

2009 年 12 月 08 日

本报告的主要看点：

1. 对政策收缩的节奏做了修正。
2. 评估了政策收缩对相关行业的影响。

宏观策略研究小组**王晓辉**

(8621)61038297
wangxh@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)

2009 年 12 月宏观经济报告

——政策收缩“只做不说”

基本结论

- 虽然政治局和中央经济工作会议强调在 2010 年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，但是对于政策的变化不仅要听其言，更要观其行。政府在过去几个月中采取了“只做不说”的政策收缩策略，而这种策略可能在未来延续。我们认为，政府将通过实质上的微调策略，实现“保增长”政策的有序退出和财政货币政策的正常化。
- 政策微调主要通过数量和行政手段实现，并且在运用上可能呈现“前紧后稳”：上半年是政策收缩的时期，而随着政策收缩至正常水平，下半年在此类工具的运用上可能趋于稳定。
- 在明年中期左右，中国可能跟随美国加息，但空间不会很大，预计在 54 个基点以内。存款准备金的调整将以被动调整为主，取决于顺差和热钱的情况，预计 2010 年 1-2 次，对经济的影响较小。
- 在整体政策的收缩过程中，出口和消费刺激政策仍将得到延续，因此相关行业受到的政策冲击将会较小，相对安全。之前的超宽松政策导致部分行业投资过快，随着政策收缩，这些行业可能面临产能过剩的压力；相反，在危机中投资增速仍然大幅回调的行业，在经济复苏和政策收缩中，更容易获得较好表现，例如：纺织业、纺织服装鞋帽制造业、皮革皮毛制造业、家具制造业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延业、有色金属冶炼及压延业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、仪器仪表及文化办公用机械制造业。
- 中央经济工作会议强调，“积极稳妥推进城市化，把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，放宽中小城市和城镇户籍限制”。政府对城镇化的重视超出之前的预期，这对二三线城市房地产的发展具有促进作用。
- 另外，11 月数据中值得注意的是，CPI 同比增速可能转为正值，预计在 0.3 左右；出口同比增速可能转为正值，预计在 4% 左右。

内容目录

1 政策收缩“只做不说”	3
1.1 政策收缩的轨迹	3
1.2 收缩节奏前瞻	6
1.3 政策收缩的影响	7
2 结论与数据预测	10

图表目录

图表 1：8 月份以来的政策变化	4
图表 2：8 月份以来的政策变化（续上表）	5
图表 3：人民币信贷增量	5
图表 4：人民币贷款同比增速	5
图表 5：央行公开市场操作净投放货币量	6
图表 6：银行间同业拆借加权平均利率	6
图表 7：城镇固定资产投资单月同比增速	6
图表 8：分项的城镇固定资产投资同比增速（单月）	6
图表 9：2010 年出口同比增速预测	7
图表 10：2010 年 GDP 同比增速预测	7
图表 11：社会消费品零售总额同比增速	9
图表 12：限额以上和限额以下批发零售业零售增速	9
图表 13：货币政策月房地产销售	9
图表 14：经济与房地产销售	9
图表 15：制造业投资增速	9
图表 16：分类制造业投资同比增速	9
图表 17：月度主要经济指标预测（除特别说明均为单月增速）	10

1 政策收缩“只做不说”

日前召开的政治局会议和中央经济工作会议，明确提出要在 2010 年“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，这打消了市场对政策剧烈收缩的担忧。

但这并不意味着，政策仍会延续以往的扩张力度。目前，政策的重心正在转向“促转变”（“促进经济发展方式转变”）和“调结构”，因此部分经济刺激政策仍会延续。但是，中国之前的“保增长”是以经济失衡的加剧为代价的，因此“促转变”和“调结构”就必须将保增长期间采取的“超宽松”政策收缩至正常水平。

正如我们在三季度货币政策执行报告点评中指出的，目前政府正在采取“只做不说”或者“多做少说”的策略，也就是在维持政策基调不变的前提下，实施实质上的“微调”，通过行政和数量型手段实现“超宽松”财政和货币政策的逐渐退出。

1.1 政策收缩的轨迹

回顾下半年以来的政策变化，可以清晰的看到超宽松政策退出的轨迹。

在 7 月 23 日召开的政治局会议上，保增长仍然是政府调控的首要目标，会议强调“要继续把促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。

但是，随着经济的进一步好转，政策微调的呼声也逐渐升高。8 月初，在央行货币政策执行报告中，首次提出对货币政策“动态微调”，不久银监会下发《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》，对银行资本充足率的计算作出新的规定，虽然不久后银监会对“意见稿”中的政策做了修正，但是货币政策微调的趋势已经确立。在之后的几个月中，银监会和央行在多个场合要求商业银行合理把握信贷节奏。与此相对应的是，商业银行信贷投放量开始逐渐减少，10 月份新增贷款额为 2530 亿，仅相当于上半年平均水平的 1/5；信贷增速也保持平稳，没有再大幅加快。最近两个月，央行在公开市场上频繁的回笼货币，也是货币政策收缩的有力证据，其中 10 月净回笼货币 1560 亿，11 月净回笼 2990 亿。

与此同时，财政政策也在发生改变。8 月 28 日召开的国务院会议，提出要抑制部分行业产能过剩和重复建设。不久，央行副行长在公开场合提示地方政府融资平台风险。10 月 21 日，国务院会议不再将保增长作为宏观调控首要目标，而是“把正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点”；并且提出“坚决抑制部分产能过剩行业新上项目”，“规范地方政府及其平台公司的举债和担保承诺行为”。11 月 28 日，财政部下发文件，严禁出现新的财政违规担保向社会公众集资的行为。显然，这一系列政策将为政府投资和工业投资的增长套上紧箍咒。实际上政府投资和工业投资增速均在今年 5 月份前后达到高点，这带动了整体投资增速的回落（图表 6、7）。

虽然，11 月 27 日的政治局会议表示要在明年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，但是会议同时指出，要在保持宏观政策基本取向的前提下，“把握好政策实施的力度、节奏和重点，落实和丰富完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划，提高经济发展的稳定性、协调性、可持续性”。显然，这里所说的“力度和节奏”指的政策正常化或者说收缩的“力度和节奏”。

中央经济工作会议延续了政治局会议的提法，在维持政策基调不变的情况下，强调把握好政策实施的力度、节奏和重点。同时，会议指出要“保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目”、“把握好货币信贷增长速度，严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款，着力提高信贷质量和效益”。显然，这是对“保增长”期间过度宽松政策的收缩。

图表1：8 月份以来的政策变化

时间	机构	内容
20090805	央行	央行在二季度货币政策执行报告中提出对货币政策“动态微调”
20090818	银监会	银监会下发《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》，对银行资本充足率的计算作出新的规定。
20090828	国务院	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，引导产业健康发展
20090904	银监会	银监会有关负责人表示，为了提高银行业的资本质量，银监会正在研究，拟对银行相互持有的次级债分年从附属资本中扣减。
20090922	央行	媒体报道，中国人民银行副行长刘士余在参加中债信用增进投资股份有限公司成立仪式时，提示地方政府融资平台风险。他说，“今年地方融资平台在全国有了加速发展，对许多地区的地方财政偿付能力构成了威慑，很可能造成财政问题和金融问题”。
20091014	银监会	银监会召开 2009 年第三次大型银行风险分析会，银监会党委副书记、副主席蔺定之在会上指出，大型银行要继续科学、合理把握信贷节奏，进一步强化贷款风险管理。同时，严格限制对产能过剩行业和重复建设行业的贷款投放。
20091021	国务院	国务院常务会议指出：今年后几个月，要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性、稳定性，把握好政策的力度和节奏，增强政策的灵活性和可持续性。会议要求，重点抓好以下方面工作：（一）保持需求稳定增长；（二）认真抓好农业生产特别是秋冬种工作；（三）积极推进结构调整和节能减排，坚决抑制部分产能过剩行业新上项目；（四）加强煤电油气运调节；（五）继续推进重点改革；（六）进一步做好财政金融工作，规范地方政府及其平台公司的举债和担保承诺行为；（七）高度重视并妥善安排好群众生活。
20091022	银监会	2009 年第四次经济金融形势分析通报会议上，刘明康强调，要严格执行“二套房贷”政策不动摇；各银行业金融机构要合理安排第四季度信贷投放规模，科学把握信贷投放节奏。要切实加强对融资平台和项目贷款风险管控，牢牢把握三条红线不放松，即：严禁发放打捆贷款；不得签署无特定项目的大额授信合作协议；对出资不实，治理架构、内部控制、风险管理、资金管理运用制度不健全的融资平台，要严格限制贷款，落实风险防范。
20091126	国务院	国务院会议提出，到 2020 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%—45%
20091127	政治局	政治局会议提出，明年保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，特别是要更加注重提高经济增长质量和效益，更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整，更加注重推进改革开放和自主创新、增强经济增长活力和动力，更加注重改善民生、保持社会和谐稳定，更加注重统筹国内国际两个大局，努力实现经济平稳较快发展。 明年，要保持宏观政策的基本取向，把握好政策实施的力度、节奏、重点，落实和丰富完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划，提高经济发展的稳定性、协调性、可持续性。促进国内需求特别是消费需求持续增长，增强居民特别是低收入群众消费能力，完善促进消费的政策，保持投资合理增长，完善和落实鼓励民间投资相关政策。完善稳定外需政策，促进对外贸易平稳增长，积极扩大进口。推动经济结构调整和战略性新兴产业发展。
20091128	财政部	媒体报道，财政部下发文件规范地方政府融资行为，要求坚决制止正在发生的地方财政违规担保向社会公众集资的行为，严禁出现新的财政违规担保向社会公众集资的行为。

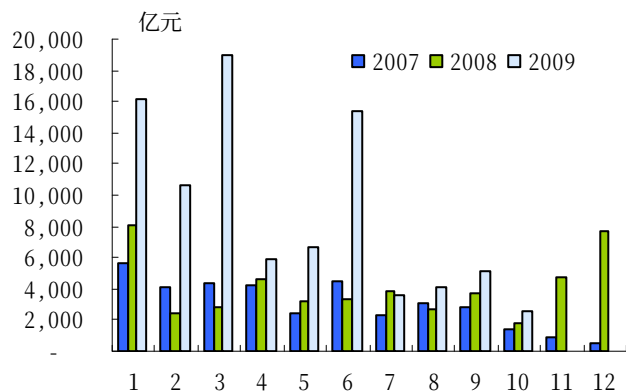
来源：国金证券研究所

图表2：8 月份以来的政策变化（续上表）

20091207	国务院	2010 年经济工作的主要任务 一、提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展。要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，巩固和增强经济回升向好势头。要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点。 二、加大经济结构调整力度，提高经济发展质量和效益。要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。包括：一是扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用；二是积极稳妥推进城镇化，重点放在加强中小城市和小城镇发展上，要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制；三是发展战略性新兴产业，推进产业结构调整；四是推进节能减排，抑制过剩产能；五是推进基本公共服务均等化和引导产业有序转移，促进区域协调发展。 三、夯实“三农”发展基础，扩大内需增长空间。稳步扩大农村需求，巩固和发展农业农村好形势。保持主要农产品价格基本稳定，提高主要粮食品种最低收购价格水平。要加强农村公共服务能力建设，改进教育培训、医疗卫生、公共文化服务。 四、深化经济体制改革，增强经济发展动力和活力，包括：进一步推动政府职能转变，建设服务型政府；进一步深化金融体制改革，继续推进跨境贸易人民币结算试点；推进垄断性行业体制改革。 五、推动出口稳定增长，促进国际收支平衡。努力促进出口稳步回升，加快转变外贸发展方式，保持外需政策的连续性和稳定性，稳定传统市场，开拓新兴市场，继续严格控制“两高一资”产品出口，努力增加进口，促进贸易平衡。做好利用外资工作，提高引资质量，发挥利用外资在推动科技创新、产业升级、区域协调发展等方面的积极作用，引导外资向中西部地区转移和增加投资。大力实施“走出去”战略，拓展经济发展空间。 六、着力保障和改善民生，全力维护社会稳定。要坚持更加积极的就业政策，努力扩大就业。引导和促进劳动密集型企业、中小企业、民营经济、各种服务业加快发展。加大对低收入群众的帮扶救助力度，提高城乡低保标准。
----------	-----	---

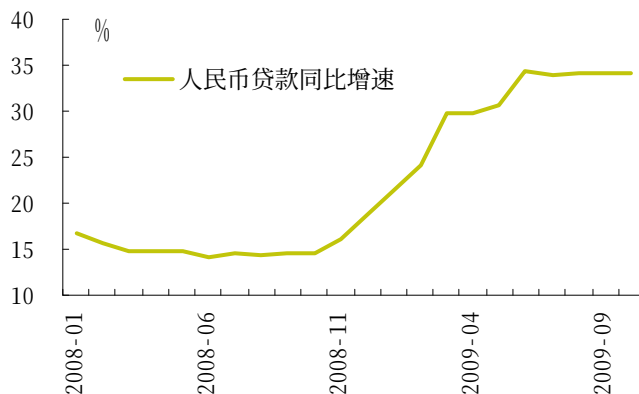
来源：国金证券研究所

图表3：人民币信贷增量

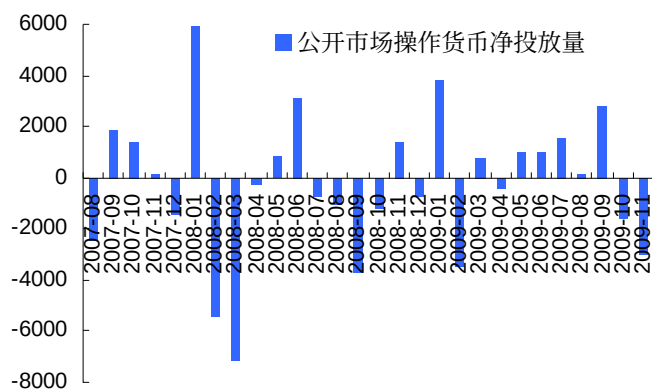


来源：国金证券研究所

图表4：人民币贷款同比增速

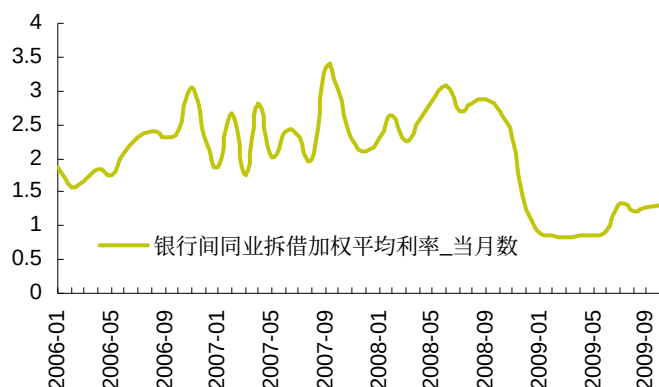


图表5：央行公开市场操作净投放货币量

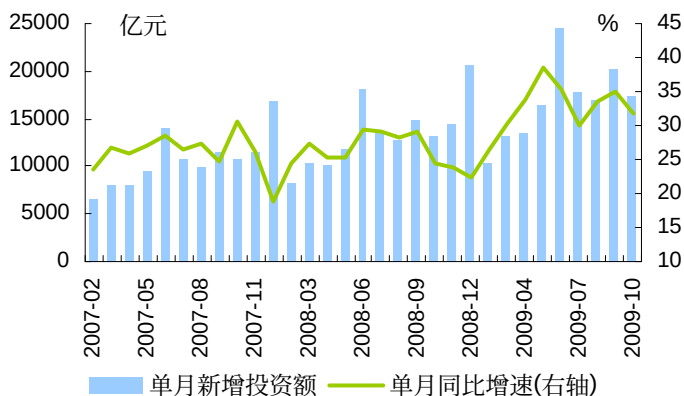


来源：国金证券研究所

图表6：银行间同业拆借加权平均利率

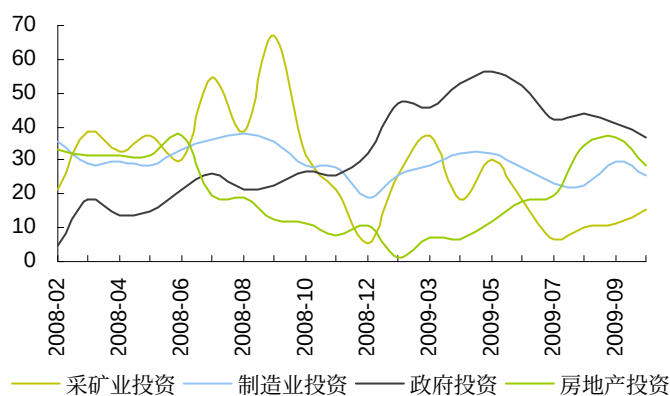


图表7：城镇固定资产投资单月同比增速



来源：国金证券研究所

图表8：分项的城镇固定资产投资同比增速（单月）



1.2 收缩节奏前瞻

早在 8 月宏观经济报告（《对货币政策退出方式的讨论》）中，我们就对中国经济刺激政策退出的逻辑、方式和节奏做了分析。在报告中，我们将货币政策的调整划分为三个阶段，其中年底之前以微调为主，这已经在最近的政策变动中得到验证。

目前看来，政府力图在不对社会心理产生过大冲击的情况下，通过渐进的方式实现政策的正常化，也就是采取“只做不说”的策略。因此，微调的操作方式可能贯穿 2010 年全年。

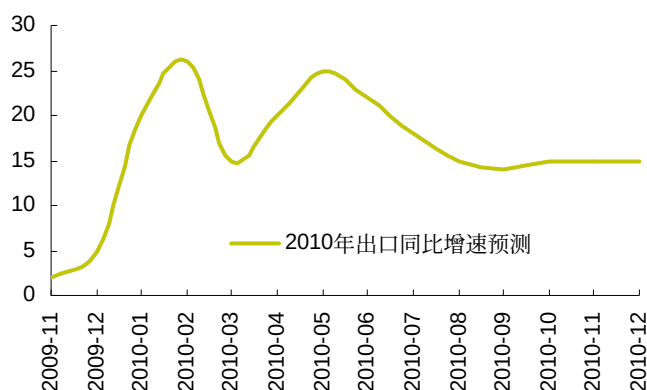
这一策略的实施将主要依靠数量型和行政手段。具体来讲，货币政策方面主要通过公开市场操作（例如央票发行）、控制再贷款和再贴现的规模、窗口指导等方式实现；财政政策方面主要是通过调整中央政府投资节奏、控制地方政府投资（限制其融资能力）、限制产能过剩行业的投资。

我们一直强调中国采取的是“以投资补外需”的危机应对策略，因此外需在相当程度上决定着政策收缩的力度和节奏。前瞻的看，我们认为明年的出口和经济同比增速都将呈现“前高后稳”的格局。其中，出口同比增速上半年在 20% 左右，下半年在 15% 左右；GDP 增速 1 季度达到 11% 以上，2 季度回落至 9%，三、四季度保持稳定或略有回升。从这个角度来看，数量和行政型手段在运用上可能呈现“前紧后稳”：上半年是政策收缩的时期，而随着政策收缩至正常水平，这类工具在下半年的运用可能趋于稳定。

除了数量和行政型手段，利率和存款准备金的调整也十分关键。对此，我们维持之前的观点，即中国不大可能在美联储之前加息，原因是：一方面，潜在的通胀风险来自国际大宗商品，而大宗商品价格的控制需要全球货币政策的配合，中国单独的利率调整，作用较小；另一方面，中国率先加息，可能加剧热钱流入，反而导致经济过热。预计美联储可能在明年中期左右加息，中国可能跟随加息，但空间不会很大，不超过 54 个基点。

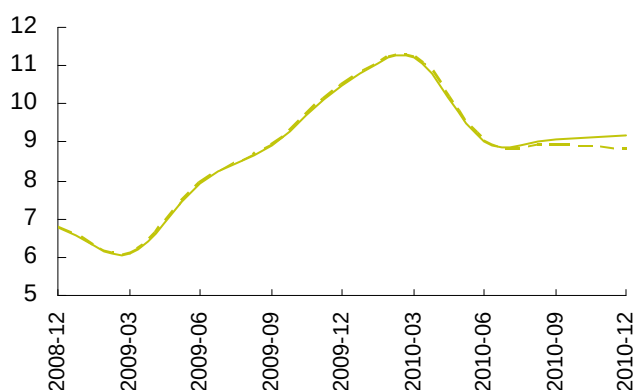
对于存款准备金率的调整，我们认为将以被动调整为主，即用于对冲外汇占款的增加。从这个角度来看，随着顺差的恢复和热钱的流入，存款准备金率上调的概率在增大。由于存款准备金率的调整影响很大，而且应当是在外汇占款积累较多时发生，因此我们认为存款准备金调整的时间可能是在 2010 年中后期，调整次数 1—2 次。由于是被动调整，这对经济和市场的冲击都会较小。

