

中国经济复苏可待 结构转型压力凸显

中期报告

宏观策略研究

2009 年 06 月 28 日

主要观点:

- 中国经济在政府经济救助计划作用下, 经济已经初步企稳, 下半年有望延续反弹格局, 短期经济复苏可待。
- 下半年中国出口增长复苏的进程是比较确定的, 但考虑到出口增长的核心因素——外需增长难以有大的改变, 出口增长难以有可观表现。
- 在地方投资热情已被激活, 房地产投资已经初步启动的背景下, 投资下半年持续高增长是比较确定的, 而中国正在进行的产业深化和大规模城市化也为投资高增长留下空间。
- 短期居民实际收入水平的提高, 消费政策的刺激促发了消费的较快增长, 而中长期支撑消费快速增长的因素包括人口红利以及快速城市化带来的消费需求增加等。
- 在需求尤其是内需增加以及去库存化压力逐渐减轻情况下, 工业增加值下半年将持续走好, 但要快速回升到去年的水平还要等到外需的好转。
- 尽管物价上半年还整体为负, 但实际上物价下降已接近尾声, 下半年随着基期因素的减少以及环比的改善, CPI 将在四季度初转正, 而 PPI 也将在今年 8 月后降幅逐渐缩小。
- 下半年在中国经济复苏态势进一步确定后, 政府将把政策实施重点放到如何调整经济结构方面, 如扩大消费需求, 促进产业和科技振兴等。

分析师

陈 伟

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

赵明岚

Tel: 010-59355997

Email: zhaoml@chinans.com.cn

相关研究:

《未雨绸缪, 提前布局通胀预期》

联系地址

北京市西城区金融大街 5 号
新盛大厦 A 座 708 室

邮政编码

100032

引言

中国经济在去年年底度过金融危机最困难时期后，今年以来，经济已经初步企稳，主要表现在：城镇固定资产投资增速加快，消费稳定增长，工业稳中有升，由此决定今年头两个季度持续环比增长将是比较确定的。

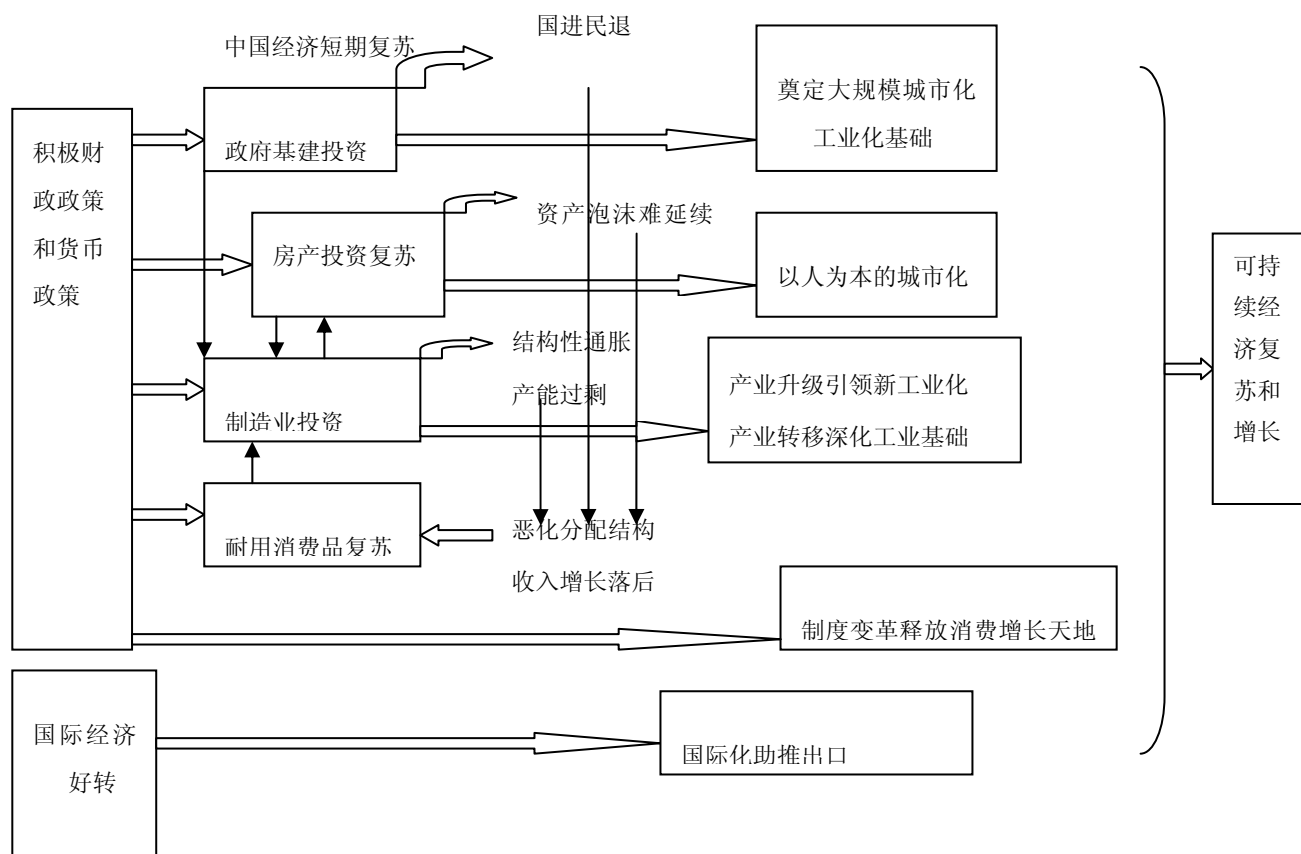
我们认为，中国经济得以在此轮百年一遇的金融危机中首先企稳，这主要归因于中国政府及时出台实施了一揽子以四万亿投资计划为代表的财政刺激计划，它们通过短期刺激投资和消费需求的方式促进了经济的回暖，增强了人们信心。

然而短期的经济回暖并不表明中国经济就此摆脱了经济危机的阴影。实际上，经济危机产生的根源——即中国经济不合理的结构，它们包括扭正外需和内需的失衡；投资和消费的失衡；经济增长和资源、环境的失衡等并没有多大程度的解决，相反在某些方面还恶化了经济结构，如投资增长的速度远远超过消费。

我们可以理解这样做的苦衷：毕竟在经济危机大规模爆发期，只有投资，尤其是政府拉动的投资见效最快，从而才能把经济拉起来，保持社会稳定和人们的信心，但在经济回升态势比较明显的时候，政府就不能再继续坚持初期的经济刺激重点。

因此，我们预计下半年在中国经济复苏态势进一步确定后，政府将把重点放到一揽子经济计划的后三个方面：十大产业振兴规划，科技支撑和社会保障，为此政府已经拟定了一系列计划，它们包括：加快制度变革，尤其是科技创新，推动中国更快向集约型、效率型社会转变；大力投向民生工程，改善社会分配结构，实行更加积极的消费政策等；若这些促进中国经济结构改善的政策能够快速有效实施，中国经济反弹的周期就会更持久，不会出现市场担心的在政府短期投资和消费刺激政策递减后可能面临的二次探底，届时由这些制度变革激发的，建立在城市化，工业化，市场化为基础上的中国内生增长动力就会强有力地推动经济增长，一个更加开放、外需和内需增长更加平衡，投资扩张主要基于国内消费增长的经济体也因此有望在转型中获得新生。下面我们画出了中国经济复苏从短期向中长期持续发展的路径，供读者参考。

图一：中国经济复苏路径



一、经济走向复苏之路

上半年，经济增速虽然低迷，但从 1-5 月份主要经济指标来看，经济运行出现积极变化，有利因素增多，总体形势企稳向好。主要表现在工业增加值增速逐渐提升，投资、信贷高速增长，社会消费品零售额小幅攀升以及出口低位企稳。总体来说，2009 年上半年的宏观经济在 2008 年下半年的恐慌性下跌中慢慢的恢复了平静，政府自去年 11 月底以来实施的积极财政政策和适度宽松的货币政策收到了明显效果。上半年被政府强力经济救助计划初步激活的中国经济仍将在下半年演绎持续的复苏之路。

如投资仍然是“三架马车”增长的主动力，我们预计，投资增幅应至少在30%以上。

其中，政府投资增长释放仍有较大潜力，如中央近期要求已下达计划的第二批新增1300亿元和第三批700亿元中央投资项目在9月底前全部开工建设，尽早形成实物工作量，而考虑到下半年还有3250亿新增的中央投

投资项目待发，由此将至少带动下半年新增投资在1.4万亿左右，拉动投资比08年多增长16%左右。

上半年被初步激活的房地产投资也将在下半年投资增长中扮演积极的角色。我们预计，考虑到房地产投资的多项先行指标已经出现了好转，如销售面积持续增长，房地产商积极拿地，房地产投资有望恢复15%左右的增速，考虑到房地产投资占总投资的比例高达20%以上，将至少为下半年投资贡献3%以上。

而随着经济形势的进一步明朗，企业利润的逐渐恢复以及各种刺激民间投资措施的出台，民间投资也有望在下半年持续恢复。

上半年在各类消费政策的持续激励下，消费保持了较快平稳增速的消费，这种趋势尽管在下半年会受到一些因素的扰动，如居民收入短期增长仍不乐观，但考虑到支撑居民消费增长的财富存量上了新台阶以及持久性收入增长预期没有改变，下半年消费仍能在经济增长中发挥中流砥柱的作用，我们预计消费增速将在15%。

外需方面很可能仍然不乐观，但考虑到四季度海外经济好转的形势越来越确定，中国出口届时有明显好转将是比较确定的事，但以全年总体来看，出口降幅仍很可能在10—20%。

总体来看，我们认为内需的强劲增长能够基本弥补外需减少带来的缺口（考虑到消费增速与08年可能基本持平，我们仅测算投资增量和出口减量）。

表一：投资扩张能基本弥补外需缺口

	08年名义值	09年惯性增长	09年预期增长	缺口
固定资本形成	126209	151450（20%）	157761（25%）	6311
净出口	24135	24915（3%）	19932（-20%）	-4983
需求缺口合计				1328

数据来源：wind，09年惯性增长根据08年增速测算。

在三架马车尤其是内需增长因素的推动作用下，中国经济将继续保持复苏势头，下半年有望继续维持09年2季度反弹趋势，3、4季度GDP增速分别为8%和9%左右。

当然，下半年经济增长的变数还有一些非经济因素。

第一，风云变换的东亚区域政治安全挑战。有人说过，世界没有经济问题，经济问题最终归于政治问题。眼下，朝鲜问题面临风云突变，给经济危机下的世界经济复苏带来了风险。中国是朝鲜问题六方会谈的关键角色，和其他诸国经济、政治问题纠葛复杂丛生。可能出现的朝鲜问题上的节外生枝和危机蔓延也为中国经济发展所需的和平环境埋下隐患。美国、日本都是中国对外贸易的重要国家，一旦国家安全受到某种牵连而迫使贸易受损或者受到不同程度的约束时，很难想象中国宏观经济会因外需市场的严重的消弱而遭受的打击。因此，东亚政治局势的发展以及扩展开来的南海局势、南亚及中东局势都将对中国宏观经济的走势产生不同程度的影响。

第二，扩散不定的甲N1HI流感。从墨西哥向全球蔓延的致命病毒并没有象当初预测的那样搅乱世界的经济，人们对甲流感的恐惧似乎在慢慢减轻。然而，习以为常的背后往往孕育着更大的危险，尤其是中国。由于卫生条件、生活习惯及人口结构的原因，甲流感的危害在中国并不能掉以轻心。从近期的日报来看，甲流感正在中国加速蔓延。可以回想一下当年的SARS病毒发生的情况。消费趋减、对外活动变缓，经济低迷。事后验证，当年SARS病毒对中国经济增速影响达一个百分点。而SARS病毒发生、蔓延的区域明显不及此次的甲流感，如果甲流感防而不止，中国经济的复苏无疑会大大延缓。

（一）、出口增速将逐渐走稳

今年以来,由于主要经济体的大幅度衰退,中国出口增长遭遇了比上次亚洲金融危机期间更严重的“滑铁卢”,一季度出口下滑近 20%,由此导致净出口拉动经济增长-0.2 个百分点。二季度的情况从目前来看,尽管环比可能有微弱的改观,但同比降幅仍在扩大,如 4 月同比下降 22.6%,5 月下降 26.4%。

但这并不改变我们对于出口增速将逐渐企稳的看法。

首先,全球主要经济体都出现复苏迹象,经济合作与发展组织(OECD)近日发布数据显示,综合领先指标在 2 月份触底之后,已经连续两个月上升,4 月份的读数由 3 月份的 92.7 上升至 93.2,这表明全球多数大型经济体即将摆脱衰退,对中国出口最为关键的外部需求回暖可期,以美国为例,今年一季度以来无论是制造业指数,还是消费者指数都逐渐显露出起色,如 5 月 ISM 制造业指数升至 42.8,该指数已连续 5 个月环比上升;美国消费者信心指数自今年 2 月触底以来也已连续四个月上升,反映到中国出口方面,就是中国对美出口明显好于对欧日出口,而且从环比来看已基本稳定,如 3 月、4 月对美出口分别为 164.4 亿美元和 171.8 亿美元,连续两月环比回升;5 月份对美出口 167.1 亿美元,也保持较为稳定的态势。

其次,以下一些因素有利于出口增长的恢复。

如政府强化保外需增长的措施,它们包括:加强稳定外需增长的金融支持,如 2009 年安排短期出口信用保险承保规模 840 亿美元;进一步提高出口退税,如我国近期迎来 10 个月以来的第七次提高出口退税率,综合出口退税率已经上升到 13.5%,未来还有进一步上升空间。

此外,币值方面的因素也不可忽视,如随着美元流动性泛滥带来的美元趋势性的走弱,与美元紧密挂钩的人民币有望下半年保持与美元稳定的同时,对一揽子其他主要货币出现显著贬值,从而对中国出口无疑将起到重要帮助。

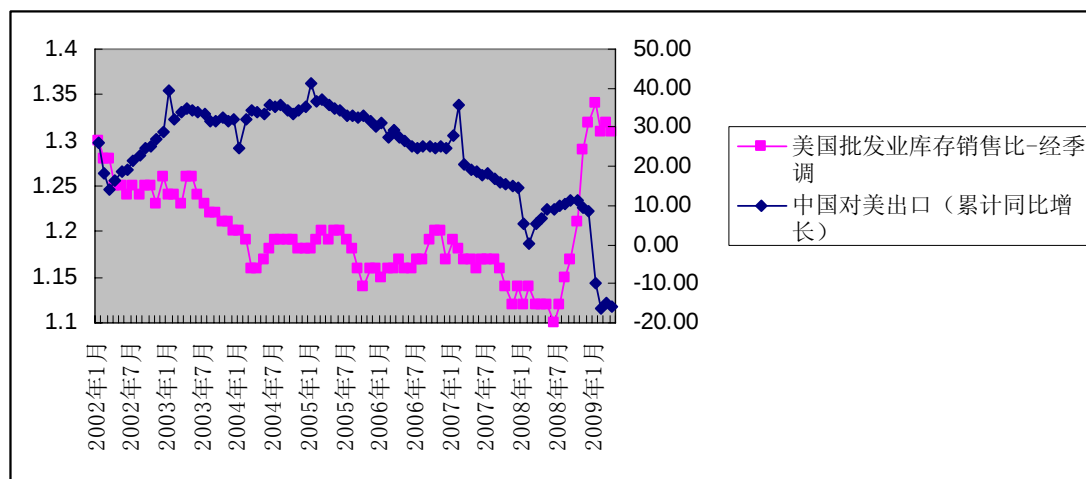
因此,我们预计,下半年中国出口增长复苏的进程是比较确定的,当然,考虑到出口增长的核心因素——外围经济政治形势方面的不确定性,我们对此也难以给与过分乐观的估计,其原因有以下。

第一,考虑到此轮世界经济陷入危机的原因是结构性的,即以美国为代表的发达国家过度消费模式的崩塌,这也就意味着在没有经过较长时间调整实体经济结构之前,经济复苏的进程也将是比较缓慢和充满曲折的。以推动美国经济增长的消费为例,尽管美国政府采取各种措施稳定了居民实际收入水平,止住了消费水平的下降,但是未来消费的动力仍然将较为疲弱,这是因为推动美国消费增长的三大动力:信贷增长、实际收入(当前及预期)和消费倾向短期依然难有根本改观。如在金融机构还在为修复资产负债表而收缩放贷的时候,信贷增长难以乐观;未来实际收入虽在商品价格大幅下滑后可能有所增长,但在失业率仍在创新高,美国巨大的财政预算缺口难以持续提供居民收入补助情况下仍难以有起色;而消费倾向在目前居民还在加快去杠杆化背景下也难以有提高,典型表现如:美国 4 月居民储蓄率达到 5.7%,并有望继续回升至近 30 年的均值 7%~10%。这些因素的存在必然会遏制中国外需的增长。

第二,国外经济复苏与外需的增长之间是有一定时滞的,一般来说,经济复苏带来的需求增长首先要消耗原有的存货,只有在存货回落到合意的水平,新的订单才会大量产生。而目前国外经济体生产活动的去库存化虽然

最剧烈的时期已经过去，但仍没有完成，如美国库存销售比在08年下半年一直持续上升处于高位，今年一季度出现明显的拐点呈下降趋势，但目前仍在较高水平，如4月份库存销售比率由3月份的1.32降至1.31，仍远高于一年前的1.12，这说明供应面临严重过剩风险，也就难以形成大量的外贸新订单，拉动进口增长。

图二：美国去库存化未完成影响中国对美出口



而若我们再考虑到外贸订单与实际出口之间大约存在一个季度的时滞，出口形势的改善也就需要等待更长的一段时间，而这也是PMI指标中新出口订单今年以来已经持续明显上升，5月更是上升到强弱分界线之上，而出口增速目前仍没有较大改观的重要原因，我们预计，目前PMI指示的出口好转可能要等到三季度末才会明显见到。

图3：PMI出口订单指标好转预示出口将回升



第三，风云变换的东亚区域政治安全挑战。有人说过，世界没有经济问题，经济问题最终归于政治问题。眼下，朝鲜问题面临风云突变，给经济危机下的世界经济复苏带来了风险。中国是朝鲜问题六方会谈的关键角色，和其他诸国经济、政治问题纠葛复杂丛生。可能出现的朝鲜问题上的节外生枝和危机蔓延也为中国经济发展所需的和平环境埋下隐患。美国、日本都是中国对外贸易的重要国家，一旦国家安全受到某种牵连而迫使贸易受损或者受到不同程度的约束时，中国出口很可能因外需市场严重的消弱而遭受打击。因此，东亚政治局势的发展以及扩展开来的南海局势、南亚及中东局势都将对中国宏观经济的走势产生不同程度的影响。

因此总体来看，尽管我们认为下半年出口增长将逐渐恢复，但要强劲复苏到正增长的水平也是不大现实的，而在进口方面，我们预计要比出口稍好，主要原因有：受下半年投资拉动影响，部分工业产品进口旺盛，铁矿砂、成品油以及煤炭等工业品进口将会延续今年以来的反弹趋势；全球经济的逐渐好转以及流动性的泛滥会刺激大宗商品，使其价格将总体保持升势，由此将会提高同等进口数量的金额三季度进口额增速有望回升。随着下半年国内投资的增加，预计对于初级产品的进口将会增多，进口有望率先反弹。

在出口增速的好转赶不上进口增速的情况下，贸易顺差增速难以乐观，由此导致下半年净出口对于经济增长的带动作用仍将为负，这样更多拉动经济保“8”的重任将落到内需增长上。

（二）、投资高增长态势延续

今年以来，在以4万亿投资计划为代表的政府经济政策刺激下，投资出现了大跃进式的增长，如1-5月，城镇固定资产投资53520亿元，同比增长32.9%，其中，5月份单月城镇固定资产投资同比增长38.9%，较4月份

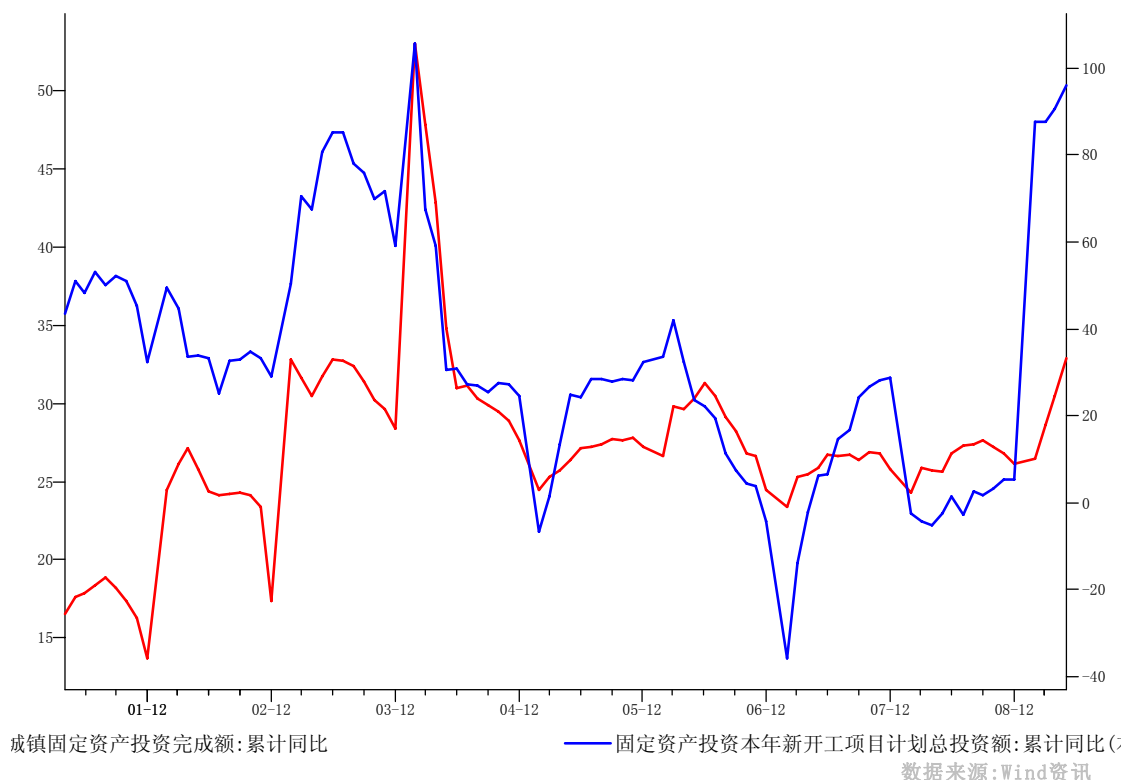
34%的高点继续上升 4.9 个百分点，创 2004 年以来新高，未来的投资高增速能否延续呢？我们认为考虑到以下因素，下半年投资高增长态势有望延续。

第一，地方投资热情已被激活。尽管中央项目的投资增速开始回落（当月增速 24.6%），1—5 月比前四个月回落 1.3%，但地方项目投资明显提速（当月增速 40.1%），1—5 月增速比前四个月提高 2.8%。这再次验证了中国投资扩张的一个规律，即地方政府出于相互竞争和政绩考核的需要，对投资有天然的热情，只要中央政府鼓励投资或放松投资控制，这种热情就会得到释放，而目前中央政府已实施了不少有利于地方扩大投资的措施，如下调基建项目及某些行业自有资金比例解决地方政府投资资金配套问题；替地方政府发债解决投资资金来源；出台区域规划创造投资热点等。因此可以预期下半年地方投资仍保持较快增速，鉴于地方投资对全社会投资的带动作用绝对重要的，2005 年以来，地方项目的比重占全部投资比重一直在 90%左右，2009 年 5 月，这一比重达到历史最高的 91.2%，考虑到下半年中央投资会有所回落的情况下，总体投资高增长仍是可期待的。

第二，政府或国有投资已经初步带动了社会投资，如从投资主体来看，1—5 月在国有及国有控股投资同比增长 40.6%，增速较上月提高 1.3 个百分点的同时，非国有投资同比增长 27.7%，增速较上月提高 3.2 个百分点，国有投资和非国有投资增速的剪刀差缩小至 12.9 个百分点；从资金来源看，投资中不仅是贷款增速，自筹资金增速也明显上升，如今年 1—5 月自筹资金增速为 37.9%，比去年同期 27.3% 有大幅度提升，这说明当前的高投资增速并非完全依赖于政府的投资，企业已经开始预期未来经济将向好而加大投资；而从行业来看，除了基建投资保持较高增速外，如 1—5 月铁路运输业投资 1338 亿元，增长 110.9%；非金属矿采选、制品业投资 1838 亿元，增长 56.2%，最具有市场化意义的房地产行业投资增速也有明显恢复，如 5 月份房地产投资延续 3、4 月份以来的反弹态势继续攀升，1—5 月份全国完成房地产开发投资 10165 亿元，同比增长 6.8%，增幅比 1—4 月显著上升了 1.9 个百分点，5 月份单月同比增速更是回升至 12%。这与目前房地产景气度的提高是分不开的，如 5 月份全国商品房销售额同比大涨 45%，而由于前 5 月份房地产销售持续强劲，开发商最近已开始大量购置土地，这是未来几个月房地产投资增长将会加速的明显信号。

此外，从投资增长的一些先行指标来看，投资也有保持较高增速的潜力，如新开工项目计划总投资继续大幅高增，1—5 月份累计增长 95.9%，较 1—4 月份显著高出 5.2 个百分点，施工项目总投资 1—5 月累计增长 33.8%，比前四月增长 4 个百分点。考虑到固定资产投资的特点是一旦开工将会持续一定时间，这会支撑未来几个月投资的高增长。

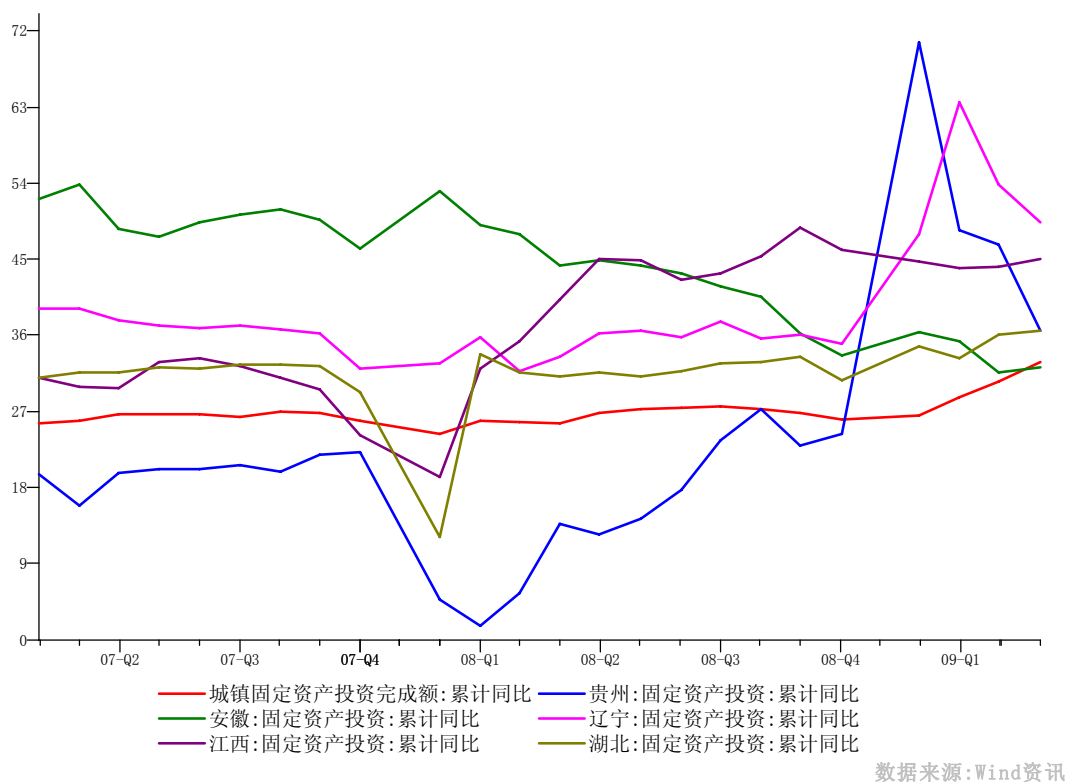
图3：新投资项目快速增长预示投资增长前景看好



我们认为,投资得以高速增长的原因除了政府的激励外,还与中国经济特殊的经济增长阶段和形势有关。

如中国各地区经济发展的不平衡为投资增长留下巨大空间。如在东部地区已经进入以产业升级为主导的工业化中后期时,广大的中西部地区仍处于工业化中期,这就意味着中国工业化深化的空间除了依靠产业升级外,还可以更多依靠中西部地区承接东部地区产业转移来实现,而中西部地区为承接东部这些产业,势必要进行大规模基础设施的建设以及制造业投资,它们一旦上规模,成体系,产业转移带来的经济效率提高就会迸发出巨大的增长能量。实际上这样的情景已经发生了一段时间,如中西部地区的投资增速已经连续4、5年高于东部,而金融危机的产生更是加速了这一过程的进行,这是因为:金融危机的产生迫使中央政府采取更加积极的方式鼓励各地因地制宜制定经济规划,这也就释放了中西部地区的经济增长热情,其次,受金融危机影响较深的东部地区经济暂时困顿,这就使得原先大量集聚在东部的资源得以释放,如大量农民工的回流,重新转入更具有发展潜力的中西部地区。我们由此也就看到,中西部地区经济在金融危机期间保持了比东部地区更高的投资增速,如09年一季度,东、中、西部的城镇固定资产投资增速分别为19.8%、34.3%和46.1%。

图4: 中西部地区普遍投资增速超过东部

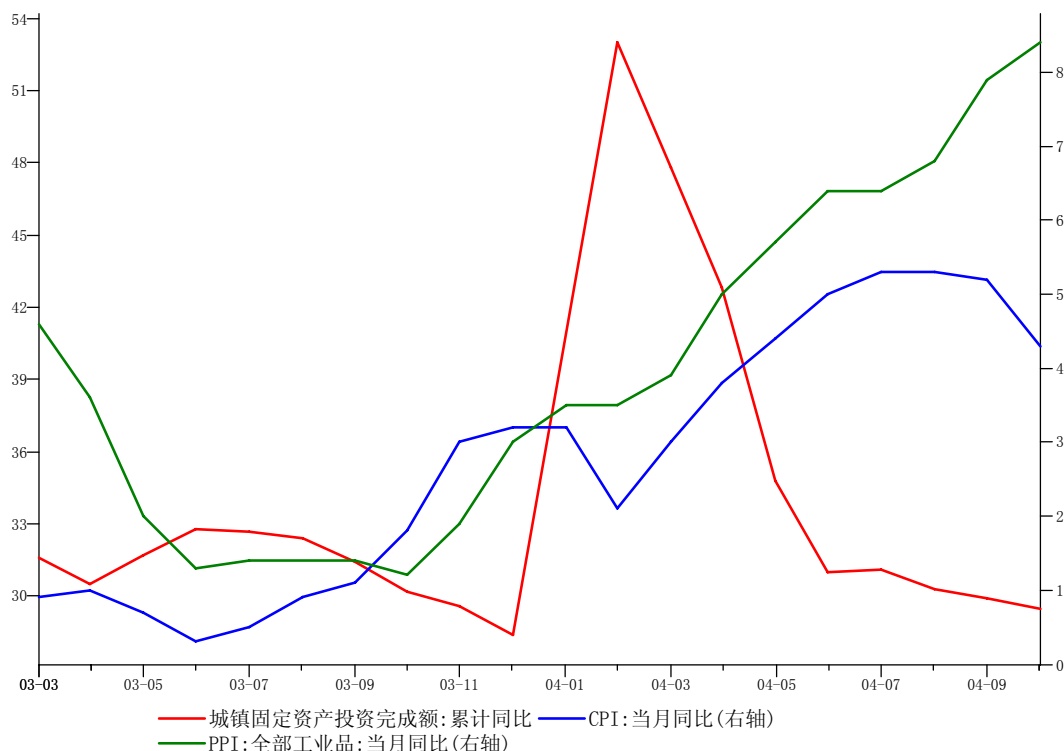


其次，中国目前正在加速进行的城市化也有利于投资保持较高增速。按照世界标准，一般像中国这样的人均GDP达到3000美元的国家，城市化率是55%，东亚国家日本、韩国都是75%以上，而中国截至目前，城市化率也只有44.9%。这就意味着我国城市化进程还有巨大发展空间，而通常城市化率的提高涉及巨量的投资增长，如从2003年到2008年，中国的固定资产投资总额有64万亿元，其中85%是城市投资，总额超过54万亿元，同期城市人口约增加了1亿人，即每增加一个城市人口需要50万元投资额，则近两年增加4千万城市人口就需要增加近20万亿元投资，是去年投资额的1.18倍。

因此，下半年中国投资保持30%以上的增速将是比较确定的，这无疑有利于短期弥补外需回落的经济负面作用，促进经济反弹，但考虑到以下因素，我们也担心投资过快的增速中长期对于经济持久增长是不利的。

首先，以历年中国经济增长历史来看，过快的投资增速总容易引发通胀，如以最近2003—2004年的高投资增长为例，在经历投资平均增速30%以上一年半之后，CPI和PPI都出现了大幅飙升——CPI于04年7月即达到5%，PPI当年10月达到8.4%，后来迫使政府加大宏观调控。如今高投资增长已经持续近半年，虽然还不至于引发通胀，但社会通胀预期在深化，若不加以很好的管理，就会激发相关投资品在无实际真实需求下更大幅度上涨，从而最后反而会伤害实体经济的反弹。

图5：过快投资增速引发通胀和政府调控



数据来源:Wind资讯

其次,投资增速过快就容易掩盖很多问题,如投资质量差,产能过剩等,如我们发现,投资额结构中,1-5月份制造业投资增长29.8%(5月增长33.4%),非金属矿采选及制品业投资同比增长56.2%,就连产能严重过剩的黑色金属冶压行业5月都增长了7%,考虑到国家已经从严审批制造业等产能过剩行业的新增投资,我们怀疑这些投资很可能是前两年积累下来的项目建设,在目前信贷宽松,工业投入品价格回落带来的投资成本降低,政府为保经济而放松投资管制的情况下,它们正抓紧建设,虽然在短期促进了当地经济增长,但是却有可能形成新一轮的产能过剩,进一步恶化了中国经济抵御外需长时间低迷的能力。

再次,目前过度依赖政府或国有企业投资的状况虽然有利于经济的短期复苏,但中长期却会抑制市场的投资活力。如本轮经济刺激计划的实施结果是资源越来越集中于国有企业,典型表现有:4万亿投资项目的承揽人绝大部分企业都是国有企业以及相关利益人,目前高速扩张的信贷也绝大部分流入国企,民营企业很难分到一杯羹;产业振兴规划所谓的产能淘汰也多半以国进民退为结果,这样下去造成的后果必然是国企势力越来越大,民企力量越来越弱,考虑到民营企业对GDP贡献超过60%,并且提供80%左右的城镇就业岗位,和超过80%农民工就业机会。未来民企势力的削弱对于经济增长的中长期发展相当不利。

此外,过度依赖房地产价格快速上涨换来的房地产投资增速不可持续。应该看到,尽管房地产价格受金融危机和前期房地产调控政策影响有所回落,但无论是房价收入比之高,还是租金回报比之低仍处于较高水平,如果没有政策救助的化,市场的力量——所谓无形的手——会使房价逐渐回落到一个合理的均衡点,但是金融危机救急的需要逼迫政府出台稳定房地产的措施,目前,房市已快速复苏,房地产投资也在明显增加,鉴于房地产投资在中国经济中的地位,如即使不考虑房地产投资对其他行业的带动作用,房地产业增加值占GDP比重超过5%,它

的启动当然是有助于迅速达成“保增长”的经济总量政策目标，但是却留下今后经济发展隐患。因为，历史经验表明，房地产的过度繁荣只会恶化经济结构，最终也会损害经济总量。如70年代的日本在遭遇出口危机后，实行了过度宽松的货币政策，导致以房地产为代表的资产部门出现过度繁荣，最后泡沫破灭后致使日本陷入长期的经济危机；90年代的东亚“四小龙”也与日本类似，在出口部门竞争优势被削弱后，大量市场资金向房地产转移，泡沫化过程延续4年，最后房地产成为明星产业，传统产业被边缘化，国家竞争优势削弱，被国家炒家相中，发动了汇率和资本撤出的战争，酿成了1997年亚洲金融风暴。

如今，我国房地产市场虽然还没有演化到高度泡沫化程度，但是经历了半年的复苏之后，近期已经有再次泡沫化的迹象。

如目前不少地区房价又较快回到了07年的较高水平，而且在投资性需求的大量释放下还可能再创新高。房价的快速上涨虽然短期可能给投资人带来财富效应，刺激相关商品的消费需求，但是从社会生产和消费支出的角度考虑，却严重侵蚀了社会整体购买力，削弱了经济竞争力，损害社会长久的消费能力；而且问题更严重的是，房价快速上涨带来房地产市场繁荣虽然短期能通过带动效应缓解相关制造业的市场困境，带动相关投资需求，但从中长期来看由于吸收过多资源，将会对其他行业的振兴起到阻碍作用，这也是和中央提出的促进产业升级的目标是不符的。因此，政府应在刺激房市方面保持必要的警惕，坚决抵制住一些部门提出的扩大外商投资房地产的建议，当然防止房地产过度投资不仅是“堵”的问题，更多的在于“疏”，如果给予民间资金开拓更多的投资渠道，允许他们进入更多目前受管制而盈利前景较好的行业，它们进入房地产谋利的动力也就会大大减少。目前政府已经在落实这方面的工作，如发改委近期提出了一份旨在鼓励和促进民间投资的20条意见，20条意见中明确提出，允许和鼓励民间资本投资电信、金融、城市水务等垄断性、公益性领域；加大对民营企业的融资和信贷支持力度和信用担保；明确支持和引导民营企业进入科教文卫等非营利性领域；支持拓宽民营企业在营利性行业的投资力度等。如果措施能够有效实施，对于中国优化投资结构，促进经济健康发展将起到十分积极的作用。

