

财政政策下一步将主攻扩大消费



报告日期

2009 年 8 月 31 日 星期一

东方证券研究所策略小组

事件：

财政部副部长李勇 29 日在新理财杂志第二届 CFO 年会闭门会议上指出，我国积极财政政策与适度宽松货币政策配合，对经济运行产生积极影响，目前我国经济形势总体企稳向好。他表示，下一步要着力扩大内需特别是居民消费需求，增强经济增长的拉动力量，是促进经济平稳较快发展的立足点。同时，他也指出我国下一步还应发展战略性新兴产业，培育新的经济增长点。

点评：

一、中央政府已经发出政策重心调整的重要信号

国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，并提出我们要在保增长中更加注重推进结构调整，大力发展符合市场需求的高新技术产业和服务业。我们认为，这次会议表明，在全年“保 8”无忧的背景下，政府开始发出了调控的声音，对前期过度依赖投资的增长模式所带来的后遗症开始进行纠正。这是一个重要的政策信号！（详细内容见我们 8 月 28 日宏观报告《产能问题日益突出 政策重心开始调整》以及策略报告《正视政策调整的强烈信号——“国务院抑制产能过剩常务会议”评析》）

财政部副部长李勇 29 日关于着力扩大内需特别是居民消费需求的表态是财政部高级官员在公开场合首次表示下一步财政政策将主攻消费。财政部作为中央财政政策的重要参与制定和执行部门之一，其高级官员的公开表态在未来财政政策执行方向上具有一定程度的指示性作用。

根据目前的形势，我们维持以前的判断，即下半年仍然以保增长为工作重心，但在政府内部调控的观点会越来越增强。在年底中央经济工作会议对明年的经济形势和政策定基调时，量变就可能会转化为质变，届时对流动性的关注即使不能成为压倒一切的声音，但至少也会和保增长并驾齐驱，从之前的一元论转化为二元论。

二、政策调整过渡期会对短期经济增长造成一定压力

在“总量刺激”的宏观调控思路下，始于去年 11 月的 4 万亿财政刺激计划、十大产业振兴规划以及宽松的货币政策，成为推动固定资产投资快速增长的主要力量，并取得了较好成效。目前，实现“保八”已越来越明朗，出口在逐渐回暖，工业生产也在逐渐好转，这意味着经济增长对投资的依赖程度在下降，政府有能力开始对过度依赖投资的增长模式所带来的后遗症开始进行纠正。同时，前期天量的货币信贷形成的流动性形成了较大的通货膨胀压力，在北方高温大旱天，气影响下粮食及食品价格上行的压力加大，客观上需要政府对未来的信贷和投资进行调控。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

在政府明确发出“在保增长中更加注重推进结构调整”的政策信号之后，我们没有理由怀疑，在当前经济回升态势趋于稳定的情况之下，下一阶段固定资产投资再超预期的概率已经相当之低。在外需疲弱、总需求不足、产能利用率仍处于低位、私人部门投资尚未有效启动的现实依旧存在情况下，加上政府明确发出“更加注重结构调整”的政策信号，短期内环比经济增长动力逐渐消弱将由预期转变为现实的概率不断增大。

三、扩大消费符合我们经济发展长期利益

从长期角度来看，经济增长需要不断优化经济结构，调整经济结构不仅可以使未来经济增长更具有可持续性，也将使经济增长更具效率。而中央政府在实行致力于优化经济结构、刺激消费的财政政策方面一直都没有停止过。着力扩大内需特别是居民消费需求，增强经济增长的拉动力量，是促进经济平稳较快发展的立足点。

为了避免未来经济发展加速失衡，实现经济增长的可持续性，现有诸多政策信号表明，政府已经决心牺牲掉一部分短期经济利益，有望进一步出台长效的以完善民生、增加收入、刺激消费、启动私人部门投资为主要目标的新一轮经济刺激计划，为未来消费持续增长奠定更加有力的基础。

我们预计，下一阶段中央政府将会在以下方面加大政策刺激力度：

- 第一， 扩大政府公共投资，大力促进消费需求；
- 第二， 促进税费改革，实行结构性减税；
- 第三， 调整国民收入分配格局，提高低收入群体收入；
- 第四， 进一步优化财政支出结构，保障和改善民生；
- 第五， 大力支持科技创新和节能减排，推动经济结构调整和发展方式转变。

四、投资建议

1、短期内规避中游行业、首选配置防御性行业

上半年固定资产投资的超预期增长是带动钢铁、化工、水泥等中游行业库存快速消化最重要的驱动因素，部分中游行业产品甚至在中间销售环节出现了大量的囤积。同时，规模巨大的政府开支也使过剩产能得到了相当程度的支撑。在目前政策重心出现明显调整之后，下一阶段固定资产投资再超预期的概率已经相当之低，部分中游行业产品不仅面临产能过剩之忧，而且很有可能出现二次去库存化的情形，应该尽量规避。

由于外需疲弱、总需求不足、产能利用率仍处于低位、私人部门投资尚未有效启动的现实依旧存在，加上政府明确发出“更加注重结构调整”的政策信号，我们判断，短期内环比经济增长动力逐渐消弱将由预期转变为现实的概率不断增大。这种情况下，在没有新的市场驱动因素出现之前，我们建议主要关注商业零售、医药、公路、食品、铁路建设、通信等防御性品种。

2、长期来看，大型优势企业以及高新技术产业、终端消费品将会最终获益

在过剩产能的优化结构调整过程中，在钢铁、水泥、风电、多晶硅等行业中的大型龙头企业将会不断地巩固其行业的优势地位，从而在长期角度最终获益。

调整经济发展结构，实现经济的可持续发展其本质就是在最大程度上启动以消费为主的内需行业，因此，无论怎样，商业零售、食品饮料、汽车等终端消费品将会成为长期的受益品种。而产业结构的最终调整则最终会为高新技术行业提供更多的发展空间。

分析师承诺

东方证券研究所策略小组

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn