

产业比较分析报告

2009 年 11 月 21 日

本报告的主要看点：

1. 通过对经济增长的分析和预测，我们得出明年政府工作重点将转向“调结构”的判断。
2. 在“调结构”和人口因素的共同作用下，我们认为消费品行业将更显优势。
3. 对 2010 年的工业企业盈利增长和利润在产业间的分配进行预测。

宏观策略研究小组

付雷

(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

陈东

(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

2010 年产业比较分析年度报告

——政策与人口因素共同揭开内需篇章

基本结论

- 金融危机后的 2009 年，中国经济在政府强力的财政政策和货币政策的带动下，经济增长迅速恢复。原材料和投资品由于受财政投资的拉动效果显著，因此利润反弹最为迅速，利润分配迅速向中上游集中。
- 在短期内，经济增长依赖投资的趋势不会改变，因此各产业的受益格局将会持续至 2010 年上半年。但 2010 年下半年，随着政府进一步扩大刺激政策的能力减弱，以及投资效果的递减，原材料和投资品的高景气度将难以持续。
- 在短期无忧，长期矛盾加剧的背景之下，2010 年政府工作重点将会偏向“调结构”。调整的方向是比较明确的，即从目前粗放式的增长方式转向集约式增长；从投资拉动经济增长转向消费拉动；从大力发展重化工业转向发展服务业和轻工业。如果“调结构”顺利推行，长期的内需不足、贸易失衡和环境污染有望得到缓解。
- 劳动力供给作为中国经济增长中的一个关键因素目前正处于转折点。青壮年劳动力供给已经开始显著负增长，这将导致劳动力成本进入长期的上升趋势，但在另一方面，也意味着中下层群体的收入有望取得较快的增长。数量庞大的中下阶层将逐步扭转长期滞后的消费。在政策的配合之下，中低档消费和农村消费将稳定而持续地高增长。
- 2010 年整体工业企业利润同比增速的走势将表现为快速增长之后回归平稳增长，全年利润增速有望达到 20%-30%。同时，利润在产业间的分配将逐渐从上游向下游转移。在政策与人口因素的共同作用下，消费品行业将更显优势。就服务业而言，景气度的回升将逐渐从生产型服务业过渡至生活型服务业。

内容目录

虽无近忧，仍存远虑，“调结构”将提上政府工作日程	4
经济受“四万亿”投资拉动，短期危机有望缓解	4
“走老路”使长期矛盾加剧	6
产业结构过度偏向重化工业	6
贫富差距持续扩大，内需乏力	8
人口结构变化——另一个“调结构”的推动因素	9
“调结构”将成为政府 2010 年经济工作重点	11
“调结构”的具体措施及对主要产业的影响	11
当前的经济增长模式下，原材料行业最受益	12
工业企业利润快速反弹，主要是受投资拉动	12
输入性通胀推动价格持续反弹，越上游，价格上涨越快	13
投资拉动相关行业的生产快速恢复	14
2010 年利润的分配将从上游向下游转移	15
三大需求都将面临方向性转变	15
中低端消费：比较确定的快速增长	15
工业企业盈利：快速反弹之后回归平稳增长	15
服务业：从生产型服务业过渡至生活型服务业	16
结论：在政策与基本面同时转向之际，消费品更显优势	18

图表目录

图表 1：随着工业生产的恢复，2009-2010 年“保八”基本无悬念	4
图表 2：带动经济反弹的主要动力是第二产业	5
图表 3：城镇单位从业人员数创历史新高，增速略有下降	5
图表 4：城乡居民收入增速基本能维持 2003-2006 年水平	5
图表 5：工业企业盈利目前处于比较明朗的反弹趋势中	6
图表 6：工业增加值占 GDP 的比例屡创新高	7
图表 7：工业部门中重工业的比例逐年增加	7
图表 8：在财政投资的刺激下，重工业卷土重来	7
图表 9：伴随重化工业的快速发展，中国的单位 GDP 能耗难以下降	8
图表 10：居民消费已经连续 8 年“跑输”经济增长	8
图表 11：城镇各等级居民家庭可支配收入差距持续拉大	9
图表 12：惯性决定未来相当一段时间内人口总量将保持缓慢正增长	9
图表 13：按国际标准(15-64 岁)的适龄劳动人口将在 2014 年进入负增长	10
图表 14：青壮劳动力人口(15-44 岁)总量在 2008 年开始负增长	10

图表 15：社会整体扶养比临近拐点	10
图表 16：各产业利润增速普遍反弹，原材料和投资品行业反弹较快	12
图表 17：利润在产业间的分配迅速流向原材料和投资品	12
图表 18：销量的增长是近期整体工业利润反弹的关键因素	13
图表 19：工业产品价格开始趋势性反弹，上游价格反弹较快	13
图表 20：越上游的产业价格上涨越快	14
图表 21：原材料和投资品的工业生产恢复较快	14
图表 22：2010 年三大需求的走势都将面临拐点	15
图表 23：工业企业利润在 2010 年有望维持快速增长趋势	16
图表 24：货运增长反弹较快显示生产活动逐步恢复	16
图表 25：批发零售贸易业正在逐步反弹	17
图表 26：弹性较大的长话业务近期反弹较为显著	17

虽无近忧，仍存远虑，“调结构”将提上政府工作日程

自 2008 年金融危机以来，在“四万亿”财政投资计划和宽松的货币政策的共同作用下，中国经济在短暂的快速下滑之后正在逐步恢复。工业生产持续反弹，就业和居民收入稳定增长，企业利润逐渐好转。

为了应对金融危机对国内的冲击，中国政府没有致力于对经济中长期存在的矛盾进行调整，取而代之的是维持以投资拉动最终需求的增长方式。其目的就是为了保证原有的过剩产业不受到突然的冲击。这样做的直接负面结果就是原本过剩的行业需求受到了更多的人为刺激而维持了之前的扩张步伐。总体来讲，在 2009 年的“保增长”之役中，经济增长得到了平滑化，但长期的矛盾更加深化。

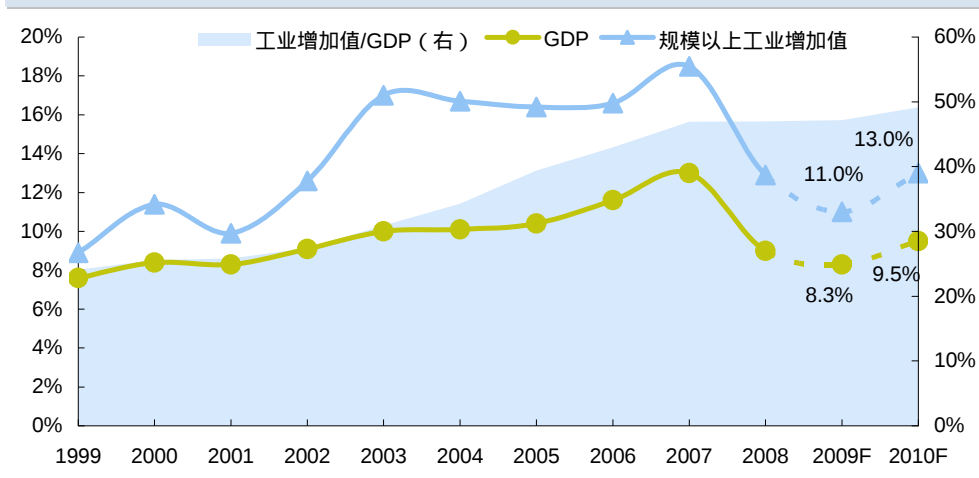
经济受“四万亿”投资拉动，短期危机有望缓解

经济增长无忧。2010 年经济增长在“四万亿”财政投资和宽松的货币政策的共同带动下，中国经济在 2008 年四季度和 2009 年一季度的快速下滑之后，取得了较快的恢复。政府通过对投资需求的强力刺激有效弥补了由外需下滑所导致的产出缺口。工业生产快速反弹，带动了 GDP 增速从一季度的 6.1% 增长至第三季度的 7.7%。预计 2009 年全年 GDP 增长或能达到 8.3%，2010 年全年增长或能达到 9.5%。因此，在危机之后的这两年，经济增长“保八”基本没有问题。

就业压力不大。对政府而言，就业以及社会稳定更是关注的重点。金融危机以来，可能出现的大规模失业一直是政府极力避免的。正是在此忧虑之下，2009 年的财政政策和货币政策的强度才如此之大。但是幸运的是大规模的显性失业并没有发生¹。如图表 3 所示，目前城镇单位从业人员数已经达到了历史最高水平。按照此口径计算的就业非但没有下滑，反而保持较为稳定的增长，这和 10 年前亚洲金融危机期间的表现截然相反。2010 年，预计经济增长将保持更快的增长速度，而青壮年劳动力供给则维持下滑趋势，因此，明年的就业压力不大。

企业盈利有保证。工业企业盈利在 2008 年四季度至 2009 年一季度出现了快速下滑，如图表 5。情况在 2009 年 3 月份开始出现好转，主要原因是工业生产逐步恢复，产能利用率上升，其次，工业产品价格的环比持续回升对企业盈利也有正面贡献。预计 2009 年 1-11 月份的利润增长将达到（0，5%），2010 年工业企业利润将在较快增长的工业增加值的带动下继续保持较快的增长。

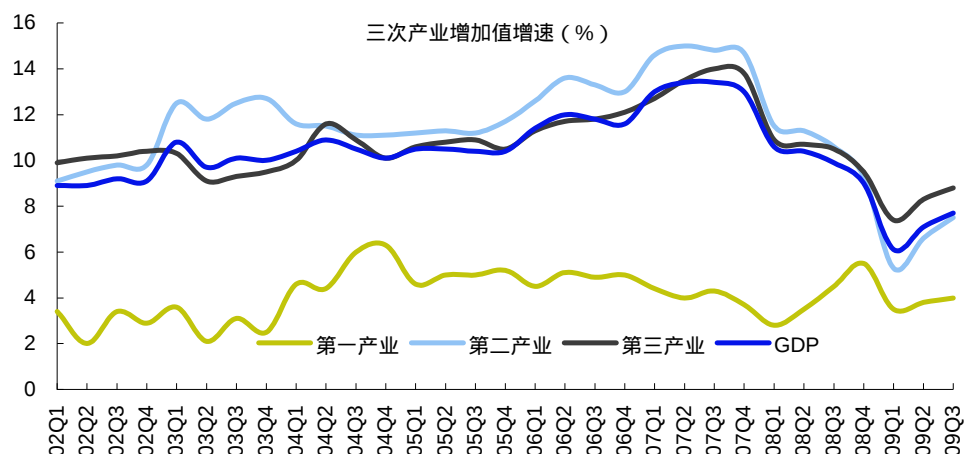
图表1：随着工业生产的恢复，2009-2010 年“保八”基本无悬念



¹ 虽然我们认为没有导致大规模隐性失业的主要原因是人口结构的变化，但是不可否认，扩张的财政政策和宽松的货币政策对就业肯定有所帮助的。

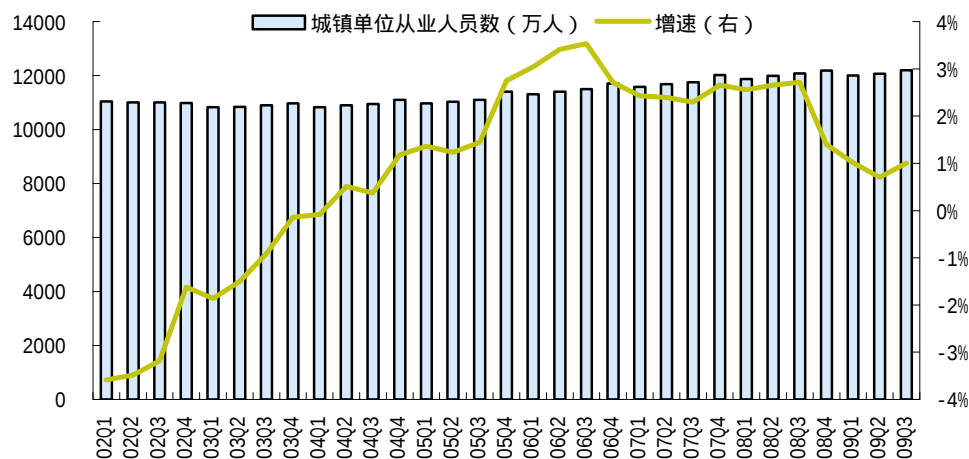
来源：国金证券研究所

图表2：带动经济反弹的主要动力是第二产业



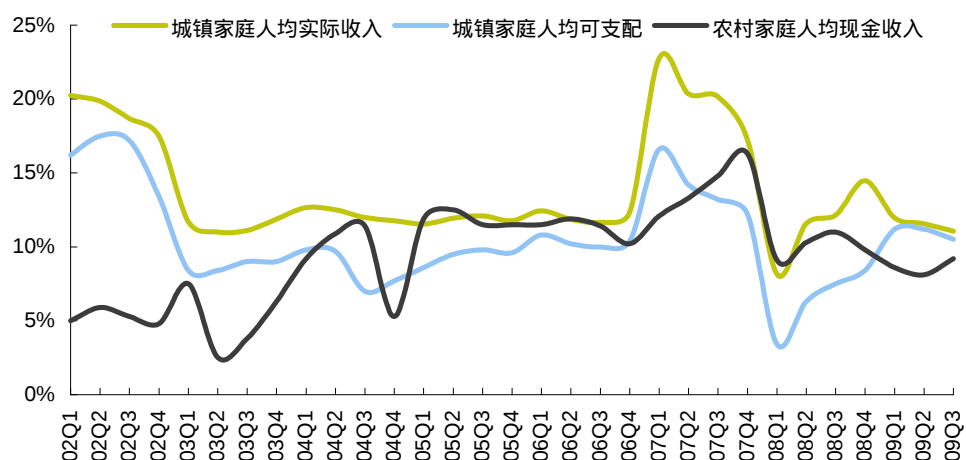
来源：国金证券研究所

图表3：城镇单位从业人员数创历史新高，增速略有下降



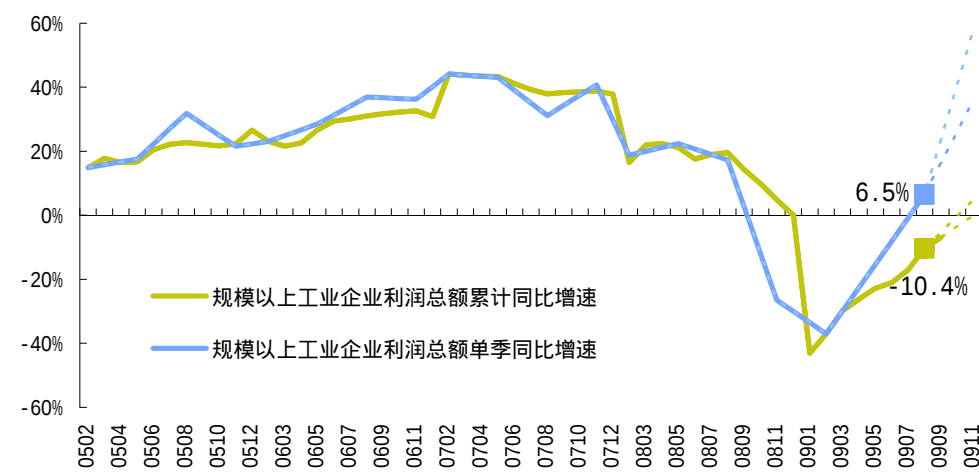
来源：国金证券研究所

图表4：城乡居民收入增速基本能维持2003-2006年水平



来源：国金证券研究所

图表5：工业企业盈利目前处于比较明朗的反弹趋势中



来源：国金证券研究所

“走老路”使长期矛盾加剧

扩张的财政政策和宽松的货币政策的共同目的就是为了创造需求，以弥补国际金融危机所导致的外需急剧下滑。然而，投资需求和外需所拉动的行业以及对各行业的拉动效果却不尽相同。我们在 2009 年初就提出一个观点，即“四万亿”财政投资存在结构性错配的问题。这种错配将导致政策拉动的一些行业和外需打击的一些行业不同，虽然 GDP 增长有不错的表现，但是产业结构将被进一步扭曲。

产业结构过度偏向重化工业

投资需求对重化工业的拉动效果显著，对轻工业的拉动效果微弱。因此，2009 年比以往更高的资本形成贡献率将进一步提升中国的重化工业率，并提高整体工业占 GDP 的比例，如图表 6、图表 7、图表 8 所示。

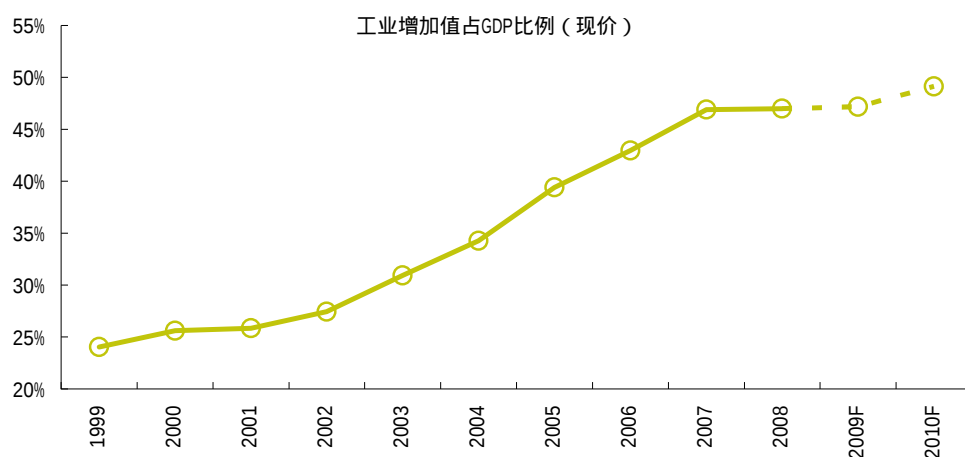
虽然中国目前处于快速的城镇化时期。但是我们仍然忧虑如此高比例的重工业产出根本无法被国内的真实需求所消化，因为轻工业、服务业和农业所创造的增加值比例过低，这导致它们能够产生的需求不足以满足重工业部门的强大产能²。既然无法被内部需求消化，则意味着过剩产能的存在。当然，在财政投资依然规模庞大的时期，产出缺口能够得到有效的弥补，但是当投资投完了，出口还没起来的较坏情境下，重化工业的产能将何去何从？

因此，从批判的角度来看待财政投资，其在一定程度上姑息纵容了重工业的持续扩张。如果 2010 年外部环境无法好转，重工业产能过剩问题将很可能会再次显现。

另一方面，重化工业对能源的消耗系数普遍较高，因此这个产业的快速增长使中国对能源的依赖越来越重。如图表 9 所示，2002-2008 年，中国单位 GDP 能耗指数没有延续之前的下降趋势。这意味着中国每多创造一单位的财富，将消耗掉固定比例的能源。在世界整体能源供给增长缓慢的情况下，中国庞大的经济规模将很容易带来“出口转内销”型的“输入性”通胀压力，随之而来或许还有国际上施加的节能压力。

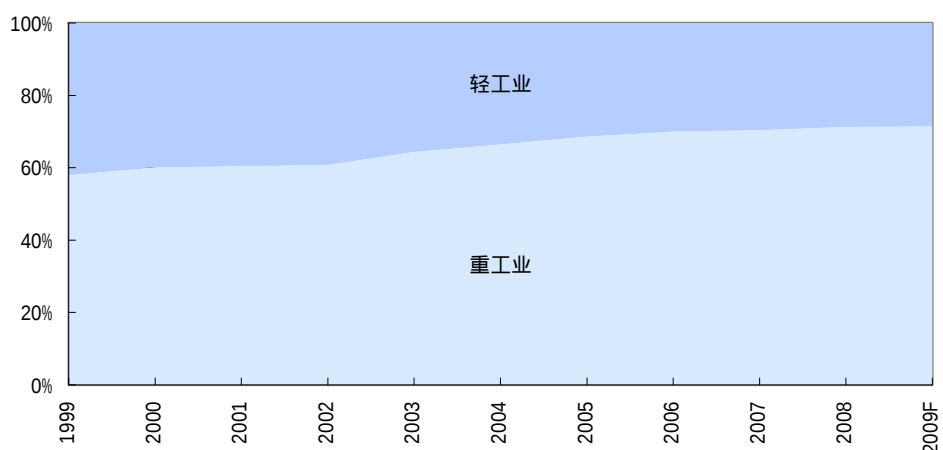
² 除非中国重工业的生产力超高，产出价格相对其他行业来讲非常便宜，但是从现实情况来看并非如此。

图表6：工业增加值占GDP的比例屡创新高



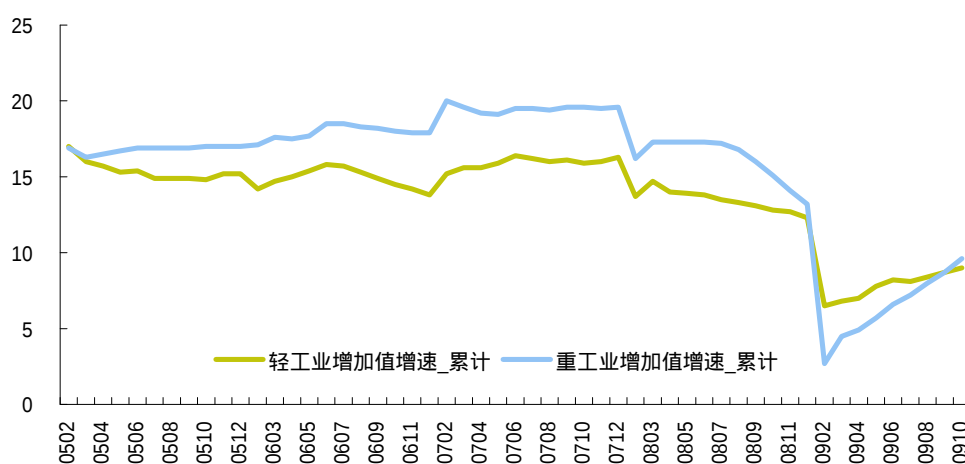
来源：国金证券研究所

图表7：工业部门中重工业的比例逐年增加



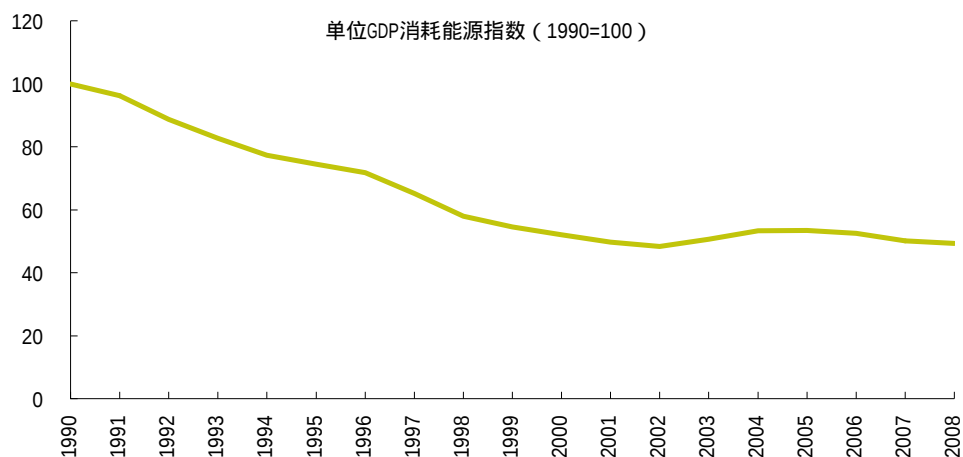
来源：国金证券研究所

图表8：在财政投资的刺激下，重工业卷土重来



来源：国金证券研究所

图表9：伴随重化工业的快速发展，中国的单位 GDP 能耗难以下降



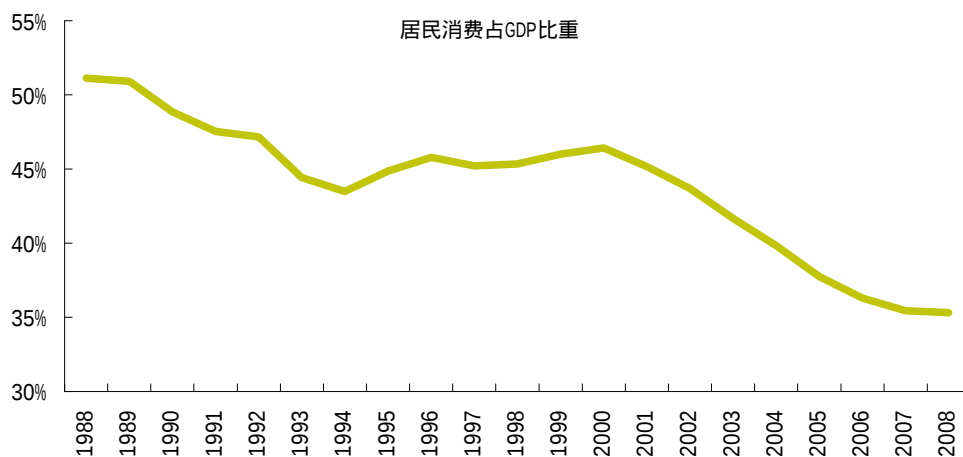
来源：国金证券研究所

贫富差距持续扩大，内需乏力

中国的内需乏力主要有三方面的原因。首先，这和近年重化工业的快速发展是有关系的。重工业是资本、能源密集型产业，对就业的拉动效果不好，从而也就对拉动内需消费的效果不好。另外一方面，2000 年后青壮劳动力维持快速增长的局面，这使得劳动力报酬的增长相对缓慢。第三方面，政府进行收入二次分配的职能也没有到位。这三个方面的原因共同导致了消费连续 8 年“跑输”经济增长，预计 2009 年这种情况也不会发生根本性的转变。

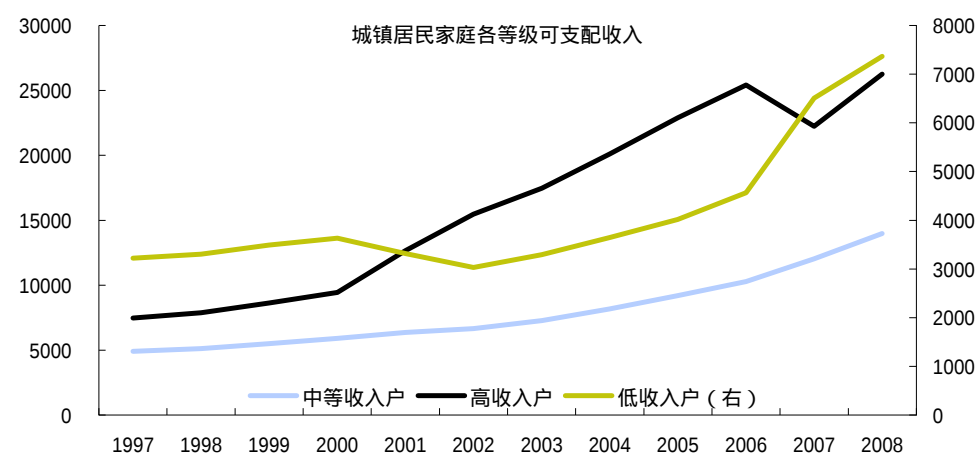
对这三方面因素进行总结，我们可以发现，近几年的财富分配明显偏向于资本而非劳动力。这个结论可以从靠代表资本回报的高收入阶层的收入增长明显快于代表劳动力回报的低收入阶层这一数据得到验证，如图表 11。中国低收入群体的数量庞大，比例最高，只有当这部分人群的收入增长明显快于其他阶层时才能使居民消费“跑赢”GDP。

图表10：居民消费已经连续 8 年“跑输”经济增长



来源：国金证券研究所

图表11：城镇各等级居民家庭可支配收入差距持续拉大



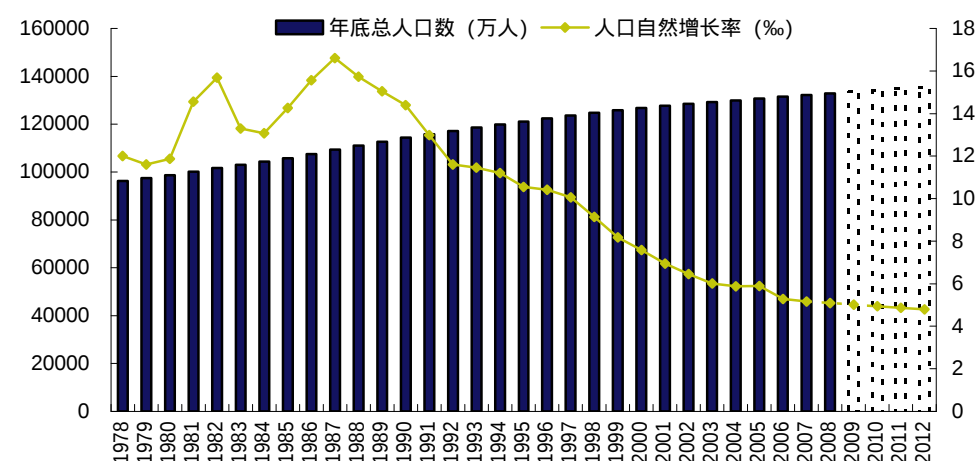
来源：国金证券研究所

人口结构变化——另一个“调结构”的推动因素

中国的人口结构目前逐渐开始显现出老龄化特征：社会平均年龄逐年增加；少儿抚养比持续下降，老年抚养比持续上升，整体抚养比将在 2012 年左右出现长期向上的拐点³。然而，就目前适龄劳动人群的收入水平，很难应对未来即将出现的家庭抚养负担。“未富先老”将会带来比较严重的社会负担从而导致一系列的社会问题，所以这也是政府工作中将会极力避免出现的情况。尽快提升中低收入人群的收入水平，降低这部分人群的社会负担将会得到政府的慎重考虑，2008 年《劳动合同法》的实施也证明了政府对此问题的重视。

另一方面，随着劳动力供给，尤其是青壮年劳动力供给的快速减少，中国的劳动力成本将进入一个长期的上升趋势，这将直接导致中国的出口优势减弱。这就迫使政府下功夫引导经济增长向内需方向转移，而非一味地先用投资撑着然后等待海外市场的好转。同时，劳动力成本的长期上升也会导致资本回报率很难长期维持在较高的水平，这将迫使经济摆脱之前的粗放式增长方式。