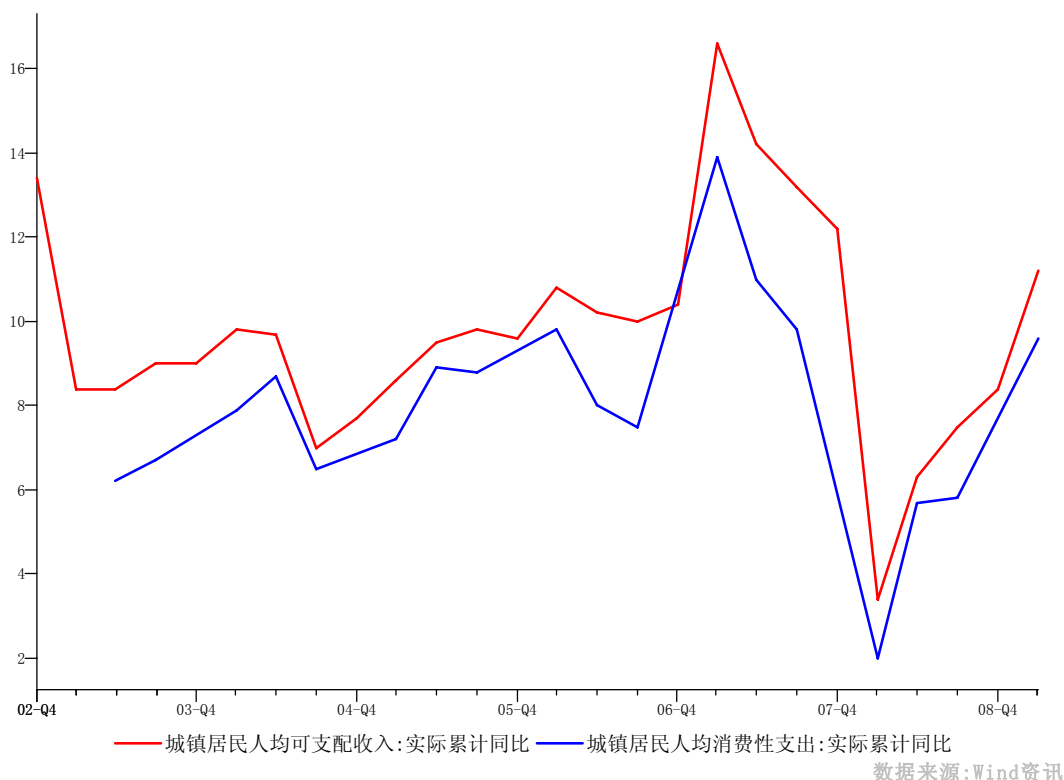
（三）、消费旺盛有望延续

在投资保持快速增长的同时，今年以来，作为内需的消费增长也维持了较高的热度。

如城镇社会消费品零售总额增长率呈现逐月回升的态势。2009年1—2月份、3月份、4月份、5月份分别为14.4%、13.7%、13.9%、15.0%。而如果扣除商品零售价格指数（RPI）同比下降接近-1.2%的影响，实际增长为16.5%，比08年的14.8%的实际增速还有所提高。为什么在经济增长下滑的同时，消费较高增速还得以维持呢？

第一，这与商品价格下降后，人们之前被抑制的刚性需求释放有关。如尽管一季度城镇居民人均可支配收入4834元，同比增长10.2%，名义收入比08年的14.5%有所下降，但扣除价格因素，实际增长11.2%，比08年的8.4%提高不少。这就使得人们产生了对部分价格弹性较强的可选消费品的消费，如可选消费品今年以来的增速普遍快于必需消费品。

图6：实际收入增长支撑消费增长



第二，这与政府一系列短期刺激消费的政策实施也有关系。如今年以来，县及县以下零售额增长率一直保持较高增速，如5月为15.6%，增幅比城市高0.6个百分点。这就与政府惠农政策是有紧密联系的：它们包括“家电下乡”、“农机下乡”、“汽车、摩托车下乡”等工作，对于刺激乡村地区相关产品的增速起到十分积极的作用；再如汽车今年以来一直保持较高增速，5月增长23.8%，比4月份的18.5%又有所提高，这也与政府出台了一系列刺激汽车消费的政策有关：包括减少购置税等。

第三，经济见底后人们对于未来经济信心增强心以及由此产生的通胀预期也会刺激消费。如一季度后，房地产类商品增速明显，5月家具零售同比增长33.3%(4月份为22.8%)，建筑及装潢材料类增长12.6%(4月份为10.8%)；享受型商品增速也比较明显，5月体育娱乐类商品从2月的负值回升至6.9%；相关的奢侈品消费也开始提速，如化妆品增长21.7%(4月为18.2%)，珠宝增长28.7%(4月为10.4%)。

不过我们认为，决定消费的可能还有更深层次的原因。

首先居民财富存量的积累可以支撑消费增速的延续。如中国08年人均GDP超过3000美元，而这在经济学上是一个重要的发展临界点，如以钱纳里等学者对经济发展阶段的判断方法，该阶段属于工业化加速时期，而在这阶段，人们的收入以及财富积累开始普遍进入中等水平，消费能力和意愿明显提高，在满足基本生活之外，开始越加追求耐用和享受消费品，典型的例证是以汽车和住房为代表的大宗消费进入快速增长期，如近期我国的消费数据也表现出这种特征。

其次，消费人口结构的变化也有利于消费较高增速的维系。这里的原因在于：人口结构的变动决定了消费结

构和消费规模。

如从年龄结构来看，过高的抚养率或赡养率都是不利于消费的，而我国人口正处于适龄劳动人口比例较高的阶段，如 2008 年，我国 0-14 岁的人数占总人数的占 19%，15-59 岁的占 69%，65 岁及以上的占 8.3%。这就决定了我国消费市场的规模处于持续较长的扩张期，而更不能忽视的是目前作为消费主力军的 1970 年代、包括 1980 年代出生的新生代人口，由于出生后条件较上一辈明显优越，消费能力、消费意愿以及对新产品的好奇心较前辈们都更为强烈，因此成为目前支撑消费升级的主力军。如 2006-2008 年，全国限额以上批发零售企业商品零售中，年均增速最快是各种消费升级类产品——汽车类增长 52.3%、通讯器材类增长 50.4%、建筑及装潢材料类增长 28.9%、家电、音像器材类增长 18.3%、金银珠宝类增长 17.4%。

而近年来由于快速城市化带来的人口分布的变化也使消费总量有提速的潜力。如目前 1 个城镇居民的消费额大体相当于 3.3 个农民的消费额，这就意味着只要有更多的农民转化为居民，消费额就会快速提高，而这与城镇化率提高有关。据测算，城镇化率提高 1 个百分点，就约拉动最终消费增长 1.6 个百分点，2008 年全国城镇人口占总人口的比重为 45.68%，比 2007 年提高了 0.74 个百分点，由此拉动消费多增长 1.2%，而我们预计，09 年我国很可能会迎来新一轮城镇化高潮，这是因为：政府为应对危机出台的 4 万亿经济刺激计划，其中相当部分被投向了城市化建设，这有利于城镇化水平的提高；中西部地区正在加速进行的承接东部产业转移运动将会大力增强当地的工业基础，从而也有利于当地城市化进程的培育；各个区域经济振兴规划都普遍要求各区域加快形成区域、城乡经济社会一体化发展新格局，它的实施也有利于城市化水平的提高。因此，与之对应的消费高潮也会到来。

当然，有了以上刺激消费增长的因素并非可以说明消费高增长今后是自然可以实现的。实际上，无论是短期还是中长期仍有制约消费增长的因素。如就短期而言，决定消费增速的重要因素——收入增速目前难以有明显改善，如央行调查指出：2 季度城镇居民当期收入感受指数为 -8.6%，比 1 季度大幅下降 20 个百分点，是 1999 年开展调查以来的最低水平；居民对未来收入预期也不乐观，未来收入信心指数仅为 3.4%，比上季和去年同期分别降低了 14.3 和 16.9 个百分点。这就可能导致居民消费意愿减弱，如央行调查显示：47% 的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”，此比例比上季提高 9.5 个百分点，升至历史最高；仅有 15.1% 的城镇居民选择“更多地消费”，比上季下降 14.6 个百分点，降至历史最低。

而就中长期而言，我们担心政府在释放短期政策性红利刺激消费之后，在中长期解决消费制约问题方面虽然口号大，目标高，在具体实施过程中可能会为短期政策利益的实现而打折扣。

如本轮经济刺激计划实施以来，各地最热衷的还是扩大投资，由此导致投资增速大跃进，据测算，2008 年全国各地区加总的全社会固定资产投资相当于 GDP 的 57%，2009 年还将上升到 60% 以上。而这只会更加恶化现有已经严重失衡的分配结构，如在地方政府资金吃紧的情况下，中央财政投入越大，意味着地方政府配套的资金越多，这些资金，很可能挤占本来用于居民福利的预算，进一步压缩居民的福利空间；目前由大量资金推动投资的受益者更多是那些能获取资金和项目资源的资本利益群体，而不是广大劳动阶层，从而会进一步恶化收入分配结构，决策者期望的投资——就业以及收入增加——消费形成的链条传导效率将会很低；投资虽然能在非常短的时期内促进需求，拉动经济增长，但是却会继续恶化目前已经严重的产能过剩，在政府投资边际效益递减而外需又长时间低迷情况下，就会再次恶化企业效益，影响居民收入和消费。

因此，我们期望政府在短期依靠扩大投资促使经济总量回升趋势的同时，下一步把工作的重点真正放到如何

刺激消费方面，而最近国务院常务会议则对此做出了具体部署，会议把进一步调整结构，大力培育和扩大消费需求放在下一阶段必须抓好的七项工作之首，由此可以预期，以收入分配制度改革为核心，社会保障、教育、医疗、廉租住房制度、个人所得税等各项改革将全面铺开。

（四）、工业增加值逐步回暖

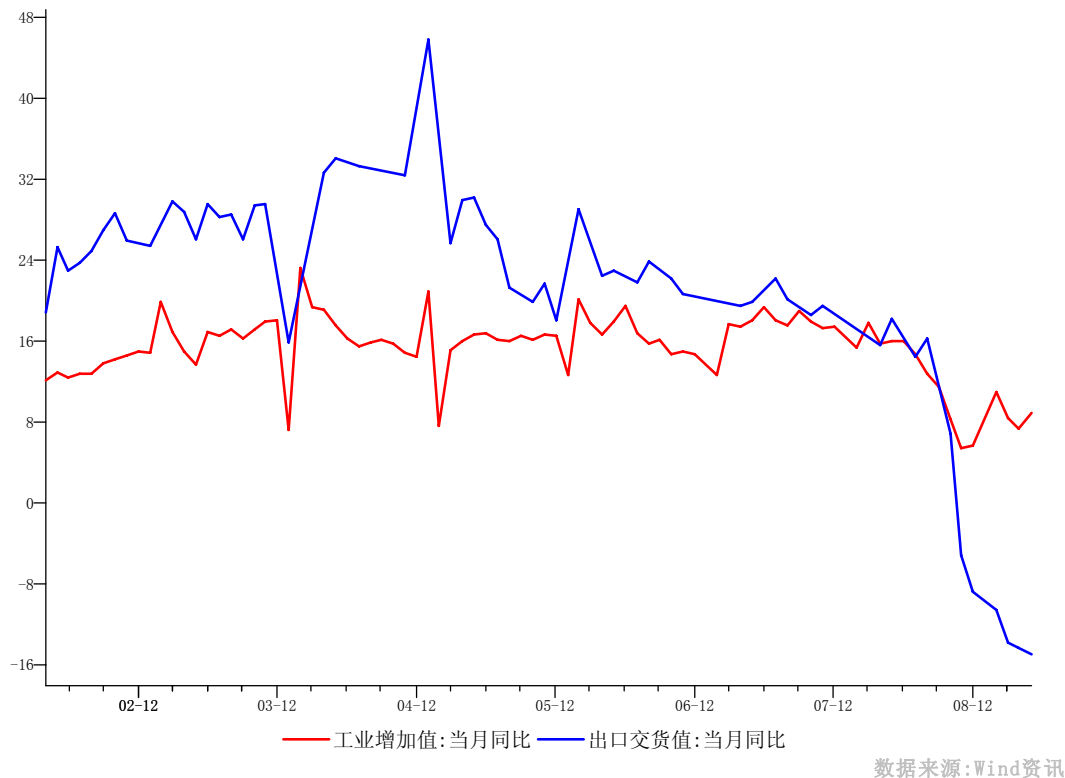
今年以来，在需求尤其是内需增加以及去库存化压力逐渐减轻情况下，工业增加值出现了可喜的变化：一季度，规模以上工业增加值同比增长5.1%，而从近两个月的情况来看，情况明显好转，平均为8.1%。尤其是5月，工业增加值同比增长8.9%，扭转了4月小幅回落的局面，重新走上上升通道，二季度有望达到8.7%，而考虑到工业增加值是GDP的重要部分，我们根据 $Y=3.89+0.42XAR(1)$ 估算，二季度GDP将达到7.9%。

工业增加值反弹在经济中的具体表现就是大多数行业的工业产品生产增速加快。如5月份39个工业大类行业中有29个行业增速比4月份加快，占74.4%，而在统计的494种主要工业产品中，5月份产量同比增速较4月份加快（或降幅缩小）的产品有293种，占59.3%。产品典型上升的种类有：09年5月粗钢、水泥和汽车产量同比分别增长0.6%、13.5%和29%，比4月分别加快4.5、0.6和11.1个百分点。

而我们认为，鉴于下半年内需增长依旧旺盛的情形，如我们假设固定资产投资增速将至少在30%，消费增速在15%，工业增加值依然能维持持续反弹趋势，但是鉴于以下因素，工业增加值转好仍是较慢的过程。

下半年，尤其是第三季度，外需还可能保持比较疲软的局面，而这将导致出口交货值的低迷，考虑到以2008年口径计算，出口交货值占工业增加值比重为62.6%，这也将较大程度上拖累工业增加值。

图7：出口交货值下降拖累工业增加值



产能严重过剩也将制约工业增加值的反弹。我国虽然缺少这方面的数据，但在世行研究看来，中国产能利用率和美国的相差不大，目前美国09年5月的利用率为68%，中国也应与近似，国家信息中心的专家则估计，以3月份工业增速8.3%与我国工业长期平均增速相比，大体可估计我国工业的总体产能利用率水平目前只有60%左右。而且令问题更糟糕的是，目前在需求还没有较大程度改观下，很多产能过剩行业还在扩大投资，这又将继续恶化未来的产能过剩程度。

在产能严重过剩的情况下，企业扩大生产就很难有连续性，因为一旦需求有所增加就容易引发产能过度释放而使企业再次积累库存，减少下一期的生产，反映在工业增加值方面，就是数据间歇式的反弹，而只有等到需求的增长力量已经开始大于企业释放产能的速度时，也就是说企业产能利用率显著提高后，生产扩大才会有更强的连续性，工业增加值也能较快反弹。

而这个时机还没有这样快到来，我们预计至少四季度之后可能才会见到转机，一方面是因为四季度出口外需方面会明显好转，另一方面在政府投资的拉动下以及经济预期进一步好转情况下，民间投资和消费将会有更明显的起色，而考虑到工业增加值在GDP比例大约为44.1%（今年一季度），届时它的明显好转也会促进GDP较大力度反弹。

二、物价将明显改善

我们认为，尽管物价上半年还整体为负，从数字来看还处于通货紧缩，但实际上物价下降已接近尾声，下半

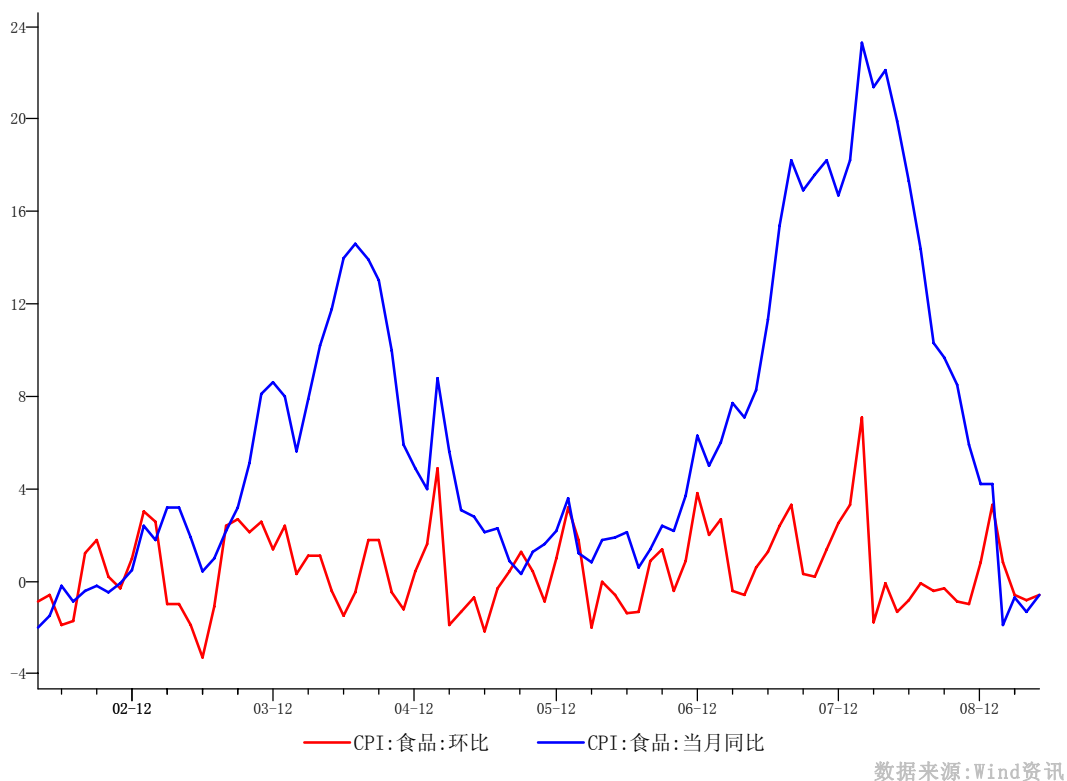
年随着基期因素的减少以及环比的改善，物价将会逐渐转正。

如CPI6月后的翘尾因素是-1.3%，-1.39%，-1.3%，-1.3%，-1%，-0.2%，这意味着只要CPI环比不继续恶化，物价形势将在下半年尤其是四季度明显好转。而PPI也是同样的理由，由于去年8月之前PPI都处于上升通道中，PPI降幅在此之后才会显著改善。

