后 3 年负债率在底部徘徊, 2008 年进入加杠杆的周期, 2011 年达到 61.17%, 为 2000 年以来负债率峰值。外资及港澳台企业的负债率表现稳定, 近十年在 56% 的中枢附近徘徊。

图 49: 各类所有权企业资产负债率



资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

图 50: 各类所有权企业资产占比



资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

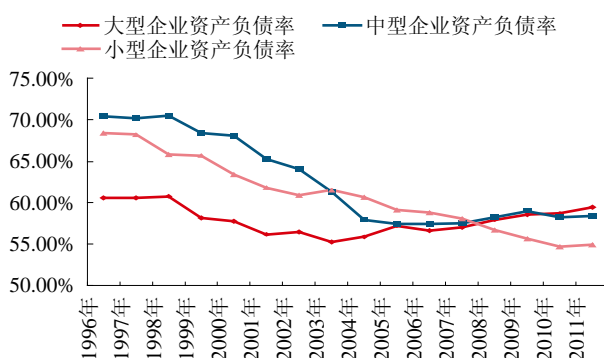
2008 年危机之后, 国有企业与私营企业负债水平变化正好相反, 可能的原因之一是私营企业相比国有企业在获得正规信贷方面存在着天然劣势, 这意味着私营企业的借贷成本较高, 只有在投资项目的预期回报率较高时, 才有动力增加杠杆, 而国有企业借贷成本较低, 项目预期回报率即使不高, 甚至单纯出于做大产值的目的, 也有动力增加杠杆。因而国有企业当前负债率虽然较高, 但由于缺乏硬约束和激励扭曲, 仍有加杠杆的空间, 私营及外商企业在经济前景转好之前, 维持现状概率较大。

1.4.3 大型企业负债率上升, 中小企业负债率稳中有降

大型企业资产负债率从 2003 年开始上升, 2003 年至 2007 年上升 2.03%, 2007 至 2011 年上升 2.40% 达到 59.45%, 资产负债率上升有所加快。中型企业资产负债率从 2004 年开始缓慢上升, 2004 至 2011 年上升 0.45 达到 58.41%, 小型企业资产负债率至 1996 年以来一直处于下降通道, 近两年维持接近 55% 的水平。

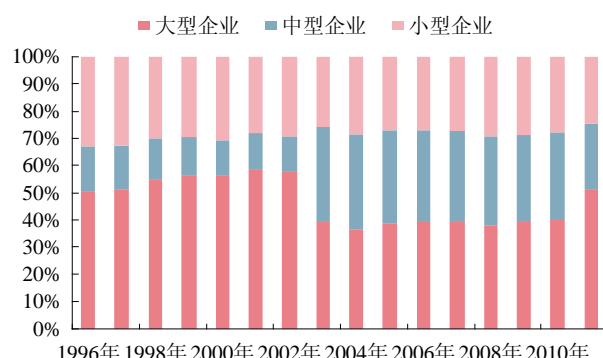
大型企业中国有控股占比较大, 中小企业中私营企业占比较大, 其负债率变化的趋势与国有企业和私营企业变化具有一定相似性。

图 51: 各规模企业资产负债率



资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

图 52: 各规模企业资产占比



资料来源: CEIC 中信建投证券研究发展部

1.4.4 企业部门扩张空间受限

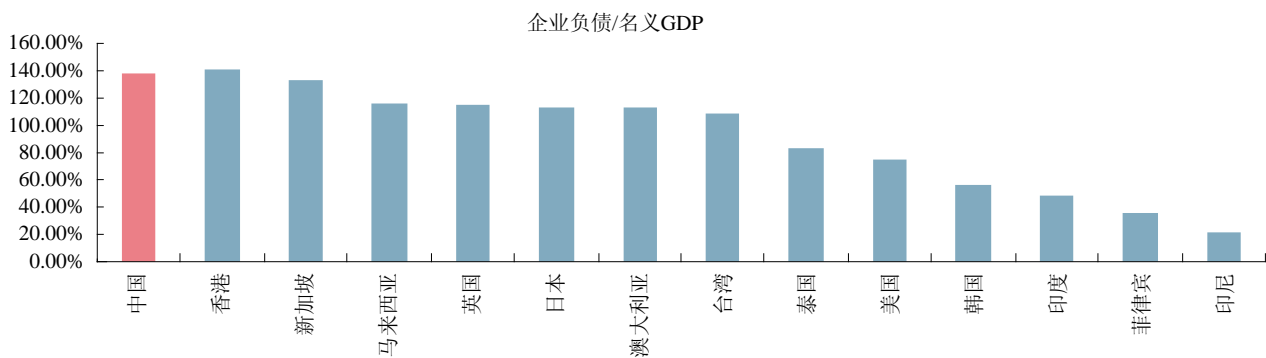
横向对比, 中国企业负债水平相比全球主要经济体已处于较高水平, 相比主要东亚经济体日本、韩国、泰国等也明显偏高。中国国有企业资产占比高, 有更便利的融资渠道, 成为决定企业部门扩张收缩的关键, 国有企业激励扭曲和缺乏财务硬约束使得中国企业整体负债在过去几年快速上升, 这与日本主银行体系以及韩国财



阀体系下企业缺乏约束，依赖债务维持扩张具有相似性。政府对经济增长的容忍程度将成为扭转国企激励的关键变量。

如果明年政府仍稳增长，国企仍将依赖债务维持扩张，充当企业扩张的急先锋，尽管这样的扩张已经变得越来越吃力。而盈利是私营企业和外商投资企业负债水平增减的关键，目前负债虽处于低位，但如果盈利前景不改善，加杠杆的空间有限。

图 53：企业部门负债水平国际比较



注：中国企业负债只计入了工业企业负债和房地产企业负债

资料来源：wind、Goldman、中信建投证券研究发展部

二、突围：胜负难分

在种种约束条件下，2012 年我国经济出现了内生动力疲弱、政策刺激效果不明显的慢性病。未来这些约束条件继续存在，有的还有恶化的风险。2013 年中国经济面临如何突围的重要问题。是在四面楚歌中苟且偷生，还是破釜沉舟杀出重围？

2013 年摆在中国经济面前的有三种路径：

一是政策刺激（概率 5%）。政府重新举起财政政策与信贷政策刺激大旗，投资拉动模式依旧，基建投资提速，房地产调控政策有限放开。但中央财政与地方财政紧张，税收和预算外收入困难，地方平台债务负担沉重，加杠杆空间不大。因此我们认为政策刺激空间有限，概率不大。

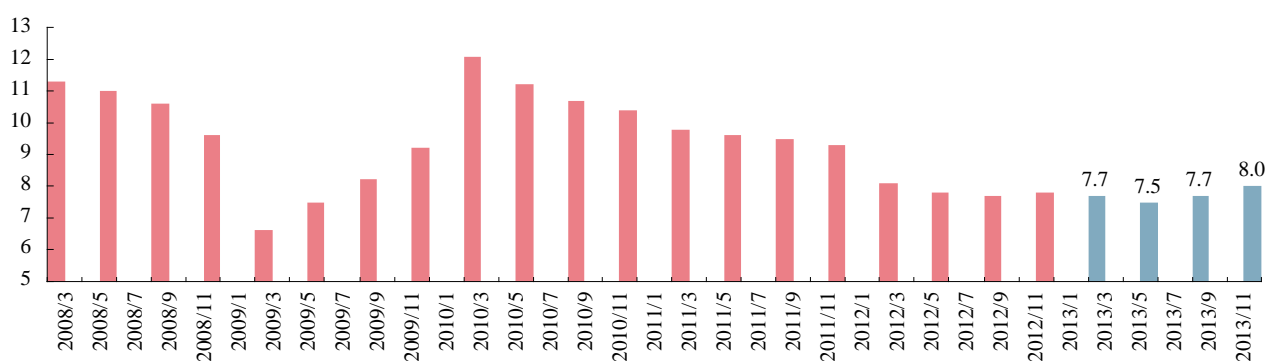
二是容忍与变革（概率 35%）。政府正视经济规律，容忍增长速度下行，容忍失业率上行。以增长空间换改革空间。政府致力于调整经济结构，削弱利益集团，倾心制度变革，释放制度红利，夯实中长期增长与繁荣的基础。但利益集团固化、体制僵化与体制惯性需要倒逼机制，需要很大勇气和能力。变革虽可创造增量财富，但需要牺牲增速。失业和社会稳定考验政府底线。

三是僵持（概率 60%）。鉴于中央集权的弱化和中央再集权的决心，中央和地方博弈难以平息。中央和地方、利益集团内外的博弈持续，难分伯仲，深水区的改革难以推进，难以做大增量财富，维稳政策持续。僵持难以找到增长动力，而且贻误中长期增长机遇。十八届三中全会是可以期待的，届时会有方向性的、突破性的大政方针，三中全会之前则呈现缝缝补补的典型特征。

综观中国三十多年来的经济改革历史，新一届政府一上来就大刀阔斧搞改革的并不多见，总要等国内外局势趋稳，人事安排已定，万事俱备之时才是大张旗鼓搞改革的良机。虽然新一届中央政府领导班子给国民带来许多新气象，新风貌，但在目前强大的利益集团格局下，让他们以容忍失业和社会稳定来考验政府底线，这可能是一步好棋，但也可能是一步险棋，因此我们认为，维持现状的可能性较大。

2013年，我国固定资产投资仍会保持相对较快的增长速度；消费也会与今年增速基本持平或略高；而国外需求仍处于相对疲弱的态势之中，欧债危机虽已趋缓，但紧缩政策仍将持续，增长动力不足；日本深陷衰退泥潭，无法自拔。我国出口大幅回升的可能性并不大。明年中国经济增长的动力应寄希望于内需，我们预计 GDP 增速为 7.7-7.8% 左右。

图 54: GDP 走势预测



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2.1 城镇化是主线

城镇化是个老提法，“胡温景气”的实质就是利用“要素红利、人口红利和入世红利”三大红利的背景下，在推进市场化、工业化、城镇化的进程中实现了国民经济的快速增长，又称“中国奇迹”。然而在高速增长的背后，也产生大量的社会弊端和隐藏了大量的矛盾和问题。这种老旧的增长模式在新一届政府的十年任期内很难再复制和延续，否则很容易激化社会矛盾，偏离和谐社会的轨迹。

李克强副总理在“十八大”后赋予“城镇化”新的含义。他曾在《农村工业化：结构转换中的选择》中写到，我国在二元经济结构转换过程中，劳动力就业结构的改变和居民居住方式的变迁有着决定性的意义。接着，文章探讨了在这种结构转换中的路径选择，得出的结论是：中国要解决二元结构的核心问题，即实现农村剩余劳动力转移，单靠传统的适用于发达国家的道路（即一举打破城乡分隔，建立两个系统在劳动力转移和居住方式变迁方面的紧密联系）是不可行的，因为事实并不是像刘易斯“两部门经济发展理论”描绘的那样，现代城市工业的容纳力和吸引力要比预想的小得多（拉美“城市病”）。如果我国走上上述道路的话，后果将比拉美的情况更加严重，原因是：我国强化的二元结构使得城市工业的吸纳力更小，甚至不足以容纳城市本身新增的劳动力。同时，由于人均耕地匮乏，农村人口向城市的流动，将不仅受工资比较机制的推动，还要受到农村排挤人口机制的驱动，其结果会使城市传统部门（非工业部门，包括零售商业、小型建筑业，体力劳动性的服务业等等）恶性膨胀，“城市病”特征将更加显著。



因此，单纯依靠农业人口大量涌入城市或者扩张城市中工业部门来转换二元结构，不仅是不可取的，也是不现实的。文章进一步指出，只能把注意力转向农村，就地实现剩余劳动力的转移，通过弱化二元结构的强度，来打破固有的平衡，形成国民经济机构的新局面。在上世纪八九十年代的环境下，这篇论文最后给出的政策建议是依靠乡镇企业。

从目前的角度来看，乡镇企业自身的效益很成问题，对于吸纳农村劳动力能力不足。因此，站在当下，承接大城市产业转移，依靠本地区资源优势，因地制宜发展地区经济成为解决问题之道。而仅依靠乡镇企业本身已不再是解决问题的最优方法。但是，就地实现剩余劳动力的转移依然是解决问题的“道”，道不变，术可因时而异。李克强副总理在此后的多次讲话中强调，**坚持区域中心城市、中小城市和小城镇三头并进**。小城镇是区域社会经济长期运动发展过程中“挤”出来的一个新的经济结构层次，**强化小城镇功能，聚集小城镇经济能量，使其成为区域社会经济新的“增长点”**，进而推动整个区域经济的稳步增长。尤其是在经济欠发达地区，发展小城镇便显得尤为为重要。

表 3：中国城市（镇）化率超过 50% 的省（直辖市、自治区）

省市区	2000 年	2005 年	2011 年
上海	88.31%	89.09%	89.00%
北京	77.54%	83.62%	86.20%
天津	71.99%	75.11%	80.50%
广东	55.00%	60.68%	66.50%
辽宁	54.24%	58.70%	64.05%
黑龙江	51.54%	53.10%	56.50%
吉林		52.52%	53.40%
江苏		50.11%	61.90%
浙江		56.02%	62.30%
内蒙古			56.60%
福建			58.10%
重庆			55.02%
湖北			51.80%
山东			50.90%
海南			50.50%
全国	36.22%	42.99%	51.27%

资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

从我国城市化率来看，东部经济发达地区及直辖市的城市化率较高，广大中西部地区的城市化率还相当低。这种“二元化”城市发展结构也为中西部地区的城市化发展留下较大空间，而中西部地区也将成为我国中央项目投资的主要方向。

李克强总理已多次强调城镇化将是未来经济发展的动力和方向。新型城镇化是与大城市化完全不同的道路。城镇化暗含的政策意图是，减弱一线城市的房价上涨压力和资源过度集中后的各种瓶颈压力；也减轻三线城市产业空心化的压力。我们判断，**城镇化是一个中长期规划，是未来经济政策的一条主线，但不能指望城镇化对经济的拉动作用能出现立竿见影的效果。**

2.2 内需是战线

十八大提出，要推进经济结构战略性调整。这是加快转变经济发展方式的主攻方向。必须以改善需求结构、优化产业结构、促进区域协调发展、推进城镇化为重点，着力解决制约经济持续健康发展的重大结构性问题。

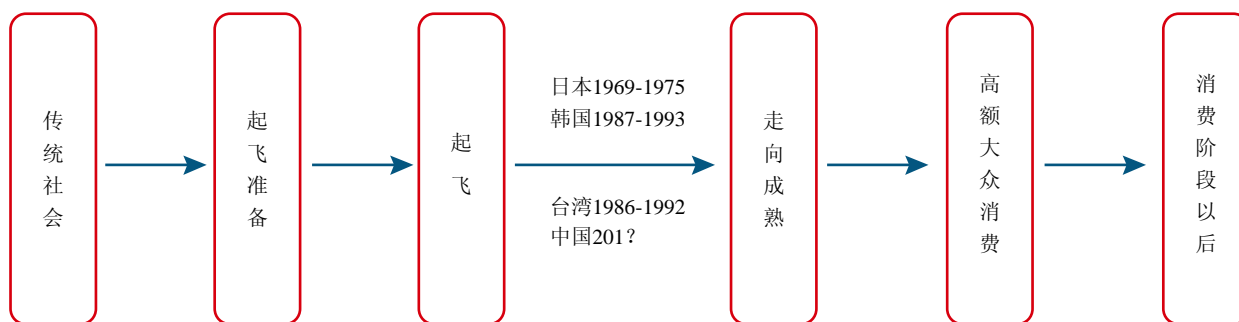
外部需求疲弱的大环境将倒逼我国实实在在地走上扩大内需的道路。十八大报告提出，我国要“坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路，推动信息化和工业化深度融合、工业化和城镇化良性互动、城镇化和农业现代化相互协调，促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展。”新“四化”的提出，表明我国未来要坚定不移地扩大内需。

2.2.1 投资：双轮驱动

工业化升级与城镇化是投资保持较高增长的基础。在经济结构大转型的背景下，城镇化将是改变二元经济结构和内部失衡的重大方向，同时又嵌套了中国工业化升级的历史进程，工业化升级与城镇化要求的中国固定资产投资保持在较高的水平，以夯实工业化升级和城镇化发展的基础设施、设备更新、服务业发展的资本形成需求。

工业化升级是动轮之一。中国目前仍然处在工业化进程之中，总需求的持续扩张可能需要继续依靠工业化、城市化。如果从工业化进程来说，中国目前所处的历史阶段和 20 世纪初期的美国和 20 世纪 60 年代末期的日本相似，都是处在一个工业化起飞向成熟的升级过程中。资本投资增速将降低，但仍然是重要的支撑力量，同时工业化成熟是以大众消费即消费部门的繁荣为终点的。

图 55：工业化演进过程中的中、日、韩、台比较



资料来源：罗斯托、麦迪逊

中国的投资拉动经济的增长模式仍将部分持续，只是投资的贡献有所下降，其结构发生实质性变化，但是投资仍然是保持较快的增长，不会断崖式下跌。日本、韩国和中国台湾地区的经验都是如此。

工业化的进程必然出现生产能力规模化，资本集中趋势强化，经济出现大型化，尤其是中游偏上产业，这主要是受能源和资源的约束。在工业化进程中，要素约束会越来越明显，使得集约化的要求更加凸显，大型化是一个必由之路。而新老主导产业交替，促进社会分工的深化、中游产业的升级以及装备制造业的繁荣。这是一个典型的设备更新和升级周期，同样需要资本支出的支持，不过这是一个产能利用率和产能重构相互伴随的过程。比如美国在转型中，去产能并没有像预期中那么大，产能利用率保持在 80 左右，美国转型更多是新产业产能的扩张。

城镇化是动轮之二。城镇化实际上与工业化升级，或十八大报告中提及的新型工业化是相辅相成的。从理论上讲，城镇化是工业化升级的旁侧效应的产物，同时城镇化又推动工业化向新型工业化发展，即完成从重化工业向服务业的转变，包括生产性服务业和生活型服务业，从而使得二元经济结构向三元经济结构发展，并产生以消费作为主要支撑的经济结构。

但是，在走向消费为王的过程中，需要资本支出作为一个基础：一是城镇化的基础实施需要投资作为支持；特别是需求量巨大的轨道交通、高速（或快速路）、水电煤气设施、以及零售商贸文化娱乐设施等。

二是城镇化不仅是土地、人口的城镇化，更是产业结构的一种城镇化，即农业向工业及服务业的转换，为此需要发展具有就业岗位的新兴工业化和城镇化，实际上就是投资创造就业的过程。

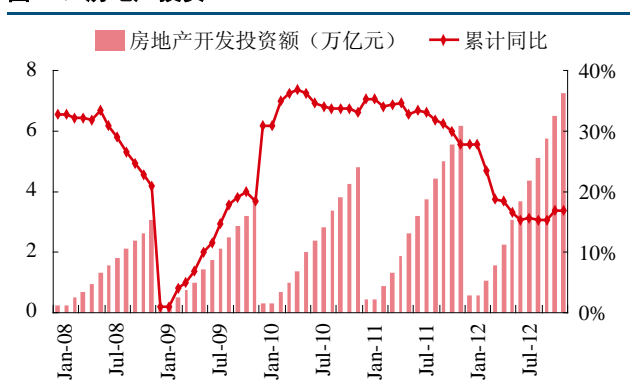
三是农业和原有城市部门的产业结构升级同样需要投资作为支撑。比如农业集约化需要农业机械化，比如重化工业部门需要向更加环保和高效的生产、经营方式转变，这些必然带来对投资的需求，只是没有像4万亿刺激计划以项目为主的方式那么巨大。

投资的三大板块解析。我们将固定资产投资分为四个部分：基础设施、制造业、房地产和其他投资，前三个部分的比例分别为21.5%、20%和34.7%。分析这三个部分在2013年的增长情况是判断投资增速的重要基础。

房地产投资:需求与政策博弈下的较高增长

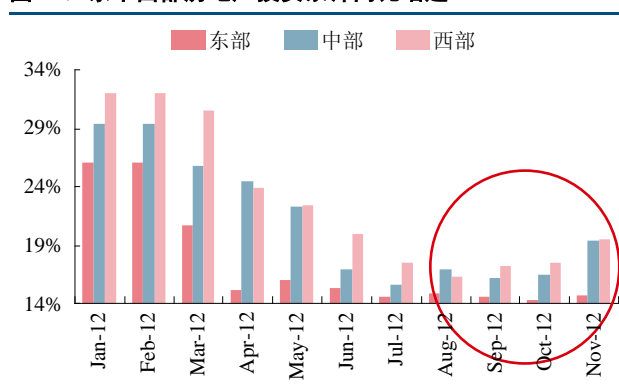
2012年在房地产调控深化的大背景下，投资情况回暖强于市场预期，1-11月份房地产开发投资额6.48万亿元，同比增长16.7%，增速扩大1.3个百分点。预计12年全年投资增速约为17%。从区域上看，东部地区今年以来的投资增速一直在下降，直到11月才有所企稳，而中西部地区从7月开始就出现回升，总体来说，具有区位优势东部地区经历了较快的发展后，中西部的投资增速超越东部是未来的大趋势，也是城镇化的特点之一。

图 56: 房地产投资



资料来源: 统计局, 中信建投证券研究发展部

图 57: 东中西部房地产投资累计同比增速

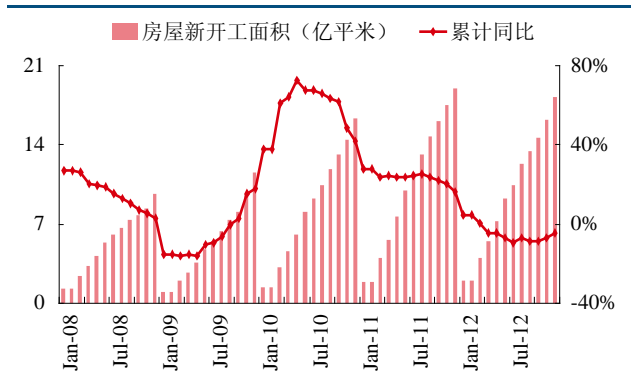


资料来源: 统计局, 中信建投证券研究发展部

2013年房地产投资仍然保持较高增速，15%是可以预期的。一方面，新开工面积好于预期。1-11月份，新开工累计完成16.24亿平米，同比下降7.2%，降幅较1-10月份进一步缩小了1.3个百分点，其中住宅新开工缩小了1.52个百分点，新开工的改善幅度增大，这与上半年以来各大企业销售业绩好有关系。从单月情况看，11月新开工同比由负转正，预计12月将继续正增长。

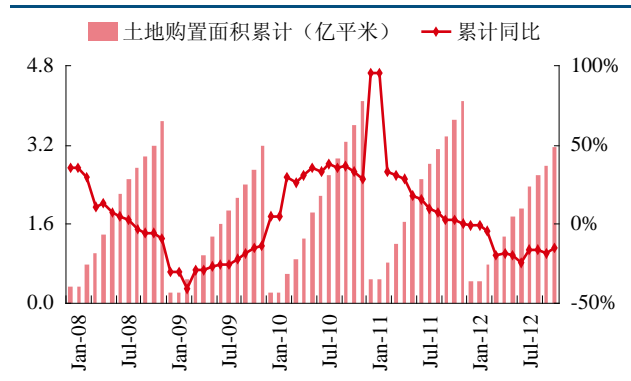
另一方面, 房地产企业拿地积极主动。1-11 月份房地产开发企业土地购置面积 3.16 亿平米, 同比下降 14.8%, 降幅较 1-10 月份缩小 3.2 个百分点, 土地成交价款 6594 亿元, 同比下降 10.4%, 降幅缩小 1.5 个百分点。规模房企继续积极拿地, 万科、保利等在 11 月份通过招拍挂持续加大存货补充力度, 同时如招地、新华联、滨江等公司通过股权收购方式增加土地储备。

图 58: 房屋新开工预计仍然向好



资料来源: 统计局, 中信建投证券研究发展部

图 59: 土地估值面积并无断崖式下跌



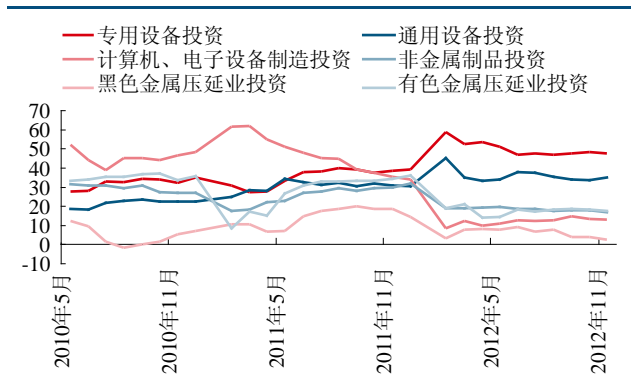
资料来源: 统计局, 中信建投证券研究发展部

制造业投资: 产能重构与去产能

2012 年制造业出现了一定的去产能压力, 投资增速有所回落。制造业是固定资产投资中占比最大的领域, 以 2012 年 1-11 月固定资产投资累计规模算, 制造业投资占比高达 34.7%。1-11 月制造业投资 113196 亿元, 增长 22.8%, 增速比 10 月份继续回落。

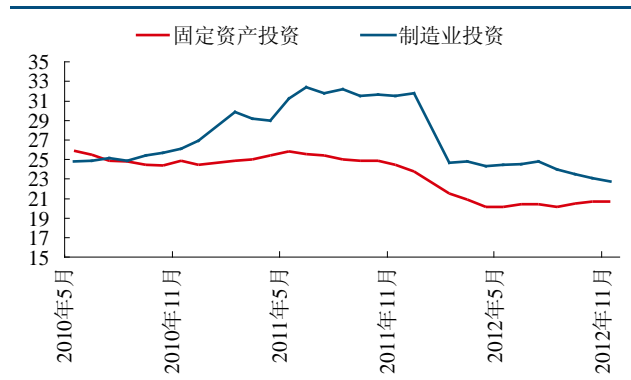
在制造业中, 黑色金属冶炼、有色金属冶炼加工、电气机械等产能过剩较为严重, 为此, 2013 年仍然具有去产能的压力, 但是, 由于 2012 年增速相对较低, 在 2013 年第二库存周期上升阶段中, 这些中游行业仍然具有一定的需求基础, 只是增速仍然保持较低水平。铁路等运输设备 2012 年预计同比仅增长 7.4%, 在城镇化推开的 2013 年, 道路交通设备的制造业将大大提升。同时专用设备、通用设备、计算机、通信和电子设备的增速可能继续提升。非金属矿制品, 主要是水泥, 由于基建投资和城镇化的推行, 预计保持在较高的增速。

图 60: 各个行业投资增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 61: 固定资产投资和制造业投资趋势



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

当然必须承认 2013 年钢铁、有色、化工等具有一定的去产能压力。但是去产能是一个长达 8-10 年的过程, 无法一蹴而就, 同时更重要的是的伴随产能重构, 即有其他新的行业产能继续释放。产能重构不能简单理解为去

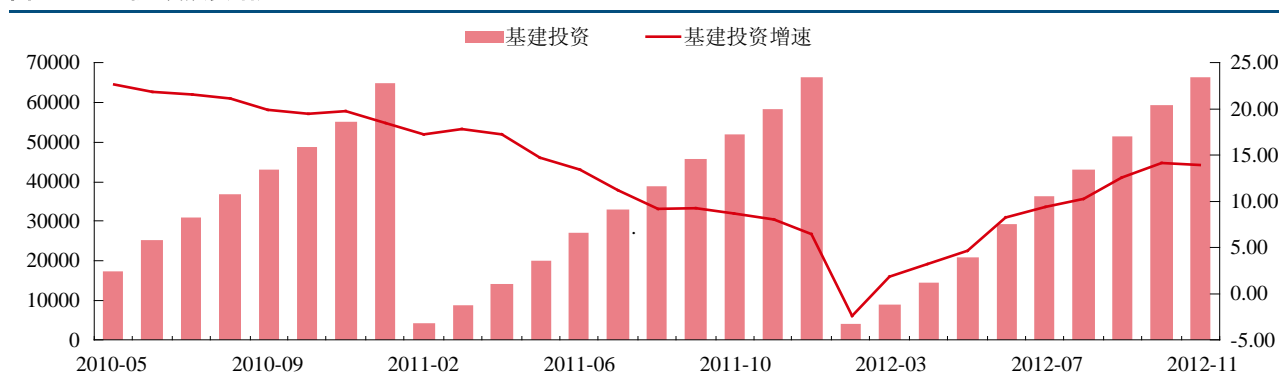
产能，不能将长期化的产能问题短期为 2013 年的投资不力。但是，由于新库存周期的启动和城镇化的逐步实行，交运设备、专用和通用设备、计算机、通信和电子、水泥等行业的投资增速仍然有保证。我们预计 2013 年制造业的资产投资增速同比为 22%。

基础设施:蓄势待发

2012 年基础设施投资增速较低。目前，整个基金投资板块的规模大致为 7 万亿元(2012 年 1-11 月累计值)，占整个固定资产投资为 21.5%，累计同比增速约 14%，是固定资产投资中增速最低的部分。这主要有几个方面的原因：一是铁路投资在 2012 年前 2 个季度基本是停滞的，同比增速为-40%，全年也基本是零增长。二是道路投资数据问题，截至 2012 年 11 月道路投资为 1.5 万亿元左右，去年 11 月累计规模为 1.2 万亿左右，但是统计局公布的数据只有 7.4%的累计同比增速。三是地方基础设施项目由于政治周期和融资受限而有所放缓。

基础设施投资将是 2013 年的亮点，预计同比增速将达到 17%。2013 年城镇化将逐步推开。走新型城镇化道路，破解城市二元结构难题，形成产权清晰、权利平等、成果共享的城乡一体化新格局，实现工业化、信息化、城镇化和农业现代化的同步发展。李克强强调，城镇化也是扩大内需的最大潜力所在，是结构调整的重要依托。新政府将主推“城市群”建设（大中小城市和小城镇梯度建设）和“城市带”建设（大型城市群连片发展）。新型城镇化涉及的重点改革有如下几点：深化土地制度改革、统筹城乡分治体系、建立城乡均等的公共服务体系、创建农民融入城市的制度环境和加快建立普惠型农村金融体系。从速度上看，交通基础设施、市政建设、公共事业、城市信息化建设将得到更快的发展。

图 62: 基础建设投资增速



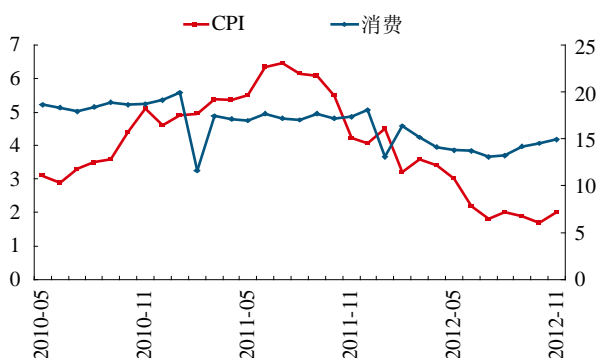
资料来源: Wind, 中信建投研发部

2.2.2 消费: 归于平淡

今年以来，名义和实际消费增长双双下跌，消费仿佛成了强弩之末。特别是实际消费在扣除价格因素之后增长不到 12%，相当于 21 世纪初期几年的水平。这主要源于以下原因：一是政策刺激效用递减；二是对房地产及汽车的限购政策减少了部分购买力；三是收入减少消费涨价预期。

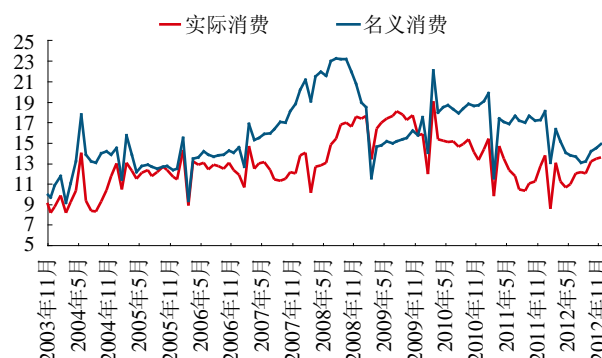
通胀回落力压名义消费。从历史数据序列分析来看，社会消费品零售数据与 CPI 走势正相关。近似地看，名义消费增长率=10%+CPI。这是造成名义消费增长率与 CPI 高度相关的原因。03 年后，实际消费与 CPI 有反向变动的关系。按比例来看，CPI 每降 1.5%，则消费增长率上升 1%。综上，CPI 下降会造成名义消费下降，但实际消费增长水平会有所提高。

图 63: CPI 与零售额之关系



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

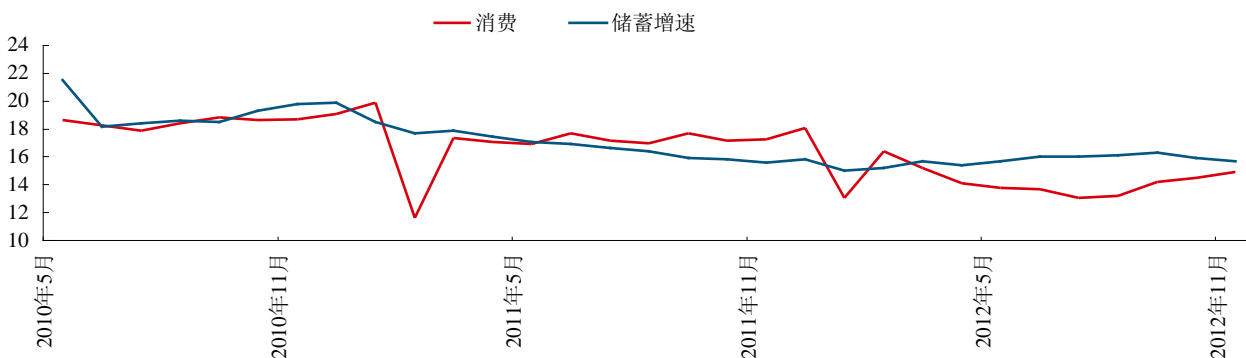
图 64: 名义消费和实际消费增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

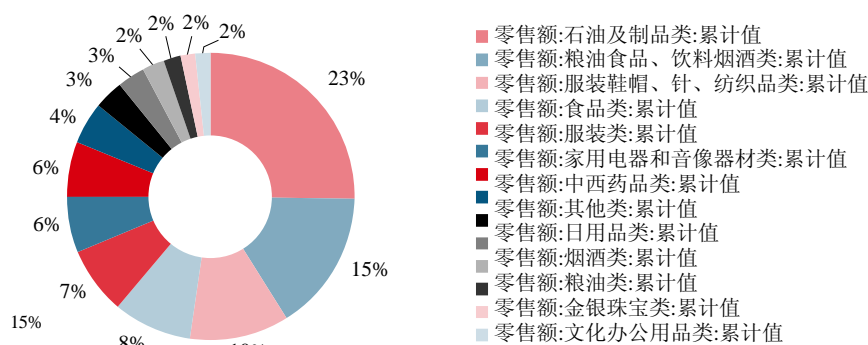
存款减少抑制可选消费。我国基本消费品的需求具有刚性，而可选消费品的需求与居民储蓄存款息息相关，需要通过储蓄的积累来完成。2008 年至 2010 年的消费高峰也伴随着存款增长的高峰。2009 年以来一系列刺激消费的政策措施引发了消费的热潮。政策刺激使消费不仅远远高于 10% 的运行中枢，也远远超过储蓄的增长速度，透支了未来的可选消费品消费。而消费的增长阶段都伴随着较高的储蓄增长率，目前已下降到历史低位的储蓄不能为消费提供强有力的支撑。

图 65: 存款与零售额之关系



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 66: 零售结构

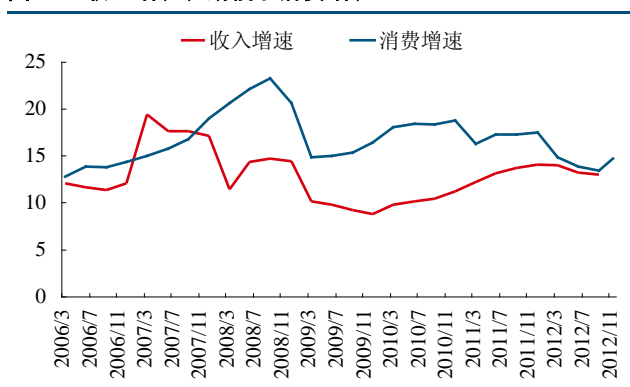


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

收入增长慢于消费增长。明年消费能否继续保持高增长，取决于居民收入的增幅。从整个收入分配体制看，公共收入长期挤占居民收入，国家财政预算收入增速远远高于居民可支配收入增速，居民并没有充分享受经济增长的成果，“国富民穷”现象十分显著。这种分配体制不调整，畸形的财富分配体制将阻碍消费的进一步提高。

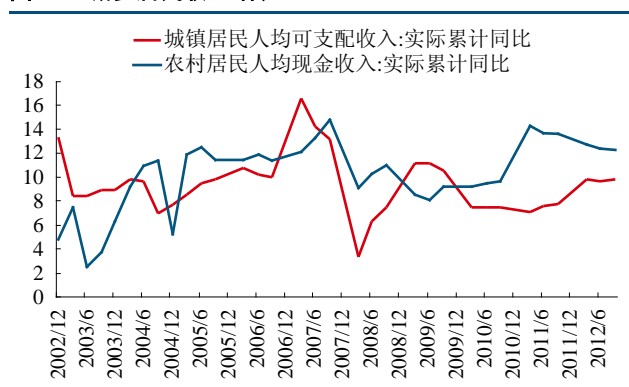
名义消费增速与今年持平。2013年消费受收入增长缓慢和居民存款下降等不利因素制约，但也存在积极因素：一是CPI下降有利于刺激消费实际需求增长，对真实消费有推动作用。二是收入分配体制改革所带来的滞后效应在明年显现。三是政策面会有所支持，政府会继续加大对社保和民生的投入，提高低收入居民的收入水平及消费能力。

