

宏观经济报告

中国经济

宏观经济深度报告

2009年3月20日

季度宏观研究

相关研究报告

2009年先导行业回升，2010年经济回升

09/1/6

积极财策助力中国再渡难关

08/12/08

期待先导性行业 09 年见底回升

08/12/08

国信证券宏观研究小组：
杨建龙、任泽平、林松立

电话：010-82254206

Email: renzp@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

对国民经济 W 型周期底部的前景展望

●多方面因素促成 2008 年四季度的快速大幅回落

2008 年四季度以来，工业增速的连续大幅回落，重工业贡献度在 85% 以上，上游能源原材料行业增速回落是主要原因。产品价格回落是首要原因，价格回落对全部工业生产总产值回落的贡献度约 40%。内需大幅回落的影响远超过出口回落的影响，2008 年 8 月份之后，出口保持平稳回落态势，内需回落的负面影响是工业生产大幅回落的主要原因，随着原油、铁矿石、钢铁等上游产品价格大幅回落，企业的价格预期明显逆转，并导致直接的库存调整。

●工业生产增速将可能形成一定程度的反弹

由于对下阶段价格走势的不确定预期，库存恢复的进程将是缓慢和渐进的。目前多数产品价格的低位水平已充分反映了成本和需求全面下降的影响，进一步下调的空间有限。加之国家扩大内需的政策影响逐步加大，我们认为，工业生产增速的大幅回落趋势将于 2009 年一季度明显改善。预计 2009 年二季度至三季度，工业生产增速将呈平稳趋降态势，2009 年四季度有可能加速回复。

●结构性机会必将成为投资决策的重要线索

在资金面和政策预期等多方面因素刺激之下，资本市场于春节后启动的波动反弹趋势具有一定的可持续性。到三月中旬还将逐步得到好转的工业数据支撑。以下行业具有较好的可持续性：汽车工业、工程机械行业、纺织行业、农业机械、医药特别是生物制药、农药等行业。而节能环保、新能源、军工和高科技等领域缺少坚实的业绩支撑，应适当注意风险。对前期深幅调整的周期性行业，特别是钢铁、有色等重化工行业，短期反弹之后又可能重回下行通道。

●国民经济持续回落的态势仍未改变

4、5 月份之后，随着工业整体增速逐步回归前期的下行通道，国民经济的 W 型周期底部将开始进入第二个“V”型调整期的回落阶段。随着库存调整影响逐步消失，内在需求持续回落的影响将进一步凸现。4 月份以后，国民经济总体上将呈现稳步回落态势，资本市场在完成此轮反弹后将可能再次回落探底。

●下半年先导行业—房地产—的回复进程然仍值得期待

过去两三个月一线城市房地产市场的需求回复具有一定季节性和政策性因素，未来的两个季度，房地产市场明显复苏的可能性不大。但是应该注意房地产市场在房价环比增长、销售面积等方面正在出现的积极变化。

预计未来我国房地产市场短期运行将逐次出现四个转折点：一，房地产销量的同比增长速度止跌回稳；二，地产销量增速由负增长转为正增长；三，地产价格止跌回稳或回升；四，地产投资止跌回升。目前，第一个转折点已出现。如果第一个转折点确立，预计 5—7 月后第二个转折点将出现，并提示地产市场需求回升态势的确立，此后不久将迎来表示地产市场预期明显逆转的地产价格拐点。

如果房地产行业在年底如期复苏，国民经济在 2010 年筑底回升就有了坚实的产业基础。国民经济此轮周期性调整的“W”形态将勾画完成。有必要说明的是，前述关于房地产的分析是保守情景的成果，实际的复苏进程完全有可能更快。

内容目录

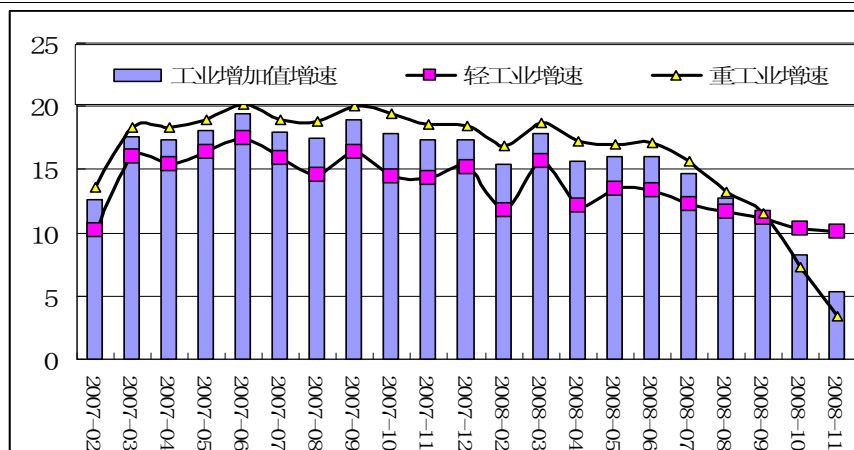
一 多方面因素促成 2008 年四季度的快速大幅回落	4
二、工业生产增速将可能形成一定程度的反弹	7
三、结构性机会必将成为投资决策的重要线索	8
四、国民经济持续回落的态势仍未改变	9
五、下半年先导行业—房地产—的回复进程仍然值得期待	10

图表目录

图 1: 2007、2008 年月度工业增加值和轻、重工业增加值增速%	4
图 2: 煤炭行业价格指数	5
图 3: 石油天然气行业价格指数	5
图 4: 黑色金属矿采选行业价格指数	5
图 5: 有色金属矿采选行业价格指数	5
图 6: 石油加工和炼焦行业价格指数	5
图 7: 化工行业价格指数	5
图 8: 钢铁行业价格指数	6
图 9: 有色金属冶炼压延行业价格指数	6
图 10: 钢铁重要原材料价格 (每周): 铁矿石	7
图 11: 钢铁重要原材料价格 (每周): 焦炭	7
图 12: 轿车销售季节性 (2005.1-2008.12)	8
图 13: 轿车当年累计新增库存 (2003.1-2008.12)	8
图 14: 全国房屋销售价格同比增长	10
图 15: 全国房屋销售价格环比增长	10
图 16: 北京房地产市场的历史轨迹与趋势	11
图 17: 北京各周住宅期房网上签约套数	12
图 18: 北京各周商品住宅成交均价	12
图 19: 北京各周签约住宅期房套均面积	12
图 20: 北京各周住宅期房可售套数	12

一 多方面因素促成 2008 年四季度的快速大幅回落

图 1: 2007、2008 年月度工业增加值和轻、重工业增加值增速%



资料来源：国家统计局 国信证券经济研究所

理解前期大幅回落的原因和机制是把握后期回升趋势的前提。

2008 年四季度以来，工业增速连续大幅回落。剔除历史上 1、2 月份因春节因素导致的增速奇点，如此大幅快速回落是近十五年的最低水平。其中，重工业增长速度回落了 8 个百分点，是工业增加值大幅回落的直接原因，贡献度在 85% 以上，轻工业增长速度平稳回落，贡献度仅 15%。从各行业总产值增长格局显示，上游能源原材料行业增速回落是主要原因，其中，钢铁、化工、有色、煤炭、电力和石油天然气开采业六个行业，占全部工业总产出仅 34%，但其产出增速大幅回落，对工业总体增速回落的贡献度接近 70%，仅钢铁工业对工业增速回落的贡献度就达到 30% 以上。与上述内需主导型的行业大幅回落相比，出口依存度较高的电子通讯产品制造业增长速度大幅回落，对工业生产的大幅回落也有较大影响。其它多数行业中，轻工和纺织行业增长速度回落幅度最小，汽车和烟草行业增长速度甚至略有回升。

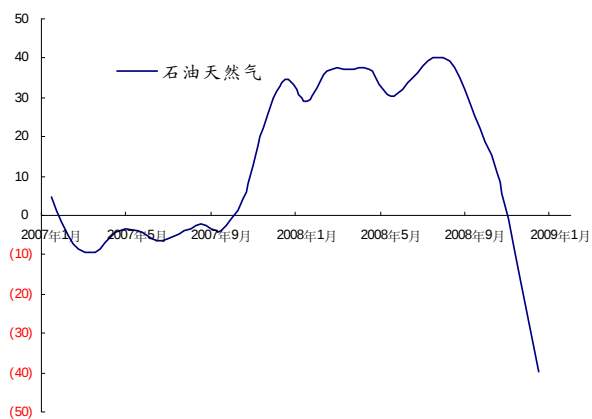
产品价格回落是首要原因。在增速大幅回落的重化行业中，石油天然气开采业的价格指数已回落到 2002 年年初的水平，比 2008 年 8 月份价格指数回落接近 40%，钢铁工业回落到 2007 年年初的水平，比 8 月份回落约 24%，煤炭、有色和化学工业也有较大幅度回落。相比而言，工业增长速度回落较小的轻工和纺织行业，价格回落幅度也比较小。粗略估计，价格回落对部分行业产值增速大幅回落的贡献度达到 70% 以上，对全部工业生产总值回落的贡献度约 40%。由此可推测，实际产出增速回落对工业生产总值回落的贡献度约 60% 左右。

