



## 城镇化进程中的资产配置机会

农业银行私人银行部  
资产配置策略报告课题组

### 相关事件

我国新一届领导人十分重视城镇化问题，十八大提出要“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”，李克强总理在过去45个月六次强调城镇化，指出城镇化将是中国未来最大的经济增长动力，政策将重点通过结构性改革和增加公共支出以提高经济增长的质量。并指出：“推进城镇化，核心是人的城镇化，关键是提高城镇化质量，目的是造福百姓和富裕农民。要走集约、节能、生态的新路子，着力提高内在承载力，不能人为“造城”，要实现产业发展和城镇建设融合，让农民工逐步融入城镇。要为农业现代化创造条件、提供市场，实现新型城镇化和农业现代化相辅相成。”预计城镇化对各行业资源配置产生重大影响。

# 目 录

相关事件.....	1
事件点评.....	4
一、对我国城镇化政策的解读.....	4
（一）总体思路.....	4
（二）战略重点.....	4
二、城镇化带来的资产配置机会.....	4
（一）整体来看.....	4
（二）分空间来看.....	7
（三）小结.....	12
市场影响评估.....	12

## 图表目录

图表 1	发改委批准地铁和铁路项目 (2012 年 9 月).....	5
图表 2	2011 年中国人均住房面积 (平方米) .....	6
图表 3	中国城镇与农村家庭支出结构对比 (%) .....	6
图表 4	中国农业现代化发展水平 .....	7
图表 5	“七区二十三带” 农业发展战略图 .....	8
图表 6	农业、农机产业链 .....	8
图表 7	回流人口消费偏好排序 .....	9
图表 8	中国家电渗透率 (每百户拥有量) .....	9
图表 9	2013 年 2 月农村渗透率低的消费品一揽表 (每百户拥有量) .....	9
图表 10	不同行业的“距离敏感度”(即距离越短, 越受益的行业分布) .....	10
图表 11	机车车辆购置费用和车辆费用占铁路固定资产投资比例 .....	10
图表 12	生产中心内移 .....	11
图表 13	北京的城市供给计划 .....	11
图表 14	中国医疗公共服务供给仍需提高 (2010 年): 每千人中医生拥有量 .....	12

## 事件点评：

### 一、对我国城镇化政策的解读

#### （一）总体思路

纵观我国城镇化的总体思路，提出了六个坚持的原则：公平共享，即农民工和城市居民公平共享发展成果；合理布局，即城镇空间分布要合理；产城融合，即城市化要有产业支撑，且城市功能分区也要考虑到产业区和其他功能区域的融合；坚持集约低碳；坚持统筹城乡；坚持制度创新。

#### （二）战略重点

我国城镇化规划的战略重点如下：

- 优化中国的城市化布局和形态。一是培育并引导城市群的发展；二是完善大中小城市规模结构；三是强化综合交通运输网络对城市格局的支持；四是优化城市群内不同城市之间的分工协作机制。
- 有序推进农民工的市民化。一是有序放宽农民工在城镇落户的条件，二是推进农民工享有城镇基本公共服务，三是建立健全农民工市民化的推进机制。
- 提高城市可持续发展的能力。一是优化城市空间利用结构；二是增强城市经济发展的活力；三是加强城市基础设施和住房的保障；四是推进新型城市建设；五是创新城市的社会管理。
- 推动城乡一体化。一是促进公共资源在城乡之间的均衡配置、生产要素在城乡之间的平等交换和自由流动。二是建立健全城乡一体化发展的制度，规划、产业发展布局、市场体系、基础设施网络覆盖、公共服务网络覆盖、社会管理都要按城乡一体的模式规划和设计。三是进一步加大强农惠农的政策力度，改善农村的生产生活条件，促进农村生产经营的专业化、标准化、规模化，促进农民收入的持续增长和生活水平的不断提高。惠农政策是需要持续做下去的。

### 二、城镇化带来的资产配置机会

#### （一）整体来看

从目前的发展水平来看，中国城镇化的规模和质量远远低于许多发达国家和发展中国家。以城镇地区的居住人口计，中国城镇化率高于 50%；若以拥有城市户籍的人口计，中国城镇化率仅约为 35%。世界银行预测中国城镇化率将在 2025 年达到 70%，因此中国还有巨大的发展空间。城镇化的过程将推动基础设施建设、住房和公用设施投资，支持经济增长并且降低对出口的过度依赖。同时，城镇化投资可以帮助吸收各个行业的现有产能。因此，从整体来看，城镇化进程将有利于基础设施建设、地产、以及金融服务等行业。

#### 城镇化拉动基础设施投资

发改委预计未来 10 年与城镇化相关的基础设施投资可达到 40 万亿元。随着时间的推移，这些投资将逐步从高铁、高速公路以及机场建设转向地铁、公路以及供水、燃气管道、水库和污水处理等公共设施。其中，在发改委去年批的 1 万亿元的基础设施项目中，地铁项目占绝大多数，总计划投资约为 8000 亿元。

图表 1 发改委批准地铁和铁路项目 (2012 年 9 月)

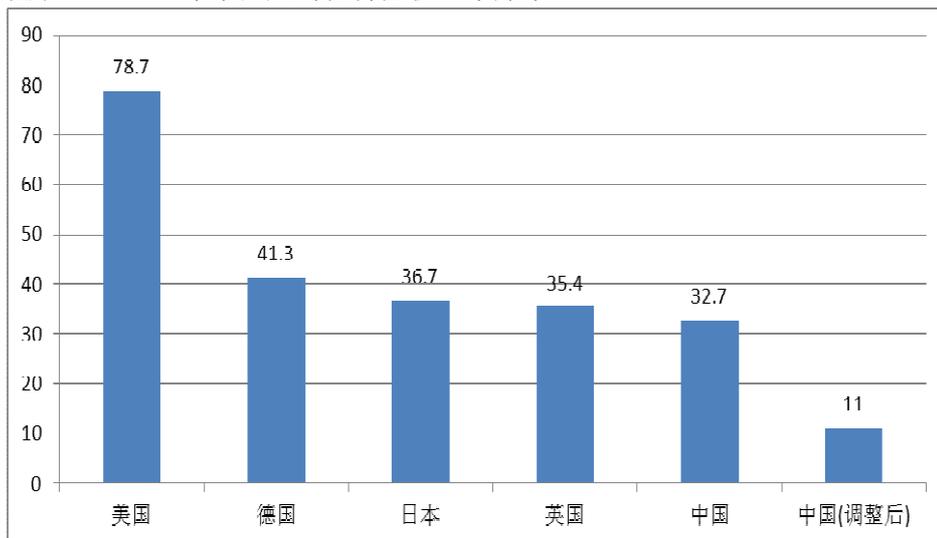
项目	计划投资	长度(千米)
上海地铁 (整修)	1587	251
广州地铁	1241	229
天津地铁 5、6 号线	656	90
沈阳地铁	610	118
哈尔滨地铁 (整修)	562	72
厦门地铁	504	75
石家庄地铁	422	60
苏州地铁 4 号线	357	42
常州地铁	337	54
深圳地铁 11 号线	333	52
太原地铁	309	49
深圳地铁 7 号线	255	30
兰州地铁	229	36
西安地铁 3 号线 1 阶段	180	38
青岛地铁 2 号线 1 阶段	176	30
长春地铁 2 号线 1 阶段	128	21
成都地铁 3 号线 1 阶段	115	20
苏州地铁 2 号线延长	99	16
广州地铁 7 号线 1 阶段	95	19
杭州地铁 1 号线	83	-
宁波地铁 1 号线 2 阶段	70	23
程度地铁 1 号线延长	40	5
甘棠-武威南铁路	38	172
内蒙古城市间铁路	-	162
江苏城市间铁路	-	161
总投资	8426	1825

数据来源: 发改委, 课题组

### 城镇化拉动房地产行业

城镇化将提升首套房和改善性住房的需求。根据住建部的最新数据, 中国城镇人均居住面积平均为 32.3 平方米。按照当前 51% 的城镇化率计算, 现存城镇居住空间仅能满足 40% 城镇居民的住房需求。假设中国城镇化率提高至 60%, 而且所有城镇居民都住入这些房屋内, 人均居住面积平均仅为 11 平方米, 远远低于美国以及欧洲和日本等其他发达国家。如果中国达到这些发达国家的人均居住面积, 我们预计还需要增加 170 亿平方米的城镇居住空间。按照目前每年竣工 7.9 亿平方米的速度, 建成这些新的城镇住房还需要 21 年的时间。即使把 2011-15 年预计建成的 3600 万套保障房计算在内, 仍然需要 19 年的时间才能完工。

图表 2 2011 年中国人均住房面积（平方米）



数据来源：课题组

虽然城镇化仍可为房地产行业提供中长期的需求支撑，但从全国看长期，随着人口红利的趋弱，房地产行业的高成长、高利润、高杠杆将呈现趋势性下降。从中期看，房地产行业仍将具有高成长的特性，未来的区域分化将更趋明显，具体的区域特点将在本文“分空间来看”部分进行分析。

### 城镇化拉动服务业

城镇家庭在商品和食品方面的支出比例相对较小，而在服务方面开销相对更大。在 20 世纪 90 年代，家居用品和衣服等商品在城镇家庭的支出中约占 22%，这一比例在 2011 年降至 17.7%。同期，食品开支比重从 54.2% 降至 36.3%。与商品和食品比例下降对应的是服务开支比例的提升，上升了 22%，达到 46%。相比之下，服务性支出在农村家庭中仅占 18.6%，而食品和衣服的占比则超过 60%。此外，中国的农民工他们对子女教育、医疗以及住房的需求远甚于十年之前。中国居民的服务性消费在总体消费中仅占极小的比例，因此还有巨大的发展空间。展望未来，我们认为人们的大部分收入将会开销在金融服务、电信、医疗、旅游和住宿等各种服务项目上。

图表 3 中国城镇与农村家庭支出结构对比 (%)



数据来源：统计年鉴、课题组

## 城镇化拉动农业

从通用标准衡量，中国的农业现代化处于成长阶段。

图表 4 中国农业现代化发展水平

主要指标	传统农业阶段	农业现代化阶段			后农业现代化阶段	2010年数据
		起步期	成长期	成熟期		
农业产值比重	>50%	20%—50%	10%—20%	5%—10%	<5%	10.1%
农业从业人员比重	>80%	50%—80%	20%—50%	6%—20%	<6%	36.7%
农产品商品率	<30%	30%—60%	60%—90%	90%—95%	>95%	84.3%
劳动生产率(万元/人)	<0.54	0.54—1.28	1.28—2.16	2.16—3.60	>3.60	1.45
农业机械化率	<5%	5%—30%	30%—60%	60%—80%	>80%	52%
农业科技贡献率	<5%	5%—30%	30%—60%	60%—80%	>80%	52%

数据来源：统计年鉴、课题组

按照一般标准评估，目前中国的农业现代化水平尚处于较低水平，与英国、美国、日本、韩国、巴西的平均年差分别达 151 年、108 年、60 年、36 年、33 年。下一阶段，在耕地流转和规模经营的基础上，中国的农业现代化进程可能会加快。

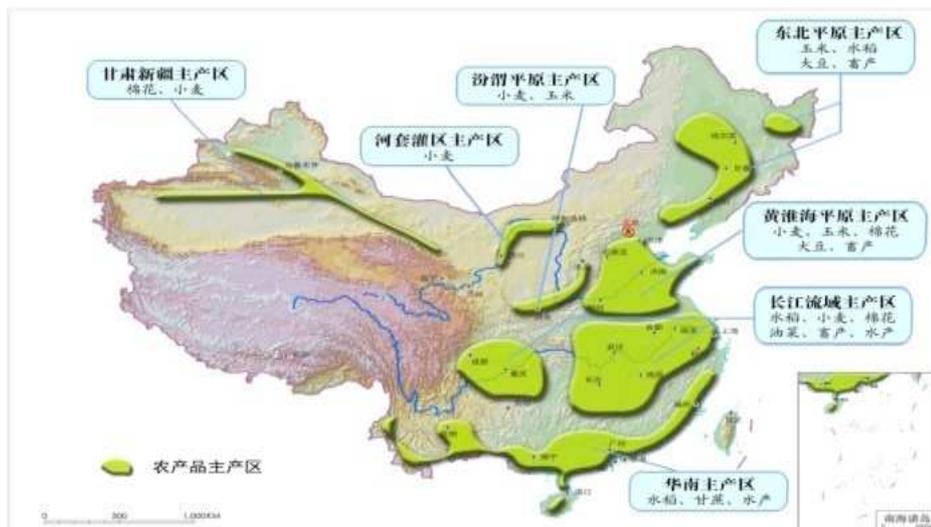
### （二）分空间来看

基于新的发展阶段和方向，下一阶段，中国的城镇化将会是一个分化的过程，不同城市的发展路径并不一样，因此在投资时，需要用差别化的视角。本文将城市分为三类，分别是中小城镇、城市圈、城市带。第一类立足于回流人口和农业，以县域为基础发展农业、农产品加工、中低端劳动密集型产业，形成中小城镇。第二类立足于回流人口和城市产业分工，以三纵两横交通网络为依托发展中高端制造业和中低端服务业，形成城市圈或城市群。第三类立足于人才和进一步开放，以沿海经济中心为依托发展高端制造业和中高端可贸易服务业，实现长三角、珠三角和渤海湾城市带的优化提升。

### 中小城镇的投资机会

中小城镇有几个特点：（1）人口回流；（2）耕地面积占比大；（3）第一产业产值和就业占比偏高；（4）国土面积占比超过 70% 的地方基本都属于这一类。这一类适合发展农业的中小城镇，未来的核心是回流人口和存量人口继续由农村向中小城镇转移、由农业向非农产业的转移，重点是人口集中、密度提高，从而实现生产和就业结构的进一步转变。这些中小城镇多处于“七区二十三带”农业战略之内，发展现代农业，将更多受到政策的支持发展农业现代化具有先天的条件，即耕地面积占比大，农产品资源丰富，考虑农产品工业需要靠近原材料这一现实，这些城市更容易立足于农产品发展初级加工。

图表5 “七区二十三带”农业发展战略图



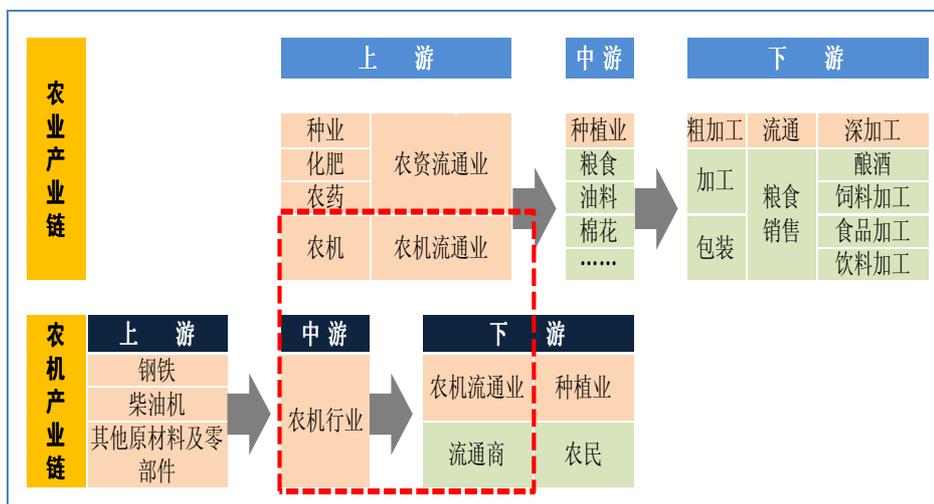
数据来源：课题组

具体来说，中小城镇的投资机会可能将集中于以下几大方面：

- 1) 立足于农产品产业链的投资机会和增量空间极大，短期看好农资、农机。农资的投资机会将主要体现在种子、复合肥以及农药的升级。

农机的投资机会将主要体现机收领域，截止十二五末，水稻种植及玉米收获机械化水平平均达到 30% 以上，马铃薯、油菜种植与收获机械化水平达到 20% 以上，棉花采摘机械化水平达到 15% 左右，因此机收领域的机会很大。中期看好农产品仓储物流投资、水利投资；长期看好农产品深加工、农业保险。

图表6 农业、农机产业链



数据来源：课题组

- 2) 回流人口的消费

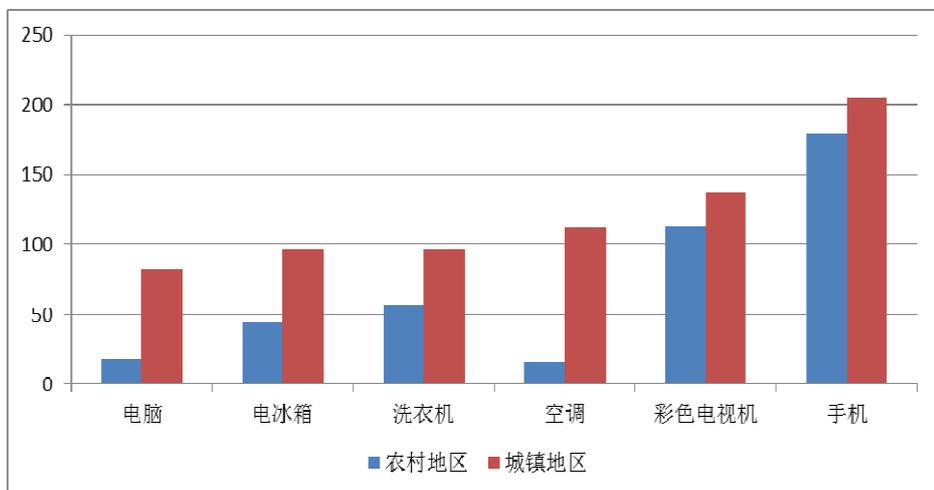
根据回流人口消费偏好排序，可以看出汽车、电脑、洗衣机、电视机空间较大。农村居民人均收入刚刚达到每年 9000 元，与 2003 年的城镇水平相仿。历史数据表明，在人均收入达到这个水平后，城镇居民对空调、电脑和手机等家电的需求将出现井喷式的增长。部分家电在农村地区的普及率仍然很低，城镇化将为家电行业创造巨大的增长潜力。

图表7 回流人口消费偏好排序

消费偏好排序		
	30岁以下	30岁以上
1	智能手机	家用汽车
2	电脑	空调
3	家用汽车	洗衣机
4	电视机	电视机
5	洗衣机	电脑
6	摩托车	摩托车
7	空调	智能手机
8	卡车	卡车

数据来源：课题组

图表8 中国家电渗透率（每百户拥有量）



数据来源：统计年鉴、课题组

图表9 2013年2月农村渗透率低的消费品一览表（每百户拥有量）

主要耐用物品年末拥有量	单位	全国	东部	中部	西部
小汽车	辆/户	0.04	0.06	0.02	0.03
照相机	架/户	0.08	0.13	0.05	0.06
微波炉	个/户	0.08	0.15	0.03	0.05
电脑	台/户	0.09	0.17	0.06	0.03
摄像机	台/户	0.09	0.02	0.06	0.26
空调	台/户	0.16	0.31	0.09	0.04
音响	套/户	0.21	0.26	0.14	0.23
热水器	台/户	0.24	0.42	0.12	0.15
电冰箱	台/户	0.46	0.59	0.41	0.33
摩托车	辆/户	0.57	0.68	0.54	0.44
洗衣机	台/户	0.61	0.7	0.53	0.59
电饭锅	个/户	0.74	0.85	0.7	0.65
电视机	台/户	1.23	1.3	1.24	1.14
移动电话	部/户	1.4	1.52	1.35	1.3

数据来源：统计年鉴、课题组

## 城市圈的投资机会

发展城市圈的核心是城市存量劳动力在沿海——内陆城市之间、内陆中心——外围城市之间、不同行业之间重新匹配，重点在于进一步提升城市密度的同时，缩短距离，实现交通网络一体化；从而实现人口、土地和资金在不同城市之间的重新配置。

城市圈的发展在一定程度仍将得益于基础设施特别是城际基础设施的建设。未来为发展城市圈，预计基建的重点将会是：（1）发展地上基础设施（城际公交、城际铁路、城际客运、支线机场）、通讯网络、地下基础设施（轨道交通、石油燃气管道）将城市与郊区、中心与外围之间联成一体，降低生产和贸易成本；（2）发展高速铁路、高速公路将内陆中心城市与沿海中心城市联成一体，承接产业转移。

如果通过基建投资，使得距离进一步缩短，内陆中心城市将在部分制造业领域获得一定的竞争力，但是与沿海大城市相比，发展服务业的竞争力相对较弱。

图表 10 不同行业的“距离敏感度”（即距离越短，越受益的行业分布）

制造业	单位固定成本、中间原材料占比	石油，钢铁，机械，医药，金属制品
	运输成本在产品中占比	农产品
	输入成本和输出成本之间的差异	金属冶炼，造纸
服务业	市场规模，消费者出行意愿，消费频率	时尚服装店，专业医疗保健，专业教育
	终端成本、市场分割	文化传媒（影视、音乐、歌剧、动漫）
	接触需求	餐饮，酒店、金融，会计，咨询（商业地产）

数据来源：课题组

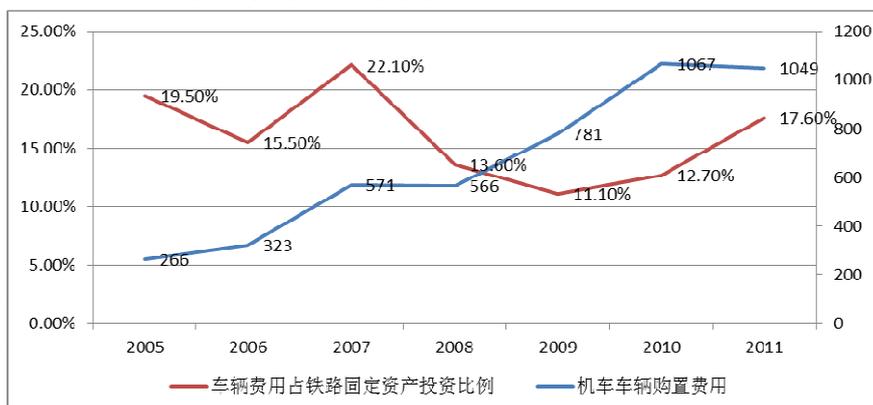
基于以上分析，我们筛选出最具潜力的城市圈内的城市包括二类：

- “长三角”和“珠三角”的“圈内辐射城市”（宁波、杭州、南京、扬州是最为典型的受益城市）
- “长三角”、“珠三角”、“环渤海”从沿海向内陆产业转移的“圈外辐射城市”（重庆、武汉、长沙、合肥是最为典型的受益城市）。

具体来说，中小城镇的投资机会可能将集中于以下几大方面：

1) 基建使用效率的提升，会改变交通和货车客车的需求结构。消费和生产中心的内移会改变中国基础设施的使用结构和空间效率（距离变短、频率提高）。铁路设备投资的加速度也将大于铁路基建。

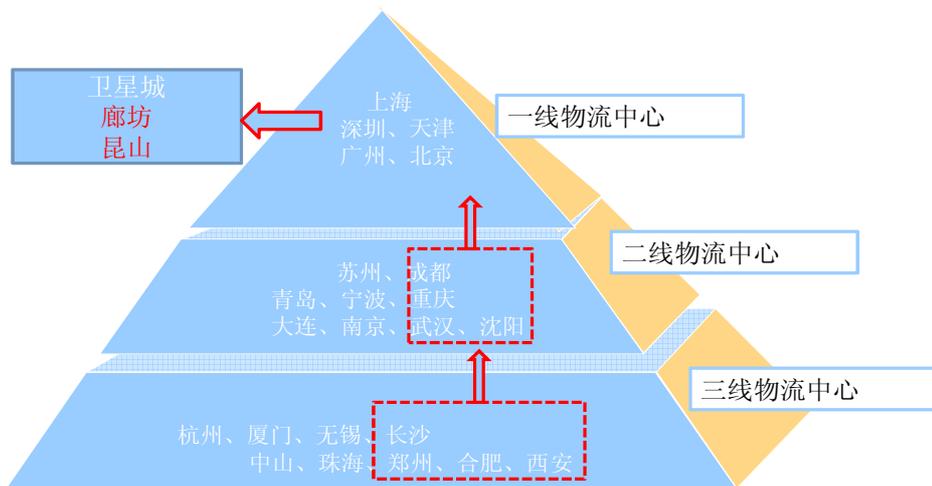
图表 11 机车车辆购置费用和车辆费用占铁路固定资产投资比例



数据来源：课题组

2) 生产中心内移带来的工业地产和物流地产增长空间极大。虽然整体而言，中国正在进入刘易斯拐点。但是内陆地区的人口红利仍然存在，劳动成本较低。随着城镇化，许多大型企业为了降低生产成本，将生产中心向内转移，这为城市圈的工业地产和物流地产的价格带来了极大的上升空间。

图表 12 生产中心内移



数据来源：课题组

### 城市带的投资机会

发展城市带的核心是以沿海经济中心为依托，沿海“向外开放”与“向内开放”并重，使内陆与沿海城市之间形成互连互通的城市带。这里的关键是沿海城市开放度的进一步提升。北上广深等作为城市带的中心城市，未来的增长潜力在于面向内外发展可贸易服务业。换言之，对于上海和深圳这样的沿海发达城市，进一步的城市化并不简单意味着第一产业向第二第三产业的结构转变，重点是第二产业内部的优化，以及向第三产业中可贸易服务业的发展。我们分析，在城市带中主要的投资机会会有：

#### 1) 城市新区的住宅地产及一揽子综合开发

以北京为例，其城市发展新区人口密度低，但人口密度和常住人口的增速较快。但与此同时，住宅用地增速不及人口增速，因此随着城市化进程的不断深入，北京新区住宅地产会呈现供不应求的情况，给住宅新区及一揽子综合开发带来投资机会。

图表 13 北京的城市供给计划

地区	总计	住宅用地							商服用地	工业用地
		合计	商品住宅	政策性住房						
				小计	限价房	经适房	公租房	定向安置房		
东城区	3								3	
西城区	2								2	
朝阳区	283	188	99	89	14	11	25	39	37	58
海淀区	159	92	17	75			25	50	35	32
丰台区	156	116	54	62	13	5	17	27	40	
石景山区	41	33	19	14	4	7	3		8	
房山区	377	193	112	81	9	6	14	52	28	156
通州区	403	228	158	70	13	10	16	31	53	122

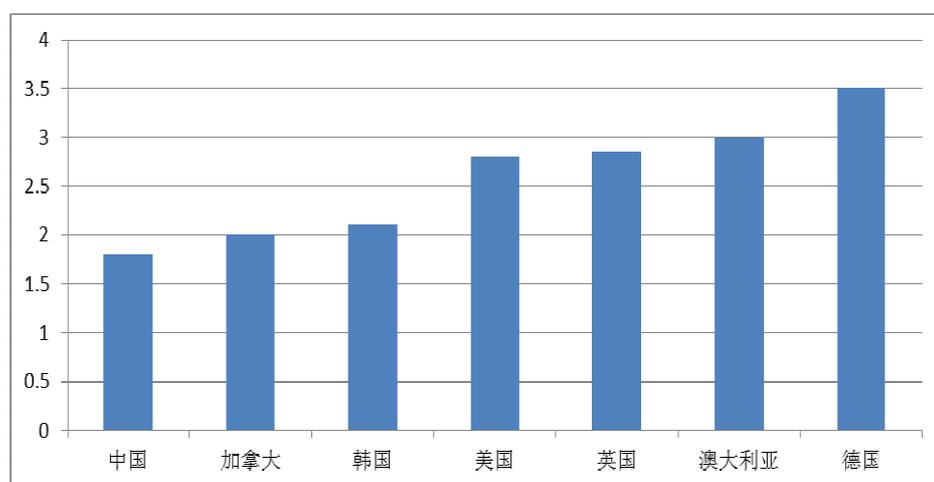
顺义区	388	177	85	92	15	3	13	61	29	182
昌平区	197	133	50	83	10	10	14	49	16	48
大兴区	519	155	84	71	17	5	17	32	50	314

数据来源：统计年鉴、课题组

## 2) 教育、医疗和金融服务

随着城镇化的不断深入，人们对保险、教育和医疗等社会保障和服务的需求也越来越大，对服务的精细化要求也在不断提高。实际上，随着一线城市的生活水平、收入水平的不断提高，人们在食物等基本生活品的支出比例在不断减小，而对保险、教育、医疗等支出比例在不断扩大。根据其他国家城镇化发展规律，我们预计随着城镇化的推进，这种趋势在未来几年还将继续。

图表 14 中国医疗公共服务供给仍需提高（2010 年）：每千人中医生拥有量



数据来源：统计年鉴、课题组

### （三）小结

如果城镇化按照这样的逻辑推演，那么可以相对看好以下子行业：（1）农药升级、复合肥；（2）玉米和棉花的收割机械；（3）汽车、智能手机、空调、洗衣机等耐用品消费；（4）个别内陆中心城市的住房地产，一线城市新区的住宅地产；（5）一线城市教育、医疗和金融服务。

## 市场影响评估：

虽然我国城镇化取得了重大进展，但以 2009 年为典型高峰的传统城镇化，呈现出了两个透支：新城区“产能过剩”、地方财力透支。这成为城镇化进程中重要的问题，对城镇化进程造成重大影响。因此，在城镇化进程中需要重点关注以下几个问题：

### 城镇化透支一：新城区的“产能过剩”

从中国近 20 年的城市化历史来看，存在如下规律：扩建 1 倍新城，从初建到真正景气成熟，至少需要 10 年时间。但是如果城市的自然经济、城市公共资源不足以支撑城市如此快速的扩张，就容易出现“空城”、“鬼城”的现象，这就是所谓的“新城区产能过剩”。如果全国都不顾城市发展规律，大力建设新城区，那么就会出现新城区“产能过剩”。这与钢铁、电

解铝等工业产能过剩的道理一样。

### 城镇化透支二：地方政府财力的透支

以 2009 年为高峰起点，近年来大多数城市累计基础建设投资总量扩大，约为当地一般预算财政收入的 8—10 倍。这几年建设融资先后发展出三种模式：“土地财政”——“平台融资”——“创新融资”。由于拆迁安置、开发成本高涨，传统的土地财政盈利愈发困难，于是地方政府近三四年大举转向平台融资，然而 2011、2012 年以来银团对地方政府举债愈加谨慎，在此背景下，地方政府积极寻求创新型融资。如：BT 合作开发、公用事业经营权出让、公共事业冠名权拍卖、路桥收费权注入融资平台。鉴于土地财政盈利难以为继，地方政府事实上已从早期的“利润经营”转变为现在的“高负债经营”，过高负债透支了未来财力。而创新型融资的出现，恰说明了眼下地方的“资金饥渴”。

## 免责声明

本报告仅供中国农业银行私人银行（以下简称“本银行”）的客户使用。本银行不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本银行于发布本报告当日的判断。在不同时期，本银行可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本银行在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本银行对所述资产买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及资产的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本银行所有，本银行对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本银行同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中国农业银行私人银行部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

投资是一个风险无时不在的，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行各项交易。市场有风险，投资需谨慎。