

“保八”只能是阶段性政策目标

核心观点:

- 本轮经济周期中央政府的经济政策经历了以下三个阶段的深化,即第一个阶段“扩内需、保增长”,主要运用反周期的政策工具应对经济下滑,重大事件是出台4万亿投资计划。第二阶段重在“调结构”,开始启用产业政策,标志性事件为十大产业振兴规划的出台。第三个阶段突出“抓改革、增活力”,强调“通过深化改革破解发展难题”,预示着未来改革措施将陆续出台。
- 保增长只是阶段性政策目标。中央政府通过适度运用反周期政策、出台包括4万亿投资计划等刺激经济的一揽子方案,主要是想努力将短期的经济增长率保持8%左右。未来十年,中国经济可能只能长期在6%—7%的区间徘徊,呈现“L”型增长。
- 未来产业结构调整和产业政策的的方向是尽可能使保增长与调结构相结合,注重有利于刺激内需和扩大就业。而未来产业结构调整的主攻方向,则是制造业升级和加快服务业发展。
- 未来经济增长的深层次动力,除了以技术创新推动结构调整、产业升级之外,关键在于发展方式转的转变,即从“库兹涅兹增长”到“熊彼特增长”。其实,财富增长动力也来自于制度创新。可以推断,中央政府已经在制度改革上预留了很大的空间。未来深化改革的领域可能至少涵盖以下几个方面:能源和资源性产品价格改革、相关税制改革、企业产权改革、放松垄断管制,等等。
- 投资者可以关注因农产品、水、煤、电、燃气等资源 and 公用事业产品的价格调整而存在的机会和风险;关注诸如军民两用行业、铁路运输、邮政、教育、医疗、移动通信增值服务、旅游业、银行和保险服务业、城市基础设施建设等因可能放松垄断管制而出现较快增长的行业。而在“调结构、抓改革”大背景下的黄金投资机会,则蕴藏于那些资源和产业整合预期较强、存在并购重组机会,或产权明晰、拟实行股权激励的上市公司之中。

分析师

滕泰 所长 董事总经理

✉: tengtai@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8885

张新法

✉: zhangxinfa@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8535

目 录

一、本轮经济周期政策深化的三个阶段.....	1
（一）第一个阶段：扩内需 保增长.....	1
（二）第二个阶段：调结构.....	1
（三）第三个阶段：抓改革 增活力.....	2
二、“保八”只能是阶段性政策目标.....	2
（一）保增长的必要性分析.....	2
（二）保增长的政策手段及内在逻辑.....	3
（三）“保八”只能是阶段性政策目标.....	8
三、未来产业结构调整的方向和着力点.....	9
（一）保增长、扩内需必须建立在调结构的坚实基础上.....	9
（二）结构调整和产业升级：中国跨越“中等收入陷阱”的必由之路.....	9
（三）对当前保增长、调结构政策的研判.....	10
（四）如何判断未来产业结构调整和产业政策的方向.....	14
（五）未来产业结构调整突破口和主攻方向.....	14
四、经济政策的深化：以制度改革促财富活力.....	17
（一）首提“抓改革 增活力”彰显经济政策深化.....	17
（二）未来改革领域和改革方向在哪里.....	18
插图目录.....	21
表格目录.....	21

一、本轮经济周期政策深化的三个阶段

温总理在今年“两会”上所做的《政府工作报告》有很多亮点，最值得一提的还是“抓改革、促活力”。如何理解“抓改革、促活力”呢？其实，这从根本上体现了中央政府对经济问题中的矛盾认识的深化，也意味着未来经济政策的深化。

事实上，为应对这一轮经济下滑，中央政府的政策经历了以下三个阶段的明显变化(表1)：

表 1：本轮经济周期政策深化的三个阶段

时间	政策主基调	主要内容和政策措施
2008.09 ——	扩内需 保增长	强调把扩大内需作为保增长的根本途径。 实施积极的财政政策和宽松的货币政策，不仅出台了 4 万亿元的投资计划，而且全面放松利率、存款准备金率和信贷等货币政策手段
2008.12 中央经 济工作 会议	保增长 调结构（突出调结构）	把推进经济结构调整和自主创新作为转变发展方式的主攻方向，实现保增长和调结构、增效益相统一。 财政政策实施结构性减税，开始启用产业政策调结构，最具有代表性的是实施《十大产业振兴规划》
09 年两 会”	抓改革 增活力	把深化改革开放作为促进科学发展的根本动力，通过深化改革破解发展难题。加大重点领域和关键环节改革力度，消除体制机制障碍，激发创造活力。

资料来源：中国银河证券研究所整理

（一）第一个阶段：扩内需 保增长

1、时间与背景

2008 年 9 月份之后，在国际上，美国次贷危机迅速演变为一场历史罕见、冲击力极强、波及范围很广的国际金融危机，世界经济进入大调整，增长明显减速。

在国内，外需急剧下降，经济下行压力加大，尤其是 10 月之后，GDP、工业增加值等指标的增速大幅下降，发电量、铁路货物周转量、全国财政收入、出口和进口增长率等出现了多年来未有的负增长。

2、政策应对

为应对经济下滑过快的严峻局面，中央政府强调：信心比黄金更重要。提出“出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实”。经济政策重点在于“扩内需、保增长”，主要的政策手段是积极的财政政策和宽松的货币政策，不仅出台了 4 万亿的财政投资计划，而且在利率、存款准备金率、信贷等货币政策手段上全面放松。

（二）第二个阶段：调结构

1、标志性时间与事件

在 2008 年 12 月初召开的中央经济工作会议上，第一次提出在“扩内需、保增长”的同时，要突出“调结构”，实现保增长和调结构、增效益相统一。

2、政策主基调与采取的措施

把推进经济结构调整和自主创新作为转变发展方式的主攻方向，在实现保增长和调结构、增效益的同时，增强国民经济整体素质和发展后劲。

财政政策实施结构性减税。开始启用产业政策“调结构”，在随后的两个月里，中央政府密集地出台了一系列产业政策，最具有代表性的就是《十大产业振兴规划》。

（三）第三个阶段：抓改革 增活力

1、时间与事件

2009 年 3 月 5 日，“两会”上总理所做的《政府工作报告》。提出了“抓改革、促活力”。坚持把深化改革开放作为促进科学发展的根本动力，加大重点领域和关键环节改革力度，消除体制机制障碍，激发创造活力。

2、拟采取的政策措施

进一步完善有利于科学发展的体制机制，推进资源性产品价格改革、财税体制改革、金融体制资本市场改革，推进国有企业改革和支持非公有制经济发展。

二、“保八”只能是阶段性政策目标

政府工作报告提出，2009 年中国经济增长预期目标为 8% 左右。那么究竟该如何理解这一些指标？又如何实现这一指标呢？

（一）保增长的必要性分析

我国作为一个拥有 13 亿人口的发展中国家，必须保持一定的经济增长速度，8% 是一个底线。这是扩大城乡就业，提高居民收入，改善人民生活，增加国家财政收入，发展各项社会事业，维护社会稳定大局的基础。GDP 增速如果低于 8%，我们将遇到更大的困难，会面临较大的就业压力，维护社会稳定的成本就会迅速提高。

从历史上观察，最近两次 GDP 增速连续低于 8% 的年份分别是 1989 年（4.1%）、1990 年（3.8%），还有 1998 年（7.8%）和 1999 年（7.6%）。在这些年份，都不同程度地出现了社会不够稳定、下岗失业人员增加的现象。

2009 年，是建国六十周年大庆，保持经济平稳增长、就业形势相对稳定和社会秩序的稳定，就显得更加必要和迫切。

勿庸讳言，与前几年不同的是，今年实现 8% 目标的难度很大，并不容易。因为国内外经济环境发生了重大变化，外部环境复杂多变，国内困难明显增加，难以预料的不确定因素很多。可是，中央政府为什么还要将 2009 年 GDP 预期目标设定为 8% 左右呢？

我们认为，除了上述因素之外，还有以下原因：

第一，尽管存在较大的困难，但是，还是有实现这个目标的许多有利条件。我国仍处于重要战略机遇期，工业化和城镇化快速推进，改革开放 30 年来建立了比较雄厚的物质、技术基础和良好的体制条件，经济社会发展的基本面和长期向好的趋势没有改变，经过努力，8% 这个目标是有可能达到的。

第二，具有正面的导向性意义。中央政府以此向市场、企业、居民、地方政府和社会各界发出一个导向信号，防止在目前严峻的国内外形势下我国经济增长速度过度下滑，以利于增强信心，稳定社会预期。总理曾说“信心比黄金和货币更重要”，意义恐怕就在于此。因为，预期可以自我实现。在严峻的形势面前，如果信心没有了，经济就必然下降。信心会放大波动性。

第三，预期值不等于最终实现的“实际值”。8% 的目标是一个预期值，即综合考虑国内外各种因素而提出的一个期望达到的、可接受的最基本目标。即使由于种种原因最终未能实现，但是，提出这个预期值还是有积极的意义。

最后，体现政府政策目标的连续性。中央政府的经济增长目标着眼于年度之间经济的平稳运行，因此在一定时期内，在年度之间，具有一定的连续性。今年已经是中央政府连续五年将经济增速目标设定为 8%。

（二）保增长的政策手段及内在逻辑

进入 2008 年 9 月份之后，为扭转经济增速下滑趋势，中央政府的政策重点转向“扩内需、保增长”。政策制定的内在逻辑十分清晰，即，在外需放缓的风险日益加大的情况下，把扩大国内需求作为保增长的根本着力点和主要突破方向，在政策引导上，注重发挥内需特别是消费需求拉动经济增长的主导作用，但在运用反周期的经济政策方面，则主要通过迅速刺激投资来达到目标。

1、稳定出口面临很大困难

第一，外需市场无好转的迹象。目前，发达经济体衰退程度加深。据 IMF 预计，2009 年发达经济体经济增长将下降 2%，美国经济下降 1.6%，欧元区下降 2%，日本下降 2.6%。主要贸易伙伴国面临二战以来最严重的经济衰退，将对中国出口产生巨大冲击。其次，新兴经济体增长也将出现急速下滑。外部市场需求严重萎缩，将导致中国一季度出口呈现负增长。

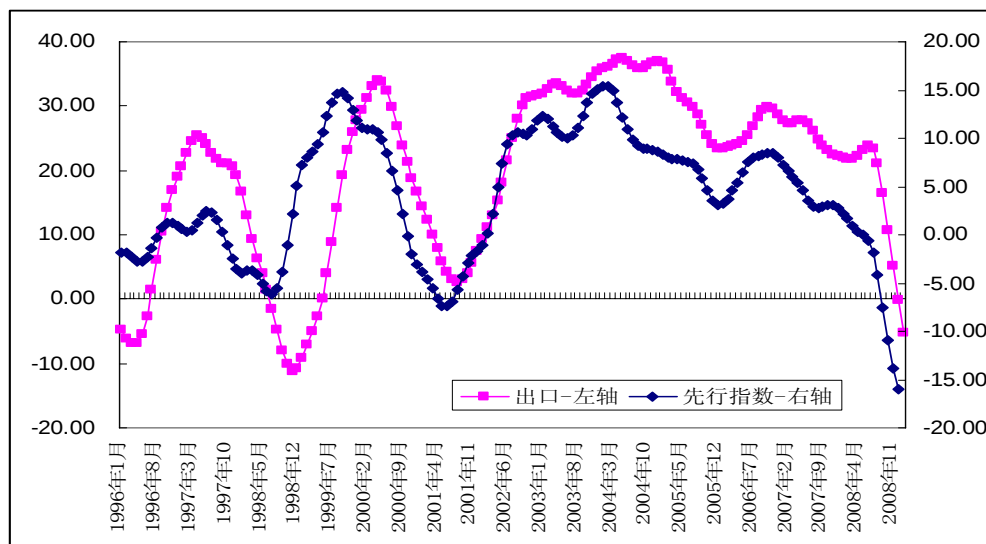
第二，世界贸易保护主义抬头的风险加大。美国新经济刺激计划第 1640 条款必须使用“美国货”的内容存在浓厚贸易保护主义特点。欧盟近期频繁运用反倾销、反补贴等手段拒绝发展中国家的低价商品；发展中国家贸易保护主义也开始抬头，这将给中国本已处于下降趋势的出口贸易带来更大困难。

第三，人民币实际有效汇率坚挺，将对中国出口产生显著抑制作用。在世界贸易增长放缓、各国货币竞相贬值的背景下，人民币实际有效汇率升值，会对中国出口产生显著抑制作用。

国际清算银行（BIS）公布的最新数据显示，2 月份人民币实际有效汇率扭转了去年 12 月以来的贬值行情，继去年 12 月贬值 1.72%、今年 1 月微贬 0.36%后，2 月份人民币实际有效汇率大幅升值 6.78%。人民币实际有效汇率升值将对中国的出口产生不利影响。一方面，欧洲是我国最大的贸易伙伴，欧元贬值将影响我国对欧洲的出口贸易；另一方面，在此次金融危机中我国外贸行业的竞争对手——以出口加工贸易为主的东南亚国家货币纷纷贬值，在一定程度上也削弱了我国外贸企业的竞争力

第四，出口先行指数和订单情况不乐观。先行指数继续下滑，预示出口仍将减速（图 1）。另外，PMI 显示，1 月份我国新出口订单指数仅为 33.7，明显低于 50 的“扩张-收缩”分界线，这意味着外需没有回升迹象。

图 1：先行指数继续下滑，预示出口仍将减速



资料来源：中国银河证券研究所

事实上，为稳定出口增长，在政策运用上，自去年下半年起至今就 4 次上调部分商品的出口退税率（表 2），同时加大对出口企业的出口信贷支持力度，但由于制约出口增长的主要因素已经从成本调整变为外部需求调整，政策效应难以弥补外需收缩效应，出口增长颓势难改，自 2008 年 11 月份至 2009 年 2 月，已连续四个月负增长。

表 2：为促进出口增长，4 次提高企业出口退税率

自 2008 年 8 月 1 日起	将部分纺织品、服装的出口退税率由 11%提高到 13%；将部分竹制品的出口退税率提高到 11%
自 2008 年 11 月 1 日起	适当调高部分劳动密集型和高技术含量、高附加值商品的出口退税率
自 2008 年 12 月 1 日起	进一步提高部分劳动密集型产品、机电产品和其他受影响较大产品的出口退税率
自 2009 年 1 月 1 日起	提高部分技术含量和附加值高的机电产品的出口退税率

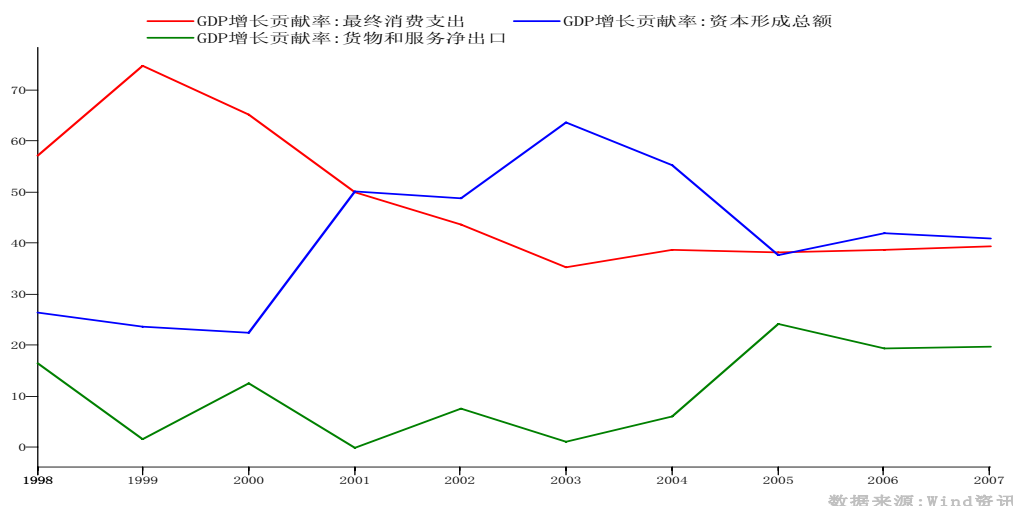
资料来源：中国银河证券研究所

2、扩大内需成为必然选择 阶段性只能仰仗投资

在当前国际金融危机冲击下，世界经济增长迅速减速，中国的外部需求急剧减少，这在客观上为我们扩大内需提供了强大的倒逼动力。其中关键的是要把握好内需和外需、投资和消费的关系。在尽可能稳定外需的同时，应把扩大内需作为主要的突破方向，以保持国内经济的长期平稳快速增长。

就国内需求来说，多年来，在我国工业化、城镇化加快过程中，投资和消费两大需求的比例不协调。消费率由 2000 年的 62.3%，连续下降到 2007 年的 48.8%，下降了 13.5 个百分点；而同期投资率由 35.3% 上升到 42.3%，上升了 7 个百分点；净出口率由 2.4% 上升到 8.9%，上升了 6.5 个百分点（图 2）。消费需求是推动经济增长的最终需求。因此，借这次国际金融危机为我国扩大内需所提供的强大倒逼动力，尽快形成以内需为主，特别是消费需求为主，又特别是居民消费需求为主来推动经济增长的新格局，就显得格外迫切和重要。

图 2：1998—2007 年三大需求对经济的贡献率



资料来源: 中国银河证券研究所 Wind 资讯

在如何扩大内需方面，存在着理论和现实、短期目标与中长期目标的矛盾。从理论上和中长期的角度看，确实应该以扩大居民消费需求为主攻方向，但由于我国居民消费增长主要受收入增长影响，消费取决于预期收入和存量财富。今后一段时间，城乡居民消费会受到收入增长放缓、财富缩水 and 分配差距拉大等多方面制约，加上社保体系不健全，国内居民消费不可能在短期内被迅速扩大。因此，要扭转经济下滑过快的局面，达到“短、平、快”的效果，扩内需政策还是要借重刺激投资。

3、传统反周期政策手段的运作空间

事实上，在进入 2008 年 9 月份之后，中央政府就开始果断出手，迅速实施了反周期的政策调控，积极的财政政策和宽松的货币政策扮演了打头阵的角色。

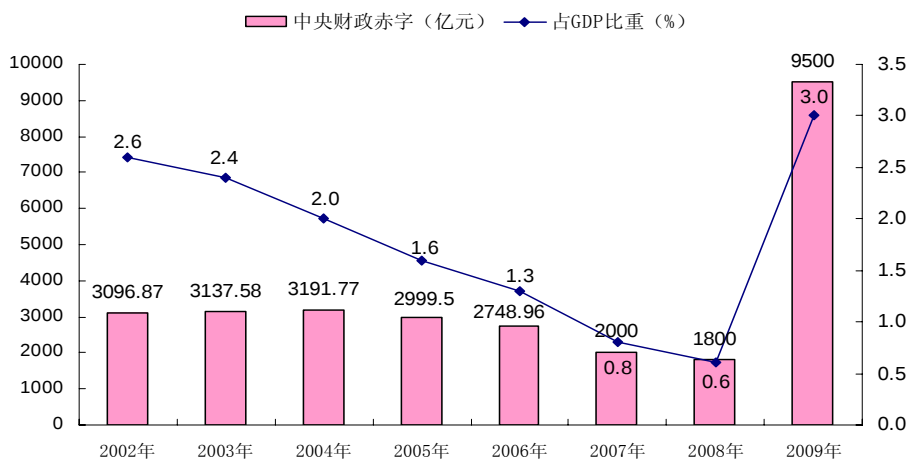
(1) 保增长 积极的财政政策唱主角。积极的财政政策的核心，就是增加财政赤字规模，大幅度增加政府支出。这也是扩大内需最主动、最直接、最有效的措施。

2008年11月，中央政府果断重拳出击，出台了在未来两年内新增4万亿元投资（其中中央政府增加投资1.18万亿元）的十项措施。而且为扭转经济迅速下滑的态势，特别先期安排2008年四季度增加中央投资1000亿元，2009年灾后重建基金提前安排200亿元，并在年底前下达落实到位。

最近“两会”上进一步明确，为保障4万亿元投资计划的实施，2009年中央政府投资总额9080亿元，增加4875亿元。2009年的新增投资占1.18万亿元的比例为41.3%（注：2008年四季度已安排增加投资1040亿元），全国财政预算赤字将达到9500亿（包括2000亿由国家代理发行、代理还本付息的地方债），尽管财政赤字占GDP的比重预计还是控制在3%之内，但这个赤字规模创出了新中国成立60年来的最高纪录，是历史高值的2003年财政赤字的近三倍（图3）。

按照2008年完成投资172291亿元计算，通过扩大财政赤字，增加公共投资，将直接拉动2009年固定资产投资增长2.8个百分点，直接拉动GDP增长1.6个百分点。

图3：2009年财政赤字规模创历年新高



资料来源：中国银河证券研究所整理

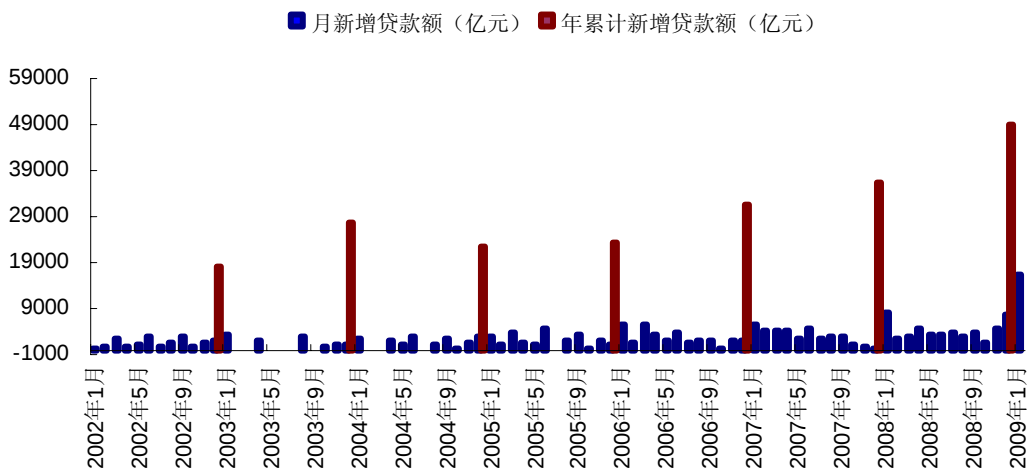
（2）宽松的货币政策为保增长保驾护航。为实现扩内需、保增长，货币政策全面放松，综合运用了利率、存款准备金率和信贷投放等诸多政策手段。

自2008年9月中旬至当年底，央行共五次下调金融机构存贷款基准利率，分别累计降低人民币存贷款基准利率（以一年期为例）1.89和2.16个百分点（包括储蓄存款免征利息税），把一年期人民币贷款基准利率至5.31%、一年期人民币存款利率降为2.25%；还四次下调存款准备金率，分别累计下调大、小金融机构人民币存款准备金率2个和4个百分点。

同时解除信贷管制，加大信贷投放进度，多渠道增加资金供给能力，积极发挥货币政策在促进经济增长方面的重要作用。自去年四季度至今年一季度前两月，人民币信贷投放逐月增加，并在2009年初迅猛增长。1月份全国新增贷款超过1.6万亿元，2月份信贷继续保持较高增速，当月新增贷款规模也超过1万亿元，达到1.07万亿元（图4）。随着新增贷款的逐步到位，为经济发展初步奠定了宽松的货币环境。

《政府工作报告》中提出，今年广义货币增长 17% 左右，新增贷款 5 万亿元。这将创出近年来新增贷款的新高。信贷的稳定增长，成为经济发展的重要支撑。特别是在当前，受财力限制，财政资金只能满足其中一部分投资需求，其余部分必须依靠金融体系尤其是银行信贷资金投入来解决，宽松的货币政策为保增长起到了保驾护航的作用。

图 4：加大信贷投放为经济增长提供动力



资料来源：中国银河证券研究所 中国人民银行

（3）运用组合型政策手段扩内需。在运用反周期政策刺激总需求扩张时，积极的财政政策并没有一味地照搬凯恩斯的需求管理政策，而是在扩大公共支出的同时，借鉴供给学派的政策主张，实行结构性减税，刺激内需增长。这些措施包括：

第一，2009 年将在全国全面实施消费型增值税，可以比较大地减轻企业的税收负担，促进企业增加投资，推进技术改造、技术创新。第二，实施成品油税费改革，公平税费负担，推动节能减排。第三，取消和停征 100 项行政事业性收费，减轻企业和居民在收费方面的负担。第四，继续执行已经实施的一系列税费减免政策。这包括继续执行好提高个人所得税工薪所得减除费用标准，暂免征收个人储蓄存款和证券交易结算资金利息个人所得税，降低证券交易印花税税率，并且改为单边征收；降低了住房交易环节契税、印花税以及营业税等方面的税收减免政策。

据匡算，2009 年实施这些结构性税收减免政策，将减轻企业和居民负担约 5000 亿元，从而有力地促进居民消费增长，推动企业增加投资，扩大内需增长。

这次，温总理在《政府工作报告》中明确提出，要继续扩大消费尤其是居民消费，继续调整收入分配格局，提高劳动报酬占国民收入的比重，增加政府支出用于改善民生、扩大消费的比重，增加对城镇低收入群众和农民的补贴。通过培育消费热点，拓展消费空间。完善汽车消费政策，加快发展二手车市场和汽车租赁市场，引导和促进汽车合理消费。大力发展社区商业、物业、家政等便民消费，加快发展旅游休闲消费，扩大文化娱乐、体育健身等服务消费，积极发展网络动漫等新型消费。完善消费政策，优化消费环境。加快建设“万村千乡”市场工程，推进连锁经营向农村延伸。中央政府还将进一步研究出台鼓励消费的政策措施，积极发展消费信贷。做好“家电下乡”、“农机下乡”、“汽车、摩托车下乡”等工作，努力扩大农村消费。