物价下半年更重要的改善因素还是来自于价格环比方面的提高。而以下的因素将有助于它的改善。

第一，食品价格水平的提高。今年以来，食品价格一直处于下行周期，如3，4，5月环比分别为-0.6，-0.8，-0.6，由此也拖累了CPI环比下降，而我们认为中国食品价格变化的拐点将出现在第三季度，这是因为从农业自身的生产周期来看，食品价格变化周期大约为36月，其中18个月为上升，18个月为下降，上次食品价格上升出现在06年7月，后于08年2月见顶，目前回落已经有15个月了，也就是说今年8月将可能见到食品价格低点，之后很可能进入上升周期。

图8：CPI食品环比见底

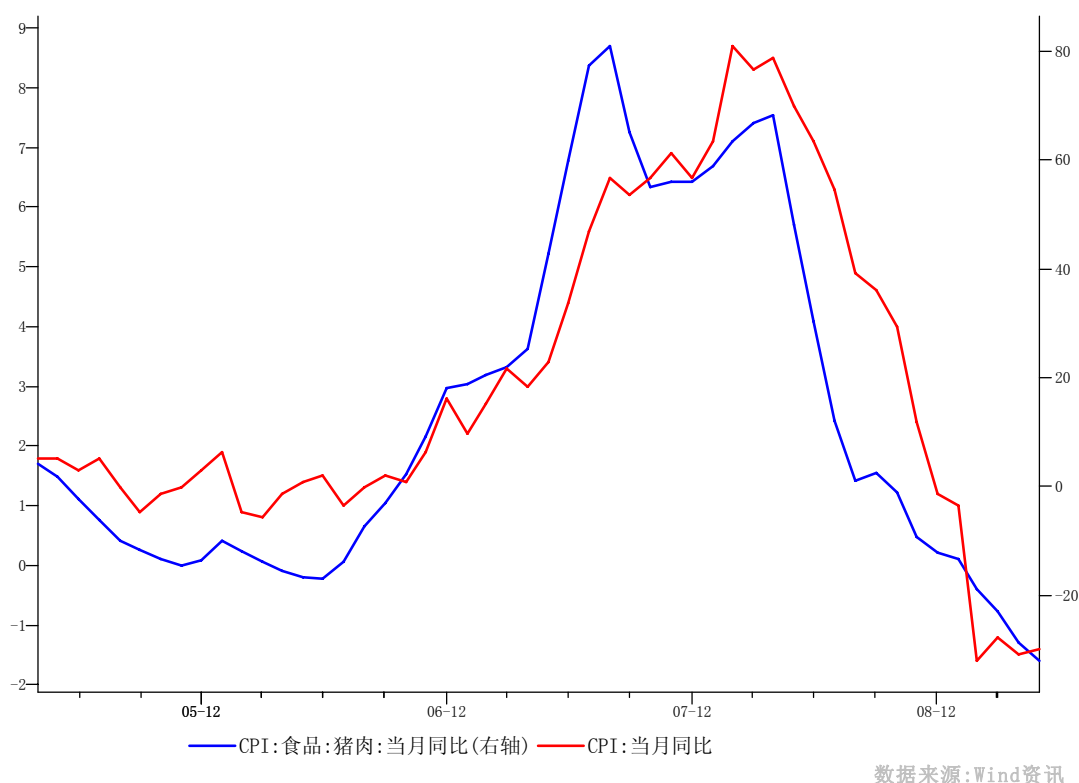


而从食品的具体种类来看，也有类似的规律，如猪肉。猪肉2006年上半年一度跌至每公斤5.96元，为近期历史最低点，由于猪贱伤农，不少养猪户不得不减少母猪和肉猪的养殖。但后来的情况是，猪肉市场在随后的几个月开始转暖，而由于此前的母猪存栏太少，导致猪苗市场短期难以恢复，由此引发了上一轮由猪肉主导的物价迅猛上涨，于07年中到最高峰，而这又刺激了猪肉的过度供给，肉价于08年二季度开始步入明显下降通道，如今猪肉价再次跌进盈亏点下，这已经导致农户开始宰杀母猪，从而会导致半年后生猪供应减少，给未来猪肉价格的上

涨埋下“隐患”，我们估计，猪肉价格很可能在今年4季度就止跌回升。而考虑到政府已经加强通过收购猪肉等方式干预价格，猪肉价格回升的时间还可能提前，从而有助于食品价格的上升。

粮食则因政府对于价格的大力干预而在价格波动变化方面有所减弱，但考虑到农业生产成本不断上升，农民增收以及鼓励种植以实现增产目的的需要，国家不得不不断提高最低收购价格，这就决定了粮食价格中长期价格上涨将是大概率。如09年对于主要粮食品种提价幅度为13%—15%。

图9：猪肉价格引导CPI



第二，大宗商品价格的回升。

从目前来看，以大宗商品为代表的工业原料价格止住了2008年下半年以来的暴跌步伐，开始探底回升，今年以来已经出现了明显的上涨，如纽约原油价格从今年2月中旬的34美元/桶一直上涨到目前的近70美元/桶，涨幅已超过100%。铜从2009年初至今价格涨幅也接近100%。这背后的主要原因就是金融危机期间各国央行释放的史无前例规模的资金在金融市场初步稳定之后的全球逐利，尤其是今年5月之后，伴随着全球各大经济体复苏迹象带来的通胀预期增强，这些资金的表现更为疯狂。如国际CRB指数今年5月以来加速上涨，CRB能源指数和金属指数涨幅都在20%以上。

下半年，考虑到全球经济复苏迹象更加明显，而全球央行也不赶轻易在百年一遇经济危机刚启稳后轻易回收流动性，大宗商品涨价趋势还将延续。

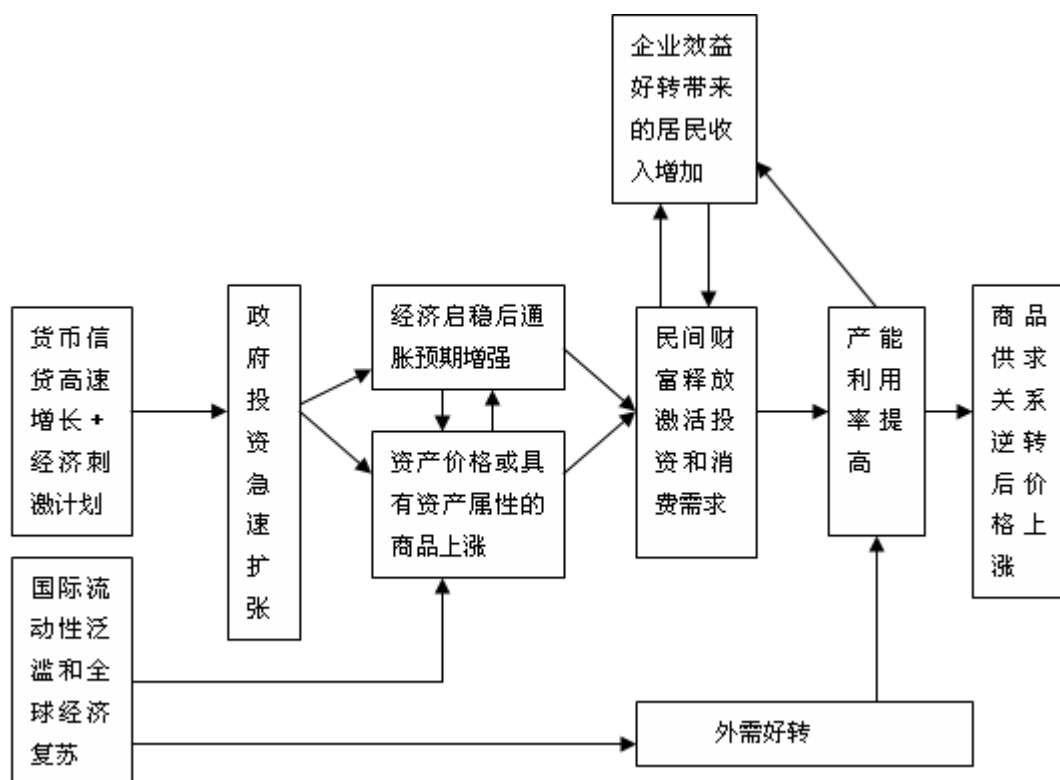
考虑到中国的能源和工业原材料大都依赖进口，因此大宗商品价格上涨会对国内生活和生产资料价格产生重要影响，从历史经验来看，考虑到进口周期，国际CRB指数会领先生产资料价格2个月。

如目前最接近国际市场价格，即PPI的上游——原材料、燃料、动力购进价格，4、5月环比已经分别上涨了0.8%和0.6%。而它们的上涨在一定的条件下还会通过产业链层层传递并向下游产业扩散。以CPI中油脂类价格变化为例，今年5月，油脂的上游产品芝加哥期货交易所（CBOT）大豆、豆油期货持续走强，涨幅达到25%左右，而如果从去年12月的最低点算起，涨幅已超过61%，由此也就传导至国内，如现货散装大豆油从4月的6900元上涨至5月末的7900元，涨幅达到14.49%，CPI方面的表现就是油脂价格5月下降23.1%，比上月缩减1.2个百分点。

第三，国内总需求回升推动物价。

今年以来，信贷的巨量发放和刺激经济计划的实施已经对国内总需求的回升产生积极的影响，这将有利于物价的回升。

图 10：价格传导图



如以CPI非食品价格来看，3、4、5月份，环比涨幅分别为-0.1%，0.1%，-0.15%，走势基本稳定，主要种类的同比降幅都已基本平稳，如5月医疗，服装类下降幅度与上月持平，分别为-0.9%和-2.5%，交通类降幅仅比上月扩大0.1个百分点，娱乐类降幅则比上月缩减0.2个百分点，而这些都与今年以来国内逐渐恢复强劲的相关商品消费需求有关，如服装类商品消费目前已经扭转今年初以来的颓势，5月增长21.2%，娱乐消费也从年初的-3.9%到5月的6.9%。