图 2: 煤炭行业价格指数



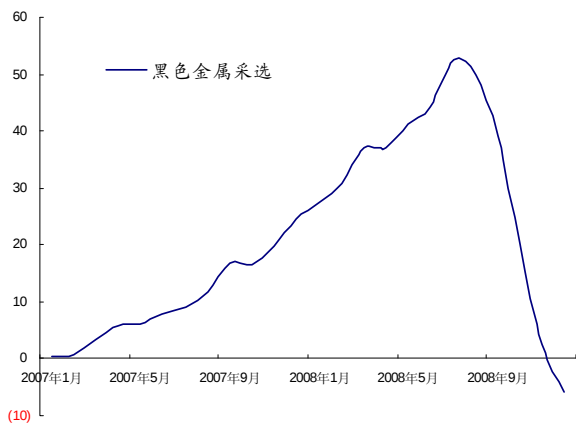
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 3: 石油天然气行业价格指数



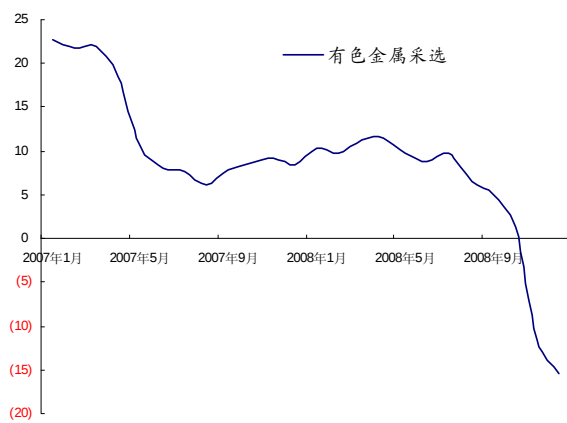
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 4: 黑色金属矿采选行业价格指数



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 5: 有色金属矿采选行业价格指数



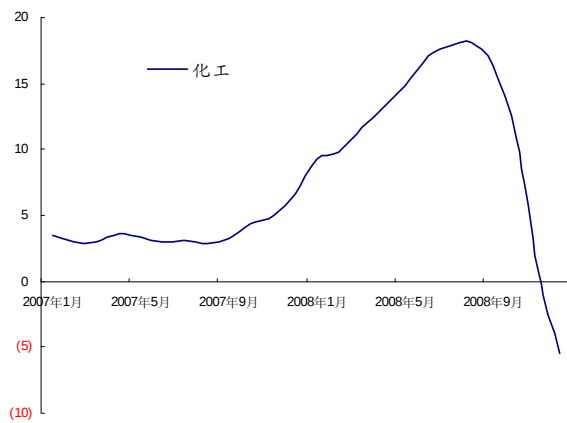
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 6: 石油加工和炼焦行业价格指数



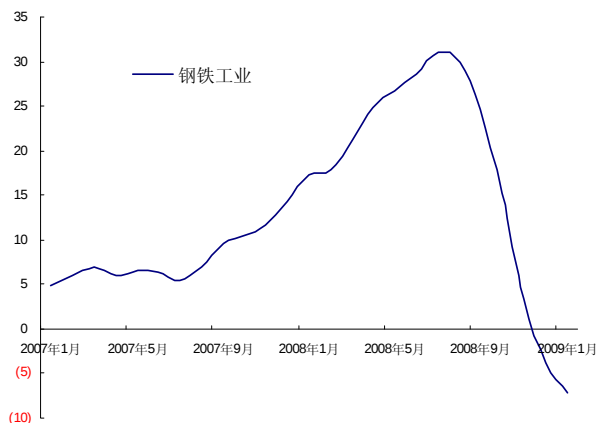
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 7: 化工行业价格指数



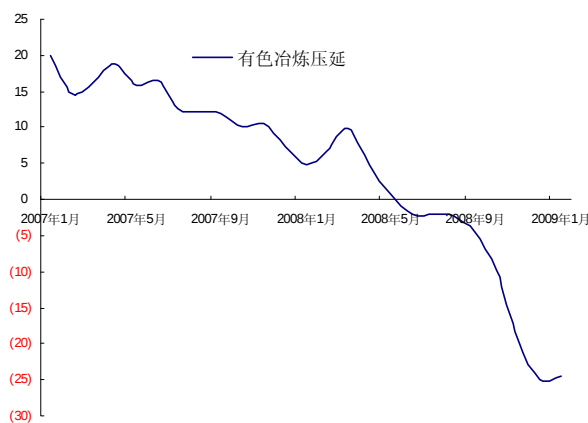
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 8: 钢铁行业价格指数



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 9: 有色金属冶炼压延行业价格指数

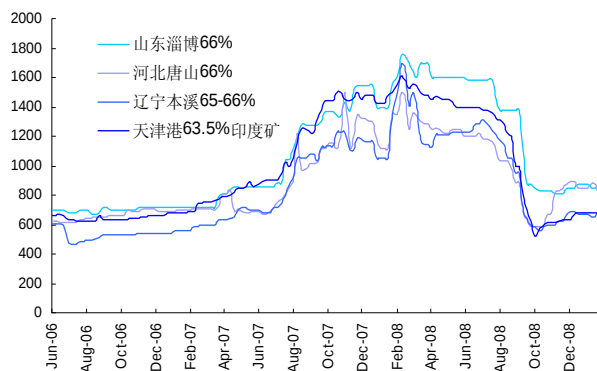


资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

内需大幅回落的影响远超过出口回落的影响。在产出增速大幅回落的行业中,除电子行业外,多数是出口比重小,对外依存度较低的行业,内需大幅回落是行业生产增速回落的主要原因。根据 2008 年 11 月份的数据估算,钢铁工业剔除价格指数影响后,产出增速回落约 10 个百分点,其中,出口回落的影响小于 1 个百分点,内需增速回落了 9 个百分点。化学工业 19 个百分点的回落幅度中,剔除价格指数影响后产出回落 6 个百分点,出口回落的影响仅 0.5 个百分点,内需增速回落的影响达到 5.5 个百分点。电力、煤炭和石油行业的出口比重很小,内需增速回落仍是主要原因。总体来看,行业产出增速的回落幅度与内需回落幅度呈现明显的正比关系。初步估计,2008 年 8 月份以后,内需回落对工业产出回落的贡献度约 80%,出口回落的贡献度小于 20%。总体来看,2008 年 8 月份以前,出口持续回落是工业生产增速回落的主要原因,8 月份之后,出口保持平稳回落态势,内需回落的负面影响明显加大,是工业生产大幅回落的主要原因。

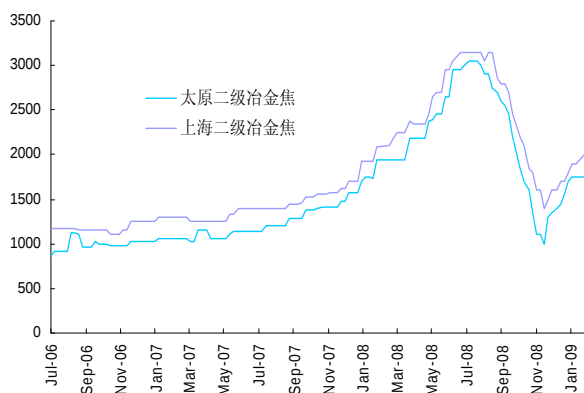
价格预期对库存调整的短期影响是内需大幅波动的重要因素。2008 年初开始,能源、原材料价格指数持续快速上涨的态势持续到 2008 年 8 月。多数企业在价格将持续上涨的预期下,纷纷提高库存水平,经销商也大量囤库,在实际需求没有出现明显增长的情况下,带动市场需求和实际生产的增速大幅上扬,并一定程度刺激了投资和部分过剩生产能力的形成。2008 年 8 月份之后,随着原油、铁矿石、钢铁等上游产品价格大幅回落,企业的价格预期明显逆转,并导致直接的库存调整。在清理原来过量库存的基础上,不少企业将库存水平降低到正常水平之下,甚至历史最低水平之下。库存调整不仅使前期增加库存形成的需求直接消失,而且导致已有库存对市场的冲击,对内需增长形成双重影响。虽然缺乏必要的估计库存调整的影响幅度,从过去六个月中,工业企业库存增速与历史同期的大致比较可推测,库存需求大幅回落对工业生产回落的影响不低于 30%。

图 10: 钢铁重要原材料价格 (每周): 铁矿石



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 11: 钢铁重要原材料价格 (每周): 焦炭



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

二、工业生产增速将可能形成一定程度的反弹

一方面,目前多数产品价格已经创出近年来的历史新低,部分重化工产品价格已经明显低于直接生产成本,出现毛利率为负的失衡格局。价格与生产成本的严重倒挂,迫使部分企业减产或停产,导致整体工业产出水平明显回落。与此同时,实际需求的回落幅度在逐步减小,特别是在国家扩大内需政策的刺激下,部分产品需求出现波动回复。两方面力量将促使消化库存逐步加速。**必须注意的是,尽管前期“去库存化”存在明显的“矫枉过正”问题,但由于对下阶段价格走势的不确定预期,库存恢复的进程将是缓慢和渐进的,并可能出现反复,不能排除短期库存需求重新回落的可能。**

另一方面,目前多数产品价格的低位水平已充分反映了成本和需求全面下降的影响,甚至出现倒挂,进一步下调的空间有限,预计今后将在目前水平上下波动调整。根据 PPI 在 2008 年 1-11 月“前低后高再回落”的走势估计,今后 3-5 个月中,工业品价格同比增速波动趋降的可能性较大。总体来看,2008 年四季度价格水平回落对工业产出增长的负面影响将在今后 3-5 个月中逐步减小。