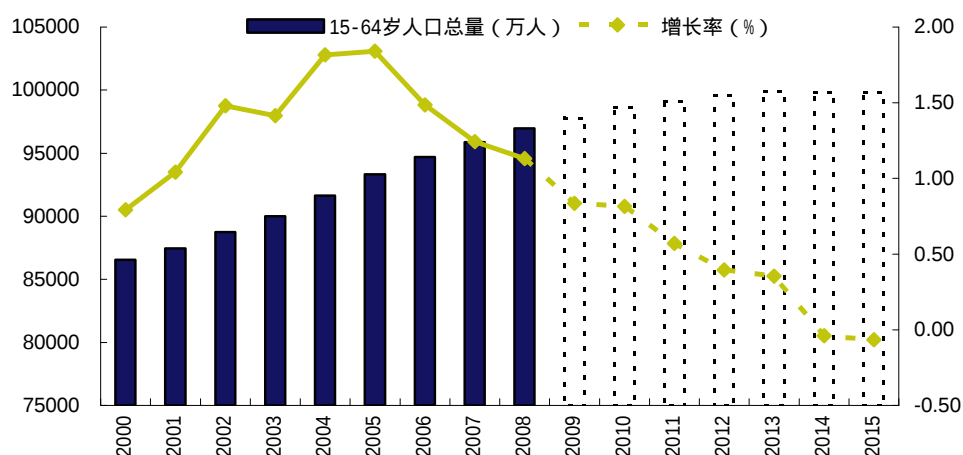
图表12：惯性决定未来相当一段时间内人口总量将保持缓慢正增长



来源：国金证券研究所

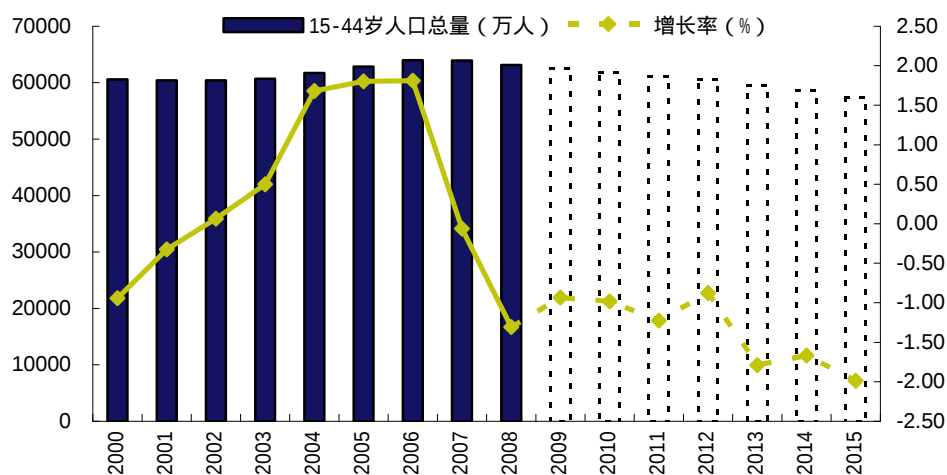
³ 本文整体抚养比拐点出现在 2012 年左右这一结论的估算是以 15-64 岁人群作为适龄劳动人群。如果以 15-44 岁作为实际劳动人群进行测算的话，抚养比拐点在 2008 年就已经出现。而现实中，真实拐点的出现，我们认为应当是在 2008-2012 年之间发生。

图表13：按国际标准(15-64 岁)的适龄劳动人口将在 2014 年进入负增长



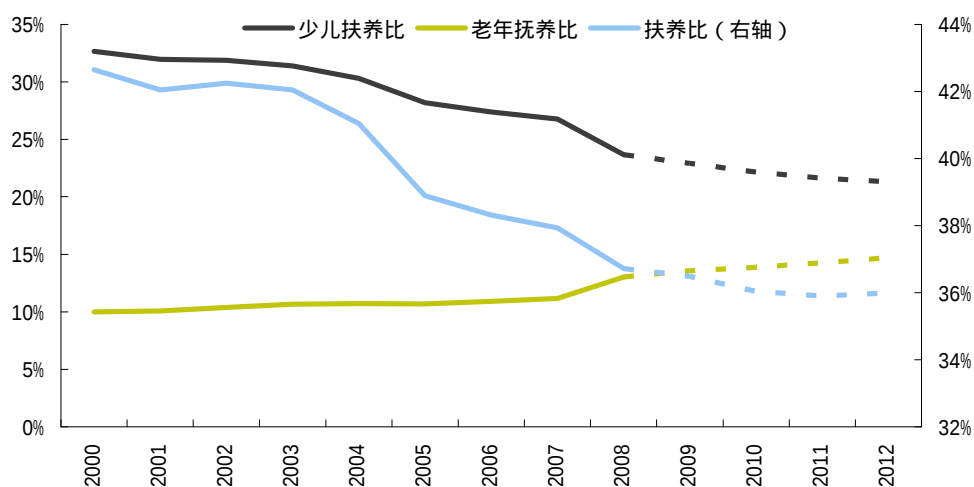
来源：国金证券研究所

图表14：青壮劳动力人口 (15-44 岁) 总量在 2008 年开始负增长



来源：国金证券研究所

图表15：社会整体扶养比临近拐点



来源：国金证券研究所

“调结构”将成为政府 2010 年经济工作重点

在短期增长无忧，长期矛盾加剧，以及扶养比拐点逐步显现的背景之下，2010 年将会是“调结构”的好时机。我们认为，“调结构”的政策方向将会立足于缓解长期积累的经济和社会矛盾，主要有以下三个方面。

增长方式：以投资和外需驱动型向内需驱动型转移；以粗放式增长向节约型转移。

分配方式：由偏向政府和企业的盈利向增加居民收入倾斜，加强政府进行收入再分配的力度。

产业结构：压缩不合理产业或企业的生存空间，提高服务业和轻工业的比例。

“调结构”的具体措施及对主要产业的影响影响

就“调结构”的具体措施，我们认为可能会包括：贯彻执行“十大产业振兴规划”、调整进出口税率；推行“资源品价格改革”、“资源税改革”和深化“节能减排”；调整个人所得税、完善社会保障体系、补贴城镇中低端和农村消费；放开部分垄断领域的民间投资等等。

十大产业振兴规划⁴是政府于 2008 年底金融爆发之际开始制定的应急措施，“保需求”、“调供给”两条主线贯穿其中。在今年的“保增长”之役中，和四万亿投资相配套的“保需求”执行力度较大，然而，“调供给”的实施却相对滞后。这主要是政府担心严格的“调供给”可能会影响就业和经济增长。我们认为在 2010 年经济增长和就业都没有压力的情况下，十大产业振兴规划中的“调供给”将能得到更好的实施。

资源品价格改革和资源税改革⁵是建立市场经济体系中的重要一环，是压缩不合理产业和企业生存空间的有效工具。我们认为在 2010 年下半年，在经济回归平稳增长和通胀预期有所回落的条件下，这两项改革将能顺利推出。

就“调结构”对整体经济和主要产业的影响，我们认为首先消费品行业将直接受益于中下层人群快速的收入增长，这主要来自于政策的扶持和人口结构的转变；其次，高耗能、高污染的重化工业将受到抑制，这来自于政策转向的影响和固定资产投资的逐步回落；同时，新能源、高新技术等产业将持续受到政策的支持。

⁴ 详细分析请见 2009 年 3 月《十大产业振兴计划专题报告——产业振兴大潮重塑行业强者》。

⁵ 详细分析请见 2009 年 9 月《资源品价格改革从制度层面推动产业转型》

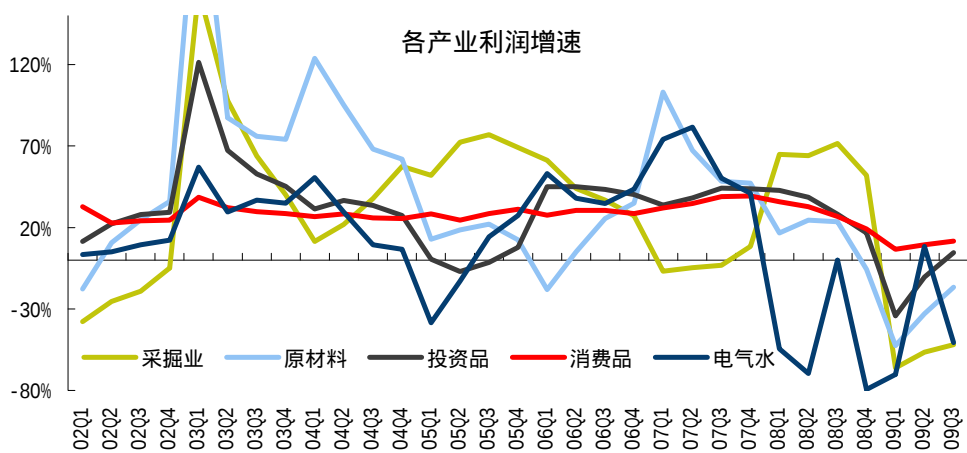
当前的经济增长模式下，原材料行业最受益

影响企业盈利的因素有三个，即销量、价格和利润率。综合分析这三方面因素在近期及未来短期内的表现，我们认为原材料行业的景气度回升将最为显著。

工业企业利润快速反弹，主要是受投资拉动

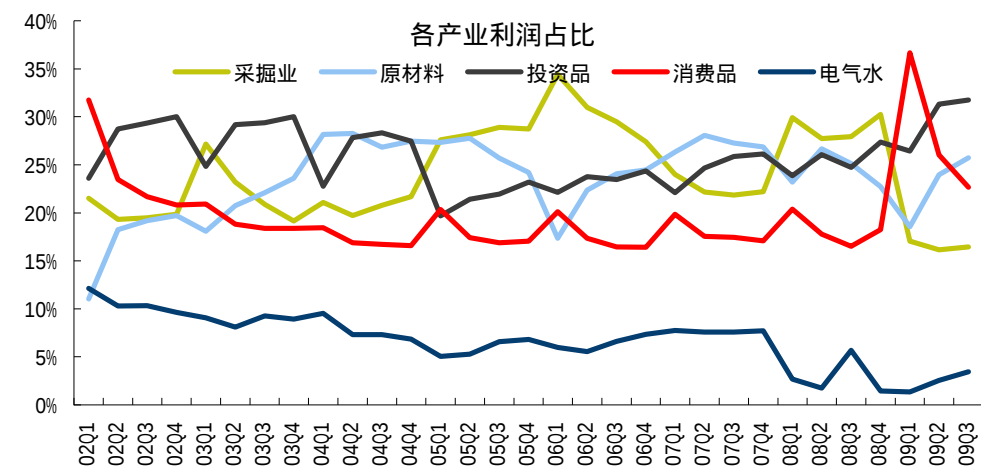
自今年 3 月份，工业企业盈利开始逐步好转。比较各个产业的表现，我们发现受投资拉动效果显著的原材料（冶金、化工、建材）、投资品（机械设备、交通运输设备、电气电子、仪器仪表）的景气度提升最为显著。利润在产业间的分配也快速流向这两大产业。通过对利润增长驱动因素的分解，我们可以发现近期最主要的贡献来自于销量的增加，其实也就是间接受益于固定资产投资需求的拉动。

图表16：各产业利润增速普遍反弹，原材料和投资品行业反弹较快



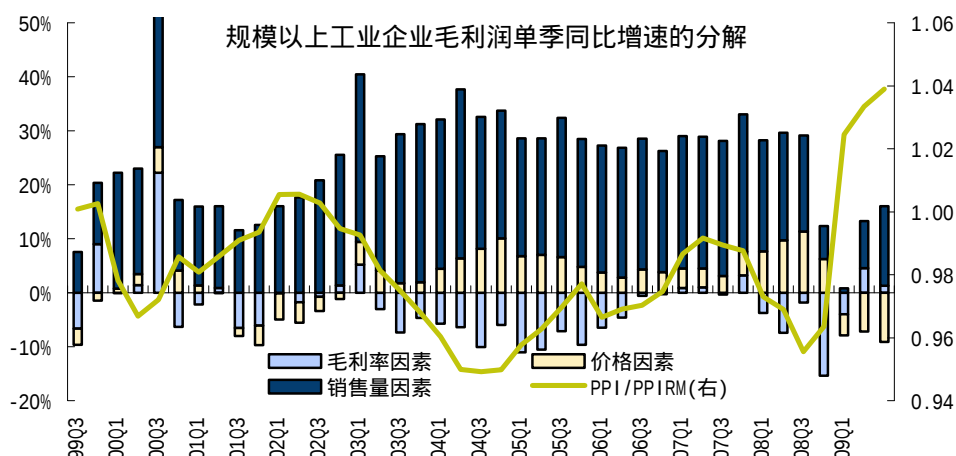
来源：国金证券研究所

图表17：利润在产业间的分配迅速流向原材料和投资品



来源：国金证券研究所

图表18：销量的增长是近期整体工业利润反弹的关键因素



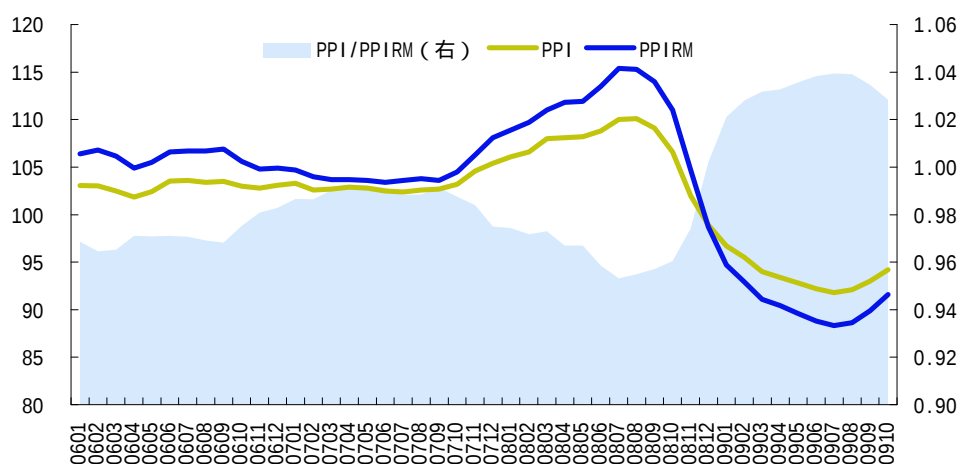
来源：国金证券研究所

输入性通胀推动价格持续反弹，越上游，价格上涨越快

目前的工业品价格同比指数已经开始了趋势性的上升。实际上，工业品出厂价格环比已经连续上升了8个月，其中PPI自3月份以来累计上涨了3.14%，原材料、燃料、动力购进价格指数（PPIRM）已经累计上涨了6.15%

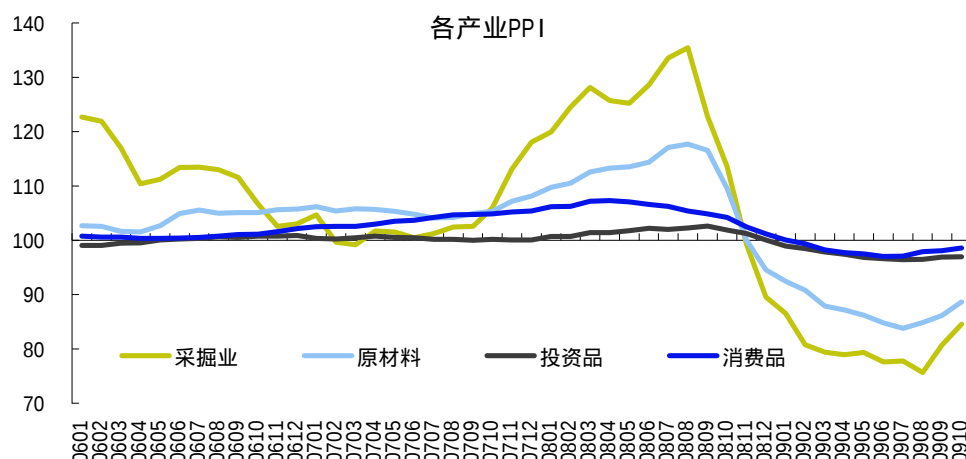
从结构上看工业品价格的变化，我们发现越上游价格上涨越快。这说明目前的工业品价格上涨表现为典型的输入性和成本推动型。我们认为未来一段时间这种价格上涨格局将持续下去。

图表19：工业产品价格开始趋势性反弹，上游价格反弹较快



来源：国金证券研究所

图表20：越上游的产业价格上涨越快



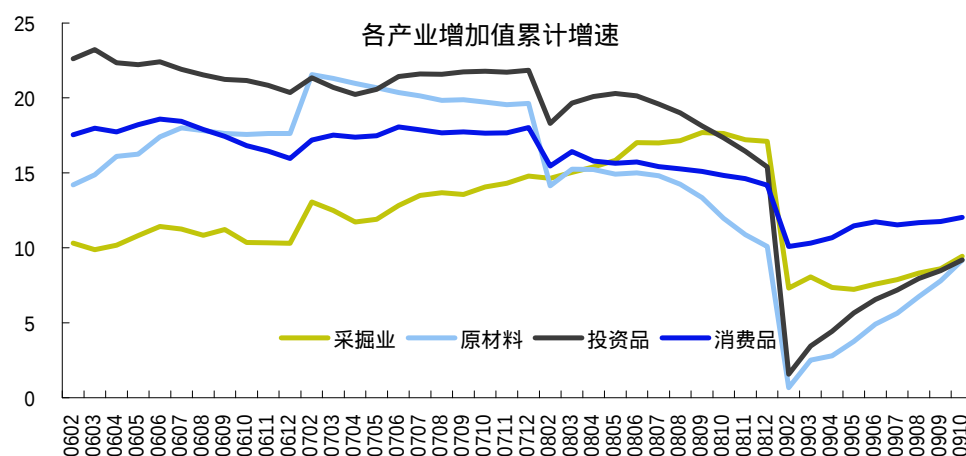
来源：国金证券研究所

投资拉动相关行业的生产快速恢复

各产业增加值的表现能间接反映出销量的变化。目前的情况是受投资拉动显著的产业，即原材料和投资品的增加值反弹较快，消费品和采掘业的表现则较为稳定。

在以投资为主导的增长模式下，原材料行业最受益。综合考虑未来短期内的经济增长仍然将以投资为主要驱动力，价格仍将维持输入性的成本推动型上涨的影响，我们认为原材料行业的景气度提升将最为显著，这是由于原材料行业的盈利对销量、销售价格和毛利率都很敏感。投资品行业对销量的变化比较敏感，在未来短期内投资仍然能够快速增长的情况下，投资品的表现也会不错。相比之下，消费品的景气度在 2010 年上半年可能不会表现出明显的优势。

图表21：原材料和投资品的工业生产恢复较快



来源：国金证券研究所

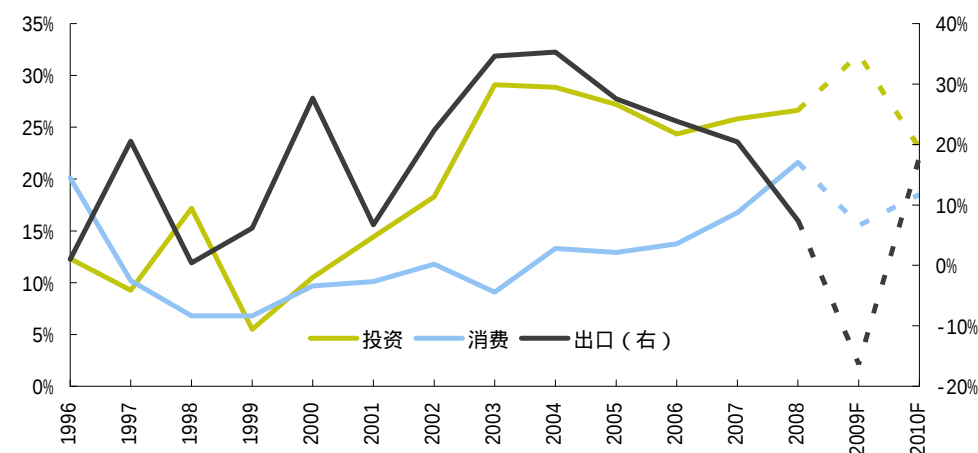
2010 年利润的分配将从上游向下游转移

我们预计 2010 年利润增速将表现为快速增长之后回归平稳增长，全年规模以上工业企业利润增长有望达到（20%，30%），而利润在产业间的分配将从上游向下游转移。

三大需求都将面临方向性转变

根据国金证券宏观经济研究小组对 2010 年经济走势的预测，三大需求都将面临方向性的转变。投资将随着扩张性政策的逐步退出而表现为显著的回落；出口则有望在发达经济体恢复的同时取得较快的增长；而消费可能继续维持较快的平稳增长。

图表22：2010 年三大需求的走势都将面临拐点



来源：国金证券研究所

中低端消费：比较确定的快速增长

财政投资的回落不会显著影响消费需求。目前的经济增长主要依赖于投资的带动，明年随着财政投资的逐步回落将会引发居民消费可能会受到负面影响的担忧。但是我们认为，影响将会比较微弱。决定消费最主要的因素还是收入及预期。而固定资产投资对就业，以及居民收入的拉动并不显著，因此政策的退出不会对消费产生显著的负面冲击。

劳动力结构的持续变化能够支持中低端消费的快速增长。劳动力成本的增加从另一个方面来讲，意味着中低收入群体的收入增长有望维持较快的速度。中国的收入结构是金字塔型，中低端收入群体的数量庞大，他们收入的较快增长将能够支持相应消费品行业的稳定快速发展。我们将持续关注食品、饮料、服装、家电、医疗、保险等消费品在城镇中低收入家庭及农村市场可能面临的消费升级。

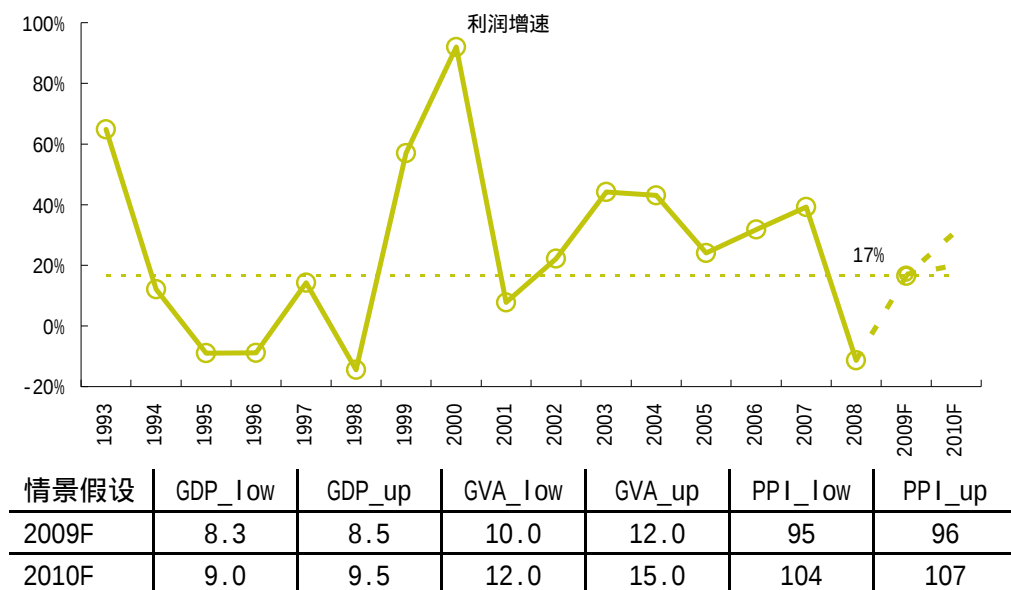
工业企业盈利：快速反弹之后回归平稳增长

2010 年全年规模以上工业企业利润增速有望达到（20%，30%）。目前的工业企业盈利正处于一个明朗的反弹趋势中。由于同比基数的原因，2010 年工业企业利润同比增速将表现为快速反弹之后回归平稳增长的态势。预计 2010 年全年规模以上工业企业利润增速有望达到（20%，30%）的增速。

利润在产业间的分配将从上游向下游转移。2010 年上半年，以投资为主导的经济增长模式不会改变，原材料、投资品的表现依然能够维持目前的高景气度水平。2010 年下半年，伴随着财政投资的逐步减弱，原材料和投资品的高景气度将难以维持。然而，在政策转向和人口因素的共同影响之下，消费品行业

将能够取得较快的增长。另一方面，在外围发达经济体有可能出现好转的情况下，消费品的外部需求将逐步提升，这进一步提升了 2010 年下半年消费品的相对优势。

图表23：工业企业利润在 2010 年有望维持快速增长趋势



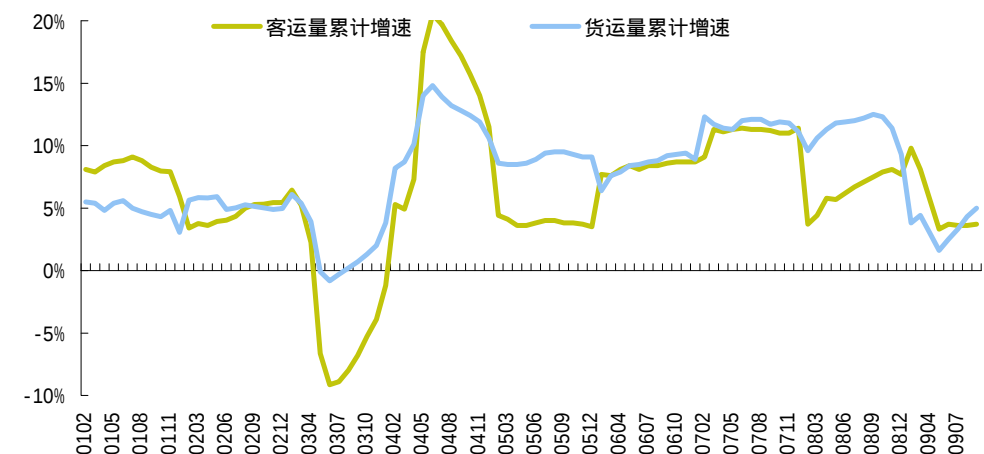
来源：国金证券研究所

服务业：从生产型服务业过渡至生活型服务业

伴随着工业生产的恢复，相关的早周期生产型服务业已经取得了较为显著的反弹，主要包括航运、公路铁路货运、长话业务和批发零售业。由于目前的工业生产主要由固定资产投资所拉动，因此服务业的恢复也是间接受益于扩张的财政政策和宽松的货币政策。

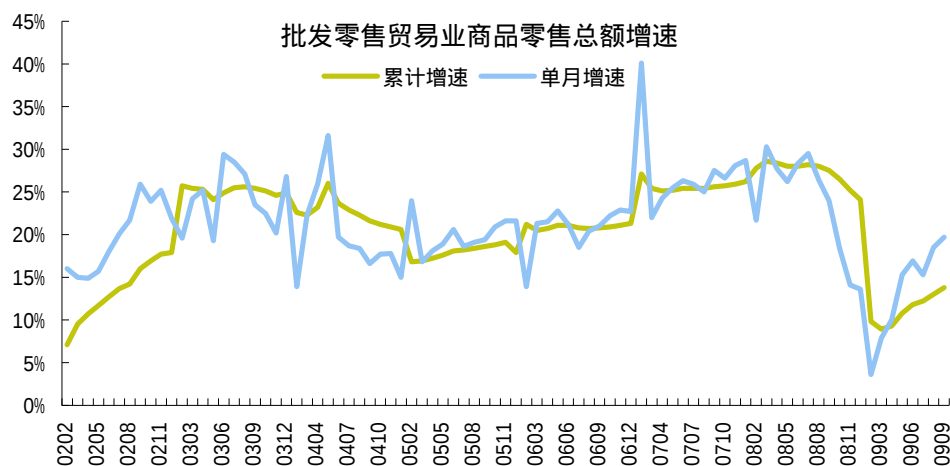
2010 年工业生产有望维持更快的增长速度，在此背景之下生产型服务业的反弹有望持续。但随着政策结构调整和人口结构的转变，生活型服务业的景气度有望取得较快的提升。2010 年，餐饮、旅游、医疗、保险等内需生活型服务业的需求将相对旺盛。另一方面，伴随着出口的逐步好转，与此相关的海运、贸易等行业也存在可能的投资机会。

图表24：货运增长反弹较快显示生产活动逐步恢复



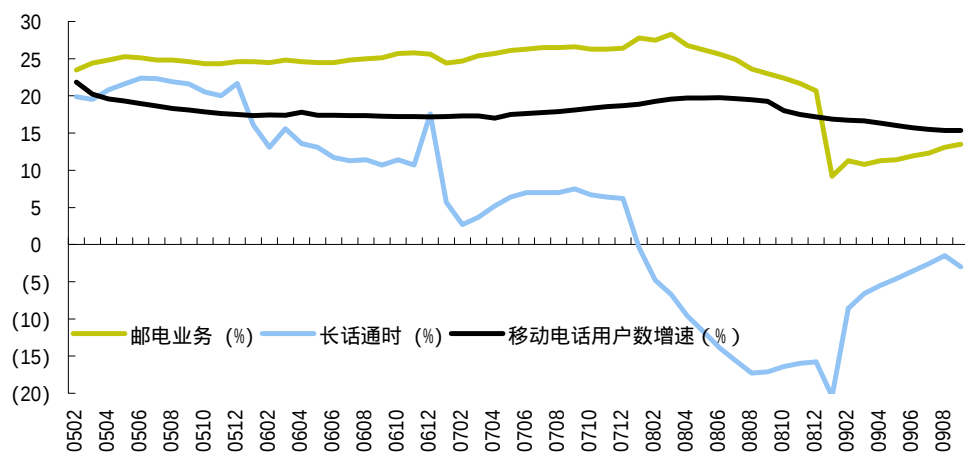
来源：国金证券研究所

图表25：批发零售业正在逐步反弹



来源：国金证券研究所

图表26：弹性较大的长话业务近期反弹较为显著



来源：国金证券研究所

结论：在政策与基本面同时转向之际，消费品更显优势

危机后的 2009 年，中国政府推出扩张的财政政策和宽松的货币政策以弥补外需急剧下滑所导致的产出缺口。在各种保增长措施的共同作用下，中国经济取得了快速的反弹，经济增长“保八”无悬念，就业和居民收入维持稳定增长，企业盈利持续恢复。

在保增长的 2009 年，政府采取“走老路”的措施以平滑经济波动，但是却加剧了一些长期存在于社会、经济领域的矛盾。这些矛盾主要包括产业结构失衡、内外需失衡、环境污染严重以及能源依赖度持续上升，随之而来的还有来自于国外的节能减排和进出口关税的压力。

另一个决定中国长期经济增长的变量——人口因素目前正处于结构性的趋势拐点期。人口老龄化逐步显现，青壮年劳动人口开始负增长。在“未富先老”有可能导致一系列社会问题的忧虑下，政府有动力提升中下层收入群体的收入增长。同时，长期上升的劳动力成本也将逐步削弱中国的出口竞争优势和降低资本回报率水平。政府可能会慎重考虑及时引导经济增长转向以内需消费驱动。

在短期无忧，长期矛盾加剧，以及人口因素面临拐点的情况下，2010 年将会是政府推行“调结构”的好时机。“调结构”的立足点将是缓解长期矛盾，具体的措施可能包括贯彻实施“十大产业振兴规划”中的“调供给”部分、推行“资源品价格改革”和“资源税”、调整进出口关税、加强二次收入分配、完善社会保障、补贴中低端和农村消费以及放开部分垄断行业的民间投资。

目前的产业格局中，原材料和投资品由于受财政投资的拉动效果显著，因此利润反弹最为迅速，利润分配迅速向中上游集中。在短期内，经济增长依赖投资的趋势不会改变，因此各产业的受益格局也将持续。2010 年下半年，随着政府进一步扩大刺激政策的能力减弱，以及投资效果的递减，原材料和投资品的高景气度将难以持续。然而，在政策转向和人口因素的共同作用下，消费品行业有望取得较快的增长。

2010 年整体工业企业利润同比增速的走势将表现为快速反弹之后回归平稳增长。利润在产业间的分配将逐渐从上游向下游转移。就服务业而言，景气度的回升将逐渐从生产型过渡至生活型服务业。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。