非食品价格种类中只有居住类降幅再扩大，但我们认为也没必要担心，它的下降更多是受基期因素影响，实际上从近期该种类价格的形势来看，将会逐渐好转，如居住类中水电燃料价格虽然下降3.6%，比上月扩大1.2个百分点，但随着近期成品油价格以及供水价格的调整，价格降幅将会逐渐缩减，而有关住房种类的价格也会随着今年以来房地产市场景气而逐渐回升，如6月租房类价格上涨1.3%，比上月扩大0.1个百分点。

而在逐渐增强的投资需求拉动下，部分PPI中上游产品的上涨还将通过产业链传导至更多的投资品，特别是对于那些下游刚性需求较强而产品市场又具有较强垄断性的投资品来说尤为如此，如石油和天然气开采、石油加工及炼焦、化学纤维、有色金属冶炼及压延加工等行业主要产品价格已连续3个月环比上涨，呈现出明显的回升态势。下半年部分投资品价格将能够维持小幅回升的态势。

此外，下半年随着经济复苏的形势确定，政府之前延期出台的各种资源品价格改革也有望加快推出，如5月国务院公布的《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》提出，“今年要加快推进财税体制改革，研究制订并择机出台资源税改革方案。”这意味着很多关系国计民生的重要资源品，如水电煤气等都有望提价，构成物价上涨动力。

尽管物价形势会在下半年尤其四季度会有明显好转，如CPI会转正，PPI降幅会明显收窄，但我们并不认为，全面通胀形势并不会很快到来。

首先，对于众多中下游制造业来说，由于存在着严重的产能过剩，目前由通胀预期催生的部分投资品价格上涨将很难传导下去，除非伴随着世界经济形势明显好转带来的外需增加以及我国经济内需增长的消费——投资循环已经确立，否则这些产业的价格形势将难以有明显好转，而这至少要等到明年初。

其次，如果上游的投资品价格涨幅过大，在下游需求迟迟难以较快增长，产能过剩严重等问题下，反而会恶化企业的经营状况，遏制国内企业的投资需求和居民的消费需求，抑制经济反弹，从而在短期形成经济滞涨的局面，而最终也会使投资品价格上涨失去动力。

三、既定增长目标下的政策展望

尽管中国经济短期初步复苏已确定，但面临以上所述国际国内不确定的因素，要实现中国经济的持续复苏还是需要更大的宏观宽松环境和内生自由空间。由此可以判断，积极的财政政策和适度宽松的货币政策仍将是2009年下半年的宏观调控的主基调。只不过，未来的财政与货币政策的重点将是以扩大内部消费需求为核心，以加快改革为重点，以尽快改善经济结构并达到既定的经济增长目标。

（一）、积极的财政政策的着力点

毫无疑问，积极的财政政策仍然是未来相当长一段时间我国宏观经济政策的主要框架。但考虑到我国宏观经济发展的主要障碍在于经济结构的失衡和国内消费大面积未能有效启动，因此，2009年下半年及以后可以预见的时间段里，积极的财政政策仍将着力配合经济结构的调整和对内需的拉动上。同时由于，积极财政政策而导致的财政赤字将引导政府进行更为广泛的税收调整。对那些有利于民营企业发展和扩大消费但仍然居于较高

税率的税种继续减免，如已经实施的增值税转型改革、成品油税费改革、调整个人住房交易税收政策、提高出口退税率等等，以便增强企业界投资信心、刺激消费信心，同时开征一部分新税种，如资源税，在增加财政收入的同时引导产业结构性调整。除此之外，为了配合中央大规模的政策性投资计划和减轻地方政府的财政压力，2009年下半年可能会加大地方政府债券的发行力度，以满足大规模财政投入的需要。

（二）、适度宽松的货币政策的取向

2009年下半年将继续实施适度宽松的货币政策。政策将继续合理扩大银行信贷规模，保持货币信贷的合理增长，确保金融体系的流动性充足。但考虑到贷款规模已经增长过快，上半年已经达到6万多亿，因此也不排除在三季度确定经济形势进一步好转基础上，四季度贷款规模将有一定的指导性的控制。而在具体货币政策上，鉴于下半年CPI将转正，PPI也将出现趋势性好转，国际热钱流入中国的步伐在加快，潜在通胀压力在增强，之前金融界人士倾向的两率下调的空间将不复存在。除此之外，货币政策还将进一步拓宽企业的融资渠道。如加快发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等非金融企业债务融资工具，拓宽企业融资渠道，加快发展以机构投资者为主体的银行间债券市场，为积极的财政政策和适度宽松的货币政策的实施提供平台，促进股票市场稳定健康发展，提高直接融资的比重等等。最后，宽松的货币政策将继续实施差别化政策，坚持“有保有压，区别对待”的原则，以此促进产业结构优化升级和经济增长方式转变。

（三）、消费政策的重点内容

未来的消费政策将更加注重民生，多方面多渠道增加城乡居民收入，努力改善消费环境，积极拓展新的消费热点，使居民不仅有钱消费也要有处消费。

如在消费信贷方面，年初的央行工作会议上，央行就指出要鼓励合理发展消费信贷，落实和制定有关信贷政策措施，有针对性地培育和巩固消费信贷增长点，支持居民解决和改善住房条件。5月12日，银监会向社会公布了《消费金融公司试点管理办法(征求意见稿)》，此举意在通过提供更多的金融服务以促进消费需求增长，增强消费对经济发展的拉动作用。为扩大消费，刺激经济复苏，2009年下半年，试点城市有望进一步扩容。

在增加城乡居民收入方面，政府应当努力调整分配结构，使分配更多向劳动者倾斜，以提高居民的实际消费能力。对农村居民而言，应继续提高粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准，提高低收入群体等社保对象待遇，增加农村低保补助，扩大“家电下乡”服务范围，增加对农民的购物补贴。

在社会保障方面，要进一步完善养老、医疗、住房等各项基础性制度的建设，扩大社会保险覆盖面，提高个体私营等非公有制企业的社会保险参保率，完善灵活就业人员的参保办法；妥善解决关闭破产企业退休人员医疗保障；完善农村居民最低生活保障制度，逐步扩大覆盖面。

在消除制约消费的制度和政策障碍方面，要加快企业和个人信用体系建设，对事关人民切身利益及消费安全的商品和服务领域重点整治，建立生产经营者责任制，取消各种违反规定的政府性收费，规范收费行为，尤其要努力减轻居民购房、购车环节的各种税费负担，释放被挤占的消费能力。

在拓展消费热点方面，要合理引导消费需求，把消费需求引向国家鼓励发展的消费热点和领域，引向能

启动市场、促进经济增长的领域，引导消费层次和质量的提高。根据地区经济发展不平衡和需求结构变化不同步的特点，丰富各种档次的商品和服务以适应不同层次消费者的需要。

（四）、对外贸易政策的主要措施

受经济结构短期难以改观和对外依存度居高不下的双向制约，稳定外需并拓展对外经济交流空间仍然是未来相当长一段时间中国经济保持持续增长的重要渠道。为此，下半年将继续加快实施出口市场多元化战略，综合运用出口退税、财政贴息及其他一些财政政策和税收措施，支持拥有自主品牌、核心技术的产品和大型机械设备以及农、轻、纺等有竞争力的劳动密集型产品的出口，同时把促进出口产品结构的优化作为主攻方向，并支持有条件的企业扩大境外投资及并购，进一步完善促进境外投资的政策措施和协调机制，建立健全境外投资监管体系。

（五）、价格改革政策的相关领域

我国价格改革的目标是建立市场调节与政府调控相结合的价格管理体制。未来改革的重点是坚持市场化的价格改革，减少政府对经济活动的直接干预，充分发挥价格信号在引导资源流动、调节利益关系方面的积极作用。对于垄断行业价格改革，主要是加强监管，强化成本约束。严格限制垄断行业的垄断高价行为。而对于资源类产品，主要是建立能反映市场供求关系、资源稀缺程度及环境修复成本的资源价格形成机制。对涉农价格和收费方面，主要是取消或废止不利于农业生产、农民生活、农村发展的收费政策，以减轻农民负担。

（六）、继续发力新农村改革

7 亿农民的消费需求，是扩大内需的持久动力。为此，要继续把扩大农村需求作为扩大内需的重点，及时出台强农惠农政策以促进农民持续增收。最有可能的是下半年会在适当的地区和适当的时机推出农村土地承包权证券化的试点工作。土地证券化是农村融资的重要途径，也是农村土地流动的最高级形式，将土地承包权构造和转变成为可销售和可流通的金融产品，即通过证券化的方式为农业筹集发展资金，搞活农村地产市场和资本市场是未来我国农村土地改革的方向。我国的土地制度经过多次调整，已经基本上具备了证券化的条件，理应抓住机会，适时推动农村土地承包权证券化。同时，将继续贯彻已有措施，加大“三农”投入力度。巩固和强化促进现代农业发展的财税政策，推进农村综合改革，促进农村社会全面进步。

以上诸多方面将构成 09 年下半年我国宏观经济政策的主要内容。尽管由于世界经济形势总体复苏并不乐观，保持适当宽松的宏观经济发展环境应该是未来政策的主要方向，但随着国际国内经济形势的逐渐好转，我国宏观经济政策重点将逐渐从上半年的政策救急扭转经济下滑趋势为主转向政策调养改善经济结构方面。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn