



总量好治，结构难调，从西药到中医

——2010 年宏观经济展望

要点：

- **内需不足制约经济增长：**社会保障体系不完善和产出分配失衡是中国高储蓄、低消费和依赖出口的根本原因，自 90 年代中期完成短缺向过剩的转化之后，中国的广义储蓄率（资本形成和出口占 GDP 的比重）由 2000 年 37.7% 的水平攀升到了 2008 年的 51.7%，相应地居民消费比重由 46.4% 下降到了 35.3%，这个消费比重既远低于美国 70% 的比例，也低于日本约 55% 的水平。有效需求不足已成为制约经济总量扩张的主要矛盾，在 09 年通过大规模投资和刺激大宗消费实现总需求 V 型回升之后，未来经济政策面临调整结构、夯实增长基础的客观要求。
- **内需不足条件下的货币依赖：**在过剩环境下，运用信用（货币）扩张来稀释储蓄以形成新的购买力，既是发达国家刺激经济的基本逻辑，也是中国宽松经济政策拉动总需求的主导方式，过去十几年中国的货币增速基本上是 GDP 增速的两倍，快速的信用膨胀实际上已成为总需求的一个重要支撑。鉴于分配格局短期难以实质改变、全球再平衡和美国民间债务的放缓抑制了未来的出口持续高增长，可以预见信用扩张会成为未来较长时期缓解国内产能过剩，扩张总需求的重要手段，低利率和货币相对宽松会成为一个发展趋势，从某种意义上甚至可以说，如果经济调结构无法见到实质成效，中国经济将对信用扩张（货币）形成某种程度的依赖。
- **刺激过后，平稳增长：**美国的库存回补和金融杠杆恢复支持美国经济弱势复苏，2010 年中国经济面临外需恢复性上升（全年 17.5%），投资节奏放缓（全年 28%），GDP 和货币扩张步伐相对 09 年趋于平稳（预测 GDP 增速 9.8%、信贷投放 7 万亿），物价温和通胀的格局（CPI 为 2.6%），本币面临被动小幅升值压力（预计升幅 2.5%），而数量工具会成为央行调控货币的优先选择。宏观调控重心将从保增长转向调整经济结构和收入分配差距，促进消费，保障民生和发展服务业有望成为新的政策方向，房地产政策可能面临微调，大宗消费品刺激措施有望延续并扩大，刺激政策范围可能进一步扩大到旅游、文化等服务业领域。
- **资产价格前高后低、总体平稳：**我们认为货币的总量和结构是观测资产价格周期的核心要素，而升值、热钱、利率和信贷环境这些参数最后都必须通过货币总量和结构来影响资产价格。在预期 2010 年经济和货币两大因子总体乐观，边际向下的前提下，我们对明年一季度以后的资产价格走势偏向于中性，良好的经济环境和巨大的存量信用规模为资产估值提供了底部支撑，而经济和货币因子的边际向下会对资产价格形成负面影响，单纯的升值预期和热钱流入不足以造成资产价格继续大幅度膨胀，二季度开始资产价格可能面临宽幅振荡格局。

宏观分析师

吴士金

☎0755-83516212

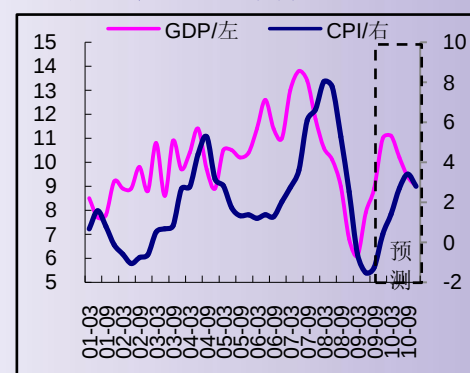
✉wtj@cgws.com

腊博

☎0755-83516230

✉lab@cgws.com

GDP 与 CPI 预测增速（季度）



经济数据预测表

	2009Q4	2009 年	2010 年
GDP	11	8.5	9.8
CPI	0.5	-0.7	2.6
工业	18	12.2	14.6
投资	31.6	32.4	28
消费	18.4	15.8	18.3
出口	0	-16.7	17.5
进口	21	-11.9	19.4
M1	31	22.8	19
M2	27.3	26.1	17.5
利率	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.65

相关报告

《震荡向上，均衡配置》

——2009 年四季度 A 股投资策略

《从趋势到业绩，行业配置风格面临转换》

——2009 年 9 月投资策略

《从流动性主导到经济复苏主导》

——2009 年下半年投资策略

《春意初现，配置“复苏”资产》

——2009 年 2 季度投资策略

《冬寒犹存暖意：坚持积极防御》

——2009 年度投资策略



总量好治，结构难调，从西药到中医

——2010 年宏观经济展望

目录

	总量好治，结构难调，从西药到中医	1
一、	消费不足与货币依赖	3
1.	过剩制约经济总量扩张	3
2.	过剩环境下的货币依赖	5
二、	货币带来需求，也深刻影响要素相对价格	7
1.	美国的债务公共化、美元贬值与商品走强	7
2.	货币膨胀提高了稀缺资产的相对价格，加剧分配失衡	8
三、	中国经济——增速趋于平缓，从西药到中医	10
1.	外部环境：实体经济与金融杠杆的弱势复苏	10
2.	经济格局：环比增速趋于平缓，同比前高后低	12
3.	总量政策：宽松泛滥后趋于常态	12
4.	价格周期：资产价格升势余威未逝，物价温和膨胀	17
5.	结构政策：调结构如中医养身	20

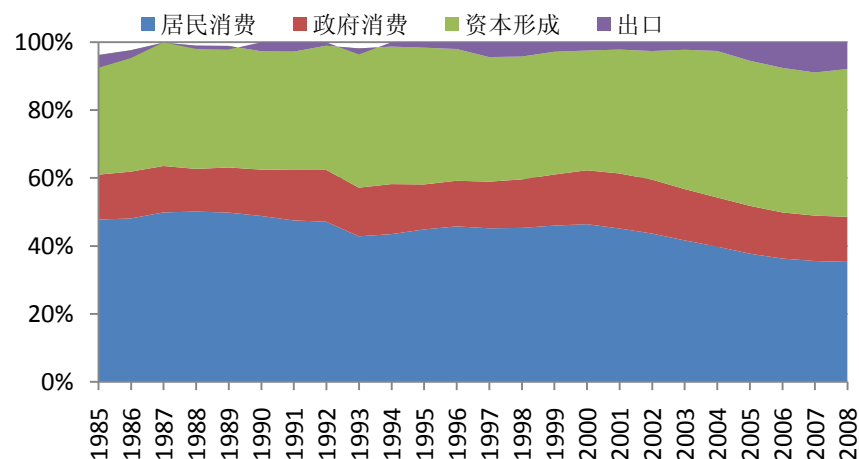


一、消费不足与货币依赖

1. 过剩制约经济总量扩张

在 90 年代中期之前，中国经济尚处于短缺状态，限制经济总量扩张的主要矛盾是产能和供给能力，从 90 年代末开始，多数行业逐步从原先的供需“短缺”、“平衡”阶段转向了“供给过剩”，需求不足成为约束经济总量扩张的主要矛盾。新千年以来，出口（年均增速 25%）和房地产两大龙头需求的拉动，成为总需求扩张的主导力量，2008 年受国内收紧货币和外部金融危机影响，出口和房地产需求出现大幅下滑，导致 08 年四季度各个行业产生了普遍的过剩，需求不足一度导致经济增长趋于停滞（08 年四季度发电量环比萎缩了近 10%），09 年在政策大力刺激下，房地产、汽车和家电三大内需龙头获得大幅增长，再加上政策驱动的固定资产投资急剧膨胀，使得今年中国经济摆脱了出口萎缩的阴影，实现了强劲的 V 型回升。但在宽松政策大力刺激的背后，我们必须承认储蓄率过高、消费不足和过剩压力已成为中长期的经济矛盾，在消费率较低的情形下，扩大投资成为消化过剩产能的唯一出路，但单纯资本积累的增加（除了公共投资）无疑会造成更大规模的产出过剩，往往也无助于经济结构的调整。

图 1. 支出法 GDP 中居民消费、政府消费、资本形成和净出口的构成比例，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

中国的广义储蓄率（资本形成和出口占 GDP 的比重）由 2000 年 37.7% 的水平攀升到了 2008 年的 51.7%，相应地居民消费比重由 46.4% 下降到了 35.3%，这个消费比重既远低于美国 70% 的比例，也低于日本约 55% 的水平。高储蓄、低消费的经济结构造成了有效需求不足，在多数国民消费需求没有得到满足的同时，各个行业却已经处于产能过剩状态（恩格斯所说的“富裕的贫穷”），尤其是在金融危机导致外需受挫的情形下，09 年钢铁、有色、水泥、玻璃、化工化肥等诸多工业领域都出现了较为严峻的产能过剩和库存积压现象，相应的行业景气度和企业盈利也面临着较大的压力（下图）。

图 2. 水泥新增产能、新增产量, 万吨

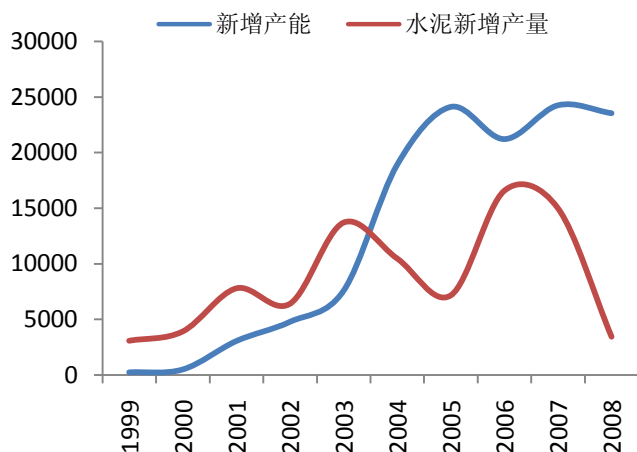
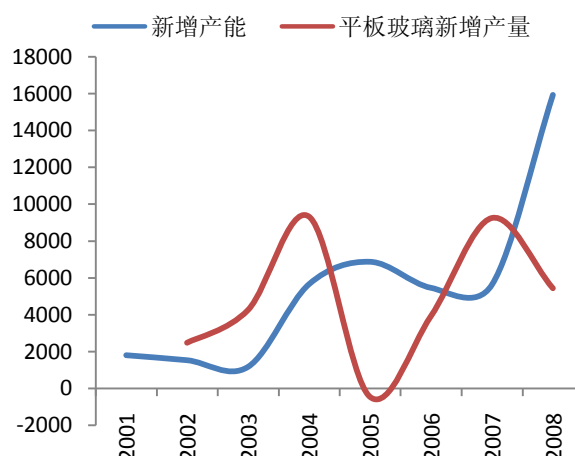


图 3. 平板玻璃新增产能、新增产量, 万重量箱



数据来源: Wind, 长城证券研究所

图 4. 氮肥新增产能、新增产量, 万吨

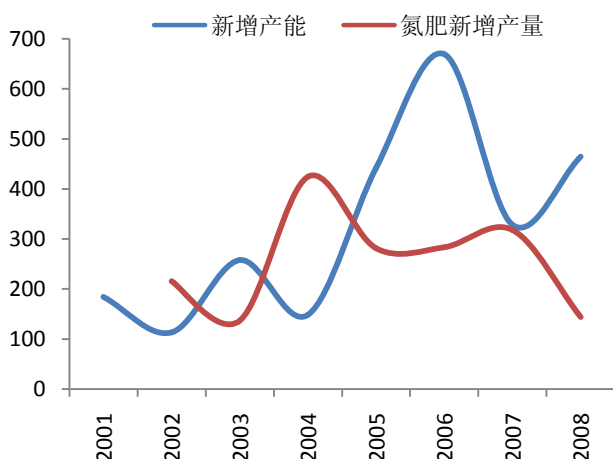
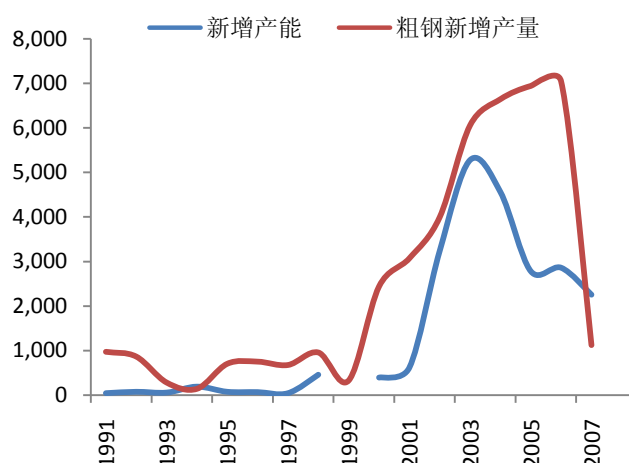


图 5. 炼钢新增产能、粗钢新增产量, 万吨



数据来源: Wind, 长城证券研究所

即便是具有公共品属性的基础设施建设, 也同样在一定程度上存在着过度投资和投资低效率的问题, 从铁路和公路两大基础设施领域产能来看, 过去十年铁路单位里程货运周转量不断上升, 显示铁路运输能力得到了充分利用, 但从公路利用效率来看, 自从 98 年基建投资高峰过后, 实际上公路单位里程的货运周转量出现了小幅的下滑, 公路的饱和度显然要高于铁路。从基建投资和产出的角度来看, 自 2005 年以来货运周转量增速开始低于交运仓储领域的投资速度, 也从一个侧面反映出公共投资在一定程度上同样存在产能过剩的问题。



图 6. 公路、铁路单位里程货物周转量，亿吨公里

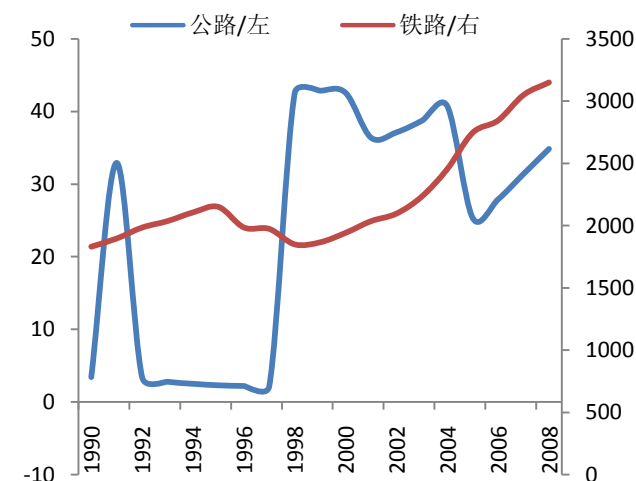
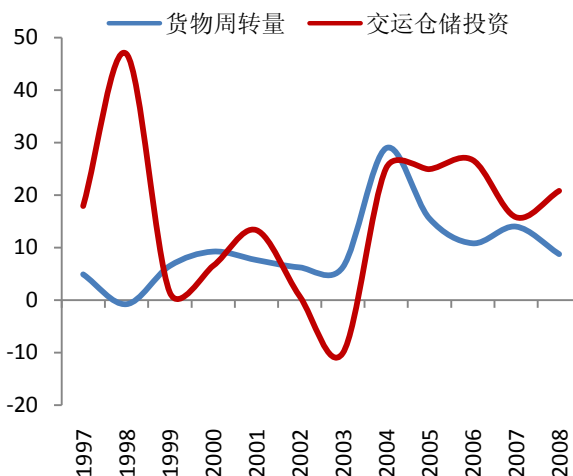


图 7. 货物总周转量、交运仓储固定资产投资增速

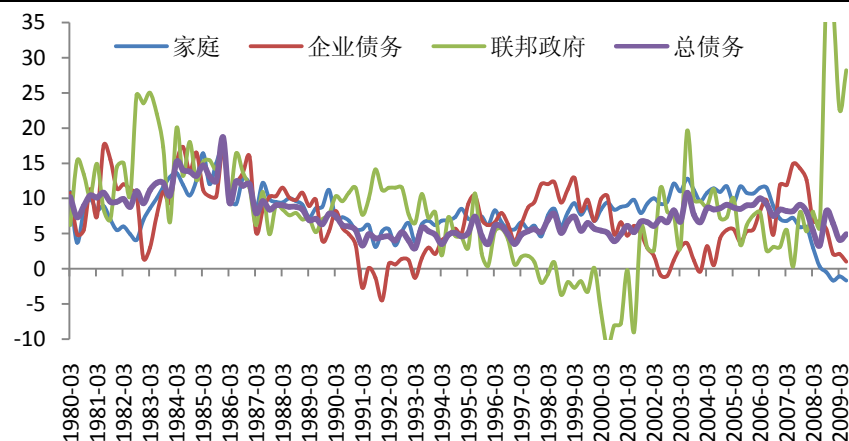


数据来源：Wind，长城证券研究所

2. 过剩环境下的货币依赖

实际上，大概除了非洲等贫困地区之外，过剩和需求不足已成为现代经济体系普遍面临的一个基本矛盾。产出分配失衡导致当期需求不足、储蓄过高，愈来愈多的当期产出则成为资本积累，进入到下一期创造更大规模的产出，这既是马克思认为资本主义难以避免过剩危机的原因，也是现代宏观政策一直致力于解决的问题。在金本位瓦解之后，信用货币赋予了现代经济扩张债务（货币）、稀释储蓄、运用通货膨胀创造需求处理过剩的新机制，才使得 19 世纪 30 年代那样的大萧条不再以重现。从世界经济龙头美国的情况来看，过去三十年企业设备使用率一直处于下降趋势，科网泡沫破灭之后，家庭和企业负债持续扩张，债务规模（货币）的膨胀带来了实体经济和资产价格的繁荣，在房贷泡沫破灭引发金融危机之后，居民和企业增加储蓄，民间信用规模急剧收缩，只有通过降低利率提高赤字促使政府信用快速膨胀，才使得信用总规模成功地稳定在一个不至于引发总需求瓦解的水平上。在金融市场重新稳定，经济主体恢复财务杠杠之后，巨大的联邦政府债务（年底约 12 万亿美元）必然重新带来总体信用（货币）规模的大幅提高，在扩张债务创造出总需求成功抵御金融危机冲击的同时，也埋下了通货膨胀的隐患。

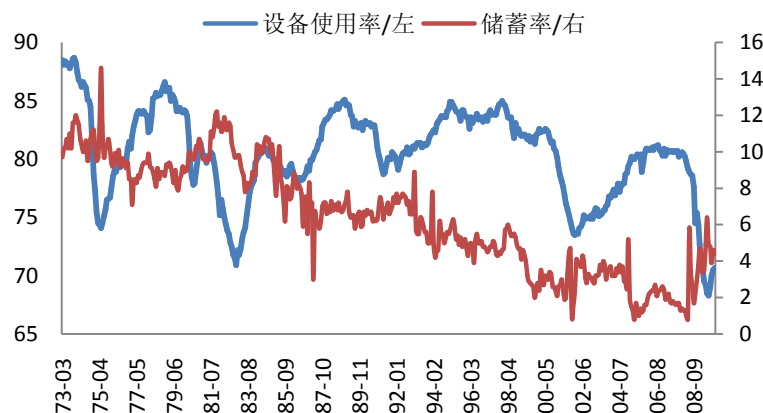
图 8. 美国总债务和家庭、企业、政府债务同比增速，%





数据来源: Bloomberg 长城证券研究所, 截止 2009 年 06 月

图 9. 美国设备使用率、储蓄占可支配收入比例, %



数据来源: Bloomberg 长城证券研究所

在过剩环境下, 运用信用 (货币) 扩张来稀释储蓄以形成新的购买力, 既是发达国家刺激经济的根本逻辑, 也是中国扩张政策拉动总需求的主导方式, 1995 年以来, 中国的信贷和 M2 年均增速高达 19%, 这一增速是同期实际 GDP 增速的两倍 (下图), 快速的信用膨胀实际上已成为总需求的一个重要支撑, 尤其是在外需急剧萎缩的 2009 年, 近万亿赤字和近十万亿信贷是支撑总需求 V 型回升的主导力量。以市场需求高度依赖信用扩张的房地产行业为例, 历史上商品房销量都与居民户的信贷走势高度相关, 09 年房地产销售的火爆, 其源头也在于税费和利率优惠带来了购房意愿和房贷额度的大幅上升, 信用膨胀对总需求的支撑作用, 由此可见一斑。鉴于分配结构短期内难以实质改变、全球再平衡和美国民间债务的放缓抑制了未来的出口高增长, 可以预见到本国的信用扩张会成为未来较长时期缓解国内产能过剩, 扩张总需求的重要手段。因此, 我们判断低利率和货币相对宽松会成为一个发展趋势, 从某种意义上甚至可以说, 如果经济调结构无法见到实质效果, 中国经济将对债务扩张 (货币) 形成某种程度的依赖, 这种货币依赖必然对未来很长一段时期的资产价格构成深刻影响。

图 10. 历年 M2、信贷和实际 GDP 同比增速, %

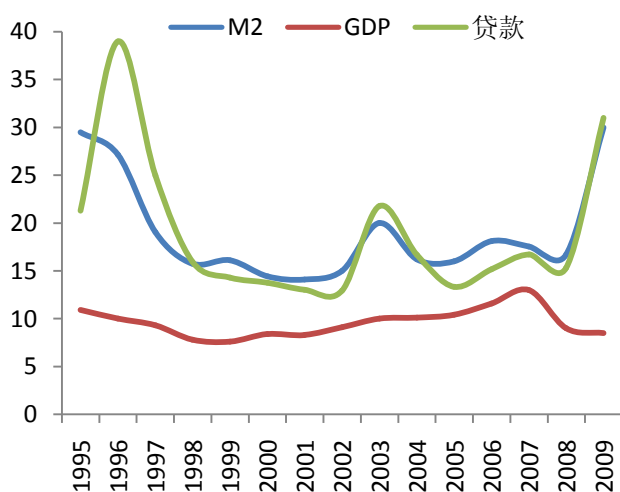
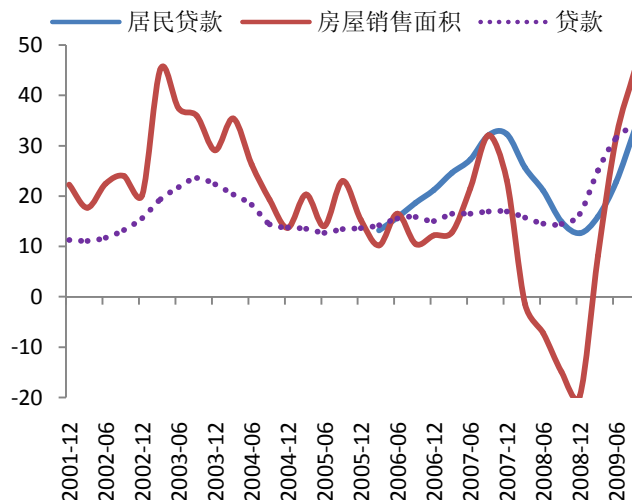


图 11. 居民贷款、房屋销售和贷款总额增速, %



数据来源: Wind, 长城证券研究所



二、货币带来需求，也深刻影响要素相对价格

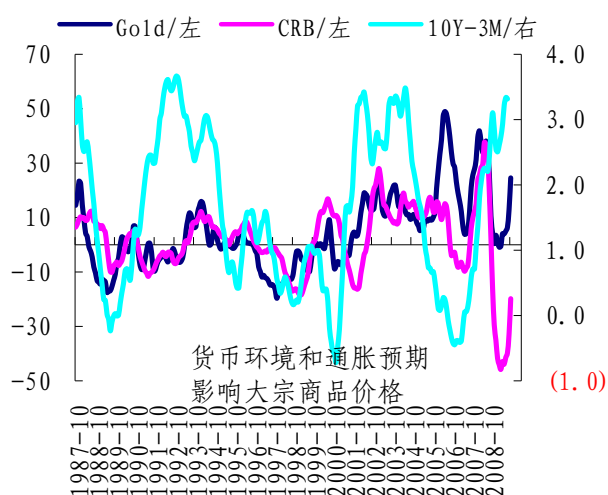
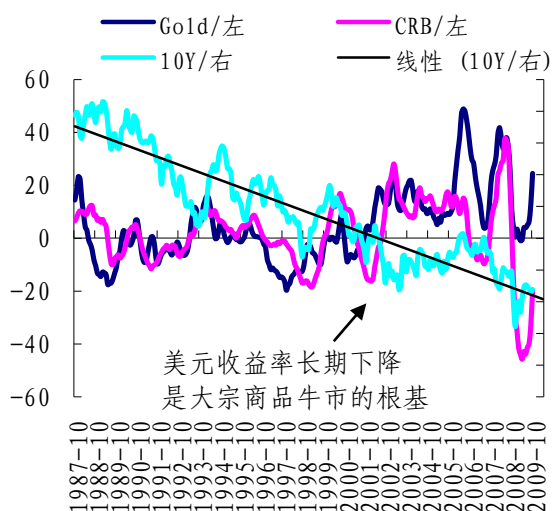
1. 美国的债务公共化、美元贬值与商品走强

货币的本质是债务（永不偿还的公共债务/需要偿还或核销的民间债务），作为发行货币的“基石”，美国国债的膨胀速度主导着货币环境、美元汇率和大宗商品价格的走势。在全球化背景下，亚洲出现储蓄过剩、中央银行购入美元资产以压低本币估值的普遍模式，从而使得亚洲高储蓄成了支撑美国以较低利率成本扩张债务的基本条件，在轻松获取融资的环境里，美国有扩张公共/私人债务规模的先天条件和动力。从亚洲储蓄-美国透支这一对杠杠的两端来看，80年代以来，伴随亚洲出口导向模式兴起的是美国融资成本的不断下降（十年国债收益率持续下滑/下图）；从美联储政策取向本身来看，80年代美联储有过两位数高利率打压通胀的历史，但在美国政府债务规模极其庞大（国债占GDP比例在80%左右），民间部门依赖透支和债务维持繁荣多年之后，美联储的利率政策不仅需要考虑居民、企业等民间债务的承受能力，也需要考虑政府利息支出的压力，因此，低利率、催生更大的债务（货币）规模是美国的优先政策选择，也是支撑美国总需求短期内得以重新扩张的根本力量，过去十年美元收益率的持续下降和债务的不断扩张，正是全球大宗商品价格牛市的最大背景。

从历史上来看，大宗商品的价格波动与美国的货币环境存在较高的相关度，美国的长短债收益差（10Y-3M）指标既能够反映当期的货币宽松程度（利率低谷时期收益差指标较高，利率高峰期收益差指标较低），也能够反映资金对风险的偏好度（收益差上升表示通胀预期提高，资金的风险偏好度上升，更愿意配置风险资产）。考虑到当前极低的利率水平，以及10Y-3M美债收益率差所代表的货币宽松度指标目前都处在历史高位，根据大宗商品价格滞后于收益差指标的经验，可以推断大宗商品价格将在2010年继续得到重估。

图 12. 黄金、CRB 增速与美国 10Y 国债收益率；

图 13. 黄金、CRB 增速与 10Y-3M 美国国债收益率差



数据来源：Bloomberg 长城证券研究所，截至 09 年 8 月

作为全球货币的源头，美国的国债膨胀速度也影响着美元的走势，在整个 90 年代，国债扩张速度趋于放缓，甚至在克林顿末期，财政赤字的扭转使得国债绝对额出现了



萎缩，与 90 年代国债扩张节奏放慢相对应的是美元币值不断走强，直到小布什上台和科网泡沫破灭，美国国债重新出现了较快的膨胀，美元汇率也跟从 02 年初开始步入下降通道，美元贬值的拐点大约滞后国债拐点 4-6 个季度。而从 07 年末次贷问题露出苗头以来，美国政府重新实施宽松的货币和财政政策，直至 08 年四季度开始出现历史罕见的国债大爆炸，这正是我们在早前推断 09 年 03 月会成为另一个美元贬值起点的理由，美元本轮贬值周期相对于国债的滞后期同样是 4-6 个季度（下图）。从美元汇率滞后于国债膨胀速度，大宗商品价格与国债膨胀较为一致的历史经验来看，我们认为 2010 年美元仍将维持弱势，而大宗商品估值有望继续恢复，尤其是在上半年，政策退出对大宗商品价格的抑制仍不明显，大宗商品上升动力仍然较强。

图 14. 美元指数、CRB 与美国国债同比增速

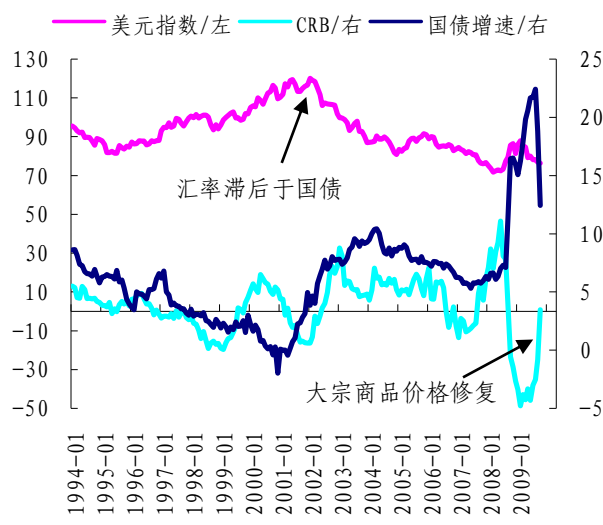
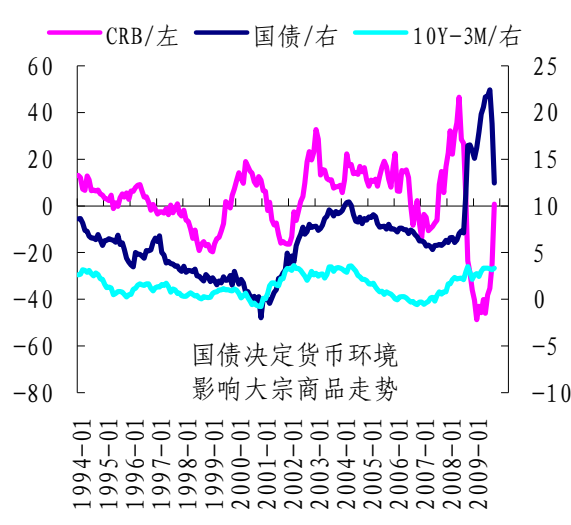


图 15. CRB、国债增速与 10Y-3M 收益率差值



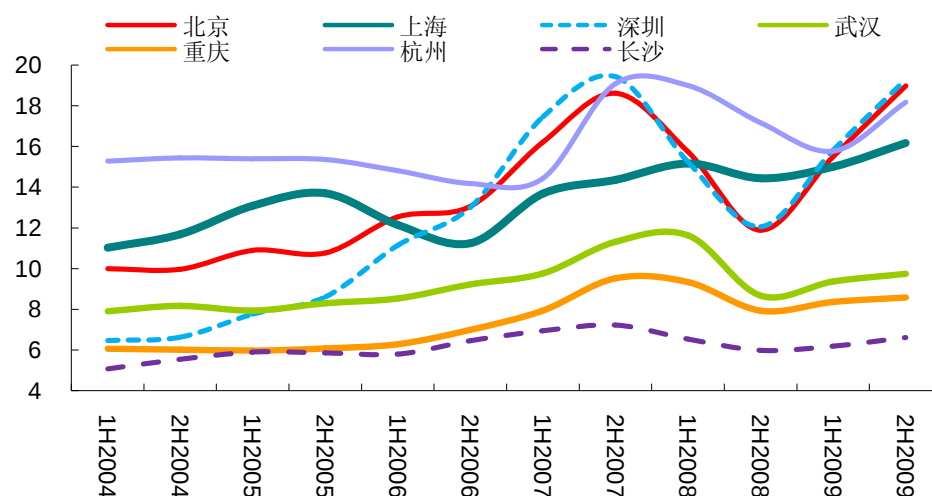
数据来源：Bloomberg 长城证券研究所，截至 09 年 10 月

2. 货币膨胀提高了稀缺资产的相对价格，加剧分配失衡

扩张货币既是现代经济创造需求，抵御产出过剩的有力手段，也深刻地影响着不同要素之间的相对价格，带来了要素所有者之间分配关系的实质变化。俗话说物以稀为贵，矿产资源、土地、劳动力等不同经济要素由于存在不同的供给弹性，因此这些要素价格在货币膨胀的过程当中会出现不同的变化，那些稀缺、供给弹性小的要素最能够受益于货币扩张，它们的价格上升幅度最大，其典型代表是数量有限的土地、不动产和矿产资源；而电子产品、普通工业品、中国的劳动力等经济要素，具有供给弹性较大、稀缺度不高的特点，因此这些要素和产品的价格上升幅度最慢，所遭受到的通胀损害也最大。货币不断扩张的过程，诸多要素和产品出现不同的价格变化，土地、资源等稀缺度较高的要素价格势必出现显著的上升，过去几年来不动产-劳动力，商品房-汽车相对价格的大幅上升，便是鲜明的例子（汽车销售的火爆很大程度上得益于其相对商品房价格的下滑），劳动力相对价格的下降，也是造成产出分配失衡和内需不足的根本原因之一。



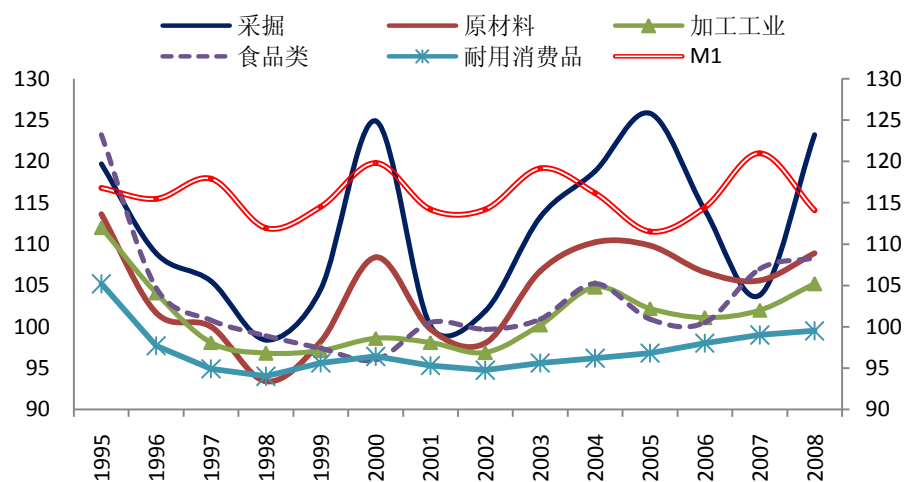
图 16. 各大城市房价/收入比



数据来源：长城证券研究所

不动产相对于劳动力和电子产品价格的大幅提高，只是稀缺要素在货币膨胀过程当中相对价格剧烈变化的一个鲜明例子，实际上，商品相对价格的变化普遍地发生在各个行业之间，以构成 PPI 的生产资料和生活资料子类来看，过去十来年采掘、原材料等资源性行业的产品价格涨幅明显高过食品、耐用消费品、日用品和衣着等供给高弹性产品，而且在每一轮价格上升周期当中启动的时间也更早。

图 17. 狭义货币 M1 和 PPI 各子类产品价格同比增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

实体经济的过剩程度取决于产出分配的平衡度，而产出分配则取决于存量要素的分配格局和要素相对价格的变化，土地、资源、劳动力等要素归属于不同经济主体所有，这些经济要素相对价格的变化，尤其是土地、自然资源相对劳动力价格的大幅提高，势必进一步降低劳动报酬在经济蛋糕初次分配当中的比重，无疑会对调节分配结构和扩大消费比例形成显著的负面影响，大大降低了经济的内生增长动力，也使得经济结构有陷入需求不足和扩张货币恶性循环的风险。这个逻辑正是马克思认为只有公有制才能解决过剩问题的根本原因，因为在马克思定义的理想公有制体系里，土地、



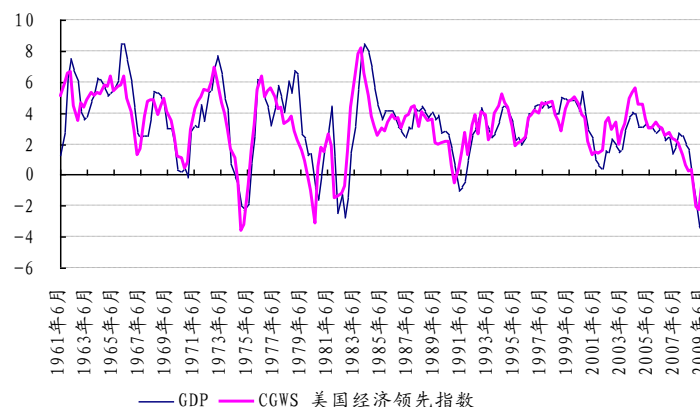
资源、资本等容易集中的要素收益都能够得到较为均匀合理的分配，可以避免财富悬殊过大和消费不足对经济总量的制约，09 年大规模总量刺激政策之所有对经济结构平衡形成了损害，其原因也在于总量扩张带来了劳动力相对价格的下滑和加剧分配失衡的问题，在保增长基本完成之后，2010 年宏观政策面临着更为微妙复杂的调结构要求。

三、 中国经济——增速趋于平缓，从西药到中医

1. 外部环境：实体经济与金融杠杆的弱势复苏

美国经济在二季度探底，三季度实现了 2.8% 的增长，基本符合我们此前的预期。我们认为今年四季度和明年上半年美国经济回升的增长点在于库存回补，而明年下半年的亮点在于消费对经济的拉动，我们预测今年四季度的经济增速可能放缓到 2.4% 的水平，2010 年经济增长率为 2.6%。目前从领先指标来看，我们编制的 CGWS 美国经济领先指数对经济预测的领先性较为稳定（1-2 个季度），今年下半年该领先指数继续保持稳步回升的态势，说明未来两个季度美国经济维持复苏的概率非常大。

图 18. CGWS 美国经济领先指数一般领先经济 1-2 个季度



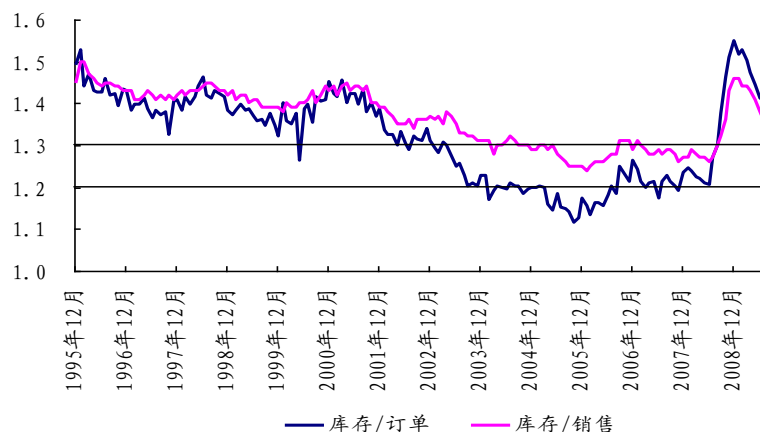
数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

库存回补拉动需求

三季度企业库存下滑的幅度正在收窄，对经济产生较大的正面影响，未来企业回补库存的动力将会逐渐加强，明年上半年经济的主要看点将是库存变化对经济的影响。从历史经验来看，库存的变化往往会和销售预期相关，当企业对未来销售情况失去信心时，开始减产以大幅度降低库存，但这一时期销售的下滑幅度要大于库存下降的幅度，库存销售比开始回升；当企业对未来销售重拾信心，开始尝试恢复产能（设备使用率开始回升），库存下降的幅度开始减缓，这一时期库存销售比开始下降，直至回落至合理位置，并且库存订单比要低于库存销售比。我们判断库存销售比的合理位置在 1.3 左右，目前设备使用率已连续三个月小幅回升，说明企业对未来销售情况的信心正在增强；其次，根据 9 月份的数据显示库存销售比已经达到 1.32 的水平，基本接近合理水平；第三，目前库存订单比也正在以较快的速度下降，虽然仍高于库存销售比，但可以看出订单的恢复程度要好于销售，当订单数量明显大于当前销售时，企业回补库存的动机将会大大增强。



图 19. 库存销售比正在接近合理水平



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

中长期复苏动力仍看消费和信用扩张,

作为高度依赖金融体系和信用规模的全球最大经济体,未来美国经济的复苏动力来源依然是消费和金融杠杠的恢复。09 年美国政府的系列经济刺激计划对三季度的经济增长起到了至关重要的拉动作用,但随着“旧车换现金”终止和政府对房地产市场刺激政策的即将结束,汽车和房地产消费对经济的拉动作用将逐渐弱化,消费市场将暂时回归温和扩张的状态。虽然短期内经济仍面临高失业率和储蓄率攀升,民间信用收缩的负面影响,但我们预计在货币政策非常宽松的环境下,明年四季度市场将看到美国失业率的改善,储蓄率也已经恢复到了比较合理的水平(7-8%),金融体系的杠杠和信用规模会重新恢复扩张并带动总需求,因此明年下半年美国经济回升的看点依然是消费市场和民间信用的扩张。根据以上对美国信用杠杠和实体经济弱势复苏的判断,我们对中国的外需恢复性回升抱有乐观期望,但美元贬值造成国际货币体系不稳,人民币升值压力加大,以及贸易保护主义抬头仍可能对未来的外贸格局形成长远影响,预计 09 年末出口同比增速即有望转正,2010 年全年出口增速预测值为 17.5%。

图 20. 中国进出口绝对额(月度季调)、亿美元

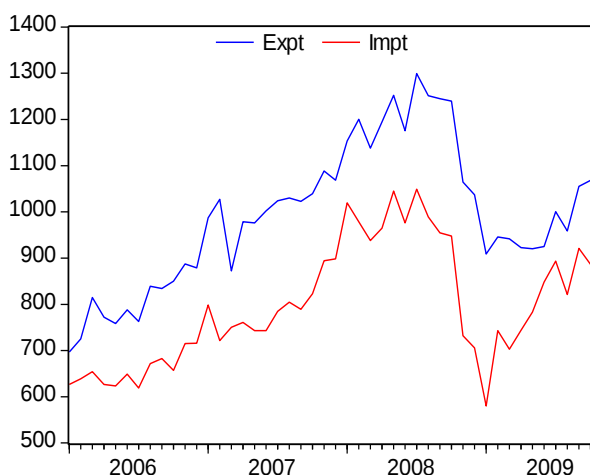
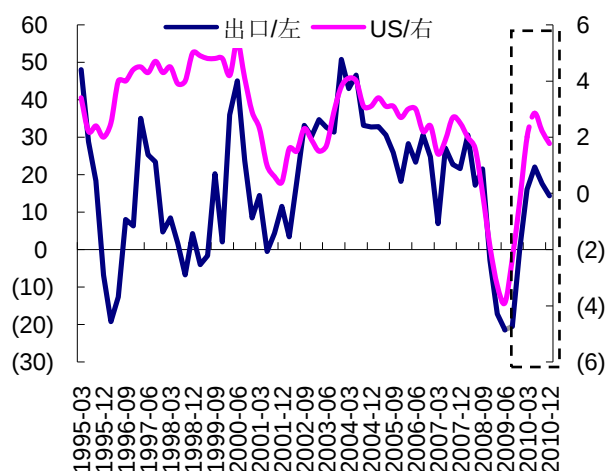


图 21. 美国 GDP、中国出口季同比, %



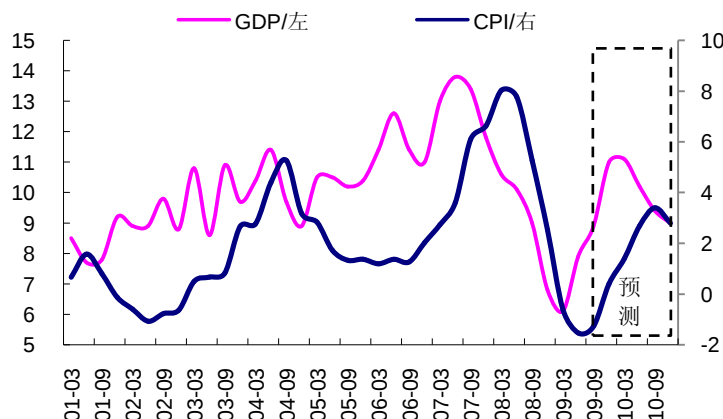
数据来源: Wind、长城证券研究所



2. 经济格局：环比增速趋于平缓，同比前高后低

在投资井喷和地产、汽车等大宗内需旺盛的带动下，09年中国经济率先全球实现了V型复苏，我们测算的第三季度GDP环比折年增速甚至超过了17%，过剩产能在金融危机期间短暂休克两个季度之后，二季度以来总需求的强劲回升带动了多数行业产能利用率的有效复苏。我们预测09年四季度GDP同比增长率将达到11%的较高水平，2010年四个季度GDP同比增速分别为11.1%、10.2%、9.4%和9.0%（全年9.8%），全年经济增速将呈现出前高后低的走势¹，明年二季度开始面临增速放缓的风险（尽管这种风险尚不足以造成“二次探底”）。从价格周期来看，通胀周期仍将遵循价滞后于量2-3个季度的基本规律，09年四季度开始商品价格已进入温和上升期，预计CPI在明年前三季度将呈现缓步攀升格局。总体来看，宏观经济将从09年危机过后的亢奋回升趋于平稳复苏，“增长平稳、通胀可控”有望成为2010年宏观经济的主题词，相对宽松的经济环境也为政策进一步深化改革、调整结构创造了条件。

图 22. 中国季度 GDP、CPI 同比增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

3. 总量政策：宽松泛滥后趋于常态，局部微调

从政策方向来看，积极财政和适度宽松货币的政策基调并不会改变，在主基调不发生改变，维持万亿赤字的前提下，政策的实质变化将主要体现在货币将从09年的“极度泛滥”转向真正意义上的适度宽松，控制终端信贷规模、发行票据和提准备金会成为优先于加息的货币政策选项，全年7万亿左右的信贷投放既能够维持已开工项目的建设，也有助于降低通胀预期，防止资产价格泡沫过度膨胀。从时点上来看，如果四季度经济数据如预期般步入较高增速区间（GDP达到11%），明年一季度可能率先对房地产政策进行部分调整，如收紧二套房以抑制房地产投机。在外资重新涌入的条件下，二季度开始央行会考虑扩大票据规模和提高准备金。

a) 房地产政策转向中性，保持大宗消费品刺激政策

¹ 尽管前高后低走势蕴含着同比数据基数效应的影响，但考虑到经济要素的影响往往具有滞后性，因此包含过去四个季度环比信息的同比数据能够很好地反映经济因子的变化，我们认为确实能够以同比数据的走势作为经济周期的判断标准。



美国依赖债务模式改变后，其复苏进程更可能是依赖低利率和宽松货币带来的弱势复苏，2010 年外需格局相比 09 年有一定幅度的改善，但仍需要培育内需支柱作为经济增长点。经过 09 年各项政策刺激之后，未来政策对地产、汽车、家电三大需求面会有不同的变化，高房价损害内需转型和民生福利，09 年极度宽松的房地产环境会有所改变，但显然不具备 07 年那般过度收紧的条件，预计地产行业的宽松政策会转向中性，二套房政策可能从二季度开始逐步收紧，但利率七折和首次置业的税费优惠有望得到延续。家电、汽车作为内需消费的龙头，仍将是政策呵护的首选对象，在出口面临外生约束的条件下，09 年已经开始实施的大宗消费品刺激措施有望延续并扩大（比如扩大家电下乡计划）。促进消费的政策范围更有可能进一步扩大到旅游、文化、教育培训等服务业领域。

图 23. 汽车、商品房销售累计同比增速，%

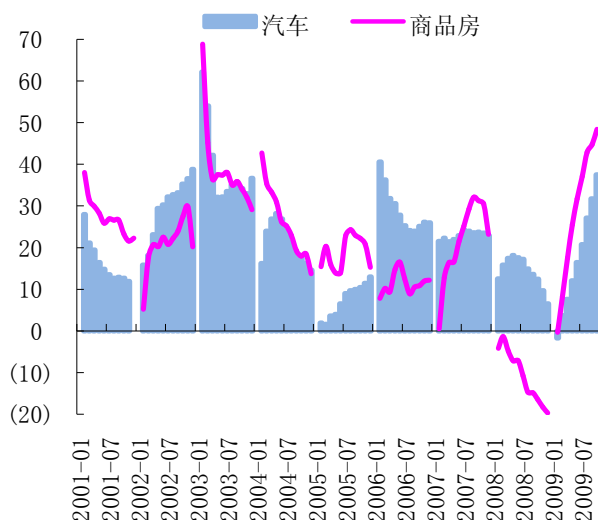
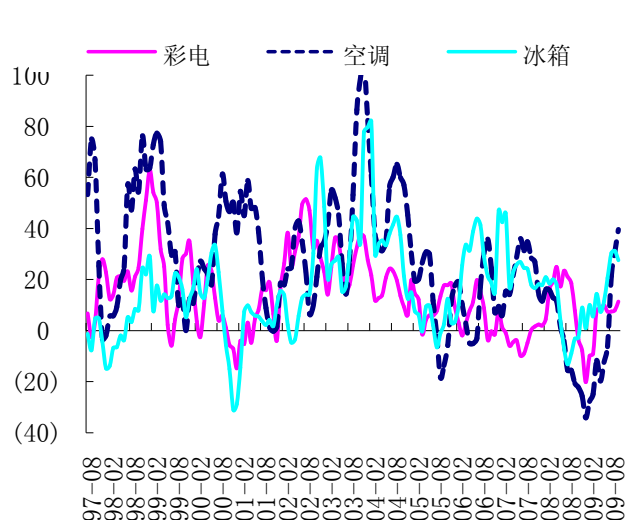


图 24. 彩电、空调、冰箱产量同比增速，%

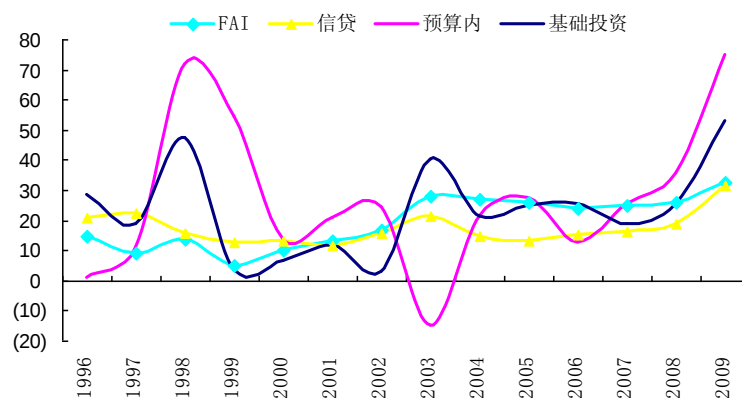


数据来源：Wind，长城证券研究所 注：截至 09 年 10 月，家电为当月同比三个月移动平均值

b) 固定资产投资放缓，以在建项目为主

今年 33% 左右的固定资产投资增速无疑是内需扩张的主导力量，与 98 年东南亚金融危机时期相比，09 年财政主导的国家预算内投资增速同样高达 70%，而信贷增速却几乎是 98 年 15.5% 的两倍（10 月份为 34.%），2010 年信贷投放的放慢和政策对过剩产能的调控将抑制新增固定资产投资的快速膨胀。

图 25. 固定资产投资、信贷、FAI 国家预算内资金和基础投资增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所 注：基础投资包括交运仓储和水利环境两大行业



从投资对内需的拉动效应来看，银行信贷（货币）始终是投资的主要资金来源，09年前三个季度是一个历史罕见的信贷投放高峰期，四季度的固定资产投资已经跟随信贷有所下滑，在2010年新增信贷7万亿的中性货币情景下，目前超过33%的投资增速将进一步放缓。结合明年房地产投资增速回升到33%的判断，我们认为2010年城镇固定资产投资增速将回落至28%的水平，但投资的拉动效应仍较强劲，尤其是在上半年，较高的信贷投放和存量项目的施工将维持投资对总需求的强劲拉动，以发电量所代表的工业总需求仍处在一个较快的扩张节奏当中。

图 26. 信贷增速与投资预测模型，%

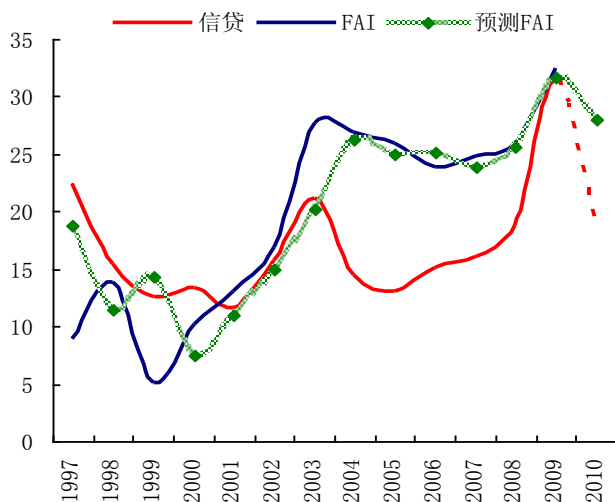
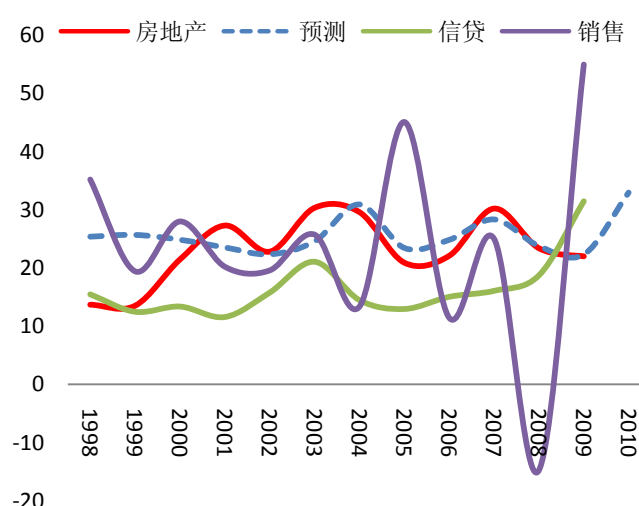


图 27. 房地产投资、销售面积和信贷同比增速，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 28. 当月城镇固定资产投资完成额（季调），亿

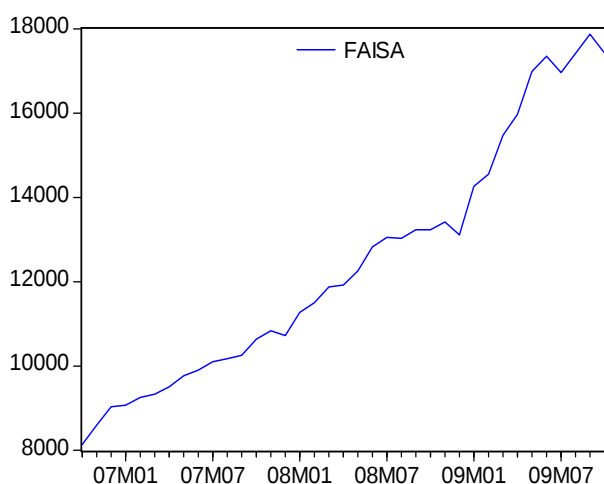
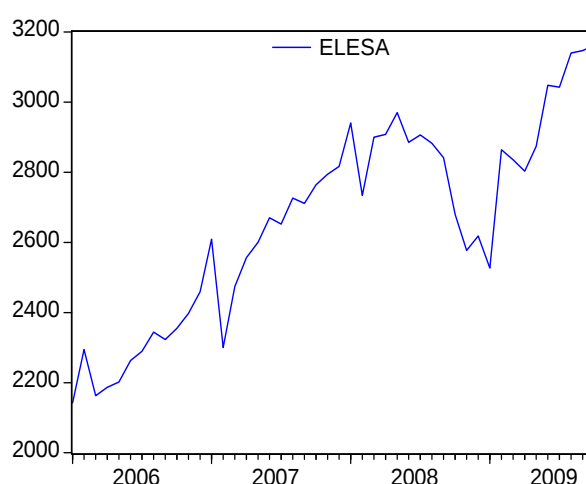


图 29. 当月发电量绝对额季调，亿千瓦时



数据来源：Wind，长城证券研究所

c) 汇率困局越陷越深，人民币被动小幅升值

实际汇率水平跟随劳动生产率提高是一条基本的经济规律，这一规律在汇率上，表现为发展速度较快，率先进入发达水平的经济体汇率水平会出现升值趋势，并导致本国物价水平达到较高水平；这一规律在经济体内部，则表现为发达地区的物价水平



上升较快，并要显著高于落后地区。从中国的经济实践来看，自从加入 WTO 之后，伴随出口和顺差高增长而来的是巨大的人民币升值压力，尽管过去几年人民币对美元中间价出现了显著的升值，但考虑到美元自身的贬值因素，目前人民币的总体汇率水平（有效汇率）仍略低于 02 年时的高峰水平（BIS 数据），也就是说新千年以来人民币总体名义汇率水平实际上并没有跟随中国经济的高速发展而出现应有的升值趋势。在探讨任何人民币汇率问题之前，我们必须承认实际汇率跟随劳动生产力提高而升值的客观经济规律，也不可否认人民币币值存在某种程度的低估，这个判断来自于理论层面上实际汇率/物价水平与劳动生产率的不匹配（我们曾用横向比较法测算人民币兑美元汇率低估程度超过了 30%），也来自于实践层面上高额的贸易顺差和外汇储备正在不断形成。

中国作为一个高度依赖外需的制造业大国，央行买入美元形成外汇储备是支撑人民币汇率维持在一个较低水平的机制，从这个意义上来说，亚洲各大央行正是支撑美元币值维持在一个较高水平的“庄家”，升值预期越大，流入境内的资金越多，央行买入的外汇储备和投放的货币也越多（下图）。作为最大的外汇储备持有国，中国汇率政策的现实困局在于：如果大幅升值会冲击出口部门，外汇储备也跟随大幅贬值；小幅升值影响出口回升，有助于确定性升值预期的形成，会吸引更多外资流入；不升值则需要承受外汇储备不断膨胀，货币供给趋向被动，贸易保护加剧的压力，外汇贬值的风险也越来越高。从过去人民币有效汇率和升值预期的走势上来看，可以在一定程度上认为市场是理性的，有效汇率的贬值会导致升值预期加大（09 年 3 月以来的走势），一次性较大幅度的升值则有助于消除市场的升值预期，但中国保出口的现实约束显然不允许央行这么做。从现实角度来看：一方面，我们认为 2010 年人民币升值压力会继续加大，仍可能呈现出被动小幅升值的格局（预计升幅 2.5%）；另一方面，扩大中央显性赤字和地方隐性赤字规模，依赖本国信用扩张形成总需求，用本币扩张和通货膨胀的方式来抵御升值压力，是可能性最高、现实最为可行的中长期汇率困局解决办法，这一点日本政府债务占 GDP 比重接近 2 倍已有先例，只不过中国对银行体系的信贷规模有更高的控制力，本国的信用扩张会更多地体现在地方政府和国有企业的隐性债务上。

图 30. RMB 有效汇率指数、NDF 升值预期

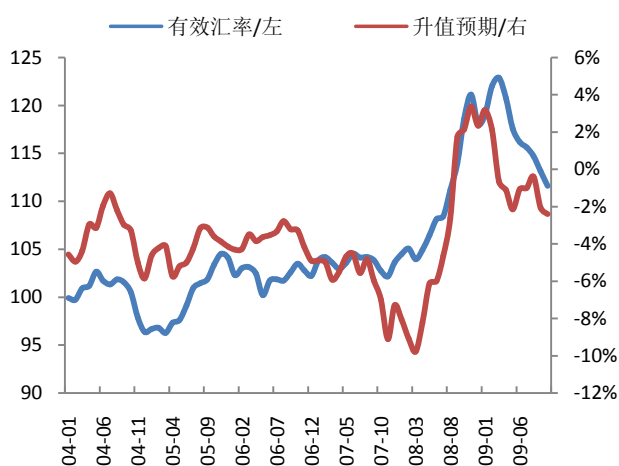
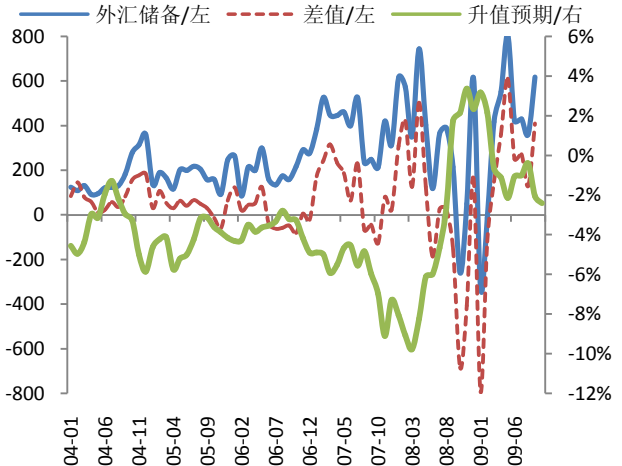


图 31. 外汇储备增量、异常差值与升值预期



数据来源：Wind，长城证券研究所

注：有效汇率指数上升表示升值，预期在 0 以下表示预期升值，0 上标上贬值预期，外汇储备异常差值=外储增量-FDI-顺差



d) 货币转向中性，数量工具优先

在盯住汇率下，外汇储备规模历来是影响货币基础和央行资产负债表的主导因素，与美国等发达国家宽松货币政策取向所不同的是，中国的利率弹性较低，中国的宽松货币政策基本都不是通过扩张货币基础，降低借贷成本实现的，除了适当的利率价格调节之外（降息、房贷七折等），中国的债务/货币规模更多是通过直接影响商业银行的信贷投放规模实现的。毫无疑问 09 年是历史罕见的货币扩张年份，但人民银行的基础货币/资产负债表并没有像美联储那样出现大幅的膨胀，而通过商业银行信贷规模的大幅宽松，货币乘数已经轻松地由 08 年末的 3.68 上升到了 4.39。

从流动性环境来看，在基准利率不变的情形下，一方面，年初以来债券收益率出现了持续的攀升，反映出金融危机过后金融体系资金出现了重新向非固定收益类资产配置的趋势；另一方面，长短债收益率差值的扩大反映了市场对通胀和加息预期的提高（与 07 年相当），在普遍的通胀预期之下，资金有非常强烈的投资抵御通胀的意愿。

图 32. 基础货币、外汇储备、M2 同比增速，%

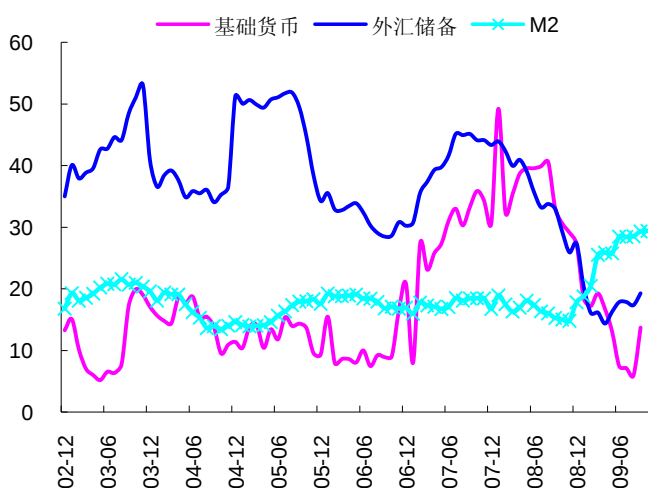
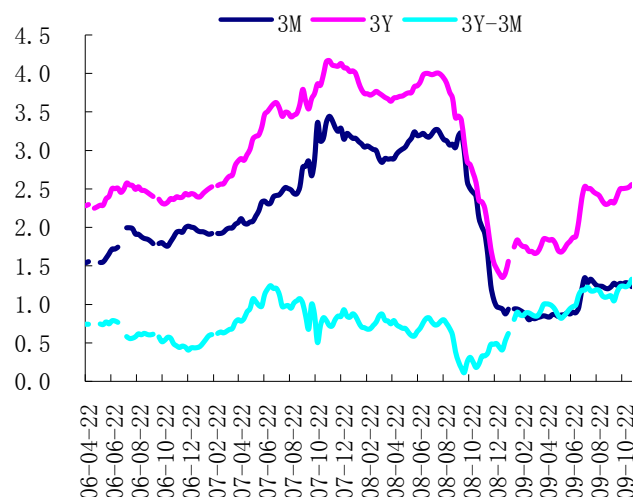


图 33. 三个月、三年国债到期收益率及两者差，%



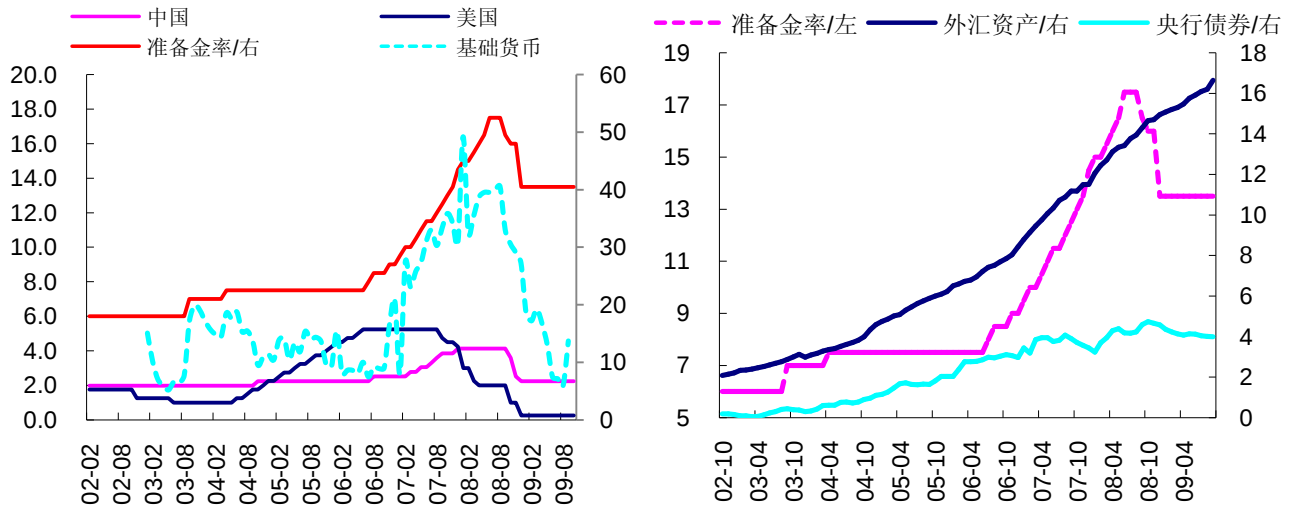
数据来源：Wind，长城证券研究所

根据人民银行过去在利率周期当中的调控规律，我们大致可以得出以下几个推论：(1)中国利率变动往往滞后于美国，在升值压力加大的情形下，人民银行加息的步伐也应当在美国之后；(2)发行央票（央行债券）和提准备金率是央行调节流动性的优先手段，在外汇占款导致基础货币不断膨胀的情形下，央行对冲流动性的第一反应是扩大央票存量，在 2004-2006 两年之间，利率和准备金率一直维持在一个稳定的水平，而扩大央票规模成为当时央行的主要工具（央票吸纳流动性维持基础货币稳定）；(3)继发行央票之后，提高准备金率是调节流动性的另一个手段，在 2003-2004 那一轮经济过热周期当中，曾经出现一年期国债收益率高于一年存款基准利率的“过热”现象，央行存款准备金率从 6%提高到了 7.5%，而直到 04 年 10 月份央行才加息到 2.25%，在最近一轮加息周期当中，为了遏制外汇占款导致基础货币的快速膨胀，06 年 8 月央行同时上调了基准利率和存款准备金率。展望 2010 年的货币政策走向，市场普遍预期美国要到 2010 年末才会考虑加息，目前央票还处在“弃用”状态，09 年前三季度央行债券规模缩小了 5864 亿元，依据以上信号，我们相信在美元贬值预期强化以及外资加速涌入的情形下，放缓信贷投放、扩大央票和提准备金这三个数量手段会成为央行的优先政策选项，而利率工具只是最后的手段，如果目前的外汇流入态势继续延续，明年二季度开始央行可能加大票据对



冲力度并考虑提高准备金,但在预期通胀水平低于 3%、美国短期缺乏加息条件的条件下,明年存款基准利率很可能维持不变,为了抵御升值压力和刺激信用扩张以形成内需,低利率甚至会成为未来中长期的货币趋势。

图 34. 中美利率、中国准备金率和基础货币增速, % 图 35. 准备金率、央行外汇资产和债券 (万亿)



数据来源: Wind, 长城证券研究所

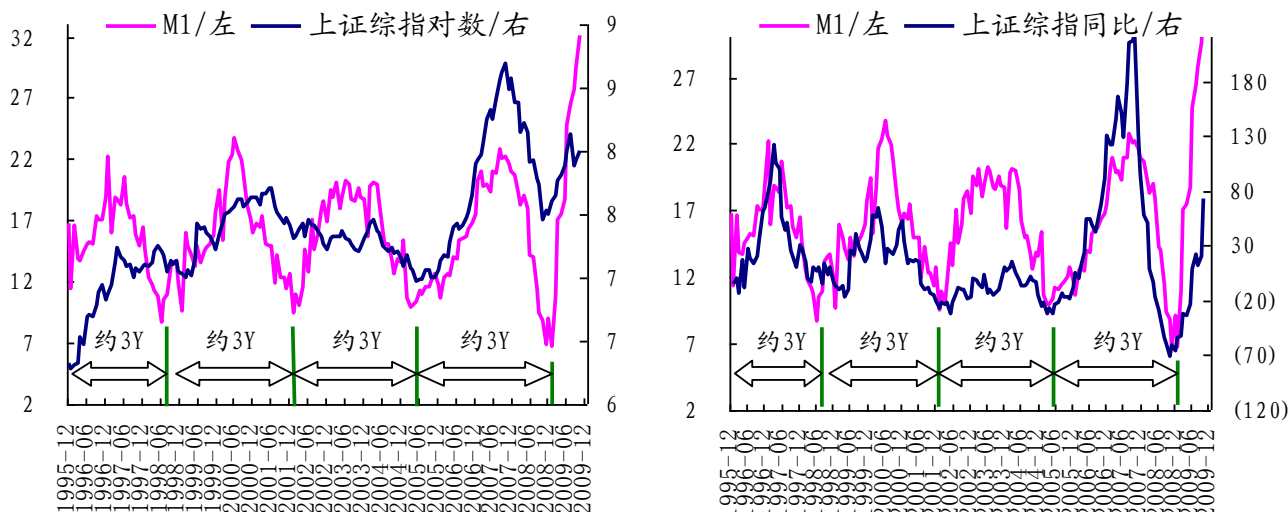
4. 价格周期: 资产价格升势余威未逝, 物价温和膨胀

资产的收益和估值是决定资产价格的两大根本因素, 我们对资产价格周期的判断也是从经济和货币的二维角度出发的, 尤其是对于货币因素的判断, 我们认为货币总量和结构能够充分反应实体经济的景气程度和流动性充裕水平, 因此它们是决定资产价格周期的核心要素, 而升值、热钱、利率和信贷环境这些参数最后都必须通过货币总量和结构来影响资产价格。在预期 2010 年经济和货币两大因子总体乐观, 边际向下的前提下, 我们对明年一季度以后的资产价格走势偏向于中性, 良好的经济环境和巨大的存量流动性为资产估值提供了底部支撑, 而经济和货币因子的边际向下会对资产价格形成负面效应, 单纯的升值预期和热钱流入不足以造成资产价格继续大幅膨胀, 二季度开始资产价格更可能面临宽幅振荡。

在外围经济 (出口) 和内部宏观调控政策作用下, 中国经济存在一个以 3 年为单位的周期波动, 经济的周期特征主要体现在以下五个方面: 出口、工业增加值、M1、股价和商品价格。在经济上升期, 出口复苏、工业指标向好, 以 M1 为代表的企业景气度和流动性指标趋于上升, 同时股市走强, 物价则滞后于货币和资产价格走高; 在经济周期步入峰值区域之后, 投资和货币政策往往不同程度地趋于收紧, 由于总需求对货币 (债务规模) 的高度依赖, 货币的收紧或者金融体系的动荡往往成为经济景气度步入下降周期的重要因素。中国的 M1 被定义为流通中现金和企业活期存款的总和 (并不包括居民活期), 因此, 狭义货币 M1 是一个反映宏观景气度和流动性水平的天然指标, 我们将 M1 波动视为经济周期的主要标志 (下图), 基本上所有的经济现象 (资产、商品价格) 和经济行为都可以在这个大约三年的周期波动当中找到方向。

图 36. M1 同比、上证综指对数值

图 37. M1 同比、上证综指同比增速, %



数据来源：Wind，长城证券研究所，截至 09 年 10 月

本轮经济上升期起始于 08 年 11 月，资产价格走强的拐点与经济周期低点高度吻合，从历次经济波动规律当中我们对 2010 年及未来的资产价格走向大致可以作出以下几个判断：

(1)在人口和制度结构限制劳动力相对价格（真实工资）上升的条件下，总需求对货币（债务膨胀）仍有较高的依赖性，货币扩张会成为较长时期缓解过剩压力、拉动总需求的重要手段，因此，资产价格、尤其是土地、资源等稀缺度较高的资产价格仍会继续保持一个较快的上升速度，相对稀缺度很高的不动产和资源来说，在全流通和融资市场化趋势下，股权资产虽有长期跟随货币走牛的条件，但供给弹性的加大无疑会抑制股票的估值水平，A 股市场的估值中枢有下移的趋势。

(2)经历一年上升期之后，本轮经济、货币的上升周期在四季度开始将步入高峰区域，我们预测四季度和明年一季度 GDP 增速分别为 11.0%和 11.1%，明年二季度后经济、货币两大变量逐步回归常态，增速放缓，同比指标的下降蕴涵了经济和货币这两大基本要素对股价边际推动力的弱化。从 M1 和股市关系来看，这几年股市牛熊周期与经济周期（M1）高度吻合，即使是从 A 股过去十几年的表现来看，也可以看出在 M1 上升期，股市的表现不会太弱（牛市或如 03-04 年那样的局部牛市）；同样，在 M1 的下行期，股市的表现不会太强（熊市或如 97、98 年那样的震荡市）。根据构建的股价驱动因子模型，我们曾在一季度提出 09 年是资产价格上升期，在四季度报告中提出资产价格上升边际动力减弱，股指上升斜率放缓的判断（下图），基于经济、货币周期高点出现在一季度的推测，我们认为 2010 年资产价格前高后低的可能性较大，二季度开始资产价格或呈现调整格局，A 股市场也面临宽幅震荡风险。



图 38. 境内上市公司流通市值环比、股价驱动因子

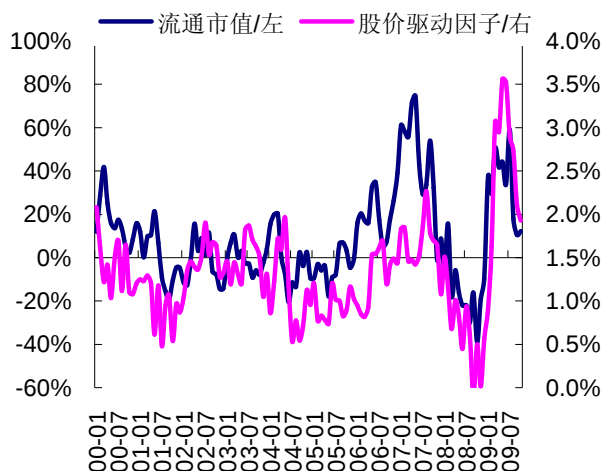
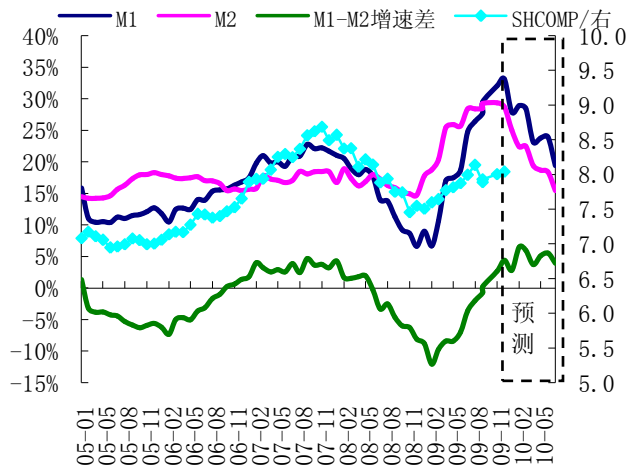


图 39. M1、M2 同比增速，两者增速差及上证综指对数



数据来源：Wind，长城证券研究所，

(3)从资产收益率动态平衡的角度来看，在资本追求高收益的约束下，资产收益率会出现天然的趋同走向，这也是市场利率水平能够决定资产价格的根本机制。债券和股票作为金融资产的两大重要成分，债券收益率能够充分反映金融体系内部的资金稀缺程度和风险偏好度变化，过去几年国债收益率对股权收益率存在一定程度的领先特征，十年期国债收益率的低点往往领先于股票市场高点大概4-5个季度，而本轮债券收益率周期的低点出现在09年初，随着债券收益率的持续攀升，收益率趋同的要求会对未来的资产价格形成负面抑制效应，这也是我们担心二季度之后资产价格调整震荡的另一个原因。

图 40. A 股市盈率倒数、十年国债收益率，%

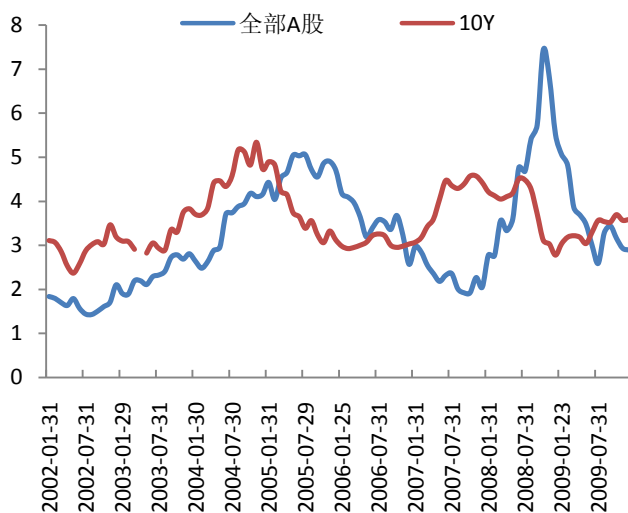
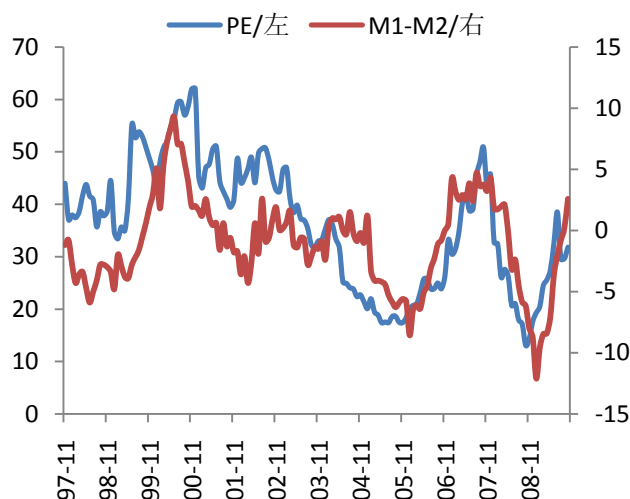


图 41. M1、M2 同比增速差，上证综指 PE



数据来源：Wind 长城证券研究所，

从实体经济、资产价格和物价周期的表现来看，由于金融资产、不动产和普通商品对货币波动的时间、空间敏感度不一样，因此存在实体经济、货币周期与资产价格同步，而通胀指标滞后于前两者的基本规律。根据货币和经济景气度领先决定通胀走势的规律，09年罕见的货币高增长已经奠定了未来的通胀基础，但在制造业领域普遍



过剩、中低端劳动力价格刚性十足的条件下，更多的货币扩张效应仍将体现在资源、不动产等稀缺度较高的要素价格上，因此以 CPI 为代表的通胀指标在 2010 年并不具备大幅上扬的条件，明年物价更可能呈现出温和通胀特征，我们预测全年 CPI 涨幅为 2.6%。

图 42. PPI、大宗商品 CRB 指数同比增速，%

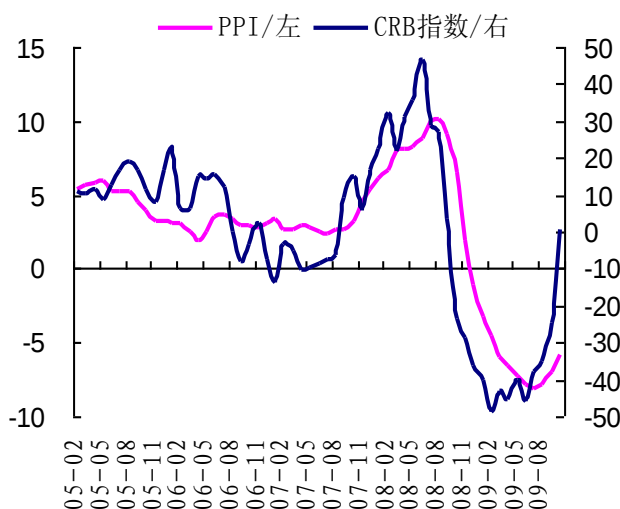
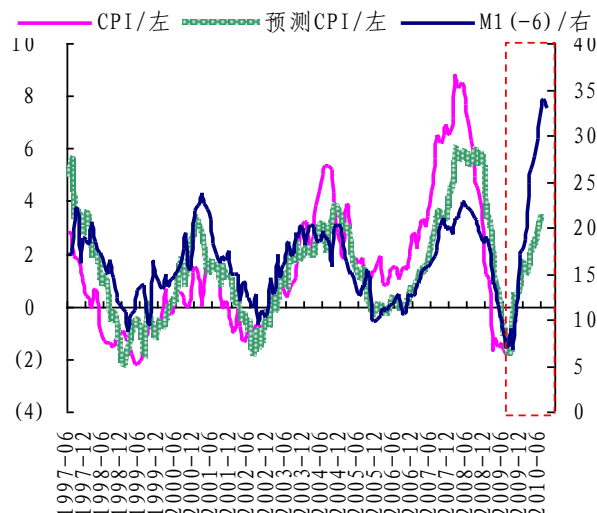


图 43. M1 增速、CPI 预测模型，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

5. 经济结构：调结构如中医养身

正如前文所叙，当前中国经济最大的结构问题在于分配失衡导致的内需不足，这既是今日种种经济困局的源头，也是限制未来经济可持续发展的瓶颈所在，解决得好，中国经济可以再维持高速增长 20 年，解决不好，就有可能陷入不断依赖信用扩张和财富效应制造总需求的“货币依赖”陷阱当中，而後者的危害在于经济增长的空间会越来越小，内生增长动力趋于衰竭，民生福利也将进一步受到挤压。决定分配格局的因素无外乎是以下两个：一是劳动力市场的竞争性以及劳动力相对其他经济要素的价格（初次分配），二是社会再分配功能的健全程度。而相对于粗放地刺激总需求，调结构无疑是一个细微漫长、需要触及深层病灶的过程，正因如此，我们才将 09 年的宽松刺激政策比作西药，而把调结构喻为中医疗养，扩内需、调结构的问题十年前就有，所谓病去如抽丝，结构调整重在政策的远见和切入点，而不可能是朝暮可为之事。

初次分配：大力发展服务业、提高工资水平、降低生产税

劳动力相对其他生产要素的价格（真实工资水平），是决定初次分配均衡度的关键因素，亚洲人口密集国家的贫富差距程度之所以普遍要高于欧美地区，其根本原因即在于欧美地区人口密度较低，在经济发展到一定程度之后，劳动力稀缺度和边际价格即可显著上升，相应地也会出现购买服务的价格大幅高于工业品尤其是可贸易商品价格的现象，劳动力相对价格的显著提高自然成为抑制贫富差距拉大的第一道保障（倒 U 型库兹涅茨曲线形成的原因）。而由于较高的人口密度和充足的劳动力资源（普遍认为中国的劳动力高峰要在 2010-2015 年才出现），使得过去三十年中国的真实劳动力价格刚性十足（尚处于刘易斯二元经济的劳动力价格水平阶段），劳动者报酬在经济蛋糕初次分配中的比重不可能获得提高，从这个意义上来看，近年出现的所谓“民工荒”



是劳动力价格刚性打破的重要信号，对未来的分配格局和经济结构改善具有绝对的积极意义。2008 年我国第三产业产值和就业所占比例分别为 40%和 33%，都还处在一个较低的水平，在给定要素禀赋条件下，大力发展劳动密集型产业和服务业无疑是提高劳动力相对价格的有效途径。在合适的时候通过法律法规提高劳动力的相对工资水平，往往也是提高劳动力价格的有效途径（日韩均有先例），从这个意义上来说，去年出台的新劳动法无疑也有一定的积极意义（可能强制社保还不是最佳方式）。

图 44. 历年三大产业产出在 GDP 当中的比重，%

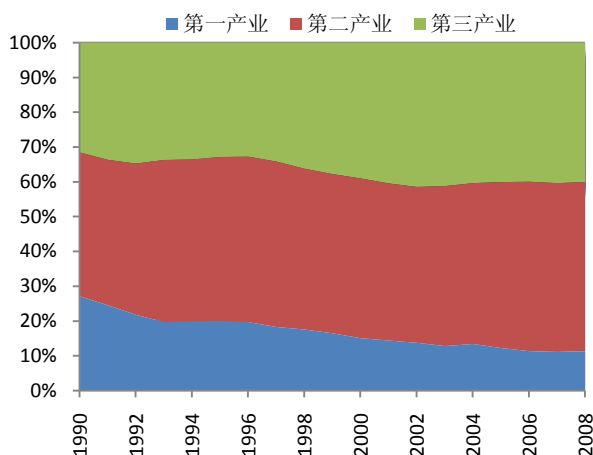
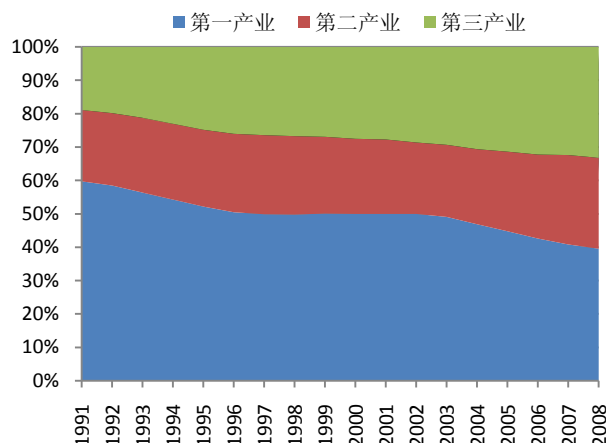


图 45. 三大产业就业人员比例，%



数据来源：Wind，长城证券研究所

初次分配：促进金融市场化、支持中小企业和居民融资

在一个金融压抑或者金融低效的经济环境当中，金融体系的融资行为具有普遍的倾向性和区别性，政府和国企等融资优先部门能够以较低的利率成本较容易地获得融资，从而在信用（货币）扩张的过程当中占据优势并分享到通胀成果，而居民和中小企业则处于融资劣势地位，往往也是负利率和通货膨胀的受损者。这种信用扩张成本和难易程度的悬殊，进一步造成了不同经济主体在初次分配过程当中的利益失衡，促进金融市场化，保证银行和资本市场融资功能的效率，出台支持中小企业和居民融资的政策措施无疑是改善初次分配失衡的另一条重要途径，在一个储蓄严重过剩、自然利率很低的国家，高效率的金融体系显然不会允许高成本民间借贷的普遍发生。

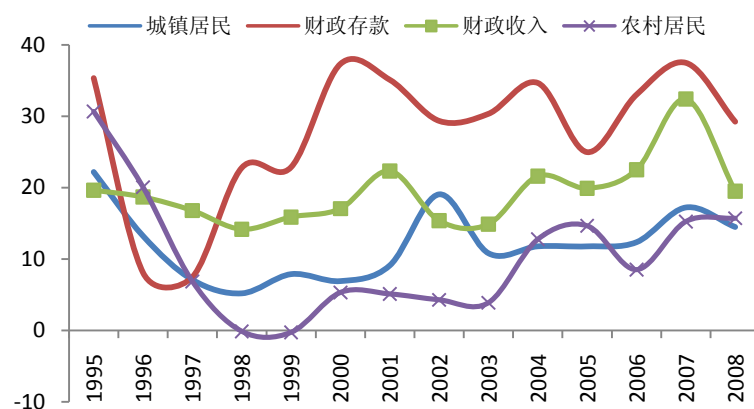
二次分配：保证公共产权运用的公平和效率

在给定初次分配格局的基础上，产出分配的均衡程度取决于要素收益的再分配方式和力度，除了劳动力资源之外，必须承认多数经济要素具有集中化的先天趋势，生产要素的集中带来了产出分配的失衡和内需的不足，供应充分的劳动力资源则会使得这种分配失衡愈发凸显。马克思深刻地认识到了这个问题，因此提出了公有制的美好设想，在理想的公有制模式下，可以将劳动力之外的其他要素收益实现较为均匀合理的分配，尽管理想的公有制平滑分配作用在现实经济当中难以实现，但政府应当尽可能保证资源、土地、税收等公共要素收益的公平、高效运用，尽最大可能实现公共产权收益归还于民，尤其应当加大对居民住房的保障力度，避免高房价成为损害居民消费能力和加剧分配差距的工具。过去十几年，城乡居民的收入增速要低于政府的财政收入增长，政府在占有公共产权收益支配地位的基础上，应当进一步降低企业和居民的税负水平，尤其是对劳动力工资征收的个人所得税，有大幅提高征收门槛、降低税



率的必要性。

图 46. 财政存款、财政收入、城乡居民收入增速，%



数据来源: Wind, 长城证券研究所

二次分配: 完善社会保障、补贴国内消费、保障民生福利

中低收入居民具有较高的边际消费率, 因此培育中产阶级的消费中坚力量, 加强低收入阶层生活保障是扩内需、保民生的现实路径。在公共支出上, 与其用出口政策补贴国外消费, 不如降低国内消费税费, 继续维持对大宗商品消费的补贴措施; 与其进一步扩大固定资产投资规模, 不如将更多的资源转向民生保障方面, 以达到总量刺激和结构调控的双重政策目标。在维护短期增长目标和优化长期经济结构的天平上, 政策还需要更多地向后者倾斜, 结构好治, 总量难调, 继 09 年大规模总量刺激之后, 未来的经济结构调整无疑对体制深化改革和政策调控艺术提出了更高的要求。

(完)

附表 1: 2010 年宏观数据预测表

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2009 年	2010 年
GDP	6.1	7.9	8.9	11.0	11.1	8.5	9.8
CPI	-0.6	-1.5	-1.3	0.5	1.4	-0.7	2.6
工业	5.1	9	12.4	18.0	17.6	12.2	14.6
投资	28.6	35.7	33.2	31.6	30.5	32.4	28.0
消费	15	15	15.3	18.4	19.0	15.8	18.3
出口	-19.7	-23.6	-20.5	0.0	17.4	-16.7	17.5
进口	-30.9	-20.6	-11.6	21.0	35.7	-11.9	19.4
M1	11.4	20.3	27.9	31.0	27.3	22.8	19.0
M2	21.5	26.7	28.7	27.3	21.0	26.1	17.5
利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.83	6.83	6.82	6.83	6.65

1、除利率和汇率外, 其余指标为当季同比增长率。其中, GDP 和工业同比增长率按可比价格计算, 投资和零售同比增长率按名义价格计算, 出口和进口同比增长率按美元价格计算。工业指规模以上工业增加值, 投资指城镇固定资产投资, 零售指社会消费品零售总额。M1、M2 为当期均值数据同比, 利率和汇率指标分别指季末最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。



研究员介绍

吴士金：香港中文大学经济学硕士，北京大学理学学士，2008 年加入长城证券金融研究所，任宏观、策略分析师。

腊 博：新西兰梅西大学金融学学士(Honours)、金融学硕士(Distinction)，四年海外工作经验，从事外汇、证券投资策略研究，2008 年 5 月加入长城证券研究所任策略研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>