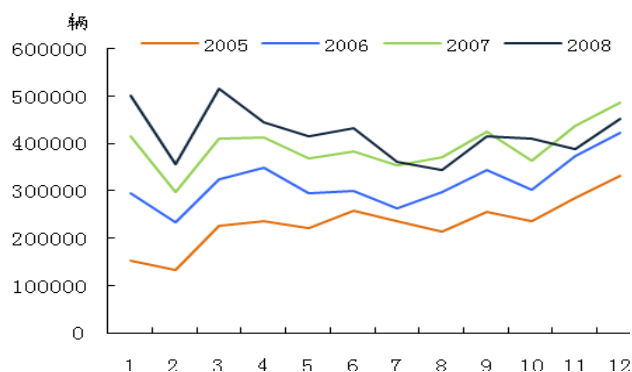
在以上两方面原因之外,国家扩大内需的政策影响逐步加大,也将对今后工业增长带来一定拉动。综合分析,我们认为,工业生产增速的大幅回落趋势将于 2009 年一季度明显改善。考虑到一月份春节因素的影响,预计 2 月份当月工业生产增速将比目前有明显回升,3 月份虽可能有所回落,但仍将明显高于 2008 年年底的水平。在不发生大的不确定性事件情况下,考虑到 2008 年工业生产增速的基数效应,预计 2009 年二季度至三季度,工业生产增速将在 3 月份的水平保持平稳趋降态势,2009 年四季度有可能加速。总体来看,2009 年工业增速将与 2008 年下半年水平基本持平,并大致呈现前降后升的格局。

三、结构性机会必将成为投资决策的重要线索

总的来看，在资金面和政策预期等多方面因素刺激之下，资本市场于春节后启动的波动反弹趋势具有一定的可持续性。如果此轮反弹行情能持续到三月中旬之后，将逐步得到好转的工业数据支撑。加之两会的各种积极财政政策和产业振兴政策的积极影响，预计将可能持续到 2009 年 4 月份。相对于其他因素促成的行情上涨而言，如下几方面因素具有较好的可持续性：

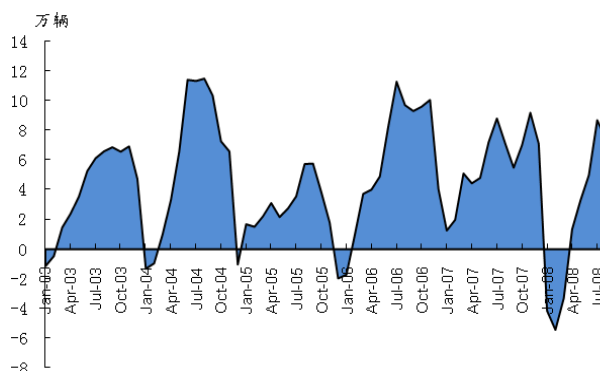
第一，汽车工业。目前，汽车行业的景气回复已清晰可见，产量和销量明显回升，价格回落态势也有好转，150 万汽车下乡正带来更多增长预期。尤其值得重视的是，中低端汽车是推动此轮需求回升的重要原因，与过去两次汽车市场复苏时期的特征十分相像（中国汽车工业增长的根本力量在今后较长时期必定是购买第一辆车的中低端消费者来支撑的）。作为国民经济产业轮动的先导行业之一，汽车工业明显超前于房地产业出现复苏的原因在于：第一，汽车本身的价值量较小，收入增速放慢和收入预期下降的边际影响较小。第二，汽车价格一直处于回落状态，也避免了发生类似房地产价格过高对购买力的抑制现象。第三，汽车消费信贷、购车税赋等政策的积极变化，以及汽车产业振兴规划等多方面因素的积极影响在共同发挥作用。最后，燃油价格下调的积极影响也不容忽视。当前，汽车行业增长存在的主要不确定性在于，前期汽车市场的增长具有一定的季节性特征，市场后期存在较大波动可能。但总体来看，相对于其他多数行业而言，汽车工业增长的可持续性明显较强，并将成为能经受 2009 年上半年资本市场考验的不多产业之一。

图 12：轿车销售季节性（2005.1-2008.12）



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 13：轿车当年累计新增库存（2003.1-2008.12）



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

第二，工程机械行业。尽管年后需求增长未达到大家预期的状态，工程机械行业可持续发展的潜力仍不容忽视。根据历史销售情况，每年的 3-4 月份是各领域土建工程全面开工后工程机械进场的高峰期。前期扩大内需政策的影响并未在 1-2 月份的实际销售中显现出来，但企业订单回复迹象明显。另外，从四万亿政策对行业实际拉动效果看，绝大多数重点投资领域都涉及大规模的土建工程，对挖掘机等重点工程机械品种的拉动直接而巨大。所以，我们预期进入 3 月份后，

短期的季节性因素和扩大内需政策的拉动共同驱动，将形成工程机械市场一次大幅度的回升，并可能持续到上半年后期。一定意义上，工程机械行业是此轮扩大内需政策受益最大和整体经济回落背景下最值得期待的行业。^①

第三是纺织行业。在经历了 2008 年年初以来的持续大幅回落之后，纺织服装行业已较早地进入调整状态。近来纺织产品出口在去年的历史低位趋稳，并呈现越来越多的回升可能。与此同时国内的纺织品需求一直保持相对稳定的增长格局。随着纺织工业振兴规划的各方面政策逐步落实，提高出口退税率等政策的短期效应将有所显现，将成为纺织行业趋稳回升的重要支撑。从供给面来看，多数纺织企业经历了去年以来的市场和生产调整之后，目前的产能、库存，特别是产品结构调整的积极效应在逐步积累。即使我们在此后较长时期看不到该行业全面而明显的复苏迹象，同其他多数回落风险依然较大的周期性行业相比，纺织行业的“比较优势”也将逐步增强。^②

除以上三大领域之外，农业机械、医药特别是生物制药行业、农药等行业也值得深入跟踪和研究。相对而言，对近期市场上较为关注的节能环保、新能源、军工和高科技等领域，由于目前仍缺乏确定的持续性回复依据，缺少坚实的业绩支撑，应适当注重风险。对前期深幅调整的周期性行业，特别是钢铁、有色等重化工行业，在完成短期的反弹式增长之后，又可能重新回复下行通道，也应注意风险控制。

四、国民经济持续回落的态势仍未改变

4、5 月份之后，随着工业整体增速逐步回归前期的下行通道，国民经济的 W 型周期底部将开始进入第二个“V”型调整期的回落阶段。

尽管 1-2 月份贷款等个别宏观指标出现良好的回转趋势，国民经济总体回落的态势仍然改变。其中，房地产业作为国民经济增长的龙头行业，投资增速仍处于历史低位，并存在明显的持续下行压力。房地产持续下行将直接影响中游重化工行业的增长，钢铁、有色需求增长即使在充分考虑四万亿投资拉动效应的影响下，仍难改回落趋势。加之全球范围产能过剩和价格波动回落态势仍将延续，出口回落态势短期难以明显逆转。这种压力将进一步传导到上游行业。近期焦炭、铁矿石、煤炭等大宗原材料库存重新回升、价格再次回落已充分说明这种传导机制的现实性。从 2009 年-2010 年行业轮动的基本格局看，目前的情况在进一步印证历史轮动规律的稳定性。可以肯定，中上游周期性特征突出的重点能源原材料行业的周期底部必定出现在房地产行业之后。

无论从在国民经济总量中的比重看，还是从周期波动幅度的影响看，如上行行业对经济走势都具有决定性的影响。所以，在经历了年初的谷底反弹后，随着库存调整影响逐步消失，内在需求持续回落的影响将进一步凸现，特别是考虑到

^①根据国信证券策略和机械行业研究组的研究显示：从行业景气趋势来看，受益于投资拉动最为明显的工程机械行业即将复苏。

^②根据国信证券纺织行业研究组的研究显示：出口退税率上调效果开始显现，考虑春节因素 1 月份纺织品服装出口额同比增长 28.6%。行业国际竞争力强劲，市场份额提升抵御美国经济下滑带来的总需求下滑影响。2008 年美国纺织服装自全球进口量同比下滑 5.21%，金额同比下滑 3.34%，其中中国对美出口额增长 1.1%，2008 年中国市场份额提高 1.54 个百分点。

2008 年四月份之后基数效应的影响, 2009 年四月份以后, 国民经济总体上将呈现稳步回落态势。受此影响, 资本市场将在完成此轮反弹后将可能进入再次的回落探底过程。

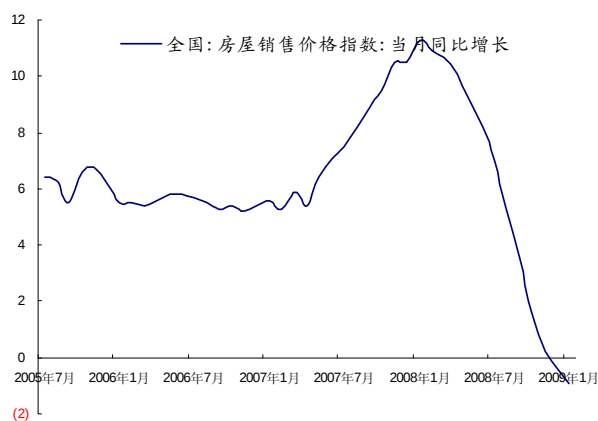
五、下半年先导行业—房地产—的回复进程仍然值得期待

过去两三个月, 北京、深圳等一线城市房地产市场的需求回复具有一定的季节性特征, 二手房交易的明显大幅回升也主要归因于区域性市场政策的短期效应。与此相应, 全国范围房地产价格的回落、未售商品房面积的持续增长, 从不同角度影响了市场对未来房地产行业复苏的预期。可以肯定, 在未来可见的两个季度中, 房地产市场像汽车行业一样出现明显复苏的可能性不大。

但是应该注意房地产市场正在出现的积极变化。

第一, 全国房价同比增速大幅回落的同时, 房价环比增长的下行趋势在 2008 年底开始明显逆转。尽管受去年同期房价持续上涨的影响, 今年上半年地产价格同比增速仍将持续负增长, 甚至有可能加速, 但房价环比增速所反映的房价绝对水平的下行趋势趋缓, 对市场预期的影响更为直接。一般来说, 环比指标总是先行于同比指标的。如果过去三个月中形成的这种趋势能够延续, 将缓解基数原因对房价同比增速的不利影响。特别是进入三季度以后, 2008 年房价上涨的基数影响将逐步消除, 预计房价同比指标的下行趋势有很大可能出现改变。

图 14: 全国房屋销售价格同比增长



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 15: 全国房屋销售价格环比增长



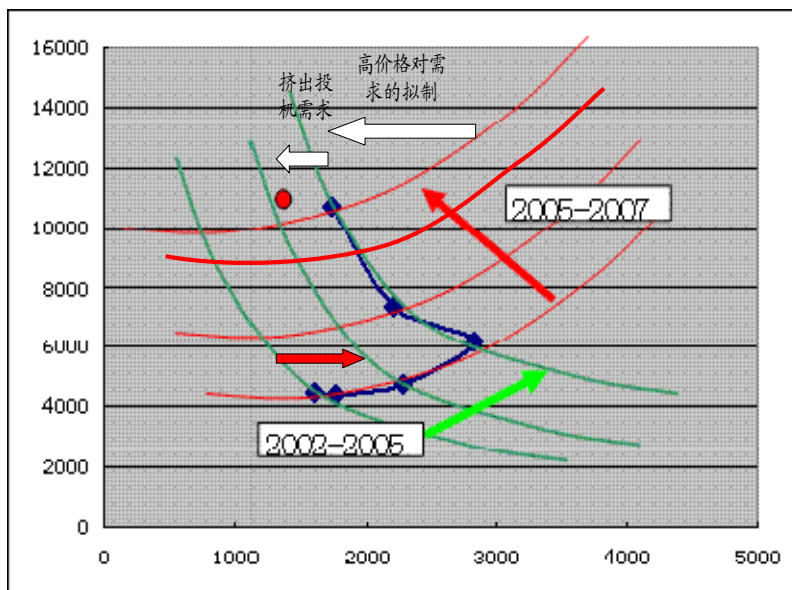
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

第二, 从过剩销售面积的情况看, 北京等部分大城市过剩的房地产销售面积总量已开始下降。即使后期地产销售增速仍处于负增长状态, 同快速萎缩的新增销售面积相比, 仍有明显出超, 并促使积压房地产的消化进程逐步加速。我们相信, 这一变化趋势的多方面积极意义中, 对价格走势和市场预期的影响最为突出。

第三, 目前房地产市场购买力以刚性需求为主, 具备三方面基本特征: 适应和接受目前的高价格、投机意愿很小、对价格持续回落有明确预期。从总量看,

大致相对于 2007 年大约 70%的水平。部分大城市如北京，销量已回落到 2001 年前后的水平。可以肯定，刚性需求是源自于居民消费结构升级的内需驱动，具有较好的可持续性，在目前的历史低位水平上，进一步回落的可能性较小。即使保持目前的低位增长状态，计算可得 2009 年中期以后地产销量的月度同比增速也将出现稳步回升趋势。这一变化将对房价走势、市场预期乃至地产投资产生积极影响。

图 16: 北京房地产市场的历史轨迹与趋势



资料来源：国信证券经济研究所

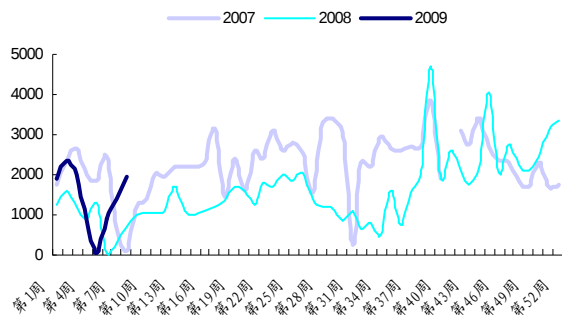
第四，二手房的旺销必定会对一手房市场的增长产生积极影响。二手房固然会消化部分新房的购买力，但从实际数据走势看，这种影响并不突出。而二手房会同时释放出一定的换房需求，为后期房地产市场的增长作出贡献。