图表9：2010 年出口同比增速预测



来源：国金证券研究所

图表10：2010 年 GDP 同比增速预测



1.3 政策收缩的影响

随着政治局会议和中央经济工作会议的召开，明年宏观调控的基调已经明确。会议强调，政策将从“保增长”转向“促转变”（经济发展方式的转变）和“调结构”。这种转变意味着，政策在总体上将会逐渐收缩，但在结构上会有不同的侧重。显然这会对各个行业产生不同的影响。

■ 出口和消费

虽然政策总体上处于收缩周期，但是这种收缩并不是一刀切的，至少在两个领域仍将得到政策的支持，这就是消费和出口。

在保增长的任务完成后，政策的重心已经转向调结构，其中最主要的是需求结构的调整，也就是要促进消费的增长。日前召开的中央经济工作会议在谈到结构调整时提出，“要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展”，“要加大对国民收入分配调整力度，增强居民特别是低收入群众消费能力”。

在高端消费领域，今年实施的汽车和家电等刺激政策可能仍将延续。中央经济工作会议强调，“要保持政策连续性，进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策”。这有利于这些行业销售的稳定增长。

除此以外，低端和基础性消费品的增长也可能获得较好的表现。政治局和中央经济工作会议都强调了要增强低收入群体的消费能力；而且提出要“巩固农业

农村经济发展和农民增收的基础”、“积极扶持革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区加快发展”、“加大就业促进政策力度，加强住房保障，完善社会保障体系，加大对困难群众帮扶救助力度，提高城乡低保标准”。显然这些措施的实施都将促进低端和基础性消费品的增长，例如农林牧渔、食品加工、服装等行业。

另外，出口政策也将保持稳定。虽然政府强调要调整经济结构，减少对外需的依赖，但是经济结构的调整并不能一蹴而就，而稳健的出口增长能够为结构调整赢得缓冲时间。因此，中央经济工作会议强调要“努力促进出口稳步回升，保持外需政策的连续性和稳定性，深入实施市场多元化战略，稳定传统市场，开拓新兴市场”。温总理在会见欧盟领导人时也强调，“将继续按照主动性、可控性和渐进性原则，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”。显然，在未来的政策收缩中，出口政策也将保持稳定，这有利于对出口依赖较大的行业，例如纺织服装、家具、仪器仪表、文教体育用品、机器设备等。

■ 房地产

在政策的调整中，房地产受到的影响殊为矛盾。一方面，政府强调要“积极稳妥推进城市化，并且把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，放宽中小城市和城镇户籍限制”。显然这有利于二三线城市房地产的发展。而且，政府对城镇化的高调也超出之前市场的预期。

另一方面，随着保增长政策的收缩，之前极度宽松的货币政策将逐渐正常化。中央经济工作会议也强调，“要把握好信贷增长的速度”，这意味着今年这样高速的信贷增长很难持续。09 年房地产的增长受到货币政策的驱动非常明显，即使房地产方面的优惠政策不变，总体信贷额度的减少也会对地产销售产生负面影响。在二三线房地产受到政策扶持的情况下，一线城市可能受到相对较大的负面影响。

另外，我们一直强调房地产销售的增长具有两种模式：一是由宽松的货币政策驱动；二是由经济好转、收入增长驱动。因此，短期的货币政策收缩会对地产产生负面影响，但是随着出口和经济的好转，居民的收入预期会得到改善，这将有利于地产销售在明年稍晚的时间获得新的支撑力。

■ 制造业的产能过剩

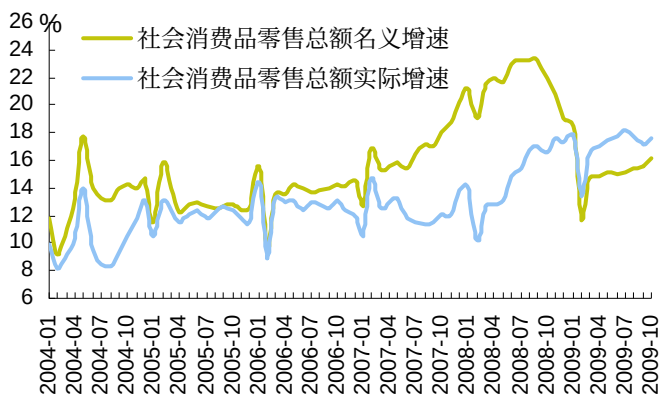
在“保增长”期间，大量的基建投资和极度宽松的货币政策，使得部分制造业的投资增速在危机期间不降反升，随着政策的收缩，未来这些行业可能面临产能过剩的压力。

我们对工业企业的数据做了梳理和归纳，投资出现较大调整的行业大多集中在对出口依赖程度较大的行业、部分原材料行业，例如：纺织业、纺织服装鞋帽制造业、皮革皮毛制造业、家具制造业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延业、有色金属冶炼及压延业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、仪器仪表及文化办公用机械制造业。

投资没有出现调整的行业主要集中在中游的原料行业和装备制造业，例如：化学原料及化学制品业、医药制造业、橡胶制品业、塑料制品业、非金属矿物制品业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电器机械及器材制造业。另外，食品加工业的投资增速也较高。

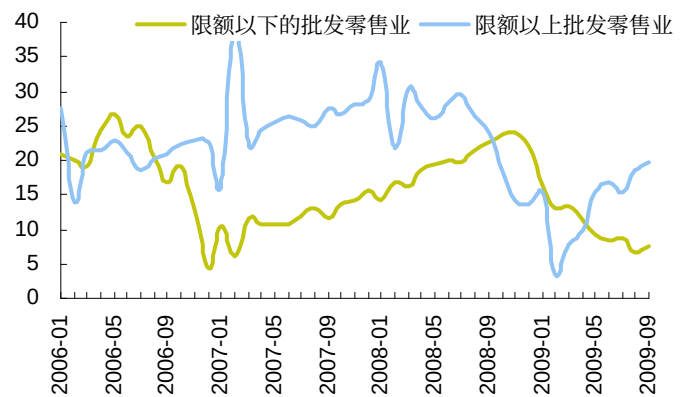
相对而言，投资经过大幅调整的行业在经济恢复的过程中更容易获得较好的表现，而投资未经过调整，但在未来仍将获得政策刺激的行业可能也会获得较好表现，例如医药和食品加工业。

图表11：社会消费品零售总额同比增速

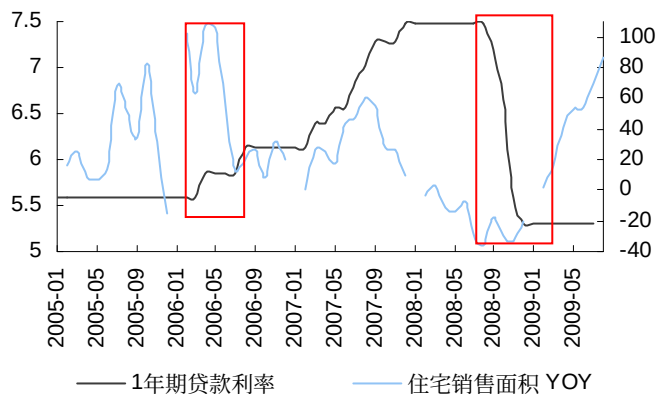


来源：国金证券研究所

图表12：限额以上和限额以下批发零售业零售增速

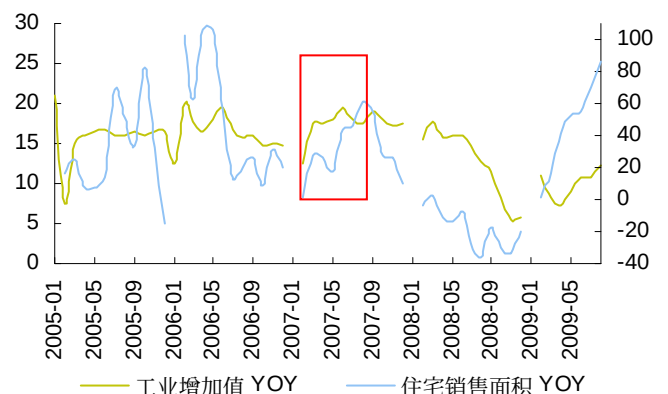


图表13：货币政策月房地产销售

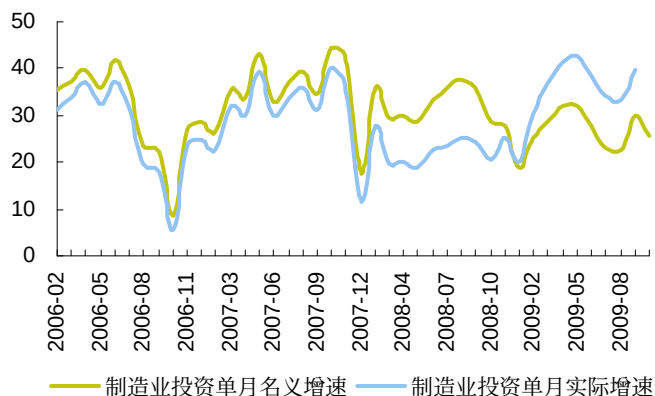


来源：国金证券研究所

图表14：经济与房地产销售

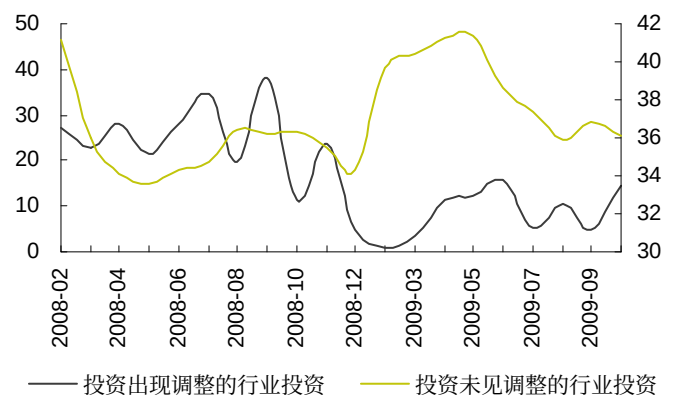


图表15：制造业投资增速



来源：国金证券研究所

图表16：分类制造业投资同比增速



2 结论与数据预测

总的来看，虽然政府强调在 2010 年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，但是对于政策的变化不仅要听其言，更要观其行。我们认为，政府将采取“只做不说”的策略，通过实质上的微调策略，实现“保增长”政策的有序退出和财政货币政策的正常化。

政策微调主要通过数量和行政手段实现，并且在运用上可能呈现“前紧后稳”：上半年是政策收缩的时期，而随着政策收缩至正常水平，这类工具在下半年的运用可能趋于稳定。

另外，在明年中期左右，中国可能跟随美国加息，但空间不会很大，预计在 54 个基点以内。存款准备金的调整将以被动调整为主，取决于顺差和热钱的情况，预计 2010 年 1—2 次，对经济的影响较小。

在整体政策的收缩过程中，出口和消费刺激政策仍将得到延续，因此相关行业受到的政策冲击将会较小，相对安全。之前的超宽松政策导致部分行业投资过快，随着政策收缩，这些行业可能面临产能过剩的压力；相反，在危机中投资增速仍然大幅回调的行业，在经济复苏和政策收缩中，更加容易获得较好表现，例如：纺织业、纺织服装鞋帽制造业、皮革皮毛制造业、家具制造业、石油加工炼焦及核燃料加工业、化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延业、有色金属冶炼及压延业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、仪器仪表及文化办公用机械制造业。

另外，中央经济工作会议强调，“积极稳妥推进城市化，把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，放宽中小城市和城镇户籍限制”。政府对城镇化的重视超出之前的预期，这对二三线城市房地产的发展具有促进作用。

11 月数据中值得注意的是，CPI 同比增速可能转为正值，预计在 0.3 左右；出口同比增速可能转为正值，预计在 4% 左右。

图表17：月度主要经济指标预测（除特别说明均为单月增速）

指标	单位	2009-08F	2009-08 实际	2009-09F	2009-09 实际	2009-10 实际	2009-11F	变化方向
CPI	%	-1.1	-1.2	-0.7	-0.8	-0.5	0.3	↗
PPI	%	-7.6	-7.9	6.5~7	-7.0	-5.8	-2.0	↗
信贷	%	33.5	34.1	33.7	34.2	34.2	35.2	↗
M2	%	28.0	28.5	28.3	29.3	29.4	29.6	↗
出口	%	-20.0	-23.4	-20.0	-15.0	-14.0	4.0	↗
进口	%	-12.0	-17.0	-12.0	-4.0	-6.0	29.0	↗
顺差	亿美元	145.0	157.0	149.3	129.3	239.9	225.7	↘
消费	%	15.5	15.4	15.5	15.5	16.2	16.5	↗
投资(累计)	%	32.0	33.0	32.5	33.3	33.1	32.6	↘
工业增加值	%	11.5	12.3	12.8	13.9	16.1	17.0	↗

来源：国金证券研究所

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。