图 67：收入增长长期慢于消费增长



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 68：城乡居民收入增长



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

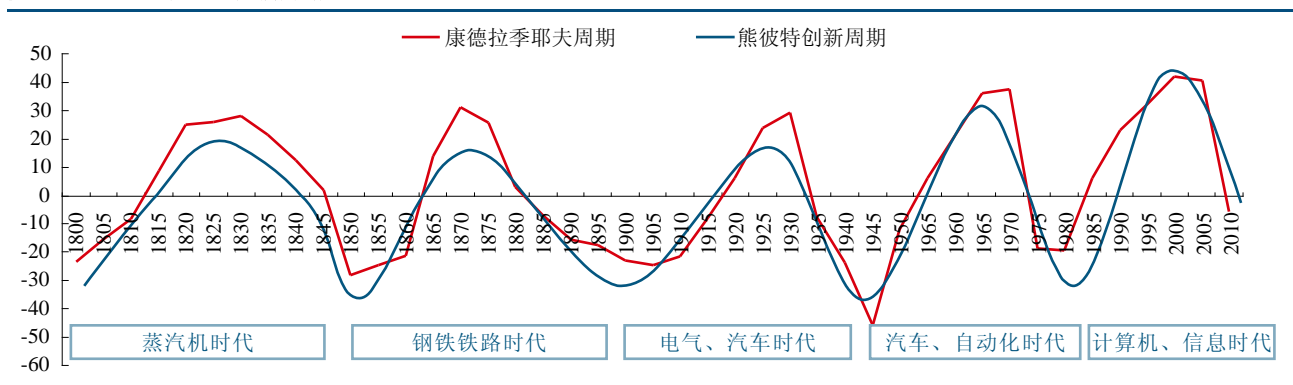
从总体来看，2013年消费增长相对稳定。社会消费品零售总额增速会今年持平，预计增长降至14-15%左右，但实际消费增长会到12-12.5%左右，对经济的贡献率有所提高。

2.3 出口是防线

2.3.1 消费市场仍去杠杆：需求不足

从长波周期看，目前全球经济尚未出现革命性的技术创新，为此经济整体处在一个原有技术的应用漫化过程，更多是管理创新、模式创新和制度创新，而非技术创新。这意味着全球经济中短期难以出现一次系统性上升机会，即需求没有系统性扩张的技术基础。

图 69：技术创新下的长波周期



资料来源：世界银行、熊彼特、雅各布·范杜因

值得注意的是，当一个周期性拐点到来之后，全球经济将陷入一个以衰退和萧条为特征的低迷阶段，这个阶段可能长达 10 年。由于缺乏革命性的技术创新，全球经济在金融危机之后可能要经历一段较长的低迷时期，这主要在于虚拟经济需要一次实质性的去杠杆，同时实体经济部门的杠杆率也会降低，在杠杆紧缩的过程中就是总需求相对回落的过程。**2013 年，发达经济体最主要的任务是公共部门的去杠杆，这也直接导致需求的相对不足。**

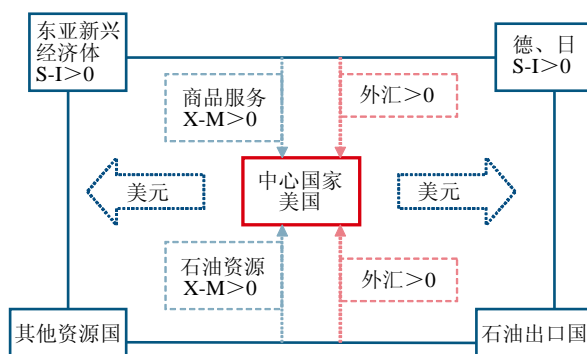
2.3.2 全球产业链再平衡：产业回流

从全球生产产业链和国际分工看，中国等制造业经济体处在后布雷顿森林体系的外围，通过贸易和资本渠道与中心国家美国相互联系在一起。中心国家的调整，必然导致一个负反馈效应导致外围经济体的调整，反之亦然（Dooley 等，2003）。金融危机之后，新兴经济体独树一帜，但美欧日的衰退导致新兴经济体再次陷入经济回落，同时又使得美国作出反馈，这使得后布雷顿森林体系的中心—外围共生模式的产业链流程发生变化，即出现全球产业链再造。

全球产业链再平衡趋势在美国表现特别明显，有学者甚至认为美国正在进行扁平式的第三次工业革命，这种新经济模式将深刻改变全球经济。目前全球正在经历近 200 年来的第五次产业链大转移，其中美国和中国是主要的主体：美国从中国转回制造业；中国向中西部转移制造业。

奥巴马在任期内曾多次提到制造业复兴及促进出口的计划。奥巴马曾在 2010 年初提出五年内“出口倍增计划”，在 2012 年初的国情咨文中再次提到“鼓励美国企业将生产本土，以创造就业”。美国制造业回流趋势明显，这直接导致其在海外的生产环节的萎缩，最直接的冲击就是中国。

图 70：后布雷顿森林体系的中心外围共生产业链模式



资料来源：Dooley 等（2003）

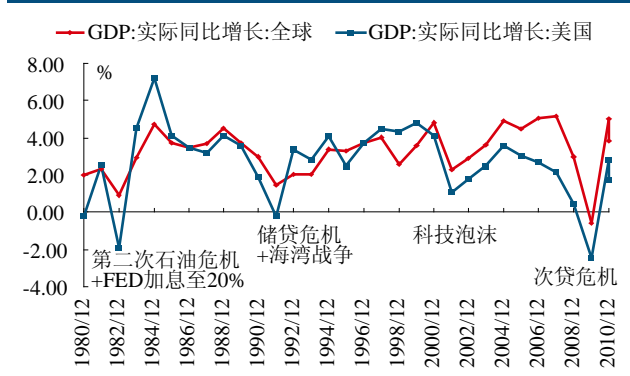
表 4：近期美国制造业企业回流美国的案例

NCR 将 ATM 的生产搬至 Columbus，并将在 2014 年前雇佣 870 人。
Coleman 公司将其某型号冷却器由中国搬至 Wichita，由于中国人力成本及运输成本的上升。
福特汽车将在美国本土提供 2000 个工作岗位，由于其与美国联合汽车工人达成了优越的协议，即允许公司雇佣新员工的工资为 14 美元每小时。
Sleek 音像公司将其高端耳机生产从中国搬回 Manatee。
Peerless 公司将其所有的音像业务整合，并从中国搬回 Illinois，以便于提高成本的效率，缩短指令传达时间，以及强化对生产环节的控制。
户外 Greatroom 公司将其部分户外产品由中国迁回美国，由于订货周期太长（达 9 个月）所致。
Nissan 公司将其锂电池的生产从日本搬回 Tennessee 州。
Yamaha 汽车公司将其新产品生产从海外迁回 Newnan。
Embraer 首次在美国的 Melbourne 开设其飞机最终组装工厂。
Electrolux 将在 Tennessee 新建一个厨具工厂，而此前该工厂设在加拿大。
ET 水系统公司将其 2002 年设于大连的工厂搬至 San Joe，成本及效率是搬迁的原因之一，同时搬迁还使得产品质量提高，并使得产品创新开发加速。
All-Clad 公司将其生产从中国搬回美国，使其更接近客户。
AmFor 电子将其部分生产组装从中国和墨西哥搬回 Portland，部分由于海外工厂土地成本的上升。

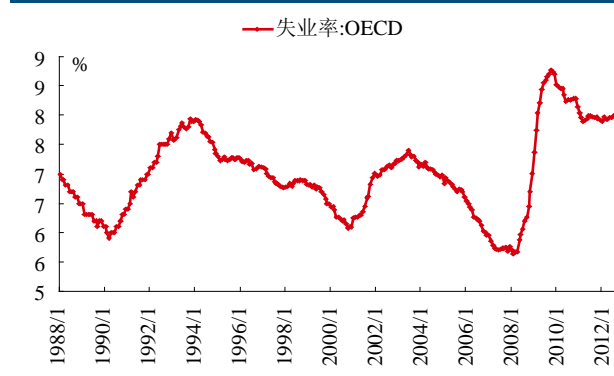
资料来源：BCG, “Made in America, Again”; BCG, “U.S. Manufacturing Nears the Tipping Point”

2.3.3 出口低增长

从全球主要经济体中周期复苏所面临的主要制约因素来看，在未来的一个时期内（3—5 年），美国的财政去杠杆化，欧洲的“危机——紧缩——衰退——危机”紧缩循环，中国的产能过剩等都将持续存在，日本很有可能再度进入新一轮“失去的十年”。2013 年这些因素相比 2012 都难有根本的改观，**明年的全球经济增速较 2012 年也难有明显改善。中国出口也同样难有根本的改善。**

图 71：全球经济与美国经济增速


资料来源：wind，中信建投研发部

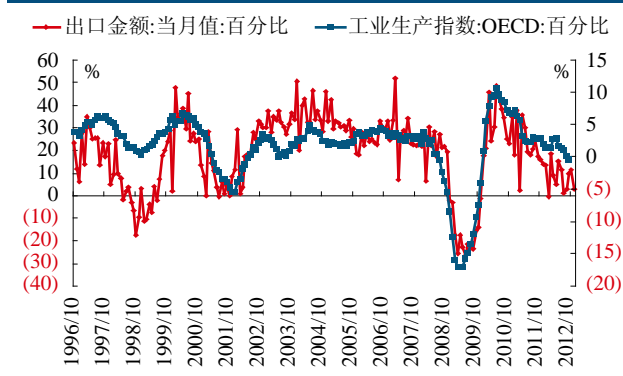
图 72：OECD 失业率


资料来源：wind，中信建投研发部

从短期波动来看，在后布雷顿森林体系之下，作为全球最大的经济体、最大的消费市场、科技创新的最前沿、国际中心货币的发行者，美国经济主导着全球经济的主旋律。当前的美国经济已经进入本轮库存周期的减速阶段。一旦库存周期进入库存减速阶段，库存调整对经济增长的贡献也开始不断回落直至转正为负。根据我们前面的分析，由库存减速所形成的一系列负反馈循环效应将使经济景气面临回调冲击。

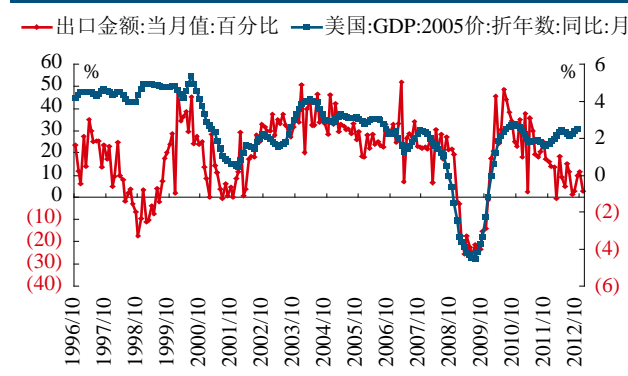
根据我们对美国房地产投资与库存投资对其经济影响力量的历史分析，以及对于未来美国房地产市场温和复苏的判断，当前美国房地产市场的持续复苏仍旧无法对冲库存减速所带来的负面冲击。此外，在欧洲、日本经济的持续衰退，中国经济依旧疲弱的不利国际环境下，其本就不算优势的出口也难以有更大的发力空间。并且由财政悬崖、财政去杠杆化所推动的财政政策进一步紧缩也会对未来美国经济复苏形成拖累。

图 73：中国出口增速与 OECD 工业生产指数增速（同比）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

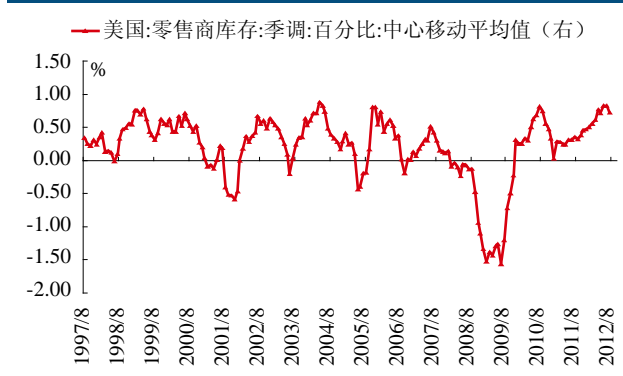
图 74：中国出口增速与美国 GDP 增速（同比）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

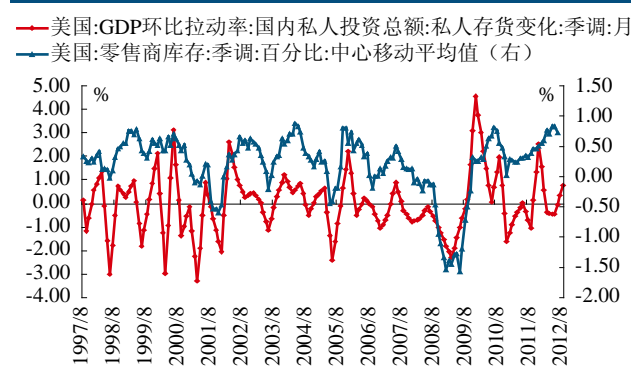
因此，2013 年的美国经济在疲弱复苏的大格局之下，经济短期波动将经历一个先抑后扬的库存景气转换过程。欧债危机仍难根治，危机与经济之间的“危机—紧缩—衰退—危机”的恶性循环仍将继续。欧洲经济仍将震荡下行，企稳回升或许须待年底时。日本灾后重建高峰已过，投资增速面临回落挑战，出口增长面临欧洲持续衰退、美、中疲弱格局、中日政治摩擦持续，等重大挑战，经济增长将会比 2013 年更差。总体而言，2013 年的全球经济在疲弱依旧的大格局之下，受美国、中国两大增长引擎库存周期转换的影响，将呈现先抑后扬的格局，欧、日及其他资源出口国的复苏节奏将相对美、中略有滞后。（详见《2013——疲弱格局之下的拐点之年》）。

图 75：美国零售商库存环比



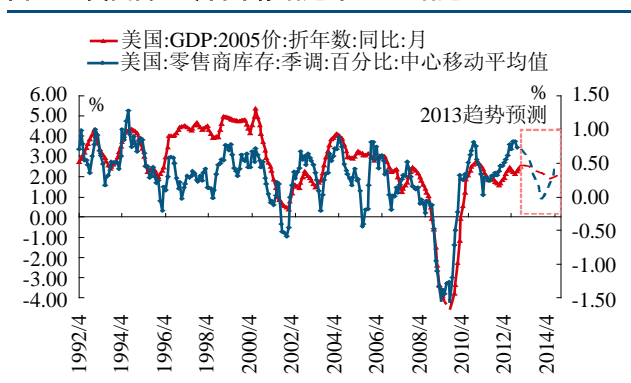
资料来源：Wind，中信建投研发部

图 76：美国商业库存波动与库存对 GDP 增长率的拉动力



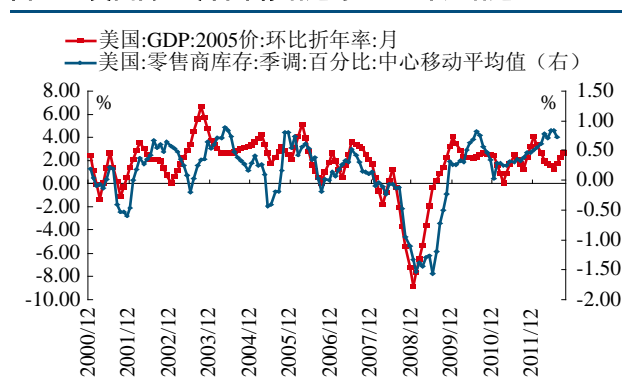
资料来源：Wind，中信建投研发部

图 77: 美国商业零售库存增速与 GDP 增速



资料来源:Wind, 中信建投研发部

图 78: 美国商业零售库存增速与 GDP 环比增速



资料来源:Wind, 中信建投研发部

2.4 通胀是底线

2.4.1 刘易斯拐点压力间歇性缓解

2010-2011 年的通胀原因中有一个核心因素是中国经济面临着刘易斯拐点过后人力成本上升。随着中国计划生育政策推行人口红利的结束,城镇化的发展和工业化的进行,农村劳动力不再是无限供给,城市工业生产吸纳了大量的农村剩余劳动力。低端劳动力成本推升了基本生产和生活资料的价格,食品价格和粮食价格,并在反危机的宽松货币政策和财政政策配合下,造成了持续性的高通胀。

通胀的治理在去年强硬的货币紧缩和房地产调控下取得成效。我们所付出的代价则是私人部门投资热情风光难再,房地产产业链经营破裂,小微企业资金链断裂,特别是周期性行业在反危机政策退出后产能过剩问题浮出水面。宏观和微观层面的种种迹象表明,高速增长潜力已经耗尽,增长中枢下移正在进行中。转型与阵痛成为了新形势下的主题。

那么在经济转型和中枢下移中,刘易斯拐点对通胀的压力就需要重新考量了。总需求和总收入收缩会不会造成低端劳动力成本下降?结构调整中用工荒的情况会不会变成失业荒?虽然长期来看中国已经经历刘易斯拐点并将面对上涨的成本压力。然而仅看明年我们认为供不应求的劳动力市场可转变为结构性的供大于求,短期就明年来说刘易斯拐点带来的人力成本上升压力可得到缓解。

首先,中国经济的需求仍在收缩,去产能将是未来面临的一个长期问题。煤炭、钢铁、有色金属等资源行业,水泥、机械、造船等中游行业过剩较为明显。劳动力与资本是生产的两大要素,增长中枢下移中资本边际产出与边际收益下降,与之对应的劳动力需求也在收缩。资本收缩较之劳动力供求变化更容易观察,我们从贷款上浮利率与资金紧俏程度中易于观察。

其次,中国低端劳动力构成的就业大军仍然强烈依赖于出口。转型需要过程,摩擦性失业在所难免。一方面在出口增速连续跌破 10% 以下后,低端加工制造业的裁员开始出现,农民工返乡、失业已经发生,甚至是政府将要面对的棘手问题。然而作为我国主要出口国的欧美经济在明年都难有起色,造成我国工人就业问题加剧。另一方面,部分外资企业正在逐渐撤离中国,而印度、缅甸等东南亚国家的劳动力优势也在冲击着中国的就业。

再次，劳动力的补贴型收入要低于需求型收入。当前经济不能出清是政府补贴的结果，并不是经济的真实需求强盛。由于干预型政府对失业和破产的低容忍度，为了维持低水平的失业率、维系地方企业的勉强经营，政府进行了大量的补贴，导致供求矛盾和经济失衡的情况不那么显著。然而补贴带来的成本维系与需求拉动的工资上涨是不可同日而语的，而且补贴型经济最终要回归到市场均衡点。

此外，国民总收入的下降和人均可支配收入的下降将引起低端劳动力成本下降。可支配收入的下降意味着消费能力的下降，服务型行业低端劳动力受此影响最大，这是一种供需自下而上传导的自然过程。

综上所述，明年刘易斯拐点压力可得到间歇性缓解，劳动力市场出现结构性供过于求再所难免。相应的市场成本刚性将在一定程度上被打破，进而减缓了通胀的压力。

2.4.2 通货膨胀货币基础风雨飘摇

货币主义的通胀理论在中国也有着良好的体现，历史数据表明，通胀周期是滞后于货币增速半年左右的。货币激增是高通胀出现的必要条件。

基础货币的释放渠道正在发生变化，长期以来，我国基础货币以外汇占款投放为主要渠道，央行资产负债表基础货币中 80%以上为外汇占款。而今年币值双向波动和贸易顺差大幅缩小，导致外汇占款流入大幅减少。央行转以逆回购的方式释放流动性，这种方式的最大特点是可控性强，央行以需求为基础释放货币不至于造成基础货币大幅增长。

未来人民币并不存在大幅升值的基础，目前的升值一是源于主要经济体的货币投放溢出效应，二是源于对前期货币前景和中国经济过于悲观的修正。然而这些都属于短期效应，全球流动性释放空间并不大，人民币外汇供求基本平衡，不会引起资本的大幅流入。更为重要的是，全球衰退期的中国贸易盈余短时间内得不到好转，基础货币被动增长的空间有限。

从内源流动性释放看，政治局定调明年会议中又坚定了房地产调控，在资产泡沫的压力下，准备金率的动用会维持谨慎，基础货币的增长将维持在紧平衡中。另一方面，债券融资替代信贷投放成为融资的主要渠道，债券融资相比信贷投放对货币乘数的贡献要小很多。相比过去的信贷融资为主的情况，货币供给量将受到一定抑制。

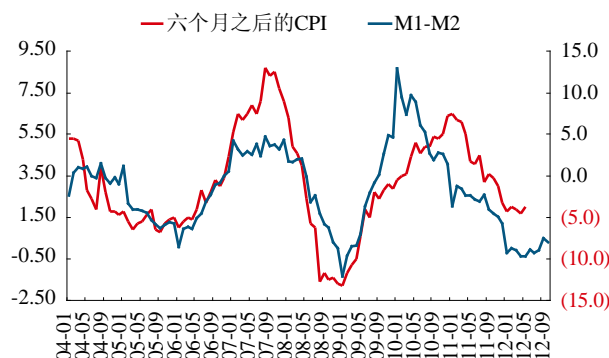
货币与总需求引导 CPI。根据我们对我国 CPI 变化的实证研究，97 年以来 M1 稳定地领先于 CPI 7 个月，而 04 年以来，(M1-M2) 稳定地领先于 CPI 六个月的时间。也就是说，中国货币与通胀的关系显示出半年的滞后期。然而这一稳定关系在 2010-2011 年被打破，M1 的高点出现在 2010 年的 1 月，达到 38.96% 的历史最高，通胀高点却没有在 2010 年八月如期出现，却出现在了 2011 年八月，整整滞后了一年。从货币主义的角度出发，我们理解为 09-10 年的超量货币滞留在经济体内，导致时滞拉长。货币增速的峰值可以影响通胀的时滞，目前 5% 的 M1 低位也可能导致未来通胀趋势拐点滞后。

图 79: CPI 与 M1 共振



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

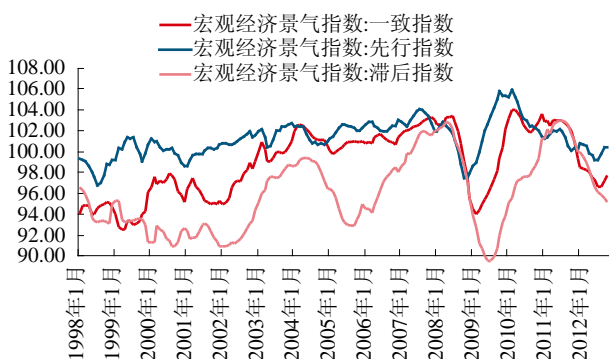
图 80: CPI 与 (M1-M2) 共振



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

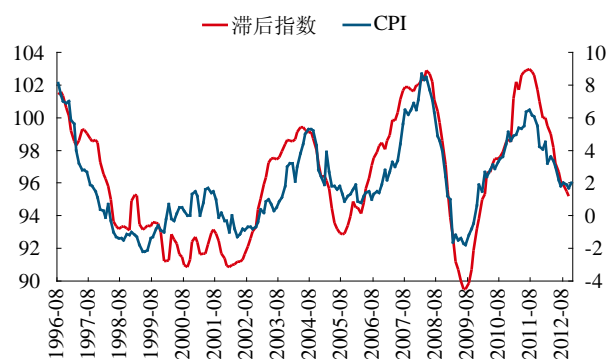
总需求对 CPI 的影响更加直接。从整个经济体的角度看,经济景气膨胀期间,总需求旺盛,自然拉动整体价格水平上升;而经济景气低迷期间,总需求萎缩,整体价格水平承压。宏观经济景气先行指数、一致指数和滞后指数相继走低。而滞后指数和 CPI 同步相关,相关系数达到 0.83。因此,从实体经济的角度看,CPI 并没有大幅反弹的基础。

图 81: 宏观经济景气指数



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 82: 滞后指数与 CPI 高度相关



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

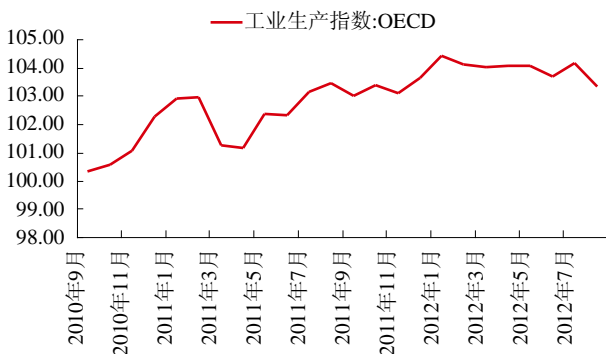
2.4.3 全球要素价格陷入中期低迷

随着市场的流通加快全球价格的联动性正在逐步加强,生产资料价格更受到全球供需结构的影响。我们认为全球经济减速需求收缩仍将压制着生产要素价格。

首先,从长期的视角看,主要经济体仍然经历着 08 年全球经济危机以来的经济收缩阶段,反危机救援政策只是暂时性的稳住了断崖式的经济衰退,但并没有彻底解决经济增长动力的问题。也就是说 07 年之后世界经济进入了本轮长周期的衰退期,货币刺激后过度扩张的产能和债务留下了短时间内无法消化的泡沫。美国经济除了房地产继续被货币推动,制造业仍在持续去杠杆,就业市场复苏缓慢。欧洲和日本深陷衰退泥潭,经济增长始终不见起色。



图 83: OECD 指数仍不景气



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 84: BDI 指数陷入低迷



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

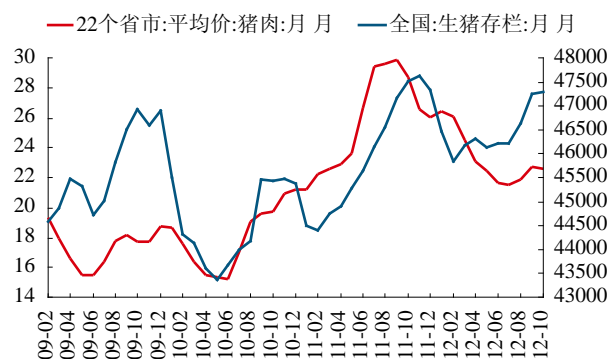
其次,全球债务问题已经深化,货币政策工具的前期过度使用透支了当下的政策刺激空间。美国陷入财政悬崖放慢了脚步,欧债危机苟延残喘看不到曙光,中国地方债务危机四伏威胁着银行业,日本债台高筑正在面临老龄化与经济衰退的冲击。

2013 年上半年,全球经济仍将面临漫长的经济减速与去杠杆化困扰,大宗商品的需求将遭到抑制。下半年美国库存回补动力如有提升,可能会带来小幅的价格企稳回升。

2.4.4 食品价格上半年无碍年中底

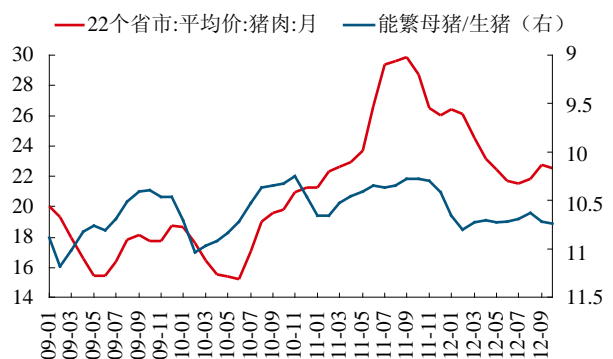
近期猪肉价格持续走低,但考虑到春节因素,猪肉价格还有企稳回升的空间。生猪存栏量和母猪存栏量均逼近 2011 年的高点,未来 1-2 个季度猪肉的供给将继续增加,从而为稳定猪肉价格奠定基础。能繁母猪与生猪存栏量的比值也已见底,这也有利于限制猪肉价格未来的涨幅。

图 85: 生猪存栏量处于历史高位



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 86: 能繁母猪/生猪存栏量处于底部



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

明年启动母猪去库存。猪周期的核心驱动力来自于母猪,母猪产能的核心因素是养殖利润情况。市场一般以自繁自育的利润作为考核目标。由于中国很多母猪养殖户是外销仔猪的,仔猪价格是一个核心变量。当仔猪跌破成本价时,母猪面临被屠宰的压力。今年上半年仔猪价格一直位于高位,使得母猪库存一直处于高位。但近期仔猪价格已开始下跌。如果明年不出现疫情,那么仔猪价格可能跌破成本线,母猪去库存将逐步开展。

总体来看,随着需求的走低,春节后猪肉价格将继续向下,预期猪肉价格明年中期见底。之后随着母猪去库存的结束,猪肉价格将逐步回升,价格反弹启动的时点和力度取决于明年上半年母猪去库存的力度。

图 87: 蔬菜价格周期明显



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

由于今年大丰收, 供给充足, 明年粮价将继续保持平稳。而蔬菜价格对供给敏感性较大, 具有较明显的季节性周期: 春节到达年内的一个高点, 之后逐步震荡走低, 在年中迎来低点, 进入冬季后, 价格再度震荡走高。由于今年“寒冬”概率较大, 预计今冬蔬菜价格将高于去年。

2.4.5 CPI 先下后上 PPI 前负后正

在不考虑货币政策剧烈变化的假设下, 我们按照近十年的历史情况预测, 即考虑今年四季度和明年一季度的季节性小幅上涨、明年二季度的季节性回落、明年三四季度的小幅上升。明年 CPI 低于今年的可能性较大, 这是因为今年一季度通胀仍较高拉高了全年水平。

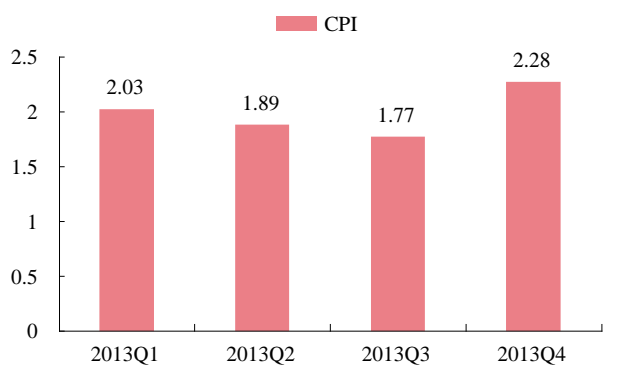
一季度 CPI 主要取决于食品。目前猪肉存栏量高, 短期难以涨价。粮价低位徘徊, 美国玉米期货下跌, 美国粮价并未受前期干旱影响。预计明年二月份春节错峰效应导致 CPI 达到 2.6% 左右的年内高点, 一月、三月都在 2% 以下。

二季度 CPI 环比 2000 年以来通常下降, 只有 07、11 年除外。明年二季度环比下降亦是大概率事件, 一方面猪肉供给大缓解了食品上涨动能, 另一方面需求仍较差, 而政策拉动型投资一般启动晚。

三、四季度的通胀水平更多取决于私人部门库存周期建设力度以及政府对经济改革或维稳的路径选择。按照翘尾因素和历史环比小幅上涨的规律进行预测。

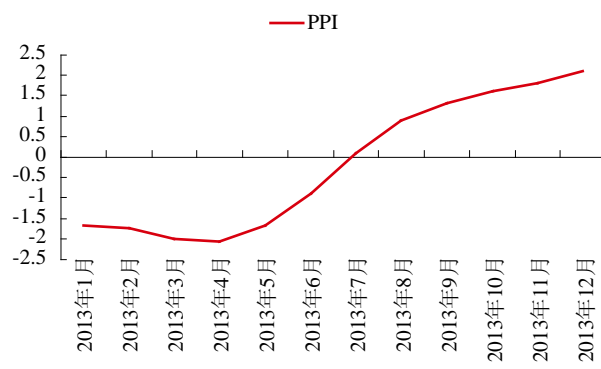
整体来看, 明年全年 CPI 为 2.2%—2.5%。CPI 季度分布为年中低, 两头高的走势, 但前三季度波动不大, 四季度回升较快, 但应在 2.5% 以内。

图 88: CPI 预测 (历史均值法)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 89: PPI (中性假设)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

PPI 在近两月有企稳态势, 但需求乏力, 大宗疲软的环境下, 工业品价格回升的动力并不强, 预计环比在 0 附近徘徊。对于明年的大宗价格, 由于美元将保持弱势, 欧洲日本等在上半年难以好转, 对大宗商品价格的支撑并不强。此外, 中国政府刚完成换届, 大的投资或刺激计划至少要等到两会后才会出现。因此, 上半年 PPI 不易出现连续的环比上升趋势。而下半年随着投资计划的出台和海外经济的好转, PPI 环比有望开始回升。

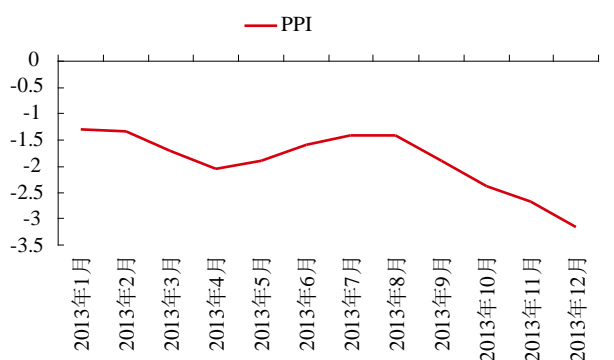
我们做了三种情景假设: 比较确定的是在任何情形下, PPI 同比转正都要等到下半年。

中性假设: 上半年 PPI 走平, 下半年 PPI 回升。上半年补库存力量薄弱不足以扭转大宗价格弱势和工业品价格, 下半年后维稳政策再出台。这种可能性更大一些。全年 PPI 为-0.18%, 四个季度分别为-1.8%, -1.55%, 0.77%, 1.85%。

乐观假设: 全年 PPI 回升, 短周期启动强烈, 带动价格回升。PPI 全年: 1.25%, 四个季度分别为-1%, 0, 2.7%, 3.5%。

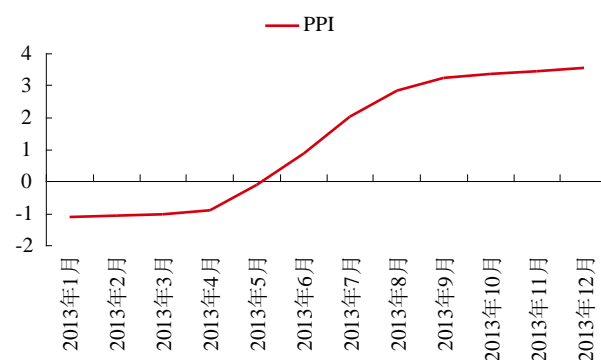
悲观假设, 年底和明年一季度 PPI 短暂企稳后, 并不能持续, 欧美复苏动力弱化, 进一步压制大宗商品价格。PPI 全年-1.9%, 四个季度分别为-1.4%, -1.8%, -1.5%, -2.7%。

图 90: PPI (悲观假设)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 91: PPI (乐观假设)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2.5 政策是保障线

中央经济工作会议提出：“以提高经济增长质量和效益为中心，稳中求进，开拓创新，扎实开局，进一步深化改革开放，进一步强化创新驱动，加强和改善宏观调控，积极扩大国内需求，加大经济结构战略性调整力度，着力保障和改善民生，增强经济发展的内生活力和动力，保持物价总水平基本稳定，实现经济持续健康发展和社会和谐稳定。”并明确表示 2013 年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

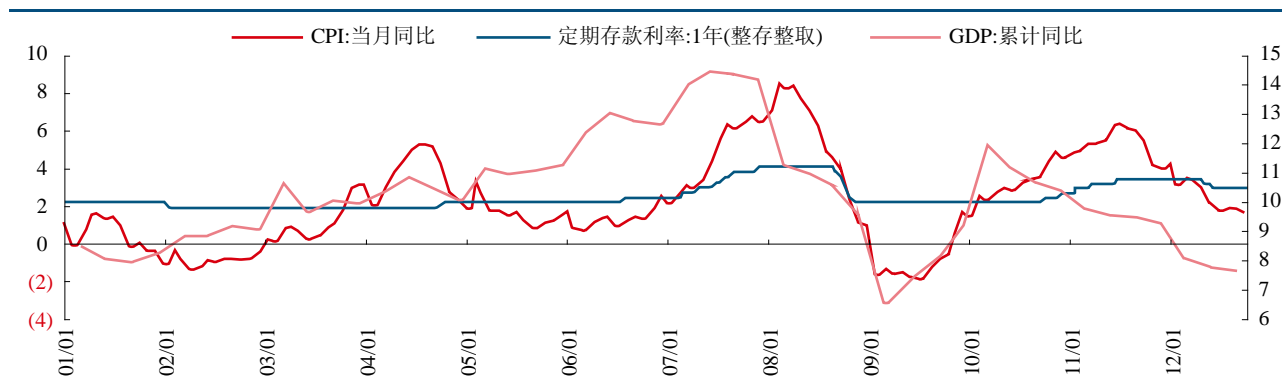
2.5.1 降息概率小 币值趋平稳

降息概率降低但不排除。尽管疲弱的经济态势和低通胀水平为降息留出了空间，但 2013 年降息概率显著降低。我们认为，短期内央行将维持当前的货币政策，进行相机抉择，除非经济出现超预期的大幅下滑或者劳动力市场出现大面积失业，降息不可太乐观。

一方面，此前反复的经济刺激已经严重透支政策空间，政策边际效用递减，中国陷入怪圈：不究其本意，一放就涨、胀，政策约束越来越紧，通胀对货币政策敏感性越来越高。另一方面，从当前的状况看，即便降息，亦难以带动社会资金成本的大幅下行：2012 年两次降息并没有改变资金成本高企的状况；迅速膨胀的影子银行反映了私人部门对于资金较强的饥渴程度以及资金的供给者对于银行利率的不认可，庞大的资金需求使得银行将继续掌握资金定价权，私人部门通过信贷获取资金仍较为困难。从短期来看，当前经济企稳迹象明显，劳动力市场持续紧张，并没有因为经济的周期性波动而出现大规模失业，经济基本面对货币政策放松的需求并不急迫。

通货膨胀仍是影响未来货币政策走势的关键因素。我们认为，明年二季度以前看不到新涨价因素来源，上半年 CPI 会保持在较低位置，如果降息，上半年是时间窗口。下半年通胀仍可能反弹，将进一步削弱降息基础。

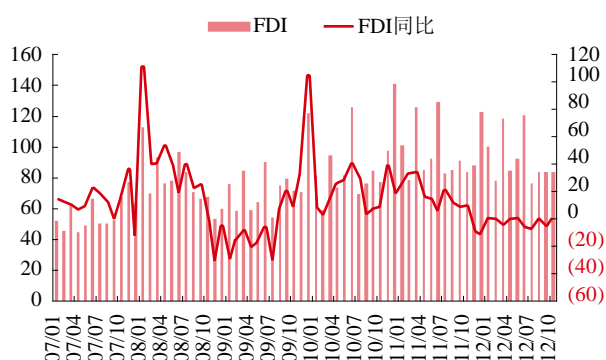
图 92：基准利率与基本面



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

币值将平稳，中枢在 6.3。2010 年人民币升值 3%，2011 年人民币升值 8.8%，而 2012 年截至 12 月 4 日，人民币仅升值 1.5%。人民币升值步伐显著放缓。未来人民币继续升值空间有限。一方面，明年上半年海外经济不景气，外需疲弱的状态在未来一两个季度难以好转，而出口转内销涉及的产能调整是中期问题，中国仍然面临较大的出口产能。而劳动力成本的快速上行已挤压出口企业利润空间，如果人民币显著升值，出口企业生存压力将陡增。从外汇市场数据看，11 月以来外汇市场上人民币收盘价几乎都触及 1% 的涨停限制，但中间价仍然保持平稳下行，甚至部分时间中间价出现上调，显然央行并不希望人民币快速升值。但另一方面，人民币贬值促外贸的潜在政治风险较大，可能引发较大的贸易保护主义成本，得不偿失。并且 9 月、10 月央行和金融结构外汇占款增量出现了明显的剪刀差，央行购汇态度的转变暗示央行对人民币升值的容忍度在提升，汇率灵活性或会增强。我们认为，未来人民币汇率将呈现平稳走势，中枢在 6.3 左右，或略有升值。

图 93: FDI



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 94: 人民币升值预期

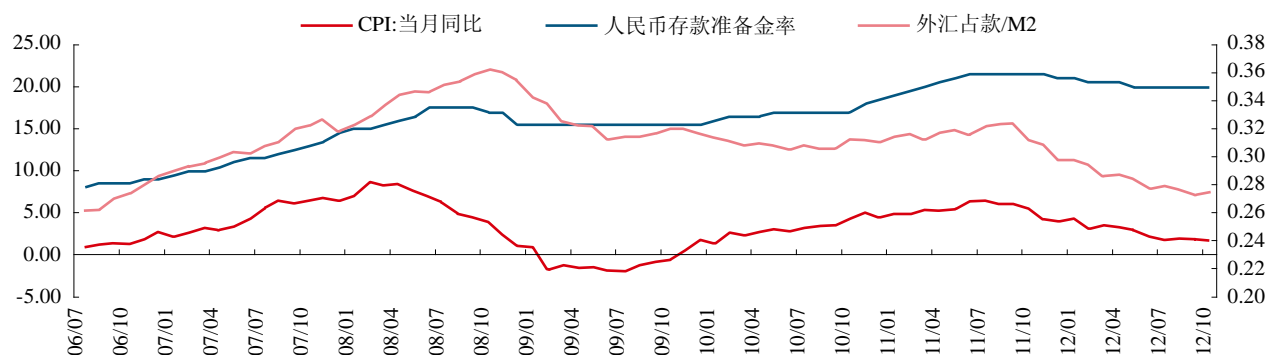


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2.5.2 降准有空间 信贷略宽松

准备金降低有空间。从存款准备金率变动的历史上看，外汇占款导致的流动性被动变动和 CPI 的变动是引致其调整的主要动因。明年二季度以前，我们看不到新涨价因素的压力来源，只有明年二月份是季节性高点，上半年 CPI 将保持低位运行；而欧美经济明年难有起色，外部需求依旧疲弱，境外热钱流入减慢，外汇占款难以大幅增加。CPI 低位和外汇占款趋势性萎缩使得央行被动投放货币和对冲的压力减弱，为存款准备金率的降低提供空间。在外汇占款的流入趋势性大幅降低的背景下，降低准备金率乃是中性而非放松的政策。

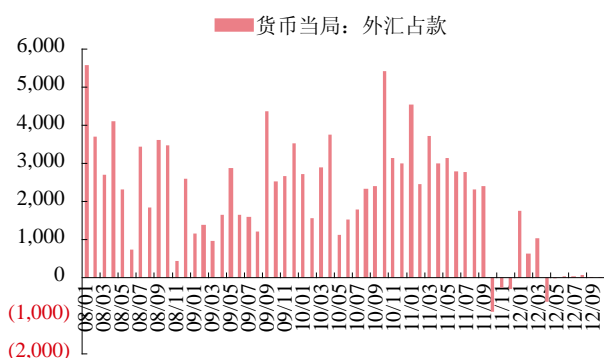
图 95: 外汇占款和 CPI 是准备金率变动的主要驱动因素



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

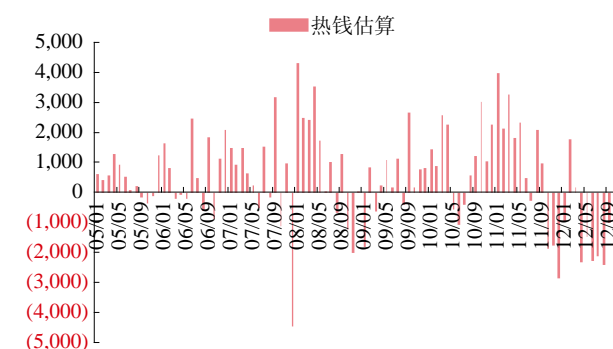
在降低准备金率的考量因素中，外汇占款能否稳定是必备要素。尽管近期人民币升值，但在汇率趋近均衡水平的预期之下，热钱继续呈流出状态，表明国际流动资金对中国市场的渴望度继续降低。展望 2013 年，贸易顺差将继续收窄。这既是外需疲弱的结果，也是我国出口转内销政策调控的结果；房地产调控对投机、投资需求的遏制不会有大的放松，国际套利资金流入的数量继续受限。但考虑明年美国宽松货币仍将延续，欧债风险会进一步缓释，市场对中国经济硬着陆的担忧逐步消退，较之今年，国际资金流入数量应有所增加。我们预计，2013 年外汇占款会小幅增加，但中枢预计在千亿以下，重现 2012 年外汇占款大幅流出局面概率小。

图 96: 外汇占款大幅增加的时期已过去



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

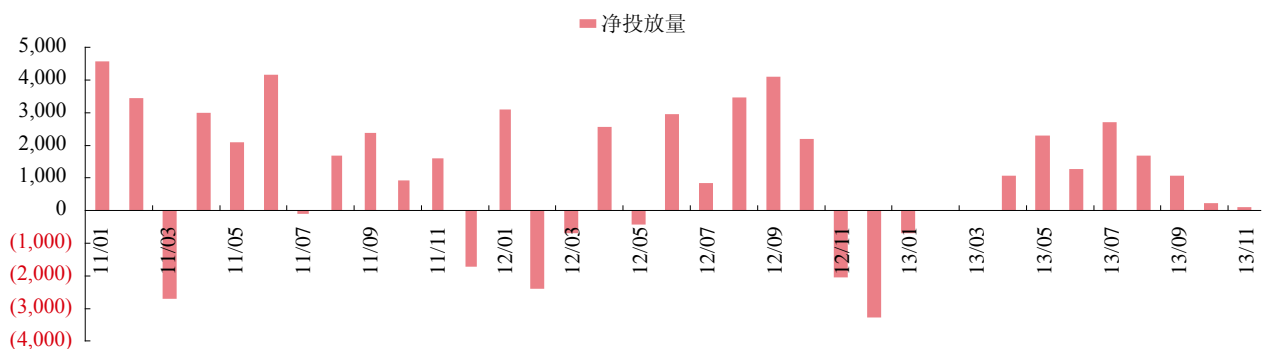
图 97: 热钱估算



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

为了满足经济的正常需要, 我们判断, 在 2013 年一季度, 准备金率仍然可能会降低 1 次: 季节效应使得 1 月、2 月流动性通常现阶段紧张, 而截至目前, 明年 1 月资金是净回笼, 2 月、3 月没有到期资金。逆回购是短期的资金对冲, 优势在于能够精准的平滑资金, 但市场需要的是一次性深度的流动性释放。

图 98: 公开市场到期资金量 (亿元)



资料来源: wind, 中信建投研发部

表 5: 货币政策工具参考依据

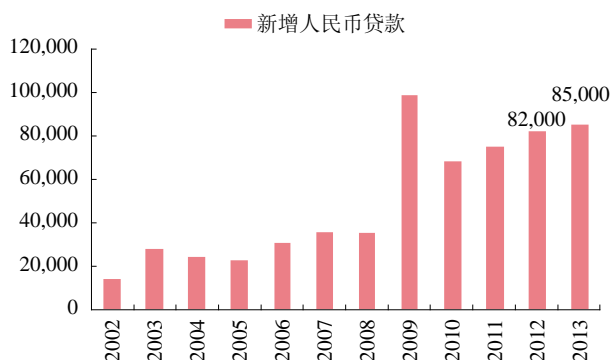
	美元走势和外汇占款数量	GDP	出口	CPI	国际初级产品价格
准备金率	☆☆			☆	
利率	☆	☆☆	☆	☆☆	☆
汇率	☆		☆☆		☆

资料来源: 中信建投证券研究发展部

信贷放松空间有限。展望 2013 年, 城镇化启动将带动部门投资需求的回升, 刺激信贷需求, 为支持城镇化建设, 预计信贷政策将会有所松动。此外, 城镇化将对资产价格形成一定的支撑, 带动资产价格上行, 资产价格的上行将减小银行各项指标压力, 银行不良资产、不良资产率都有望降低, 增强银行放贷意愿。但囿于资产价格泡沫和中央地方的博弈, 放松空间不可过分乐观。

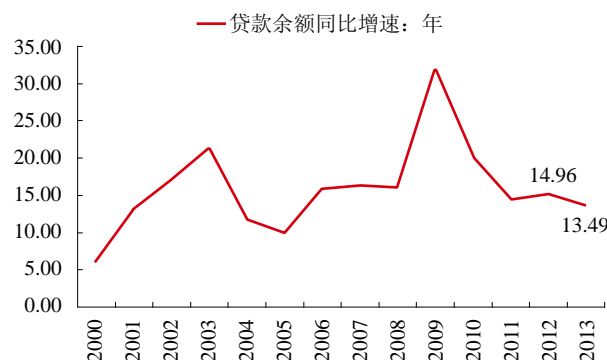
因此, 2013 年信贷政策会略有放松, 新增信贷总量上约为 8.5 万亿-9 万亿元。考虑到经济结构调节的需要, 信贷投放节奏和行业配置上依然会严格控制。

图 99: 新增信贷 (年)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 100: 贷款余额增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2.5.3 财政趋积极 税改深水区

财政收入增速放缓, 财政支出刚性未改。2012 年 1-11 月全国财政累计收入 11 万亿元, 累计同比增速从去年同期的 26.8% 降至 11.9%, 其中税收增速下降较快从去年同期的 24.7% 下降至 9.8%。为弥补税收增速的快速下滑, 地方政府加大对非税收入征收力度, 个别省市非税收入成为了地方财政的新支撑。1-11 月全国非税收入 1.5 万亿, 同比增长 25%。个别省份增速高达 50%-70%。与此同时, 今年财政支出依然保持刚性。1-11 月全国财政累计支出 10.5 万亿, 累计同比增速 17.9%, 根据 2012 年财政预算, 12 月还将支出 1.9 万亿, 预计全年财政支出累计增速在 14% 左右。

财税改革进入深入区。我们面临的问题就是政策的约束。约束表明在于通胀、资产泡沫和金融财政风险, 就其里则在于旧的经济体制。拖延没有出路, 改革才有希望, 以财税改革为核心的体制改革势在必行。十八大报告明确提出, “加快改革财税体制, 健全中央和地方财力和事权相匹配的体制, 构建地方税体系, 形成有利于结构优化、社会公平的税收制度”。随后财政部部长谢旭人详细阐述了下一步加快财税体制改革的目标, 并提出通过深化房地产税制改革、扩大资源税征收范围、构建地方税体系等举措完善税收体系。其中房地产税制改革已开展两年, 但实施效果并不明显, 2012 年 11 月, 继上海、重庆之后, 湘潭、鄂州两地的房产税试点准备工作悄然进行。目前房地产税制改革将以简化税种的思路, 例如将现有的房产税和城镇土地使用税、契税等进行有效合并。资源税改革从 2010 年 6 月 1 日自新疆地区率先进行。2010 年 12 月 1 日起改革扩大到整个西部地区, 并自 2011 年 11 月 1 日起推广至全国。资源税征收范围包括原油、天然气, 预计未来还将煤炭、稀土、水等纳入资源税征收范围。总的来说, 房产税、资源税改革在一定程度上能增加地方税收, 但由于税制改革实行范围较窄, 税率征收管理不健全等问题使得新税收总额占地方财政收入比例并不高, 短期内不能弥补税收下滑的现状。

积极财政政策继续推行。十八大报告勾勒出未来中国经济发展的主脉络, 其中包括加快转变经济发展方式、深入挖掘内需潜力、优化产业结构、推进城镇化建设, 财政政策依然以“积极”为主基调, 预计 2013 年财政赤字规模在 9000-10000 亿。2013 年, 地方财政依旧保持紧平衡, 支出保持刚性, 收入增速下降; 减税空间不大, 可能还是结构性减税和总量上加税; 融资约束不会放开, 融资平台不会放松。虽然我国政府整体综合负债较重, 占 GDP60% 左右, 但国债 (包括外债) 占 GDP 占比近 25%, 因此中央政府加杠杆具有空间。



表 6：2001-2012 年我国财政政策回顾（单位：亿元）

	赤字预算数	赤字决算数	财政政策属性	备注
2001	-2598	-2516.54	积极的	
2002	-3098	-3149.51	积极的	
2003	-3198	-2934.70	积极的	2003-2004 年经济有过热苗头,财政政策名义积极,实际偏稳健
2004	-3198	-2090.42	积极的	
2005	-3000	-2280.99	稳健的	2005 年期,我国连续实施 7 年的积极财政政策正式被稳健政策取代,同时开始税收制度重大改革等
2006	-2950	-2162.53	稳健的	2006 年财政政策重点是调整支出结构,重点向农业、教育、就业、社会保障等公共服务部门倾斜,同时加大财政支农力度,推进社会主义新农村建设。
2007	-2450	508.43	稳健的	在连续实施 3 年稳健财政政策以后,2007 年中央财政赤字为 2000 亿元,地方财政结余 2508 亿元,故全年结余 508 万元。
2008	-1800	-354.41	稳健的	2008.9 月面对国际经济形势急转直下,财政政策果断转变为积极财政政策,提高出口退税率、下调证券交易印花税、加大对中小企业信贷支持。
2009	-9500	-9500	积极的	为应对金融危机,政府大规模增加财政支出,出台了一揽子计划
2010	-10500	-10000	积极的	向“三农”、民生、社会事业领域倾斜,支持节能环保、自主创新
2011	-9000	-8500	积极的	增加“三农”、欠发达地区、民生、社会事业、结构调整、科技创新等重点支出;
2012	-8000		积极的	优化财政支出结构,向民生、教育、医疗、保障安居等方面倾斜;实施结构性减税;严格控制“三公经费”;加强地方政府性债务管理和风险防范。

资料来源：中信建投研发部 财政赤字预算与决算数来自每年全国财政决算表 财政政策属性来自历年政府工作报告

三、新生：源自变革

新中国 60 多年的历史告诉我们，每当经济遇到重大困难，都是靠市场的力量来推动经济增长，靠改革来释放经济活力以度过难关，开启经济新时代。新中国成立时如此，三年饥荒后如此，文革后如此，89 年后如此，亚洲金融危机后也如此。

过去 30 多年，每当面对重大的危机和重要历史关头，党和政府也会做出重要的变革决定以度过难关，开启新路。1978 年 12 月十一届三中全会把全党工作重点转移到社会主义现代化建设上来。在经济建设问题上纠正急于求成的错误倾向，强调要注意解决好国民经济重大比例严重失调等问题。这次会议把我国国民经济从崩溃边缘拉回正轨。1984 年 10 月十二届三中全会通过《中共中央关于经济体制改革的决定》，指出我国实行的是有计划的商品经济，提出增强企业活力，实行政企分开，发展社会主义商品经济，将改革的重心由农村扩展到城市。1993 年 11 月十四届三中全会通过《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》，勾画了社会主义市场经济体制的基本框架，制订了继续深化改革的总体蓝图。我国的经济体制改革从此进入了全局性整体推进的新阶段。会议提出转换国有企业经营机制，建立现代企业制度，培育和发展市场体系，转变政府职能，建立健全宏观经济调控体系，建立合理的个人收入分配和社会保障制度。会议之后，我国掀起了国有企业、商业银行、税制、外贸、资本市场等重要领域改革的新高潮，奠定了市场经济发展的重要基础。2003 年 10 月十六届三中全会通过《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》，会议提出在全面建设小康社会的进程中，完善社会主义市场经济体制，更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用，进一步巩固和发展公有制经济，鼓励、支持和引导非公有制经济发展，完善国有资产管理体制，深化国有企业改革。



这次全球经济金融把中国经济再次推到风口浪尖，5年的反危机政策逐渐退出。大潮退去，我们发现很多人在裸泳。反危机的政策功过参半，在重新拉起经济之后，我们发现逻辑又回到原点。经济动力依旧不足，私人投资和消费热情仍未被点燃，政府债务泡沫和地产泡沫越吹越大，以贫富差距拉大、机会不均等为代表的社会问题和行政成本高、贪污腐败为代表的政府管理问题积重难返，体制性的垄断和脆弱的民营经济、强势的金融业与弱势的企业特别是中小企业的矛盾依旧突出。虽然中国的中长期增长潜力仍很可观，我国的城镇化、工业化、信息化和农业现代化还有很大的进步空间，但目前制约这些潜力的势力不可小觑。不改革，无新生。

十年轮回，明年又是三中全会。明年是中央提出市场经济二十周年，我们有理由对明年的三中全会寄予厚望。我们祈盼，在经济管理、社会管理等众多领域，许多重大改革会应运而生。