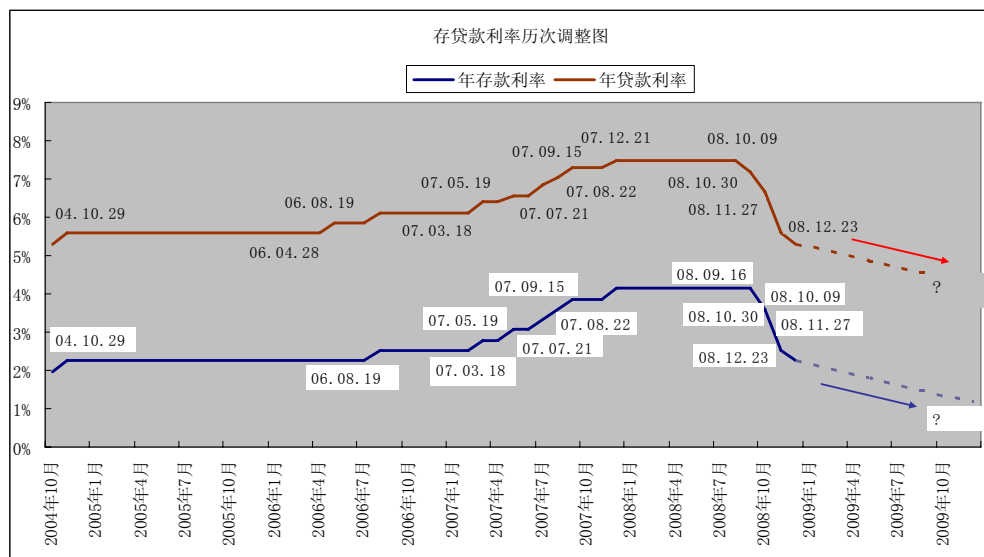
（三）“保八”只能是阶段性政策目标

事实上，在去年开始的这一轮经济周期中，消费虽然有所回落，但整体来看，社会消费品零售总额仍然保持稳定增长；出口增速虽然回落很快，但由于进口额回落更快，因此消费和净出口都不是造成经济增速下滑的主要原因。造成经济增速下滑的动力主要是企业自主投资意愿的下滑，包括地产投资的下滑、厂商设备投资的下滑、以及面对库存增加企业的减产。正是在这种背景下，为应对经济短期内下滑过快，以财政投资为主、以宽松的货币政策保驾护航的传统反周期政策才成为“扩内需、保增长”的主要手段。

但是，目前来看，这些反周期政策只能适度运用，再进一步拓展的空间已经不大。就财政政策而言，为保障 4 万亿元投资计划的实施，2009 年中央政府安排的财政赤字达到 9500 亿，不仅在绝对规模上创出新中国成立 60 年来的最高纪录，而且财政赤字占 GDP 的比重也已经逼近 3% 的安全警戒线。特别值得一提的是，之前盛传的 4 万亿投资计划的规模有可能被再次追加扩大的情况并没有出现，我们认为，这种传言本身只能是一种幻想，事实上几乎是不可能的。

在货币政策方面，央行的降息空间已经不大。数据显示，中国目前的利率水平并不高。一年期人民币贷款利率为 5.31%，一年期人民币存款利率为 2.25%（图 5），而美国一年期大额存款（CD）的利率是 2.14%，美国住房贷款利率大约是 5.33%，中国的住房抵押贷款现在大约比美国略低。就中国实际情况来看，零利率政策或准零利率政策并非最优选择。尽管物价上涨压力减弱让央行有了进一步降息的空间，但央行可不能跟随主要贸易伙伴国美国、日本将利率降到零区间，如果那样的话，中国作为储蓄大国，居民储蓄收入将因此大幅减少，可能导致消费活动更加低迷。

图 5：存贷款基准利率的下调空间已经不大



资料来源：中国银河证券研究所 中国人民银行

其实，如果深入地思考迄今为止中央政府已出台的一揽子经济刺激措施，就拿最为典型的 4 万亿元投资计划和十大产业振兴规划来说，就会发现这样一个事实：新增 4 万亿元的投资计划在 2009 年、2010 年两年内完成，十大产业振兴规划的执行时间暂定为三年。出台的这些扩

内需、保增长的主要政策措施，执行时间都主要集中在今后两年。这绝非偶然的巧合，而是表明保增长只是中央政府的一个短期的、阶段性目标，即通过出台这些措施，努力将短期的经济增长率保持 8% 左右。而长远来看，中国经济未来的增长动力，需要从更深的层次来挖掘。如果不进行结构调整，不完成产业升级，实现发展方式的转型，未来十年，中国经济可能只能长期在 6%—7% 的区间徘徊，呈现“L”型增长。

三、未来产业结构调整的方向和着力点

（一）保增长、扩内需必须建立在调结构的坚实基础上

保增长、扩内需应与结构调整相结合。虽然总量性的扩张政策在短期内是必要的，但真正提升中国经济自身对外部经济危机的抵抗力、保持中国经济的持续稳定发展却需要更多结构性政策的配合和努力。这是因为，制约通过拉动内需来弥补出口下降缺口的根本性因素主要是长期的结构性因素。首先，一方面，收入差距不断拉大、劳动报酬占 GDP 的份额持续下降、教育医疗体制改革相对滞后等因素导致居民的购买力不足，因而经济增长过度依赖外需；另一方面，近 10 年来固定资产投资的持续高速增长又使企业部门的生产能力不断扩张，而造成消费能力和生产能力之间的严重失衡。其次，由于近年来主要原材料和能源产品的价格不断攀升，而国内企业又不能及时通过技术和管理创新消化成本上升压力，因而企业竞争力不断被上升的成本所削弱。这也是当经济危机影响到中国经济时，大量出口型企业首先倒下的主要原因。鉴于此，期望大幅刺激仍较稳健的内需，如房地产和汽车消费、私人部门投资，来应对外需恶化引发的短期经济波动，虽然在短期内会有一定的成效，但从长期看，其边际收益会越来越小，相反，其引致的边际成本（如财政支出对私人部门投资的挤出等）会越来越高。

因此，调结构（包括收入结构、产业结构等）对于中国经济来说，其必要性和迫切性绝不亚于保增长，它不仅不是附属于保增长的次要问题，而且是解决保增长问题的根本性环节。

（二）结构调整和产业升级：中国跨越“中等收入陷阱”的必由之路

显然，解决中国经济增速回落的问题，仅靠短期的反周期政策和扩大内需是远远不够的。回顾过去 30 年中国经济高速增长的源泉，我们会发现很多曾经推动中国经济高速增长的要素和原动力正在衰退。比如改革开放的第一个十年，1980 年代，经济高速增长最主要的动力来自制度创新，制度变革促进了整个社会分工、提高微观财富创造效率，我们把这个增长阶段叫做“斯密增长”。在 1990 年代开始大规模的城市化和工业化的浪潮，“民工潮”本质上是一个新要素的组合方式——劳动力和资源以一种新的方式组合起来，创造更多制造业的产品，是我们工业化的过程。还有，技术成为增长的主要动力，而在技术的创造过程当中我们投入大量的人力和资源。按照过去五年的农村和城市劳动生产率推算，一个人从农业转移到非农业就业，对 GDP 的贡献可以增加 5 倍以上；一块土地从农业转到非农业比如商业、制造业、地产等等，对 GDP 的贡献增加 10 倍以上。也就是说，人口红利、土地红利、资源投入、资本投入、技术投入是支撑中国第二个阶段快速增长财富源泉。我们把这个阶段的经济增长叫做“库兹涅兹增长”。2001 年以后，中国深度卷入国际分工，技术引进速度加快，出口增加，尤其是全球信息技术革命传播到中国，也是“库兹涅兹增长”。那么未来呢？过去 30 年增长的要素源泉是否

还在？制度红利还有多大释放空间？人口红利是不是在衰退？土地红利还能不能继续释放？要素投入是否能够持续增加？外部市场还有继续扩大的空间吗？

如果这些传统的增长动力都在衰退，那么中国经济政策就不能拘泥于短期的反周期政策，光靠扩内需，而是要根据寻求经济增长的深层次动力。

其实，无论如何扩大内需，那些因为西方经济需求减少而转内需的产品也是不可能在国内市场消化的。比如，温州的一个民营企业一年可以生产上亿双鞋子、上亿顶帽子，广东几个民营企业生产的圣诞树占了全球同类产品的 90% 以上——这些产品无论如何是不可能在国内市场消化的。再以纺织服装为例，中国每年约 600 亿件的服装产量，约有 50% 都是用于出口，国内消费仅 300 亿件，内需市场不可能在短期内急速膨胀消耗多余产能。近年，国内服装销售额的年增速一直维持在 15% 左右，随着经济形势恶化和消费者信心指数的持续下滑，2009 年这一增速能够维持在 10% 已经不错。若作一个较为乐观的判断，2010 年前后，国内服装产业在完成产能淘汰及内销转型后，能够实现以国内市场为主的格局，内销与出口的比重最多由目前的 5: 5 调整为 7: 3。