表 17: 15 重点城市 09 年 2 月 16 日-22 日房地产销售情况

区域	城市	供应情况			交易情况					
		可售套数	同比	环比	成交套数	同比	环比	均价	同比	环比
环渤海	北京	100865	↑40.8%	↓1.94%	1956	↑179%	↑42%	11879	↓11.1%	↑5.9%
	天津				1681	↑147%	↑22%	6630	↓14%	↓2.7%
	青岛				822		↑106%			
长三角	上海	60608	↑42.3%	↓2.7%	3315	↑20%	↑19%	9576	↑30.1%	↓0.8%
	南京	50210	↑80.8%	↓3.2%	1196	↑63.4%	↑40.2%			
	杭州	30150	↑119%	↓0.9%	452	↑9.2%	↑41.7%	14836	↑23.8%	↑5.5%
	苏州	37687		↓2.2%	888	↑15.9%	↓31.7%	6758	↑33.1%	↑4.9%
珠三角	广州				2277		↑17%			
	深圳	54868	↑14.5%	↓0.7%	1397	↑316%	↑18%	10790	↓22%	↓0.2%
	东莞	82248		↑0.6%	991		↑25%			
中部	武汉				2260	↑166.5%	↑38.6%	4687	↓15.7%	↓15%
	长沙				3093	↑100%	↑44.3%	3398	↓5.4%	↓5.4%
西部	重庆	135184		↓2.3%	3976	↑49%		3706	↓9.4%	↑9.8%
	成都				2209	↑93%	↓29%			
	贵阳				763		↑36.5%			

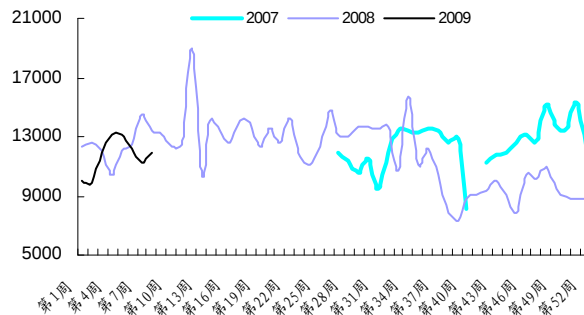
资料来源：国信证券经济研究所

图 17: 北京各周住宅期房网签签约套数



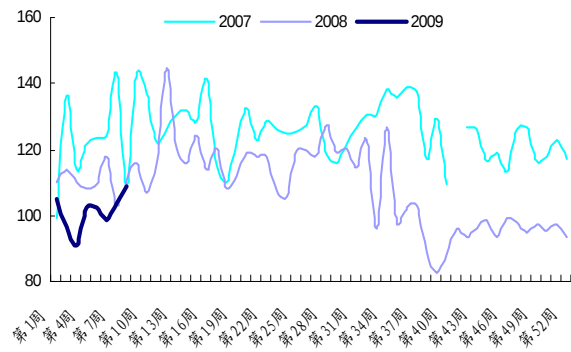
数据来源: 北京房地产交易管理网, 国信证券经济研究所

图 18: 北京各周商品住宅成交均价



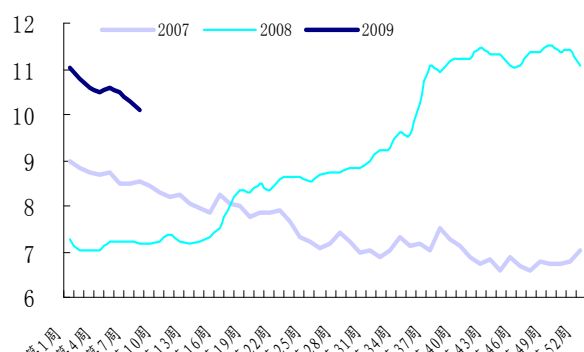
数据来源: 北京房地产交易管理网, 国信证券经济研究所

图 19: 北京各周签约住宅期房套均面积



数据来源: 北京房地产交易管理网, 国信证券经济研究所

图 20: 北京各周住宅期房可售套数



数据来源: 北京房地产交易管理网, 国信证券经济研究所

我们预计, 未来我国房地产市场短期运行将逐次出现四个转折点: 第一, 房地产销量的同比增长速度止跌回稳; 第二, 地产销量增速由负增长转为正增长; 第三, 地产价格止跌回稳或回升; 第四, 地产投资止跌回升。目前, 第一个转折点已出现, 但需要进一步观察。如果第一个转折点确立, 预计 5—7 月后第二个转折点将出现, 并提示地产市场需求回升态势的确立, 此后不久将迎来表示地产市场预期明显逆转的地产价格拐点。在目前形势的保守估计下, 我们期望第三个拐点能够于 2009 年年底到来。第四个拐点也许与第三个拐点同步, 也可能滞后。

总的来说, 尽管地产市场与先行启动的汽车行业相比明显滞后, 但作为先导行业, 其领先经济周期的增长特征不会改变。这是一个在今后二三十年中, 中国以住、行为主导的消费升级使命没有完成的情况下, 不会被改变的一个基本规律。如果房地产行业在年底如期回升或复苏, 国民经济在 2010 年筑底回升就有了坚实的产业基础。国民经济此轮周期性调整的“W”形态将勾画完成。有必要说明的是, 前述关于房地产的分析是保守情景的成果, 实际的复苏进程完全有可能更快。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿軻	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煊	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456