3.1 财政体制：开源节流，扩大降税空间

为解决地方财政矛盾，预计2013年政府将在房产税、资源税等方面有进一步的改革。通过测算，税制改革在一定程度上会增加地方财政收入，但不能改变财政收入增速下滑的总体趋势。同时为了配合加快转变经济发展方式，优化产业结构，政府推出了一系列结构性减税措施，预计结构性减税仅影响地方财政收入的1%-2%，总体减税空间有限。

3.1.1 开源：扩大税源降低税率

扩大房产税改革区域。目前我国房地产相关的税制主要集中于开发和流转环节，如土地出让金、增值税、契税等费用，而对房地产保有环节的课税却甚少。为了完善房地产税收体系，政府加强对房产税改革力度。2011年1月，上海重庆相继出台房产税试点方案，从征收效果来看，2011年重庆征收个人住房房产税不足1亿元，同比增长49%，比上年提升33个百分点，仅占当年财政收入仅为1.4%；上海征收房产税约74亿元，同比增长18%，比上年提升18个百分点，占当年财政收入2.1%。虽然征收税额都有不同程度的提升，但对于地方财政收入而言房产税占比还是太小。同时2011年国家出台了“限购”等政策减少了住房需求，抑制房价，这也使得房产税效果并不明显。2012年11月，湘潭、鄂州两地的房产税试点准备工作悄然进行，其中鄂州方案已上报，湘潭方案还不明朗，房产税工作正在稳步进行中。

表7：上海、重庆征收房产税细则

	征税对象	税率	计税依据
上海	本市居民家庭在本市购买的第二套及以上的住房（包括新购的二手存量住房和新建商品住房）且人均住房面积超过60平米的。	新购住房超出面积和非本市居民家庭在本市新购买的住房 税率为0.6% 应税住房的交易价格低于本市上年商品住房价格2倍的，税率为0.4%	商品住房交易价格的70%
重庆	个人拥有的独栋商品住房；个人新购的高档住房；在重庆市的三无（无户籍、无工作、无企业）人员新购的第二套住房（含第二套住房）	独栋商品住房和高档住房 差别税率，最高可达1.2% 三无人员购买的第二套住房税率，税率0.5%	房产的交易价格

资料来源：中信建投研发部

房产税改革对广州地方财政的影响测算。我们认为目前最易实现的征收办法是将以前实施的房产税和城镇土地使用税合并为“新房产税”。目前上海、重庆正在试点的新房产税就包含类似思路。这种征收方案虽然征税范围狭窄、财产税和行为税兼而有之等缺陷，但作为房地产税改革的第一步，操作容易，对现有税收制度影响有限。因此我们以广州为例，分析房产税改革对广州地方财政的影响。按照目前的设想：首套不征收，第二套

以及多余两套以上的房地产按照 0.8% 税率（取上海、重庆税率的折中值），并以市场价格的 8 折作为税基比例征收房产税，根据广州市国土房管局统计的出租房登记数据，2009 年底在册总出租建筑面积约 2.1 亿平方米（办理了租赁备案登记，包括各类用途、住宅类绝大部分属于第二套以上的住房）。同时 2009 年 12 月广州市平均交易价格 11271 元/平方米计算，可征得 191 亿元。此外，以 2009-2010 广州市房产税额实际增幅，可以推算房产税实施后 2010 年可征得 228 亿元，新房产税征收以后房产相关税占地方预算收入占比提升约 10 个百分点。

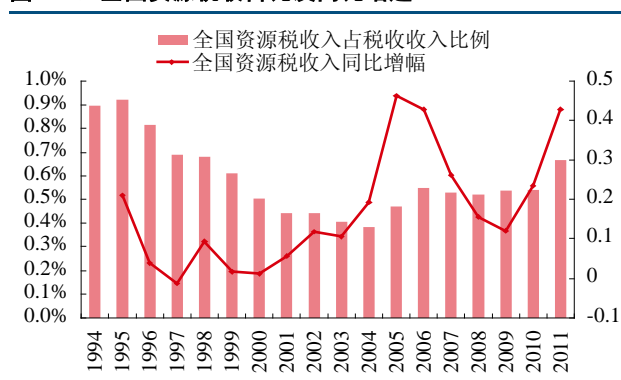
表 8：房产税“小改”方案实施前后房产相关税收情况比较

开征房产税前的房产相关预算收入（万元）			开征房产税后的房产相关预算收入（万元）		
	2009	2010		2009	2010
土地使用税	194308	168718	土地使用税	（并入新房产税）	（并入新房产税）
房产税	349616	416964	房产税	（并入新房产税）	（并入新房产税）
城市维护建设税	361118	426622	城市维护建设税	361118	426622
契税	464568	610978	契税	464568	610978
			新房产税（预期）	1913667	2282305
房地产相关税收合计	1369610	1623282	房地产相关税收合计	2739353	3319905
广州市地方一般预算收入	7026527	8726470	广州市地方一般预算收入（预期）	9221956	11460693
房地产相关税收/广州市地方一般预算收入	19%	19%	房地产相关税收/广州市地方一般预算收入（预期）	30%	29%

资料来源：中信建投研发部

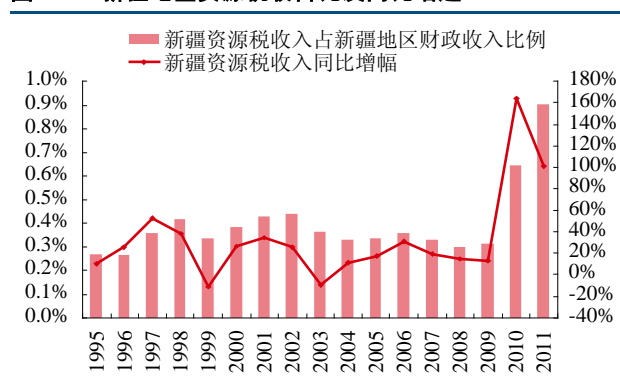
扩大资源税征收范围。2010 年之前资源税存在很多问题，例如资源税负水平偏低、从量定额计征不合理、资源税征税范围较窄等。自 2010 年 6 月 1 日起，新疆率先进行了资源税改革，原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，税率为 5%，并实施了部分优惠政策。随后自 2010 年 12 月 1 日起将改革范围扩大到整个西部地区。从整体来看，资源税收占整个税收收入比例并不高，直到 2010 新疆等西部省市开展资源税改革，资源税占比才提升至 0.7%。以新疆地区为例，在未进行从价计征的 2010 年 1-6 月，新疆油气资源税收入仅 3.71 亿元，而在实施从价征收的 2010 年 7-12 月，油气资源税收入已达到 21.64 亿元，这意味着从价计征的资源税改大幅增加了资源地财政收入，缓解了西部地区财力紧张局面，对于区域经济协调发展起到促进作用。另外，据财政部部长谢旭人署名文章阐述，预计未来政府还将考虑煤炭、稀土、水等纳入资源税征收范围，但具体实施时间尚未确定，因此难以估算对资源税的贡献额，但资源税改革继续深化是大势所趋。

图 101：全国资源税收占比及同比增速



资料来源：中信建投研发部

图 102：新疆地区资源税收占比及同比增速



资料来源：中信建投研发部



结构性减税逐渐加深。目前我国已推出多项结构性减税的措施，可分为四类：促投资、促消费、促出口、调结构，总共有 18 项之多，涉及增值税、企业所得税、印花税等多个税种。预计为配合加快经济发展方式，优化产业结构、推进城镇化建设，还将在进出口关税、新兴产业发展项目、文化创意产业等创新产业方面推出所得税抵减、增值税和营业税税率降低等结构性减税措施。

表 9：结构性减税政策主要内容

目标	政策内容
促投资	<ol style="list-style-type: none"> 1. 增值税转型，对增值税一般纳税人允许抵扣购进机器设备的进项税额，降低一般纳税人认定标准，并将征收率降至 3%。 2. 证券（股票）交易印花税税率减按 1‰，并由双边征收改为单边征收。 3. 统一内外资企业所得税并降低法定税率至 25%，对小型微利企业减按 20% 税率征税，年所得额不超过 3 万元的再减半征税；对国家需要重点扶持的高新技术企业，按 15% 的税率征收企业所得税，增加对创业投资企业、节能、节水、安全生产、资源综合利用等的优惠政策。 4. 提高增值税和营业税起征点。 5. 提高个人独资企业、合伙企业个人所得税的费用扣除标准并降低税率。
促消费	<ol style="list-style-type: none"> 1. 个人所得税工资、薪金所得减除费用标准提高到每月 3500 元。 2. 储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税，对证券市场个人投资者取得的证券交易结算资金利息所得暂免征收个人所得税。 3. 1.6 升及以下排量的乘用车暂减按 5% 征收车辆购置税。 4. 对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的契税税率暂统一调到 1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。 5. 2009 年 1 月至 12 月，个人将购买超过 2 年的普通住房对外销售的免征营业税，2010 年重新调整为超过 5 年免税。
促出口	<ol style="list-style-type: none"> 1. 多次调高劳动密集型、科技含量及附加价值较高的出口货物增值税退税率。 2. 取消 102 项产品的出口关税，降低 23 项产品的出口关税，降低 31 项产品的特别出口关税。
调结构	<ol style="list-style-type: none"> 1. 取消进口设备免征增值税和外商投资企业采购国产设备增值税退税政策。 2. 金属矿、非金属矿采选产品的增值税税率由 13% 提高至 17%。 3. 提高成品油消费税单位税额，取代相关部分公路收费。 4. 新企业所得税取消专属于外资企业、经济特区、沿海开放城市的税收优惠政策。 5. 取消红松子仁、部分农药产品等部分产品的出口退税。 6. 提高 5 项产品的出口关税，新增 15 项产品的出口关税。

资料来源：中信建投研发部

市场最关心的依然是“营业税改征增值税”改革。本次改革从 2012 年 1 月 1 日在上海部分行业（交通运输业和部分现代服务业）率先开展。2012 年下半年，“营改增”试点推进速度大幅加快。自 2012 年 8 月 1 日起至年底，由上海扩大至北京、天津、江苏、安徽、浙江、福建、湖北、广东以及厦门、深圳等省市。根据各省份财政部门测算，如果全年实施“营改税”改革，预计以上省市整体减税规模在 750 亿元，占各省税收收入的 1%-2%。据有关部门测算，如果在全国全面推行“营改增”，全国税收净减收将超过 1000 亿元，由此可以带动 GDP 增长 0.5 个百分点，第三产业的增加值大体上可以提高 0.3%，居民消费可以增长 1%。出口的增长能够拉动 0.7%。同时还可以直接带来新增的就业岗位约 70 万个。今年是“营改增”税试点的第一年，除上海在 1 月开始实施，其余省市均在 9-12 月开始，因此今年“营改税”对今年税收收入影响不大，但随着“营改增”试点范围加大、试点省份增多，营改税的影响也将逐渐加深。

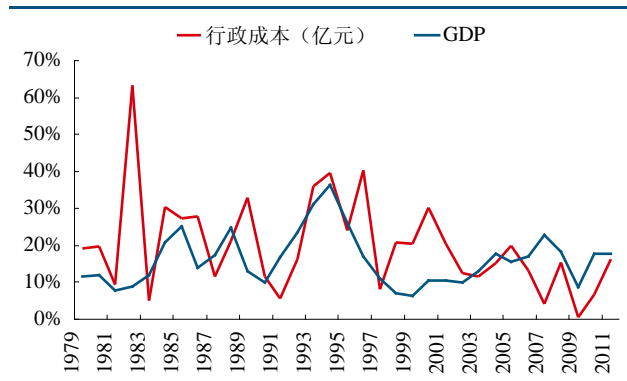
表 10：“营改增”试点省份、试点时间、试点范围、预计减税规模

省份	试点时间	试点范围（万户）	预计减税规模（亿元）	减税规模/税收收入（2011 年为基数）
上海	2012.1.1	13.9	170	2%
北京	2012.9.1	13.8	165	5%
江苏	2012.10.1	12	100	2%
安徽	2012.10.1	4.6	27	1%
广东(含深圳)	2012.11.1	20.1	150	1%
福建(含厦门)	2012.11.1	3	25	2%
浙江	2012.12.1	14.7	60	2%
天津	2012.12.1	5.1	11	1%
湖北	2012.12.1	NA	40	2%
合计			748	

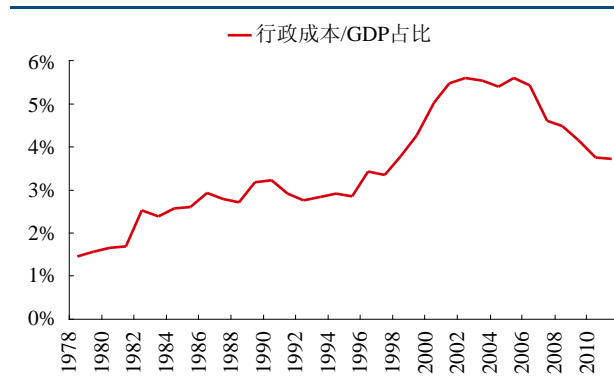
资料来源：中信建投研发部

3.1.2 节流：降低政府行政成本

1979-2011 年中国行政成本现状。从 1978-2011 年，我国行政成本⁴呈明显上升趋势，从 1978 年的 52.9 亿元到 2011 年的 17601 亿元，年均增速 19%，高于 GDP 平均增速。同时，行政成本/GDP 占比逐年提高，从 1978 年的 1.5% 上升至 2005 年 5.6%，行政成本的效率也在不断降低。由于 2007 年统计口径发生变化，行政成本占比呈下滑趋势，但实际上很多隐性行政成本并未公布，占 GDP 占比依然处于高位。中国行政成本增长过快的直接原因包括：机构庞大、行政人员工资成本支出、政府运营成本高、三公经费比重高且增长较快。

图 103：1978-2011 年我国行政成本与 GDP 增长率对比


资料来源：中信建投证券研究发展部

图 104：1978-2011 年我国行政成本占 GDP 比重


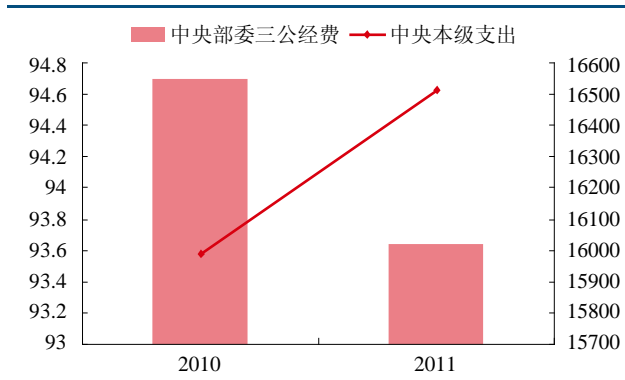
资料来源：中信建投证券研究发展部

从公开“三公经费”寻觅我国降低行政成本新路径。继 2011 年、2012 年中央部委连续两年公布“三公经费”后，中央政府要求省级政府两年内全面公开“三公经费”。这些举措说明政府已开始自我改革，自我完善。比较 2012 年公布的中央部委局 2011 年“三公经费”决算与 2011 年公布的中央部委 2010 年“三公经费”决算，可以看出三个明显变化：一是中央部委局“三公经费”总量得到有效控制。2011 年中央部委局“三公经费”总额为 93.64 亿元，比 2010 年总额 94.7 亿元减少 1 亿元，这是在中央财政支出总量同比增长 16.8% 的情况下实现的“三公经费”金额下降。二是中央部委局公布的“三公经费”情况更为详细。绝大多数中央部委局都列出了

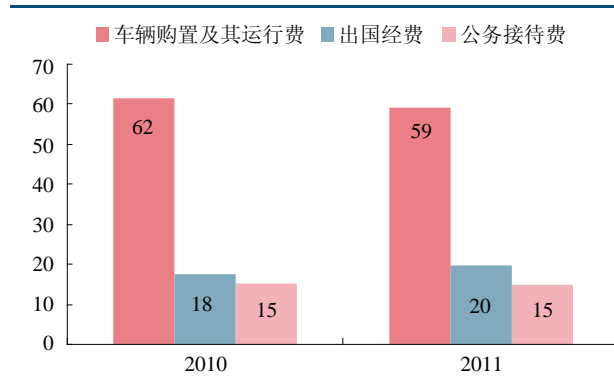
⁴ 1978-2006 年行政成本资料来源《中国统计年鉴》的预算内行政管理费+预算外行政费用支出，2007 年以后由于统计口径发生变化，我们采用一般公共服务（剔除国内外债务付息）、外交（剔除对外援助）、公共安全支出三项加总指标替代。

出国的团数、人次；公车保有量和新购买的数量及价格；公务接待大致包含的内容等。三是增加对“三公经费”内容的解释。许多中央部委局对“三公经费”的含义、开支的具体起公开进行了说明。

虽然“三公经费”公开走出了关键性的第一步，但还有很多方面需要改进。预计今后，中央政府依然将公开“三公经费”作为控制行政成本，遏制腐败的关键抓手，一方面进一步扩大和统一“三公”经费公开的口径，将政府实际用于“三公”的消费所有支出纳入，包括财政拨款、预算内、预算外的支出中的“三公”经费，同时区分部门的功能支出和经济支出，比如将公车消费与执法执勤用车、科研用车区别开。另一方面，政府应统一规定须公布“三公经费”的各级政府部门及组织机构的范围。只有将所有政府部门“三公经费”公开，才能得到有效的全面监督。通过公开“三公经费”为突破口，强化政府成本管理，降低政府不必要的支出和浪费，藏富于民。

图 105：2010、2011 年中央部委三公经费


资料来源：中信建投证券研究发展部

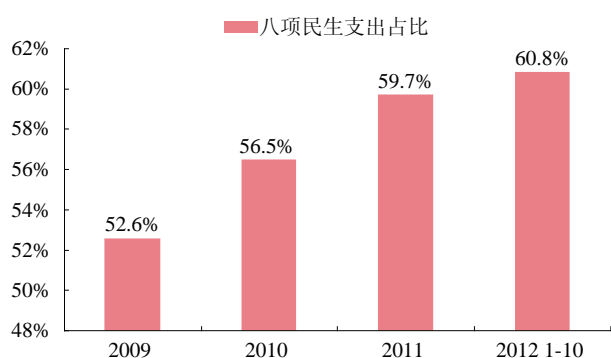
图 106：2010、2011 年中央部委三公经费构成（单位：亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

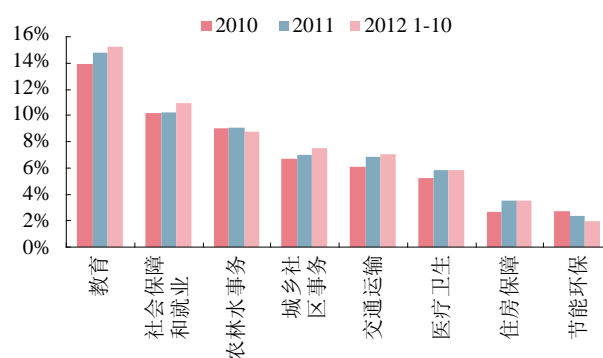
3.2 民生保障：推进公共服务均等化

民生支持力度进一步加大。全国财政数据显示，今年前 11 个月财政对民生的倾斜力度继续加大。民生的八个主要开支项目：教育、社会保障和就业、农林水事务、城乡社区事务、交通运输、医疗卫生、住房保障、节能环保占今年已开支财政的 61%，比去年同期上升 1.9 个百分点。在民生主要开支项目中，最大的一项仍是教育，投入规模 1.41 万亿元，占今年前 11 月财政支出的 15.2%。排名第二的是社会保障和就业，占今年前 11 月财政支出的 10.9%。接下来依次为农林水事务(8.8%)、城乡社区事务(7.5%)、交通运输(7.1%)、医疗卫生(5.8%)、住房保障(3.5%)、节能环保(2.0%)。

民生建设观念的转变——从维稳式到持续式民生建设。近 5 年，民生方面的财政支出不断增多，其中很多财政支出是以补贴政策形式发放，例如物价补贴、汽车以旧换新补贴、基本社会保障补贴、节能补贴等。这些补贴措施短期内在一定程度上能拉动消费、促进投资，但是不具有可持续性，是政府在特殊时期的出台的“维稳性”民生政策。真正的民生建设还是要依靠基本公共服务均等化来实现。

图 107：八项民生支出/国家财政支出占比


资料来源：中信建投研发部

图 108：八项民生支出分别占比


资料来源：中信建投研发部

基本公共服务均等化与城镇化率的关系。我们分析美国、澳大利亚、日本等发达国家，在城乡基础设施、义务教育、医疗卫生、养老保险等基本公共服务均等化的实现进程。我们认为基本公共服务均等化与该国的工业化、城镇化密切相关。总的来说，**城镇化初期**，农产品剩余推进农业发展。**城镇化中期**，工业化不断推进要求农业部门进一步发展，否则成为制约工业化发展“瓶颈”，而农业部门的进一步发展又对农村基础设施的建设产生相应的需求，由此政府往往会在此阶段开始重视并实施城乡基础设施均等化。**城镇化中后期**，随着产业结构的更新升级，劳动力素质又成为制约工业部门发展重要因素，由此引致对农村基础教育的公共需求，政府往往会在此阶段开始重视义务教育的城乡均等化。随着城镇化持续推进，城乡贫富差距进一步扩大，要求建立农村社会保障体系、养老、医疗等基本公共服务的均等化开始推进。

表 11：各国城乡基础设施均等化进程比较

	开始时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)	实现时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)
美国	19 世纪中叶	工业化初期，25%左右	20 世纪 60 年代	后工业化时期，69%左右
澳大利亚	二战以后	工业化后期，40%左右	20 世纪 70 年代	后工业化时期，70%左右
日本	20 世纪 50 年代	工业化后期，38%左右	20 世纪 60 年代	工业化后期，68%左右

资料来源：国家社科基金成果 中信建投研发部

表 12：各国城乡义务教育均等化进程比较

	开始时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)	实现时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)
美国	1852 年	工业化中期，39%左右	20 世纪 60 年代	工业化时期，50.1%左右
澳大利亚	20 世纪初	工业化中后期，40%左右	20 世纪 70 年代	后工业化时期，85%左右
日本	1868 年	工业化初期，10%左右	20 世纪 60 年代	工业化后期，68%左右

资料来源：国家社科基金成果 中信建投研发部

表 13：各国城乡医疗卫生均等化进程比较

	开始时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)	实现时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)
美国	1920 年	工业化时期，51.2%左右	2009 年	后工业化时期，81.4%左右
澳大利亚	1910 年	工业化中后期，40%左右	1984 年	后工业化时期，85.7%左右
日本	1922 年	工业化初期，21.3%左右	1961 年	工业化后期，68.1%左右

资料来源：国家社科基金成果 中信建投研发部

表 14: 各国城乡养老保险均等化进程比较

	开始时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)	实现时间	所处工业阶段及城镇化率 (%)
美国	1935 年	后工业化时期, 58.2%左右	1954 年	后工业化时期, 65.3%左右
澳大利亚	1909 年	工业化中后期, 40%左右	1909 年	工业化中后期, 40%左右
日本	1923 年	工业化初期, 22.4%左右	1961 年	工业化后期, 68.1%左右
中国台湾	1949 年	工业化初期, 44.6%左右	2008 年	后工业化时期, 85.3%左右

资料来源: 国家社科基金成果 中信建投研发部

当然, 各国实施城乡基本公共服务均等化推进顺序也不完全相同。第一, 美国、澳大利亚城乡基础设施均等化先于义务教育开始。美国、澳大利亚作为移民国家, 交通、水利、电力等基础条件改善对农业、工业、贸易活动进步至关重要, 因此这类国家基础设施建设进程较早。第二, 日本, 地处东亚, 重视教育是该地区各民族文化传统, 由此形成影响政府决策的因素, 而且作为后起的工业国, 要缩短工业化进程时间, 也必须首先实现人力资本的提升, 因此, 日本的义务教育先于基础设施均等化的实施。第三, 澳大利亚早在 1901 年实现了全民养老, 先于其他各项公共服务, 是一个特例。主要原因是, 该国人口较少、劳动力稀缺、政府选择“福利型国家”模式, 既因养老保障服务的发展有其必要性, 也因财政负担小而可行。而且当时政府选的是一种广覆盖, 低水平(养老金近相等于在职人员平均工资 1/4)的养老模式。第四, 美国、澳大利亚养老保险均等化均早于医疗卫生, 日本的两项服务均等化几乎同时开始和完成。

我国基本公共服务均等化正当时。城乡基本公共服务的均等化是在经济发展到某一特定阶段后才逐渐形成并实现的。经济发展的实质是工业化、城镇化的迅速推进。一方面, 工业化、城镇化会产生诸多新的公共服务需求, 比如因劳资矛盾、收入分配差距、贫困所产生的社会保障需求, 因大规模工业化生产所带来对高素质工人的需求, 这些公共服务需求无疑都要求政府发挥更大的空间; 另一方面, 工业化和城镇化也给政府提供充足的财政收入, 为供给新的、更高水平的公共服务提供物质基础。根据统计局数据显示, 目前我国城镇化率为 51.27%, 预计 2020 年全国城镇化率达超过 60%。以日本为例, 城镇化率在 50%-60% 期间, 是城乡基本公共服务提升与完善的重要阶段, 是经济社会进入到成熟以后的必然要求。可以预见, 随着未来大量农村人口进城, 日益均等化的城市公共服务体系有很大的提升空间。而覆盖全社会的相对均等化的教育、就业、医疗、社会保障体系也亟待完善。公共服务均等化和机会公平是保持社会稳定、进而保证经济持久繁荣的基础条件, 2013 年仍会加强。

3.3 金融改革方兴未艾

在粗放增长模式不可持续之后, 金融体系的稳定性和高收益也面临改变。金融改革既是实体经济和经济转型的要求, 也是金融体系的自身要求。金融改革包括了金融体系变革和金融要素改革。

服务实体经济

为实体经济服务被重新定义为金融的宗旨。如何服务实体经济? 金融部门对实体经济的让利不可回避。这是对经济景气周期金融部门获取较多经济剩余的反思。特别是在 2011 年, 在紧缩的政策背景下, 金融部门寻租强化, 从已在下行的实体经济攫取更多收益, 无论正规金融还是民间金融都是如此, 恶化了实体经济的效益和结构。金融对实体让利的方式, 一是利率市场化, 不仅有助于降低金融部门的收益, 也有助于更好地配置金融资源; 二是金融风险的适度暴露, 以出清的方式实现经济结构调整和优化。

金融租金重配

金融改革涉及到金融部门租金在内部各个主体、市场和机构之间的重新配置。金融租金扩散就成为一个按等级参与分租的有秩序的过程，租金扩散的三条路径是：

- 资本属性：中央资本-地方资本-民间资本；

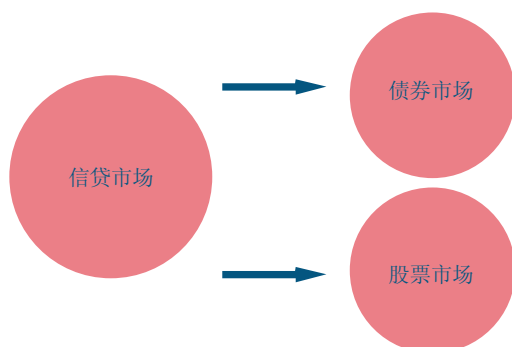
其实质是原来集中于中央的金融权力适度向地方政府和私人部门下放，即金融自由化。在实体经济已经实现交往市场化的情形下，目前非金融企业部门的 60% 已经由私人部门占据，金融的市场化程度相对滞后，成为制约实体经济的重要因素，而市场化程度滞后主要原因还在于金融权力的过度集中。

- 市场属性：间接金融（信贷市场）-直接金融（债券市场和股票市场）；

金融体系的变革，从市场角度，主要是从银行主导的间接金融向直接金融转换。在股票市场受限之时，债券市场获得更广阔的发展空间。

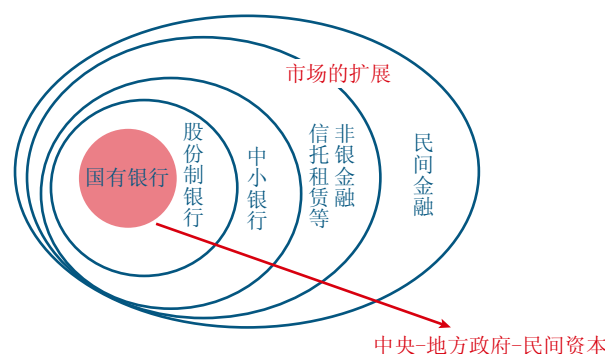
- 机构属性：国有银行-股份制银行-中小银行-非银金融-民间金融。

图 109：金融租金重配：市场角度



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 110：金融租金重配：机构角度

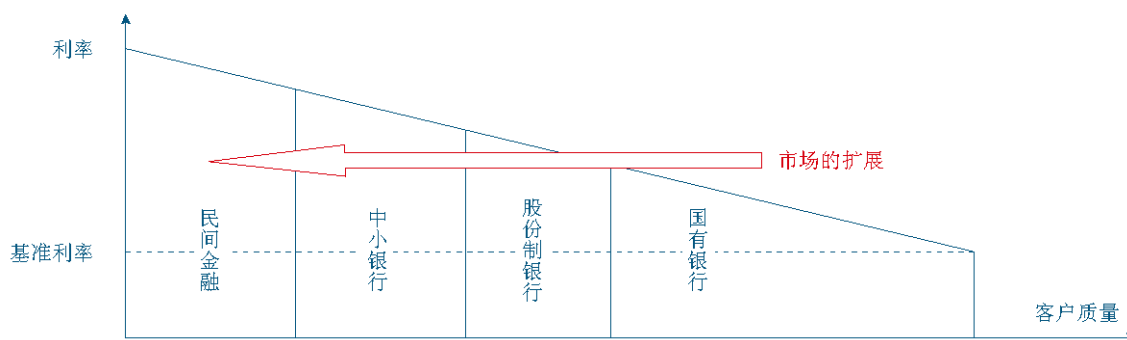


资料来源：中信建投证券研究发展部

在金融体系的市场变革和权力变革之下，机构角度的金融变革，包含了原属于国有银行的垄断利润向股份制银行-中小银行-非银金融和民间金融的逐层扩散。

而这个扩散过程，也更好地满足了实体经济不同主体的需求，促进了资源的优化配置。

图 111：信贷市场的分割和金融租金的机构扩散



资料来源：中信建投研发部

金融收益的重新分配，将逐渐由过去一元化的金融结构，演化为国有和非国有，大型和中小，银行和非银，间接金融和直接金融的二元金融结构；而国有金融体系可能在相当长时期依然居于主导地位；金融改革就成为一个典型的增量改革样本。

增量金融收益

自然引出的一个问题是，新生金融机构将从金融变革中获取多少收益？

- 金融为实体服务的定位，决定了尚未计划发展独立的虚拟经济部门和创造内部循环的虚拟部门利润。
- 名义经济增长平稳，去泡沫化温和使得资产扩张平稳，这已是理想的改革前景，整体经济的收益弹性不足。
- 金融部门和实体部门关系好转，有利于实体的收益分配。
- 金融部门内部租金分配，增量改革就是既得利益的收益稳定，给新进入者增量空间。

这意味着，单就短期的金融租金重新配置而言，个体或有较多受益，整体红利释放空间不必高估。金融部门，特别是直接金融，新一轮的造租扩张需要实体经济的支撑。

对经济的影响可以分为短期和长期。中长期则或促进资源的优化配置和提高增长质量，但短期在经济维稳和增量改革下，对经济促进作用缓慢。

自上而下改革

金融改革包含了自上而下的改革和自下而上的改革。自上而下的改革主要围绕要素变革展开，金融要素的确权、定价和自由交易。对内是利率市场化，对外是汇率自由化。

人民银行主导 1998 年之后的二次金融改革。2011 年底的中央经济工作会议，把利率市场化和汇率形成机制作为两项重点领域和关键环节改革。但数日后 2012 年初的第四次金融工作会议，利率市场化改革没有得到预期中的强调。这可能源于决策层对整体经济改革的渐进方式的取向和利益集团阻碍，实践中更多通过银行理财、非银金融、直接融资曲线方式进行。



汇率机制改革如期推进，阻力较小，而风险则在未来。未来的经济运行决定了目前进行中的改革的最终评价。关键点还是资产泡沫处置。目前的房地产调控的思路还是试图通过收入倍增的方式、“以量代价”的策略，在加快城市化中化解风险。但收入倍增本身即具有强烈的通胀和资产泡沫预期。收入倍增不是解决泡沫，只是缓和泡沫压力，争取增长和转型的时间。如果没有真实的产业升级、技术进步和劳动生产率的提高，以及宽松的国际流动性环境的配合，汇率贬值的风险有可能在某一时刻突然爆发，资产泡沫以剧烈破灭的方式收场。

自下而上改革

自下而上的金融变革，主要是金融体系、金融组织的改革，即上述的金融租金在金融部门内部和金融与实体经济部门之间的重新分配。自下而上的改革多数在中央的主导下，由地方推动实施。五年来，地方的金融改革蓬勃发展，形成了各具特色的十大改革试点。其中的含义，一是，金融改革对于地方而言改革具有正向激励机制，这种改革激励通过地方的先行先试和相互竞争释放出来，使得金融体系的变革具有了自发性、自主性、市场自我选择的特性，并由金融体系变革推动了金融要素变革；二是，形成了事实上的金融混业需求，将倒逼金融监管改革，推动货币政策转型，形成了自下而上到自上而下的改革互动。

表 15：五年来中国十大地方金融改革试点

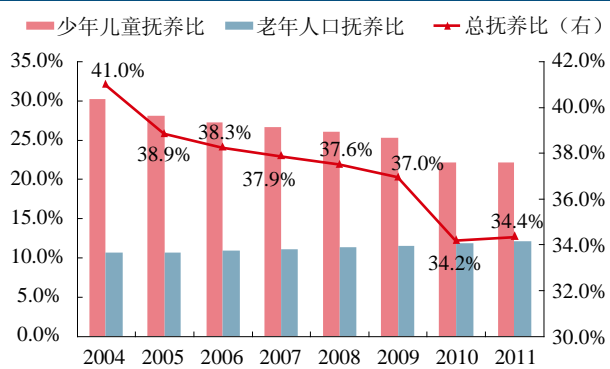
指标名称	地点	主题	级别
2009	上海	建设国际金融中心，国际化和完善金融市场体系。	国务院
2012-6	珠三角、深圳前海地区	金融对外开放和粤港澳金融融合。	国务院
2008-3	天津滨海新区	完善现代金融服务体系和金融改革创新。	国务院
2009-1	重庆	统筹城乡发展、扩大金融服务，推动建设长江上游区域性金融中心。	国务院
2009	海峡西岸和平潭地区	两岸金融合作试点，建设两岸区域性金融服务中心。	国务院
近期	湖南长株潭城市群	金融服务创新综合试点，征信和支付结算等金融创新。	国务院，已上报
2009-	新疆	提升边疆和民族地区金融服务水平、支持跨越式发展的金融改革试点。	人民银行
2012-3	浙江温州	金融综合改革试点，发展民营金融、改进中小企业金融服务。	国务院
近期	福建泉州	综合改革试验区，探索金融服务实体经济的新途径、新模式。	国务院
2012-4	浙江丽水	农村信用体系建设为核心的农村金融改革试点。	人民银行

资料来源：wind, 中信建投研究部

3.4 人口政策亟需调整

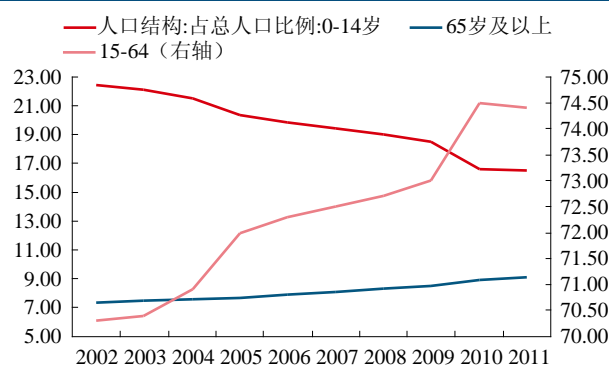
从社会角度看，儒教哲学影响中华民族两千年。重视家庭是儒教的核心思想之一，和谐家庭是和谐社会的基础。中国人讲究多子多福，在经济潜在增长率降低、社会矛盾尖锐的今天，适当放开僵化的计划生育政策是必需的。而且，民众部分地重拾家庭规模决定权对于增加民众幸福感、社会回归文明溯源具有重要意义，这对于中华民族的和平崛起和伟大复兴至关重要。

图 112: 我国人口总抚养比低点已现



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

图 113: 劳动年龄人口占比高点已过

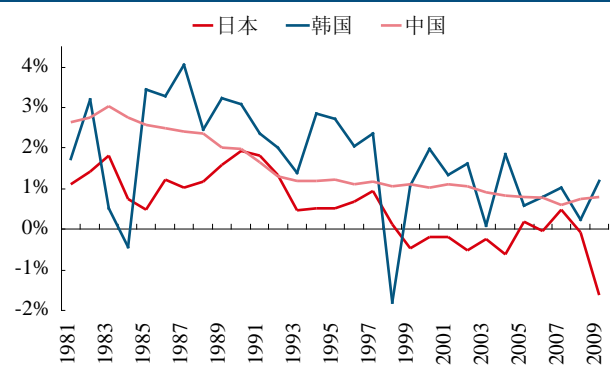


从经济角度看, 中国社会未富先老, 刘易斯拐点已悄然到来, 中国劳动年龄人口增长率逐年降低。我国总抚养率 2010 年已到达低点, 15 岁-64 岁劳动年龄人口占总人口的比重也于 2010 年见顶。随着我国人口总抚养比临近谷底, 人口红利基本结束, 由此激发的全要素生产率随之回落。由于计划生育政策, “人口红利” 来也匆匆, 去也匆匆。现在是需要检讨和修正僵化的人口生育政策的时候了。而且, 我国 2011 年 65 岁及以上人口占比已达 9.1%, 按照联合国之 7% 以上人口超过 65 岁或者 10% 以上人口超过 60 岁的标准, 我国已迈入老龄化社会。而我国目前只是中等收入国家, 属于 “未富先老”。如果不放开人口控制政策, 社会保障问题和社会安定问题会更加突出。

日本、韩国的经验表明, 劳动年龄人口的增速与经济增速走势一致。日本的经济低迷了 20 年, 与其劳动年龄人口的负增长直接相关。劳动年龄人口的萎缩, 势必造成储蓄率与投资率降低。日本也是老龄化最严重的国家之一, 这造成了日本社会社保的隐忧。而 2008 年以来日本的死亡率甚至超过了出生率。

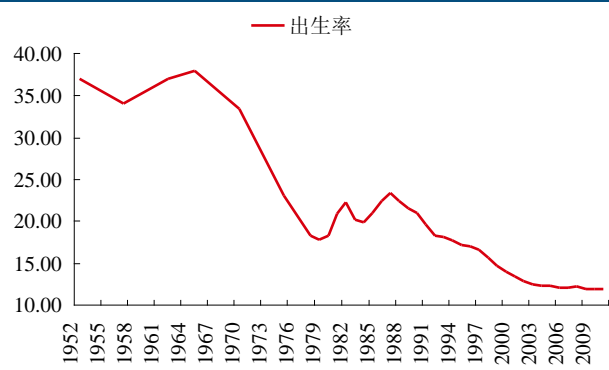
研究表明, 美国的 1937 年-1961 年的婴儿潮带动了 46 年后 1983 年-2007 年消费峰值, 目前美国的消费明显进入萎缩阶段。伴随我国建国后至 70 年代初的高出生率出生的人口为改革开放后的我国经济的市场化、全球化提供了充裕的劳动力, 也构成了目前我国社会消费的中坚力量。考虑到计划生育政策导致的出生率显著降低, 我国的消费高峰也有接近峰值的可能。

图 114: 中日韩劳动年龄人口增长率



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

图 115: 中国人口出生率



如果出生率提高，对于启动居民消费和扩大消费市场意义重大；婴儿潮的出现，现实的需求立即会转化为消费能力，这与我国转变增长方式的战略利益攸关。国家领导者不应顾忌计生委的部门利益而忽视了整个中华民族的长远利益和民众的强烈诉求。十八大报告在谈到人口问题没有重提“稳定低生育水平”，而是强调“逐步完善政策，促进人口长期均衡发展”。这是人口政策调整最新最有力的暗示。我们预计未来 1-2 年人口政策会有明显的放松。

同时，限制人口自由流动的户籍制度也将进一步调整放宽。十八大提出，要“加快改革户籍制度，有序推进农业转移人口市民化，努力实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖”。这是进一步释放劳动力供给和促进消费增长与升级的必经之路。

3.5 私营活力亟待释放

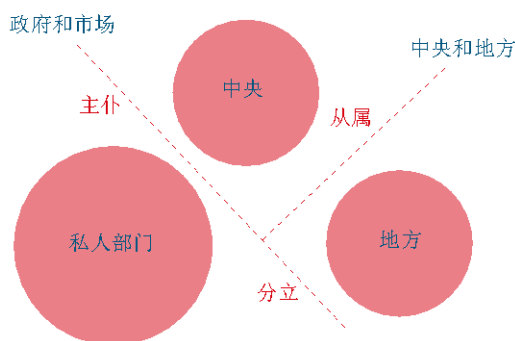
粗放增长到集约增长方式的转型，启动经济自身的活力发挥市场和私人部门的作用。那么对于经济结构而言，如何处理国有部门和私人部门的关系？如何处理垄断和竞争的关系？

十八大报告指出：“全面深化经济体制改革。深化改革是加快转变经济发展方式的关键。经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系，必须更加尊重市场规律，更好发挥政府作用。要毫不动摇巩固和发展公有制经济，推行公有制多种实现形式，推动国有资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，不断增强国有经济活力、控制力、影响力。毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护”。

我们对十八大报告的解读是，要把握好两个边界：在政府和市场之间，要更多发挥市场的作用，市场的作用就离不开市场机制和参与主体——私人部门的作用；而在政府内部，中央政府和地方政府之间，可能是更多发挥中央政府的作用，削弱地方政府。

这样，对于国有经济和民营经济的关系，产业结构的垄断和竞争的关系，我们得到的推论是：中央企业掌控关键领域，垄断性不会削弱，由此实现对整体经济的控制力；而竞争性领域则更多的向私人部门放开，其中包含了削弱地方政府在竞争性领域的参与，即削弱了地方国有企业；政府、国有部门和私人部门的格局重塑，从三足鼎立到主次分明，整体上国有部门特别是央企与私人企业的主角和配角关系特征更加明确。

图 116：两个边界和经济结构的重塑：从三足鼎立到主次分明



资料来源：中信建投研发部

3.6 要素价格更市场化

要素价格市场化是过去 30 年中国经济市场化的巨大成果，实现了中国经济的高速发展，诚然我们已取得硕果，但改革若止步于此，恐将功亏一篑。中国经济结构失衡已成社会共识，唯有进一步推动要素价格市场化改革，方能推动经济转型，方能建设“美丽中国”，方能保证农民享受经济增长成果，实现经济的可持续发展和高质量增长。

3.6.1 征地制度改革有望继续深化

按照现行《土地管理法》等相关法律，各地方政府可因公共利益需求征收农村集体土地，被征土地获得相应补偿，补偿费由土地补偿费、安置补助费以及地上附着物和青苗的补偿费组成，其中土地补偿费为土地前三年产值均值的 4-6 倍，安置补助费为土地前三年产值的 6-10 倍，同时规定土地补偿费和安置补助费不超过被征土地前三年产值均值的 30 倍。当前我国农地产出率较低，平均产值在 2000 元/亩左右，因而每亩征地平均补偿不超过 6 万元，大大低于被征土地出让时每亩几十万、乃至上百万的出让收益。土地作为农民保障生活，获得经济收益的重要来源，在失去土地时获得的货币补偿过低，同时失地后相应的就业培训、生活保障安置、融入社保体系等制度不完善，使得失地农民有可能沦为“流民”，进而影响社会稳定。

近期国务院常务委员会讨论通过了修正《土地管理法》，以提升土地征收补偿额度，可以直接充实失地农民的现金收益，缓解征地过程中政府与民争利的矛盾。但长期视角看，除了继续提高补偿额度，多种方式的补偿制度应该完善，例如：对失地农民进行技能培训使其从农业生产转移到非农生产，将失地农民纳入城市社保体系提供生活保障安全网等。

3.6.2 广东模式或成土地流转方向

由于国内各省市的经济发展状况差异较大，从自身经济利益出发，各地方政府对土地流转的态度有较大分歧。广东省经济发展较快，对非农用地的需求强烈，同时地方财政实力较强，在推进农村土地流转制度改革方面表现得更加积极。2005 年广东省政府出台《广东省集体建设用地使用权流转管理办法》，允许省内集体建设用地直接进入市场交易，突破了集体土地非经政府征用不得进入市场的旧体制。进入市场的集体建设用地除了不能用于建设商品房，可以用于兴办各类工商企业、兴办公共设施和公益事业、兴建农村村民住宅。农村集体建设用地直接进入市场，省去政府征收再转让这一环节，使得农民获得了更多的收益，同时激活了土地流转市场，使土地作为重要的生产要素通过市场化方式获得有效配置，有利于实现经济可持续发展，更有质量的增长。

在土地流转改革上，广东选择了打破城乡土地二元化，减少制度阻碍，助推经济发展，把饼做大，让利于民。但“广东模式”先行有其时代特色，广东是中国改革开放的试验田，非公经济较为发达，对外开放程度较高。其他地方政府在农村集体建设用地流转改革方面，仍需因势利导，权衡短期和长期利益，推进土地流转市场化。

土地流转改革需要政府逐步从经营土地转向管理土地，还原市场的作用，降低企业的土地使用成本，同时提高农民的收益，缩小城乡收入差距。

3.6.3 要素价格市场化促经济转型

国内水、电、天然气等资源品价格主要由资源费+生产配给企业合理的成本利润+污染治理费构成，其中资源费可以作为资源代际分配的补偿，反映稀缺性，污染治理费用于利用资源的外部成本，这两项费用都由政府定价，征收上缴财政。参与资源生产配给的企业由于具有行政垄断性，受到政府的监督，以成本加成获得合理利润。

相比全球主要经济体，中国资源人均占有量明显偏低，但国内的资源价格却低于国外，以水价为例，国内各大城市水价在 2-4 元/立方米之间，而主要经济体中，每立方米水价美国 0.74 美元，日本 3 美元，德国 3.01 美元，同处发展中国家的巴西 0.65 美元。从水价构成分析，资源费和污染治理费偏低，这使得国内水价实质上并没有反映出资源的稀缺性和利用资源造成的外部性。

水价改革在国内主要城市已经开始实施，主要的模式是以地市为单位，通过听证制度改变过去政府单方面计划定价，让资源的使用方、供给方和政府都一起参与价格的制定，运用市场机制配置资源，实行阶梯水价，提高资源费和污染治理费，将各项成本融入要素价格，反映出真实成本。

天然气价格改革以“两广”模式率先推出，以可替代能源的市场价格确定天然气价格，从而改变国内天然气价格相比进口价格明显偏低，造成的供需失衡。

包括水、电、燃料、矿产品等在内的资源品、公共品价格市场化改革有望提速，以推动经济转型，促进产业结构调整。“高耗能、高污染”的行业将在要素价格改革中收缩战线，依赖低成本要素价格的出口加工业也将受到抑制。

3.6.4 收入分配改革总体方案将出

近年收入分配改革主要以提高个税起征点、提高最低工资水平、执行新劳动法保障劳动者合法权益调节初次分配，同时二次分配中，加大对低收入者的转移支付。但当前收入分配的不合理程度依然严重，西南财经大学的《中国家庭收入不平等报告》显示，2010 年中国基尼系数 0.61，而全球基尼系数平均值 0.44，中国收入平衡水平已经位于世界高位。我们猜想以下几个方面将成为收入分配改革突破的方向：

- 在更大范围内推进工资集体协商制度，增强劳动者在收入分配中的话语权。
- 通过农产品价格补贴提高农民收入，缩小城乡差距。
- 减轻税负，通过起征点、税率等让利企业、个人，实现收入向企业、家庭倾斜。



表 16: 近年收入分配改革相关

时间	事件
2012	国务院常务会议，提出四季度制定收入分配制度改革总体方案。预计年底前发布，涉及规范公务员津贴补贴、事业单位绩效工资改革等内容。
2011	2011 年 11 月，中央决定将农民人均纯收入 2300 元，作为新的国家扶贫标准。9 月个税起征点从 2000 元提高到 3500 元，9 级超额累进税率缩减至 7 级。2011 年 12 月，国家发改委再次将收入改革方案上报国务院，因需要继续修改再次未获通过。
2010	我国将采取四项措施，加快收入分配制度改革：努力增加农民收入、加大对低收入群体的扶持力度、稳步提高职工工资收入、加强个人收入调节，加快研究改革国有企业工资总额管理办法。在 2010 年初，国家发改委将方案上报国务院，但被认为需要继续修改而未获通过。财政部研究开征社会保障税。
2008	3 月 1 日起，个人所得税工资、薪金所得减除费用标准将由每月 1600 元提高到每月 2000 元。政府工作报告指出，继续调整收入分配格局，提高劳动报酬占国民收入的比重。
2007	十七大针对收入分配领域存在的突出问题强调，要逐步提高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；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。
2006	决定改革公务员工资制度，规范公务员收入分配秩序；同时，改革和完善事业单位工作人员收入分配制度，继续适当提高相关人员的待遇水平。
2005	2005 年 8 月第一轮个税改革落定，个税起征点从 800 元调至 1600 元。28 个省（区、市）全部免征农业税，全面取消了牧业税。
2004	中央“一号文件”宣布，五年内逐步减免农业税。7 月全面提高企业退休人员基本养老金标准。收入分配体制改革总体方案的起草工作于 2004 年启动，由国家发改委具体负责，财政部、人社部、国资委等多个部委参与制订。
2002	十六大确立了劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则，指明了今后我国要努力形成的收入分配新格局，即中等收入者居人口的多数，并占有大部分收入和财富的格局。
1997	十五大在分配制度改革方面的最大突破，就是解决了生产要素能不能参与收入分配的问题，明确提出要把按劳分配和按生产要素分配结合起来，第一次把其他分配方式科学地概括为“按生产要素分配”。
1993	十四届三中全会对建立与社会主义市场经济体制相适应的个人收入分配制度作了详细阐述，首次提出了在处理公平与效率关系问题上应坚持的原则。
1992	十四大提出首次提出在分配制度上要兼顾效率与公平。

资料来源：中信建投研发部

四、宏观经济数据预测

表 17：2012 年宏观经济数据预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E
GDP	9.1	10.2	9.2	7.7	7.7
消费	15.5	18.3	17.1	14.3	14.5
投资	30.1	24.1	23.8	20.5	21.5
出口	-16	30.5	20.3	7	8.1
进口	-11.2	36	24.9	3.8	10.5
工业	11	15.5	13.9	10.1	10.3
CPI	-0.5	3.2	5.4	2.7	2.4
PPI	-5.5	5.2	6.0	-1.7	0
利率	2.25	2.75	3.5	3	3
信贷(万亿)	9.6	7.9	7.5	8.2	8.5-9

资料来源：中信建投研发部

五、2013 年宏观经济与政策十大预言

一、文明对抗成常态，局部冲突掀波澜

因为争夺资源、抢占区域制高点、缓解国内政治压力等原因，文明间的对抗和局部冲突会逐步显性化。伴随着中国的崛起与美国重返亚太，领土争端愈演愈烈。中日、中菲、中越、中印的纠纷与冲突背后是中美的利益冲突。

二、欧洲债务应无解，日本拾起接力棒

债务危机传导链条的顺序很可能是美国——欧洲——日本——新兴市场国家。美国家庭部门去杠杆进程正接近尾声，金融部门资产负债表持续修复，信贷逐渐恢复，美国复苏在路上。但欧洲债务危机是慢性病，虽然重创的概率不大，但彻底治愈很难。高福利、老龄化与低产出决定了欧洲将继续度过几个不开心的圣诞节。而日本可能是下一个炸弹。巨额的负债、持续的逆差、低迷的经济和悲壮的人口结构增加了日本接过债务危机接力棒的可能性。

三、需求低迷发货币，大宗商品难冲高

全球总需求收缩还将持续，引致各国央行发行货币试图刺激经济增长。但结果可能是债务过快增长和经济乏力。总需求低迷导致大宗商品价格难以冲高。

四、城镇化感觉很美，房地产差别放松

城镇化是中长期概念，稳健推动城镇化无疑是中国经济增长的长期动力，但难免有新鞋老路之嫌。城镇化必然伴随着房地产政策的差别化放松，也无法回避基建、地产投资拉动的老模式。

五、人口政策需调整，放松管制最为先

现行人口政策有浓重的计划经济时代特色，限制了劳动力要素自由流动，妨碍了机会均等与社会公平，限制了劳动力的长期供给。在未富先老的倒逼下，当务之急一是要放松生育数量限制，而是放松户籍管制。

六、地方财政愁眉锁，平台公司解您忧

鉴于房地产调控放松空间有限、工商企业经营困难和货币政策放松空间有限，地方财力紧张还将持续。虽然地方政府准备了可观的投资项目等待启动，但资金困局难解。地方政府平台公司虽饱受诟病，但在现有阶段不可替代，债务泡沫不会破裂，借新还旧、新设公司、持续发债还将持续。

七、债券融资繁荣路，不良贷款欲抬头

不良贷款问题是很多人避而不谈的问题，但发放给僵尸企业的大量贷款总要面对。不良贷款额的温和上升与草根调研的情景反差较大。如果没有粉饰，相信不良贷款的问题会引起管理层的足够重视。无论如何，银行贷款在社会融资总量中的比重将逐步降低。未来信贷仍然重要，但重要程度会缓慢降低。今年以来，在社会融资规模中非人民币信贷的比重逐步提高。债券市场的发展壮大是确定无疑的方向。债券市场的创新还将层出不穷。越来越多的企业融资会转向债券市场而非信贷市场。债券会上走上漫长的繁荣之路。非银行金融机构在金融中介和资产管理领域将迎来自己的春天。

八、新官上任三把火，政府吏治树新风

经济高速发展的必然结果，是民众的觉醒。当仓廩实、衣食足，民众有参与社会管理的诉求。从“表哥”到“宁波”，民众表达诉求的意愿充分展示。未来社会管理的压力和难度增加，这将考验政府社会管理的能力。可以预期的是，政府将进一步关注百姓诉求，允许民众通过适当渠道合理地表达诉求，“防民之口，甚于防川”的局面将有所改善。政府与民众的沟通渠道将更加畅通，民众通过网络、微博等反映的心愿，政府将更加关注。政府也将在民众参与社会管理层面投入更大的精力。民众要求在治理污染、惩治腐败、保护土地、改善民生、食品安全、子女教育等领域有更多的发言权。特别是腐败问题不仅造成了官民的严重对立，也扭曲了市场经济的运转体系。官员财产公开、降低行政成本等是大势所趋。高档烟酒等消费受冲击是第一步，更多资本转移或可预见。

九、地方政府踩油门，中央政府踩刹车

地方政府官员“唯 GDP 论”思想根深蒂固，投资冲动从不缺乏。在新型城镇化、工业化的感召下，大干快上的决心和勇气溢于言表。地方政府官员决策的依据是自己的一亩三分地，但中央政府要考虑全局，不仅要增长，也要防通胀；不仅要速度，也要重质量；不仅看眼前，也要看长远。地方像叛逆的少年，要挣脱家长的管束去闯荡，中央像沉稳的家长，理智地掌控着孩子的冲动。2013 年政策放松空间有限。

十、改革进入深水区，三中全会将破题

我国的改革已经进入深水区。阻力越来越大，难度越来越大。十六届三中全会确立的目标很多没有完成即使明证。国进民退、私有财产受到粗暴侵犯、民营资本非平等待遇等问题较为突出。弱化垄断放松准入管制、土地流转改革、收入分配改革、私有财产保护与民营资本机会均等化等问题应该会在十八届三中全会上破题。

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，宏观债券研究团队首席分析师，4年证券行业研究经验，致力于在宏观经济运行周期的框架内，发现资产价格变化的驱动力。2010年“新财富”最佳分析师评选宏观组第六名。2011年金牛分析师评选固定收益组第五名、“新财富”与“水晶球”第六名。2012年“新财富”固定收益组第三名、“水晶球”第四名、金牛奖第五名。

胡艳妮：经济学硕士，宏观债券分析师。

王洋：经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。

施同亮：运筹学硕士，宏观与债券分析师。

杨晓磊：管理学博士，宏观与债券分析师。

李树培：经济学博士，海外宏观分析师。

报告贡献人

郑凌怡：010-85130465 zhenglingyi@csc.com.cn

董晖：010-85130416 donghui@csc.com.cn

杨东：010-85130463 yangdong@csc.com.cn

基金研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海燕 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫫 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622