不难看出，在西方经济短期复苏无望的背景下，这些企业的唯一出路是先关闭，然后转型。该关门的企业关闭得越慢，这一轮经济周期的调整时间就越长。

从微观的角度企业的生产要素以一种新的方式组合起来，形成新的产品和服务，这就是所谓“破坏性创造”，是“熊彼特增长”模式的主要内涵——从宏观角度而言，就是推动制造业产业升级，大力发展服务业；从“财富论”的角度就是寻求、发掘财富创造的深层次源泉，发展软财富战略；用政府的话说就是“调结构”，就是真正贯彻落实科学发展观。

在最新出版的《财富的觉醒》一书中，我重点提出了当前中国面临着“中等收入陷阱”的挑战。墨西哥、巴西、阿根廷、马来西亚等很多国家，30 多年前经济增长就达到人均 GDP3000-5000 美元的水平，然后经济增长就几乎停滞了，至今仍然挣扎在这个阶段，这一现象被称为“中等收入陷阱”。制约这些国家经济增长的主要因素不是任何反周期政策所能够解决的，而是如何面对收入差距扩大造成的需求不足，避免城市化过程中出现的贫民窟和社会矛盾加剧，避免金融危机对财富的掠夺，当然更重要的是产业结构调整 and 升级！

（三）对当前保增长、调结构政策的研判

1、关于十大产业振兴规划

2009 年前两个月密集推出的十大产业调整振兴规划就反映了决策部门期望通过产业结构调整促进经济平稳增长的考虑（表 3）。与以往的产业政策相比，最近连续推出的一系列产业调整振兴规划具有以下几个方面的特点：

表 3：十大产业振兴规划及主要振兴措施

汽车	从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税。从 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。增加老旧汽车报废更新补贴资金，并清理取消限购汽车的不合理规定。今后 3 年中央安排 100 亿元专项资金，重点支持企业技术创新、技术改造和新能源汽
----	---

	车及零部件发展。中央财政安排补贴资金，支持节能和新能源汽车在大中城市示范推广。
钢铁	落实扩大内需措施，拉动国内钢材消费。实施适度灵活的出口税收政策，稳定国际市场份额。在中央预算内基建投资中列支专项资金，推动钢铁产业技术进步，调整品种结构，提升钢材质量。
船舶	鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放；将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年。在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，支持高技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发。
石化	抓紧落实成品油储备，完善税收政策，增加技改投入，加大对石化企业的信贷支持。
轻工	对部分劳动密集型和技术含量高、节能环保的产品取消加工贸易限制。进一步提高部分轻工产品出口退税率。加大对中小轻工企业的财税和信贷支持。进一步扩大“家电下乡”补贴品种，将微波炉、电磁炉两类产品纳入补贴范围，并将每类产品每户只能购买一台的限制放宽到两台，中央财政加大对民族地区和地震重灾区的支持力度。
纺织	在新增中央投资中设立专项，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步，推进高新技术纤维产业化，提高纺织装备自主化水平，培育具有国际影响力的自主知名品牌。对优势骨干企业兼并重组困难企业给予优惠支持。加大财税金融支持。将纺织品服装出口退税率由 14% 提高至 15%，对基本面较好但暂时出现经营和财务困难的企业给予信贷支持。加大中小纺织企业扶持力度，鼓励担保机构提供信用担保和融资服务，减轻纺织企业负担。中央、地方和企业都要加大棉花和厂丝收购力度。
有色金属	国家安排贷款贴息支持企业技术改造，抓紧建立国家收储机制，调整产品出口退税率结构。
装备制造	在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项。建立使用国产首台（套）装备风险补偿机制。增加出口信贷额度，支持装备产品出口。鼓励开展引进消化吸收再创新，对部分确有必要进口的关键部件及原材料，免征关税和进口环节增值税。
电子信息	要推进第三代移动通信网络、下一代互联网、数字电视网络建设、形成 6000 亿元以上的投资规模，带动国内产业发展。提高行业出口退税率、降低或取消部分产品出口关税、加快拨付重大项目发展资金、加大销售补贴、减免企业所得税、提供专项发展资金、促进银行向相关企业发放贷款等。
现代物流	推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流。确定振兴物流业的九大重点工程，包括多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流等。

资料来源：中国银河证券研究所

一是在短时间内集中推出十大重点产业的调整振兴规划，推出速度之快，产业覆盖面之广，前所未有的。从经济总量看，2007 年，十大产业的工业增加值占全部工业增加值的比重接近 80%，占 GDP 的比重约为三分之一；从财政贡献看，十大产业规模以上企业上缴税金达到 1.7 万亿元，占到全国税收收入的 37.4%；从就业看，即使不包括农民工，十大产业的直接城镇从业人员也达到了 3615.6 万人，占 30%。可以说，十大重要产业在确保国家经济增长、金融稳定、

社会就业和民生保障等方面发挥着不可替代的作用。

二是此次推出的产业调整振兴规划的作用时间比较特殊，既不同于短期的产业发展计划，也不同于长期的战略性产业发展政策，而是侧重于中期效果的产业发展规划，政策的预期作用时间大体上定位为3年。

三是产业调整振兴规划包含的内容广泛，动用的政策工具丰富，制定的政策措施具体，政策作用力度较大。

四是产业政策尽可能地在消费结构、产品结构、企业规模结构和技术结构的微观层次上起作用，从而最大限度地避免了一刀切的弊端。

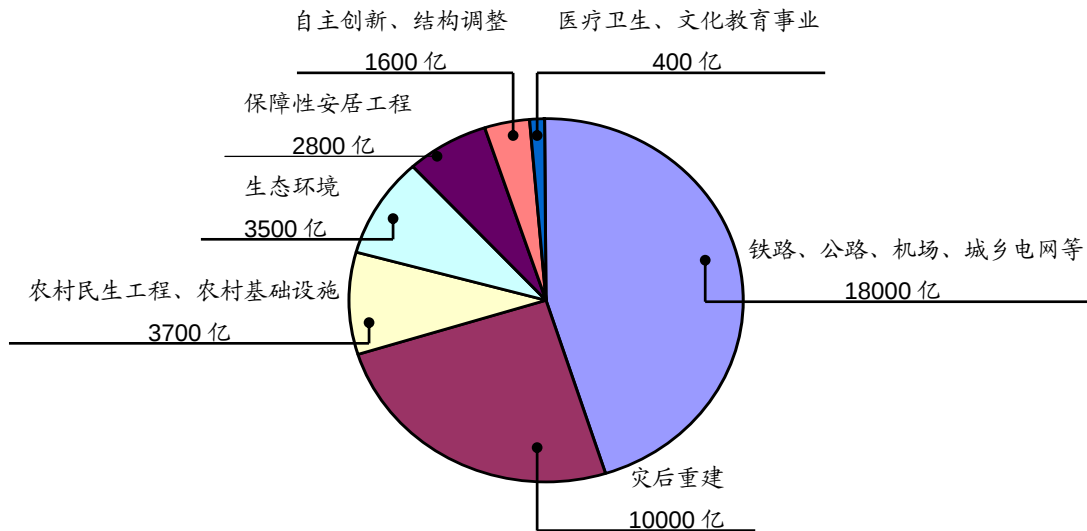
整体上看，当前政策的主线，是在财税等多种优惠政策的支持下，加快产业结构调整 and 淘汰落后产能。但综合判断，目前的保增长、调结构政策仍有不足之处：第一，结构性政策应当着眼于形成新的经济增长点，而不是促进以往高增长产业的“复活”。目前产业振兴的基本逻辑是通过各种可能的办法、特别是宏观政策工具帮助那些出现周期性衰退的产业“复活”，而忽略了通过培育新的经济增长点来刺激经济增长。已经出台的调整振兴规划中的十大产业基本上都是本轮经济增长过程中增长速度最快的产业。我们认为，在经济周期进入下降通道时，扩张性的政策在短期内可能起到一定作用，但从中长期看不能期望过高。这是因为，由于过去几年中的持续高速增长，这些行业实际上也是库存和产能过剩较为严重的产业，在相当长的时间内，产业的供需均衡要通过“去库存化”（包括狭义的库存消化和广义的产能调整）来完成，而在“去库存化”的过程中，扩张性的财政政策和货币政策即便可以降低企业的税收成本和融资成本，也不会改变企业的投资决策。第二，产业结构调整应主要依靠市场机制，避免过多的行政干预。例如，要淘汰落后产能，不能仅靠行政命令，而只有通过深化企业制度改革和完善法律法规体系，矫正企业的成本结构和不当的竞争规则，才能最终消除落后产能退出市场的障碍。

3、调整4万亿投资计划的投向 突出“调结构”

我们注意到，“两会”期间，国家发改委对原来公布的4万亿投资项目进行了部分调整（图6、图7），调整后的方案在保持总量不变的情况下，更加注重结构调整。

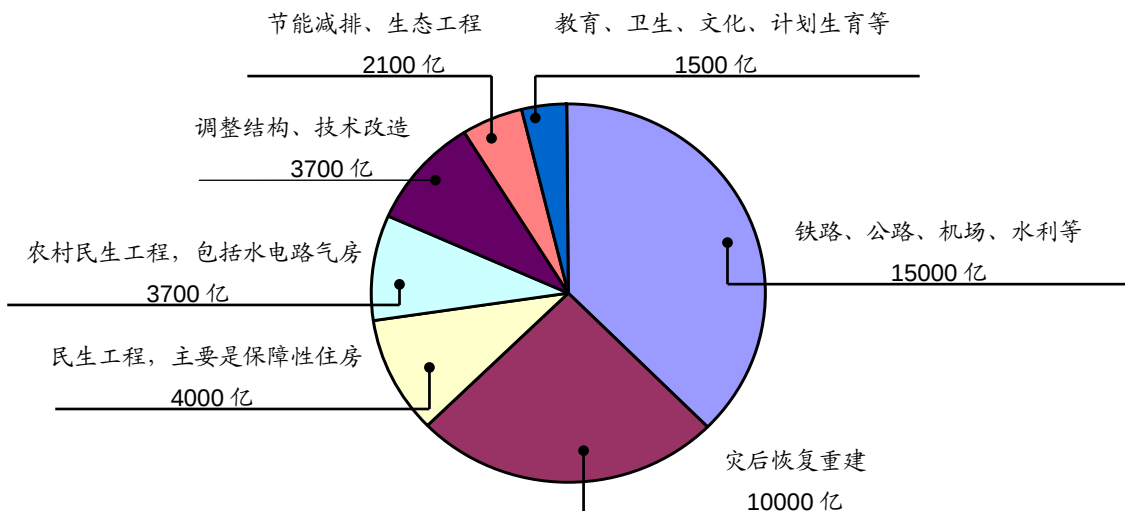
具体来说，具有以下特征：一，这一次扩大投资一定不去搞一般的加工工业，不去搞重复建设，把重点锁定在关注民生、关注“三农”，搞好基础设施建设，加强生态环境保护，做好节能减排工作；二，更加关注民生、关注“三农”，在加强基础设施建设的同时，突出节能环保；三，安排一定数量的技术改造贴息资金，支持十个重点产业的调整和振兴规划。

图 6: 2008 年 11 月公布的 4 万亿投资计划的具体投向



资料来源: 中国银河证券研究所

图 7: 调整后的 4 万亿元投资计划的具体投向



资料来源: 中国银河证券研究所

具体来说，投资规模发生以下结构性变化：压缩铁路、公路、机场等基础设施投资 3000 亿元，从原来的 18000 亿调减为 15000 亿，减少生态环境 1400 亿；增加民生（主要是保障性住房）300 亿，增加自主创新、结构调整 2100 亿，增加教育、卫生、文化、计划生育等 1100 亿。

（四）如何判断未来产业结构调整和产业政策的方

判断未来产业政策调整的基本方向，关键是把握产业结构调整的短期目标和中长期目标。

（1）淘汰落后产能，促进市场集中。经济周期进入下降通道时，低效率企业和落后产能退出市场是正常合理现象。产业政策要利用产业调整机遇促进淘汰落后产能，因为只有经济下行的时候，趁机淘汰落后产能才能更容易。同时鼓励优势企业对既有产能进行整合，以尽可能减少企业破产带来的就业压力。

（2）调结构要有利于刺激内需。这方面可选择政策包括，通过扩大政府投资中技术改造资金的比重，帮助企业对设备进行改造升级，或者购置新设备。扩大内需的宏观经济政策特别是投资性政策要尽可能向战略性新兴产业和战略性产品倾斜。扩张性财政政策应按照优化投资结构的原则，将一些可持续发展的项目作为投资的重点，例如节能、资源、科技创新、公共卫生、教育等方面。至于传统的产业部门，例如钢铁、水泥、电子、化工等，可依靠市场来调节。

（3）调结构要有利于稳定和扩大就业。劳动密集型产业是我们具有比较优势的产业，对劳动力的吸纳能力强，有利于促进就业，积极扶持其发展在眼下具有较强的现实意义。由于我国是一个发展中的大国，生产力水平由东向西存在着多个不同的梯度，当下，在东部沿海地区的劳动密集型产业因成本上涨较快而逐渐失去竞争优势，但中西部地区的低成本优势仍然存在。相对于经济上升期，在经济下行时期进行产业转移有利于减少企业的工厂投资成本和停产损失。并且在完成搬迁后，一旦市场需求好转，成本优势就可以体现出来。国家应通过税收减免、财政补贴等手段，鼓励和帮助沿海的劳动密集型企业，特别是出口加工型劳动密集型企业群体性地向中西部地区转移，以此带动中西部地区的发展，并给东部地区的产业结构升级留下“腾笼换鸟”的空间。

虽然劳动密集型产业是中国具有竞争优势的产业，但长远来看，仅靠发展这一产业是远远不够的，未来中国的产业结构必须升级，其中最关键的就是制造业的升级和现代服务业的发展。

（4）以结构调整促发展，积极培育新的增长点。在培育新的增长点时，市场力量才是促进产业增长和发展的根本。培育新的经济增长点的两条基本思路：一是可市场化产业的市场化；二是垄断性产业的竞争化。前一种思路最好的例子是20世纪90年代末以来我国房地产业的发展。房地产业之所以在1999年、2000年启动，是因为1998年进行了住房改革，取消了住房分配，把住房推向了市场，一下子培育和形成了一个巨大的房地产市场，这个新的产业伴随着城市化进程成为过去一轮经济增长中最主要的引擎。

（五）未来产业结构调整突破口和主攻方向

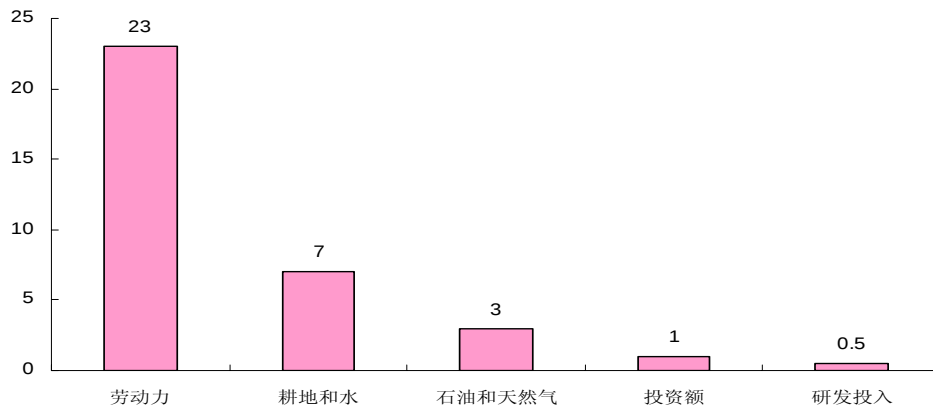
温总理在《政府工作报告》中提出：进行产业结构调整，要大力推进科技创新。科技创新要与扩内需、促增长，调结构、上水平紧密结合起来；要做强做大装备制造业，发展高新技术产业群，创造新的社会需求；同时要加快发展现代服务业。这其实与我们前面的观点是一致的，即未来中国产业结构调整突破口和主攻方向，就是制造业升级和大力发展现代服务业。

1、制造业升级的重点和关注领域

制造业的升级，本质上就是通过人力资本和技术的进步，向原有产业链的加工尝试延伸。

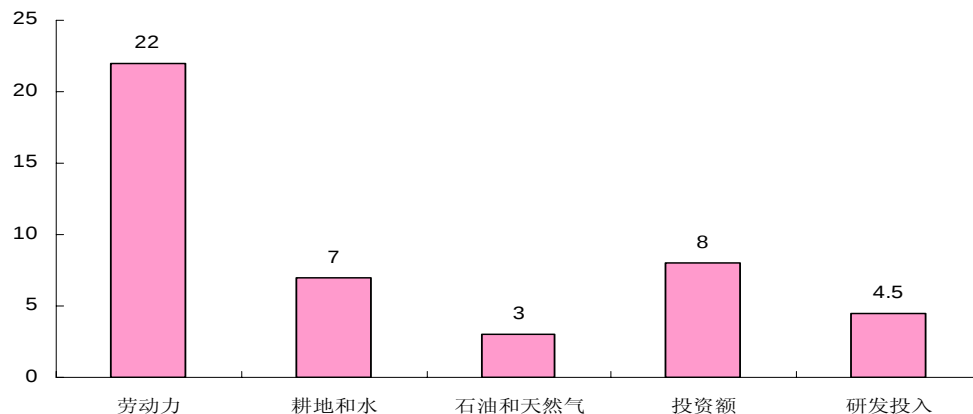
从全球范围的技术转让来看,技术的便于化障碍越来越少。中国将继续成为发达国家技术转让的受益者,这将极大推动中国制造业的升级。从中国企业的研发投入来看,虽然在总额上还落后于发达国家,但是研发投入增长速度却明显高于发达国家(图8、图9)。随着中国政府进一步推动自主研发战略,中国制造业升级速度也会进一步加快。

图8: 改革开放初期国内要素投入比例中研发投入严重偏低 中国/世界(%)



资料来源: 内聘专家演讲稿 中国银河证券研究所整理

图9: 现在劳动力仍然超配 研发投入增加较快 中国/世界(%)



资料来源: 内聘专家演讲稿 中国银河证券研究所整理

从已经实现的突破来看,中国制造业升级的速度也在显著加快。在过去十几年,中国已经实现了从初级产品出口向制造业出口的战略转变,在家用电器、集装箱半挂车等领域已经成功地占领了全国市场并向全球进军。受益于国内庞大市场支持的规模化优势,中国在钢铁、汽车等领域的制造技术也显著提升,不久的将来也具备一定的国际竞争力。一般纺织服、玩具、小电器等通过廉价策略在占领了世界市场之后,有望逐渐培育出中国的世界品牌。

此外,在大型数控机床、飞机零部件制造、船舶制造、卫星和运载火箭等领域,中国也已经取得突破性发展,并有望培育全球的竞争优势。毫无疑问,中国制造业的崛起,既有大国基

基础研究、国家投入、集中人力资本等方面的优势。更具有拉美、东亚国家和地区完全不具备的国内市场规模优势。只要政策得当，中国制造业的升级并具备全球竞争优势是指日可待的。

2、大力发展现代服务业和城市服务业带来的机会

(1) 第三产业发展滞后制约服务业发展。长期以来，我国经济中一二三产业关系不协调，尤其是第三产业发展滞后问题就一直比较突出。相关数据显示，我国第三产业占 GDP 的比重长年徘徊在 40% 附近，而第二产业的比重却一直稳定在近 50%（图 10），与第二产业相差约 10 个百分点。若与世界发达国家相比，差距就更大，美国第三产业占 GDP 的比重就超过了 70%。从增速来看，尽管第三产业在近些年发展加快，但仍然慢于第二产业（图 11）。

图 10：第三产业比重一直低于第二产业

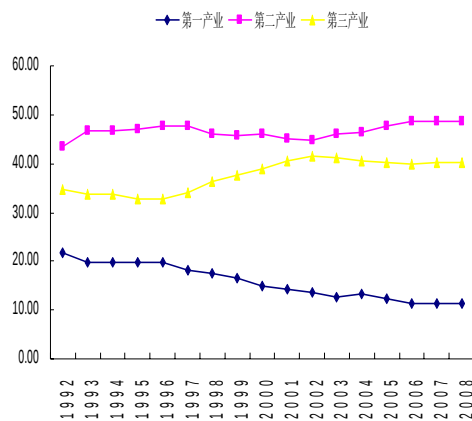
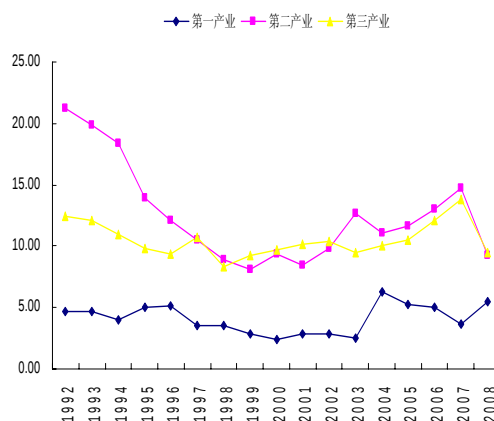


图 11：第三产业增速滞后第二产业



资料来源：中国银河证券研究所 Wind 资讯

第二产业比重大，一方面使我们基本完成了工业化，保持了经济的较快发展，但过度的重工业化，也带来了一系列的问题，如经济发展受资源环境的约束加大，“出口--投资导向型增长模式”和重工业供给刚性问题使得灵活调整的难度加大，等等。从某种意义上说，这次全球经济调整，也是我们调整产业结构、转变发展方式的较好机遇。因为：

第一，第三产业水平是衡量现代社会经济发达程度的重要标志，要顺利实现社会主义现代化建设的宏伟目标，必须紧紧抓住这一机遇，把第三产业提高到一个新的水平。第二，加快发展第三产业，可以促进市场充分发育，提高服务的社会化、专业化水平，增强社会保障能力。第三，第三产业投入少，见效快，社会效益好。加快发展第三产业，既可以调整三次产业比例关系、优化国民经济结构，又是缓解经济生活中深层次矛盾和促进经济更快发展的一个有效途径。第四，第三产业在吸纳劳动力就业方面具有独特的优势，是促就业、保增长的重要途径。第三产业主要是服务业，行业多，门类广，劳动密集、技术密集、知识密集行业并存，能够吸纳大量的和不同层次各类人员，特别是可以容纳大量科技、专业人才。

(2) 大力发展现代服务业和城市服务业。毫无疑问，服务业是最节省资源的产业之一。新加坡能够迅速跨越“中等收入陷阱”，关键在于服务业的发展。除了保持电子工业、电视传真设备、电话和光纤光缆通信、半导体和自动控制等制造业优势外，新加坡把自己建成了花园

城市和科技园区，国际航运、航空和贸易中心、投资和金融中心、国际旅游和会议中心，服务业占该国 GDP 的 70% 以上。

中国虽然经济结构与新加坡的城市经济不同，但是大力发展城市服务业也是未来经济结构转型的关键。如何判断中国服务业的前景呢？

简单地说，只要有人口集中的地方就有服务业，尤其是人口向城市集中，就必然带来服务业的大发展。这种聚积效应必然增大各对种公共服务的需求，包括城市公共交通、媒体、环保水务、社会保障、社会福利和医疗、文化、教育和娱乐业、金融服务、社区和家政服务，等等。目前中国的城市化率只有 46%，预计到 2020 年可达到 60%，这就为中国服务业的发展提供了巨大空间。

从中国服务业的实际增长速度来看，也一直高于制造业的增长。创立于 2005 年的 PMI 采购经理指数，一直清晰地表明，服务业的采购经理指数始终高于制造业约 10 个百分点。只要引导得当，中国的服务业就必将在中国经济结构转型过程中发挥重要的作用。

总理在《报告》中提出，要“加快发展现代服务业。促进金融保险、现代物流、信息咨询、软件和创意产业发展，拓展新兴服务领域。提升传统服务业”，可谓抓了问题的实质。

四、经济政策的深化：以制度改革促财富活力

（一）首提“抓改革 增活力”彰显经济政策深化

很显然，目前中国经济传统的增长动力正在衰退，经济政策已不能拘泥于短期的反周期政策，而必须进一步深化，从而挖掘经济增长的深层次动力。这也就是为什么中央政府在强调“调结构”的同时，又首次提出“抓改革、增活力”的根本原因。

胡锦涛总书记在纪念十一届三中全会 30 周年的大会上指出：要“放手让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流”。

总理在政府工作报告中说，很多“长期制约我国经济健康发展的体制性、结构性矛盾依然存在，有的还十分突出”，充分体现了中央政府对这些问题的认识。

温总理在中央政府 2009 年工作总体部署已明确提出，要“抓改革 增活力。坚持把深化改革开放作为促进科学发展的根本动力，进一步解放思想，加大重点领域和关键环节改革力度，消除体制机制障碍，激发创造活力”。这清楚地表明，当前中央政府对中国经济问题的认识非常准确而深刻，未来的经济政策将日趋深化。

其实，除了技术创新推动经济结构、产业升级之外，要实现发展方式转的转变，即从“库兹涅兹增长”到“熊彼特增长”，另一个财富增长动力就来自于制度创新。对于中国而言，制度改革能够释放的经济增长活力还远远没有释放完。

比如，在政府一直在推进的医疗体制改革。在医疗保健领域，一方面人民需求医疗保健需求远远没有满足；另一方面，企业家、医生可以投资于这个领域的资源、要素也没有得到发挥。

如果能够在医疗保健领域放松行业管制，让民间资金更自由地进入，毫无疑问会极大地提高居民福利，刺激经济增长。

又比如，在教育领域，如果能够适当的放松管制，让更多民营力量来满足教育的需求，同样可以提高居民福利、推动经济增长。类似的行业还有城市服务、铁路、航空、电信、电力等等。

还有，在微观企业如何深化产权改革、激发企业家精神等等。

如果在上述领域取得突破，中国的经济增长还是可以迅速持续增长的。

中国 2008 年人均 GDP 第一次超过了 3000 美元，那么中国应该如何成功跨越中等收入陷阱呢？这不仅需要中国经济增长模式的转变、财富观念和财富战略上的更新，而且需要改革的魄力。我们相信，中央政府已经在制度改革上预留了很大的空间。

（二）未来改革领域和改革方向在哪里

总理在报告中提出，要“通过深化改革破解发展难题”，那么，改革将会涉及哪些领域？又将如何改呢？我们认为：

1、能源和资源性产品价格改革带来哪些风险和机遇

一个值得关注的现象是，政府工作报告将 CPI 预期目标定为 4% 左右，而根据我们的预测，2009 年中国的 CPI 增长率应该是 -1%。这么大的差距难道是预测误差？我们的理解是，在未来的一年中，政府会抓住物价下跌的大好时机改革价格形成机制，进一步理顺能源和资源性产品价格关系。

事实上，进一步理顺能源和资源性产品价格关系，已到了刻不容缓的地步。数据显示，2002—2007 年，中国的 GDP 增长了 67%，而能源和资源的消耗量却增长了 75%；2008 年单位 GDP 能耗比上年下降 4.59%，2006—2008 年三年累计，单位 GDP 能耗下降 10.08%，这距“十一五”期间单位 GDP 能耗下降 20% 的目标还存在较大差距。之所以会出现这种情况，从宏观的角度可以归结为经济增长方式的粗放，从微观的层面观察则是市场主体对低价格生产要素过度浪费的结果。

我们认为，坚持市场化原则、建立能够充分反映市场供求关系、资源稀缺程度、环境损害成本的资源要素价格形成机制，是政府推进能源和资源性产品价格改革的方向和目标。改革的措施可能包括：继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系。积极推进水价改革，逐步提高水利工程供非农业用水价格，完善水资源费征收管理体制。加快建立健全矿产资源有偿使用制度和生态补偿机制，积极开展排污权交易试点，等等。

据此推断，包括农产品、水、煤、电、燃气等资源的公用事业产品的价格将会逐步市场化，成品油价格的市场化程度会进一步提高。

2、相关税制改革的影响

首先，在推进资源品价格的同时，政府很可能会改革和完善资源税，改从量征收为从价计

征。

其次，完善所得税制。在个人所得税方面，改革将向纵深推进。值得一提的是，在这次“两会”上，政府相关部门并没有像往年那样只是简单地要“提高个税起征点”，而是要对个人所得税制进行深层次的综合改革，进一步完善国民收入分配格局。

长期以来，我国劳动者报酬占GDP的比例偏低、国民收入分配向资本所有者倾斜的现象一直都很突出。中国社科院2007年企业蓝皮书《中国企业竞争力报告(2007)——盈利能力与竞争力》中的数据显示，1990-2005年，中国劳动者报酬占GDP的比例从53.4%降低到41.4%，降低了12个百分点；而同期企业营业余额占GDP的比例却从21.9%增加到29.6%。从增速上看，国家税收、企业利润的增速均快于职工劳动报酬的增长速度。

对于整个社会而言，如果劳动力成本长期低于劳动力再生产的成本，一个国家的产业将难以维持竞争力，更难进行产业升级，阻碍和谐社会建设的推进，从而陷入“中等收入陷阱”。

另外，还有继续落实已经出台的结构性减税政策，推进相关税费改革。通过减税、退税或抵免税等多种方式减轻企业和居民税负，促进企业投资和居民消费，增强微观经济活力。

3、放松垄断管制从哪里开始

总理在报告中提出，要“推进国有企业改革和支持非公有制经济发展。加快铁路、电力、盐业等行业改革。完善民航、电信管理体制，鼓励、支持和引导非公有制经济发展。落实放宽市场准入的各项政策，积极支持民间资本参与国有企业改革，进入基础设施、公用事业、金融服务和社会事业等领域”。

上述内容的核心其实可以归结为一句话：打破领域垄断、引入市场竞争、释放经济活力。改革开放30年的经验表明，开放越早、引入竞争机制越早、民间资本越早参与进来的领域和行业，发展就快，反之，发展就滞后，效率就最低下。

在这方面较典型的例子，就是房地产和汽车两大行业。正是由于这两个行业及时地向民营资本开放，引入竞争机制，房地产业得以在1999年、2000年迅速启动，并成就了以后十年的黄金发展；汽车行业才能成就李书福的吉利和尹同耀的奇瑞这样的民族品牌。

相反，长期处于垄断、排斥民营资本进入的行业，发展就滞后很多。我国的铁路建设曾在相当长的时间里鲜有进展。民航方面，民营资本的进入虽说已打破坚冰，但却步履蹒跚。原因之一就在于，民营航空公司如春秋、奥凯们与国有航空公司根本无法形成平等有序的竞争格局。正因为二者在航线资源、航班时间、体制政策等方面存在严重不公，所以，今天出现奥凯不能正常复航这样的事情，就一点也不奇怪了。

按照上述思路，未来可能通过深化改革、放松垄断管制、培育经济新增长点的领域包括：部分军民两用行业、铁路运输、邮政、教育、医疗、移动通信增值服务、旅游业、银行和保险服务业、城市基础设施建设，等等。

4、企业产权改革与资本市场

总理在报告中提出，要“深化国有大型企业公司制、股份制改革，建立健全现代企业制度”，“积极支持民间资本参与国有企业改革”。

明晰的产权制度是财富创造活力的源泉。从历史上看，农村土地承包制、农村土地承包经营权流转，是中国农业和农村产权制度变革的标志性事件，它极大地促进了农业和农村经济的发展；股份化和各种混合所有制的出现，则成为促进硬财富增长的产权结构。

随着软财富时代的到来，包括专利权、技术使用和转让权、品牌和渠道使用权、专营权等无形资产，形成了第一个层次的“软权利”；第二个层次的“软权利”则包括管理权、支配权、参与权、出资权等；第三个层次的“软权利”是指与金融市场相关的各种财产权利。

明晰的、多层次产权交易市场的形成，一方面增加了财富创造的效率，另一方面也减少了可能引发的产权冲突。更为重要的是，还将成为激发企业家精神的巨大动力。

万科之所以成为房地产业的巨头，是因为有王石这样的企业家和职业经理人；同样，海尔是因为有张瑞敏，联想是由于拥有柳传志。只有产权明晰，才能激发出真正伟大的企业家精神，实现企业发展和财富的扩张。

其实，无论是“调结构”，还是“抓改革、增活力”；无论是“十大产业振兴规划”，还是“深化企业改革、改善公司治理”，最后都要落实到产业整合和企业的并购重组上来。而要有效地推进产业整合、企业兼并重组，显然要借用资本市场的力量。基于此，我们认为，有必要高度关注“调结构、抓改革”大背景下的投资机会，那些**资源和产业整合能力强、存在并购重组预期，或产权明晰、拟实行股权激励的上市公司**，值得投资者重点关注和把握。

插图目录

图 1: 先行指数继续下滑, 预示出口仍将减速	4
图 2: 1998——2007 年三大需求对经济的贡献率	5
图 3: 2009 年财政赤字规模创历年新高	6
图 4: 加大信贷投放为经济增长提供动力	7
图 5: 存贷款基准利率的下调空间已经不大	8
图 6: 2008 年 11 月公布的 4 万亿投资计划的具体投向	13
图 7: 调整后的 4 万亿元投资计划的具体投向	13
图 8: 改革开放初期国内要素投入比例中研发投入严重偏低 中国/世界 (%)	15
图 9: 现在劳动力仍然超配 研发投入增加较快 中国/世界 (%)	15
图 10: 第三产业比重一直低于第二产业	16
图 11: 第三产业增速滞后第二产业	16

表格目录

表 1: 本轮经济周期政策深化的三个阶段	1
表 2: 为促进出口增长, 4 次提高企业出口退税率	4
表 3: 十大产业振兴规划及主要振兴措施	10

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908