

下行压力部分缓解 政策转向或在年底

——2010 下半年中国宏观经济报告

民生精品---宏观深度研究报告

2010 年 7 月 27 日

报告摘要:

● 三大压力放缓经济增速

商品房、汽车和家电等大宗消费增速下滑，投资增速回归常态，“调结构”抑制高耗能行业增长，翘尾因素减弱，三大压力使经济增速同比下行。

● 金融放大器与预期加速器加剧经济下行压力

经济下行预期形成的情况下，如果信贷仍然偏紧，股市和房地产市场成交量低迷，经济下行压力就会被进一步放大。除“金融放大器”外，预期因素是经济下行的加速器。但是，当下行压力缓解，金融和预期也会放大经济好转。

● 新一轮投资部分缓解经济下行压力

以保障性住房投资、战略性新兴产业投资和西部大开发投资为主要内容的新一轮投资目前已经成型。下半年新一轮投资对总投资增速的支持增强，将部分缓解经济下行压力。

● 政策转向或在年底

预计三季度 GDP 增长 9.1%，四季度增长 8.5%，全年增长 9.7%。节能减排、房地产调控和新一轮投资的效果还有待观察，政策转向可能在年底才会出现。下半年信贷仍将偏紧，存款准备金率下调的预期将逐渐形成。四万亿投资计划剩余部分将重启，促进新兴产业和区域发展的政策将会不断出台，力度还有可能超出预期。

民生证券研究所

滕泰 首席经济学家
执业证号: S0130209051671
电话: (8610)85127628
邮箱: tengtai@mszq.com

郝大明 宏观分析师
执业证号: S0130209021650
电话: (8610)85127658
邮箱: haodaming@mszq.com

张磊 宏观分析师
电话: (8610)85127662
邮箱: zhanglei_yj@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

1. 《过剩经济无通胀，关注核心 CPI》
2010.7.26
2. 《“M”头若隐若现，加息慎之又慎》
2010.4.14
3. 《三大不稳定因素影响明年经济》
2009.12.16

主要经济指标预测

	2009A	2010H1A	2010H2E	2010E
GDP 增速 (%)	9.1	11.1	8.8	9.7
城镇固定资产投资增速 (%)	30.5	25.5	28.0	27.0
社会消费品零售总额增速 (%)	15.5	18.2	16.0	17.0
出口增速 (%)	-16.0	35.2	9.0	21.8
贸易顺差规模 (亿美元)	1961	553	460	1010
CPI (%)	-0.7	2.6	2.5	2.6
规模以上工业增加值增速 (%)	11.0	17.6	10.0	14.0

资料来源: 民生证券研究所

目 录

一、三大压力放缓经济增速.....	3
(一) 需求减速领先一步.....	3
(二) “调结构”抑制高耗能行业.....	7
(三) 翘尾因素下行幅度较大.....	8
二、金融放大器与预期加速器强化经济下行.....	9
(一) 股市、房地产市场对 M1 变化敏感.....	10
(二) 信贷伸缩放大经济周期.....	11
(三) 股市放大经济周期.....	12
(四) 房地产市场放大经济下行.....	13
(五) 预期加速器.....	13
三、新一轮投资部分缓解经济下行压力.....	15
(一) 新一轮投资成型.....	15
(二) 新一轮投资部分缓解经济下行压力.....	17
四、政策转向或在年底.....	20
(一) 下半年主要经济指标预测.....	20
(二) 下半年是政策的观察期.....	21
(三) 货币政策：信贷偏紧.....	22
(四) 财政政策和产业政策.....	24
(五) 政策转向或在年底.....	25
插图目录.....	26
表格目录.....	26

受宏观主动调控、经济自身运行规律和 2009 年经济增速“前低后高”共同影响，今年下半年我国经济面临较大的下行压力。货币信贷紧缩和股市、房地产市场低迷放大了经济下行预期。截止 7 月初，新一轮投资包括保障房投资、战略性新兴产业投资和西部大开发投资成型，这将部分化解经济下行压力，改善经济增长预期。我们预测政策转向可能出现在年底。

一、三大压力放缓经济增速

GDP 同比增长速度由新增长因素和翘尾因素构成。商品房、汽车和家电等大宗消费下滑、投资大幅回落和节能减排使下半年工业生产下行压力较大，2009 年 GDP 增长“前低后高”决定了 2010 年翘尾因素“前高后低”；新增长因素和翘尾因素双双走低共同作用，下半年我国 GDP 增长面临下行压力。

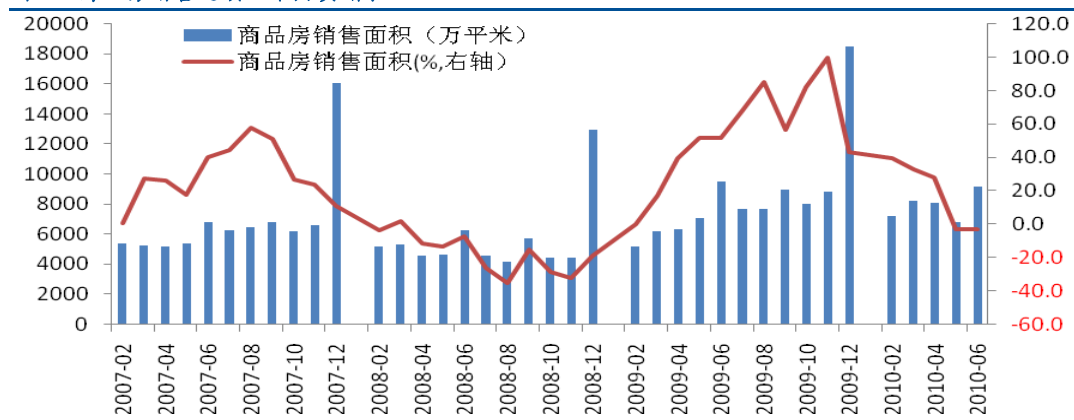
（一）需求减速领先一步

1、消费总体平稳，大宗消费下滑

（1）商品房销售由高增长转为下降

5 月商品房销售面积 6777 万平米，比 2009 年 5 月下降 3.4%，其中商品住宅下降 6.0%，这是自 2009 年 3 月以来商品房销售增速首次出现负增长（下降）；6 月商品房销售 9163 万平米，下降 3.2%，连续两个月下降。二季度商品房销售同比增长 5.2%，比一季度回落 30.6 个百分点。

图 1：商品房销售连续二个月负增长



资料来源：Wind，民生证券研究所

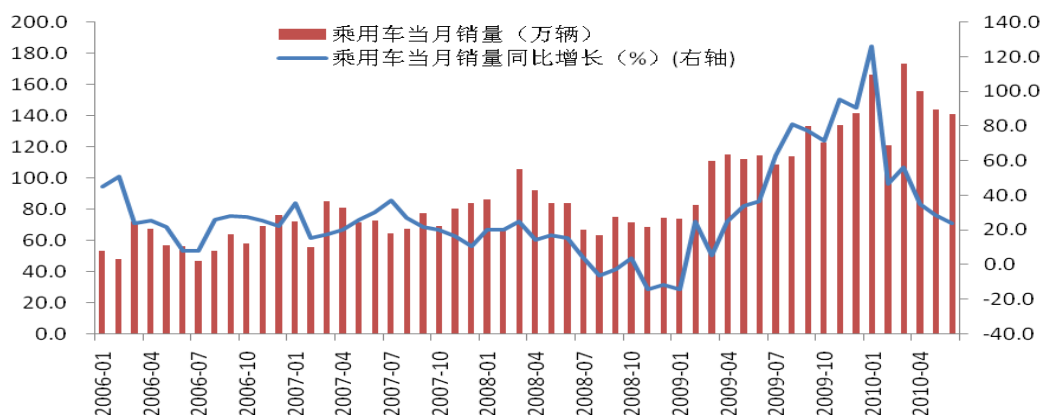
（2）汽车销售增速放缓

汽车销售连续 3 个月环比下降。今年一季度，我国汽车销售 461 万辆，比去年同期增长 71.8%；但汽车销售自 3 月创下 173.5 万辆的历史新高后，快速下滑，4 月国内汽车销量 155.5 万辆，比 3 月减少 18.0 万辆，环比下降 10.4%；5 月国内汽车销售 143.8 万辆，比 4 月减少 11.7 万辆，环比下降 7.5%；6 月国内汽车销售 141.2 万辆，比 5 月减少 2.6 万辆，环比下降 1.8%。

汽车销售同比增速创年内新低。4-6 月当月汽车销量同比增长分别为 34.9%、28.5%和

23.6%，连续3个月增速大幅回落，6月同比增速创年内新低。

图2：汽车销售增速大幅回落

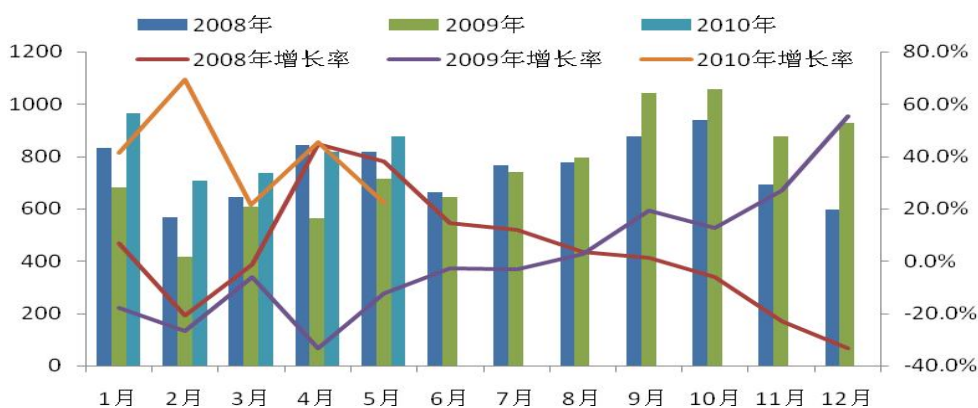


资料来源：Wind，民生证券研究所

（3）家电销售转向下行

彩电销量5月同比增长22.5%，4月同比增长45.4%，5月比4月下滑22.9个百分点。

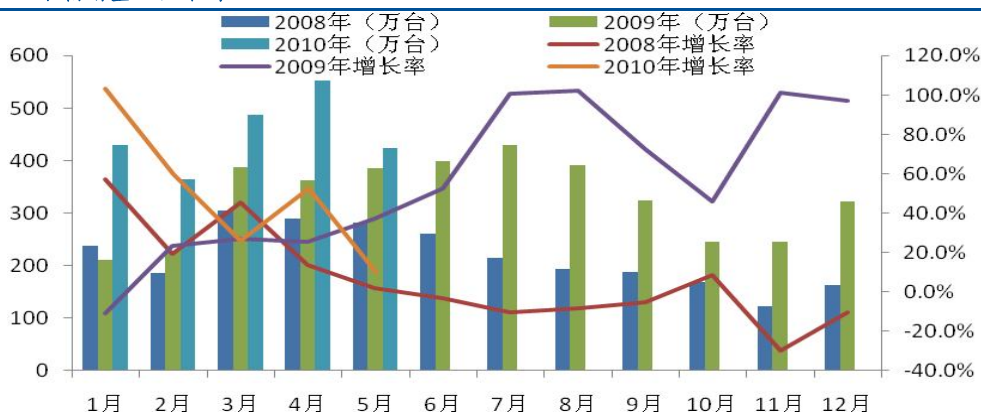
图3：彩电销量增速大幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究所

冰箱销量5月同比增长10.2%，4月同比增长52.5%，下滑42.3个百分点。

图4：冰箱销量大幅下滑

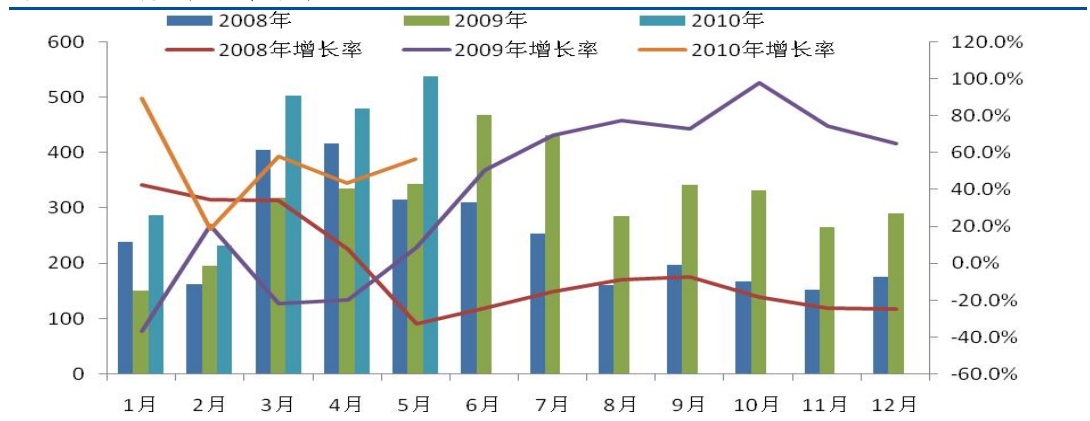


资料来源：Wind，民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

空调销量 5 月同比增长 56.4%，高于 4 月（同比增长 43.4%），但比去年下半年下滑约 20 个百分点。

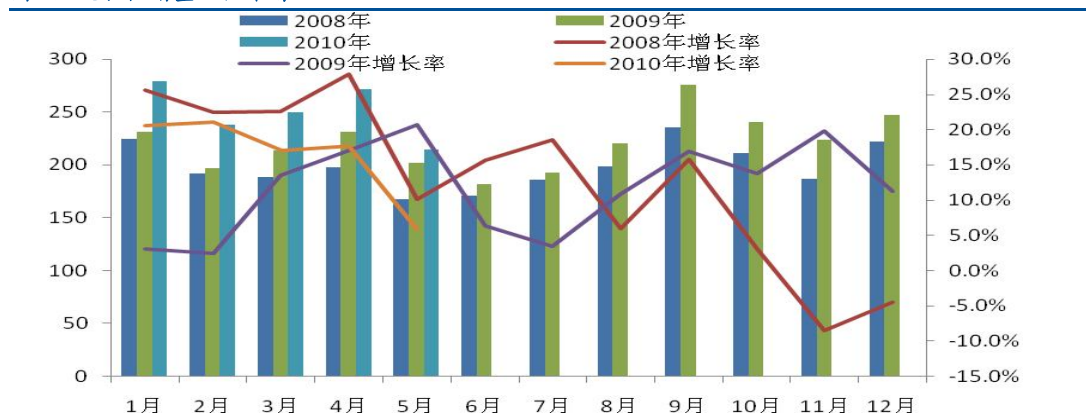
图 5：空调销量增速也在下滑



资料来源：Wind，民生证券研究所

洗衣机销量 5 月同比增长 5.9%，4 月同比增长 17.7%，下滑 11.8 个百分点，比去年下半年增速下滑约 6.8 个百分点。

图 6：洗衣机销量大幅下滑



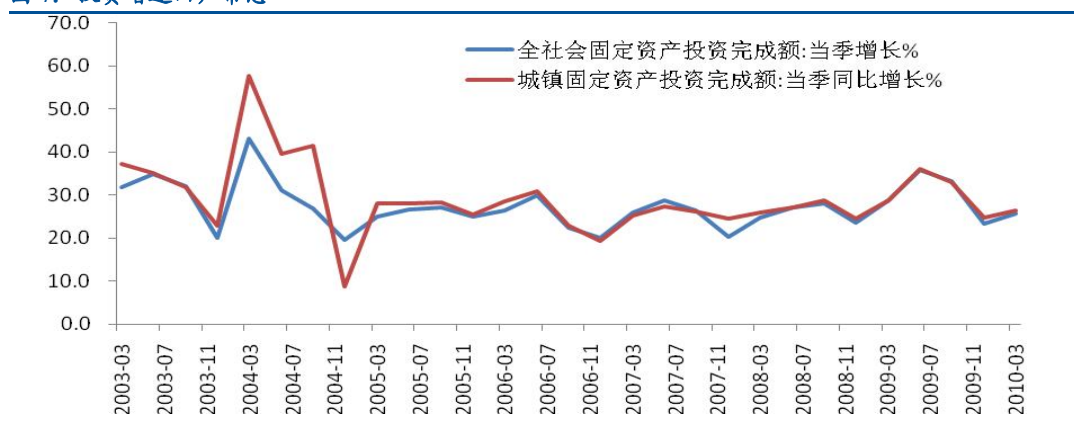
资料来源：Wind，民生证券研究所

大宗消费品产业链长，对经济拉动作用强，其销售增速快速下滑将传导到工业生产，拉动经济下行。

2、投资增速回归常态

四万亿投资计划拉动效应今年呈现递减趋势，上半年投资增速大幅回落至 2003 年来的平均水平以下。一季度全社会投资增长 25.6%，同比回落 3.2 个百分点，实际增长 23.2%，同比回落 7.1 个百分点。二季度全社会投资增长 24.8%，同比回落 10.9 个百分点，实际增长 20.5%，同比回落 18.4 个百分点。一季度城镇固定资产投资增长 26.4%，实际增长 24.0%，二季度增长 25.2%，实际增长 20.8%，均已回落到 2003 年以来的平均增长速度以下。

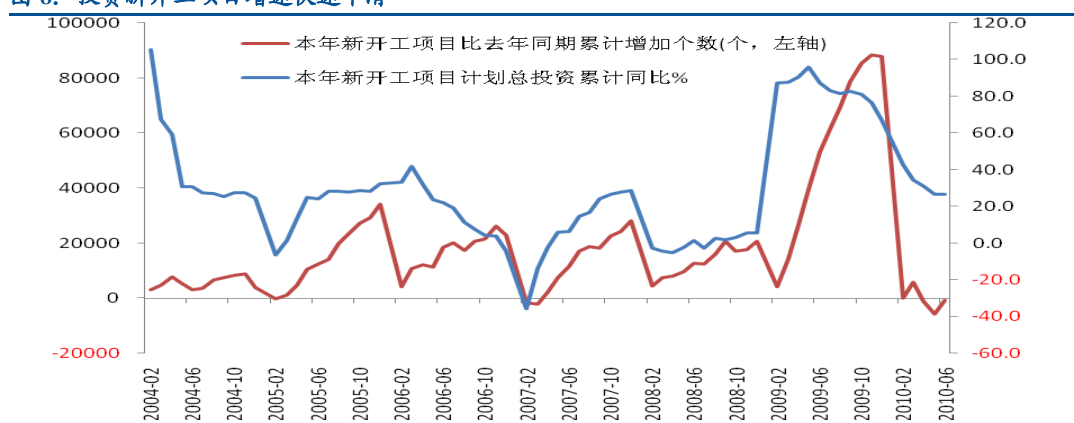
图 7: 投资增速回归常态



资料来源: Wind, 民生证券研究所

上半年, 固定资产投资本年新开工项目个数 17.5 万个, 比去年同期减少 939 个, 本年新开工项目累计计划总投资额 93360 亿元, 同比增长 26.5%, 比前 4 个月降低 4.8 个百分点, 比一季度降低 8.0 个百分点。新开工项目和计划总投资是固定资产投资的先行指标, 新开工项目个数同比大幅减少, 预示着下半年投资增长将会下行。

图 8: 投资新开工项目增速快速下滑

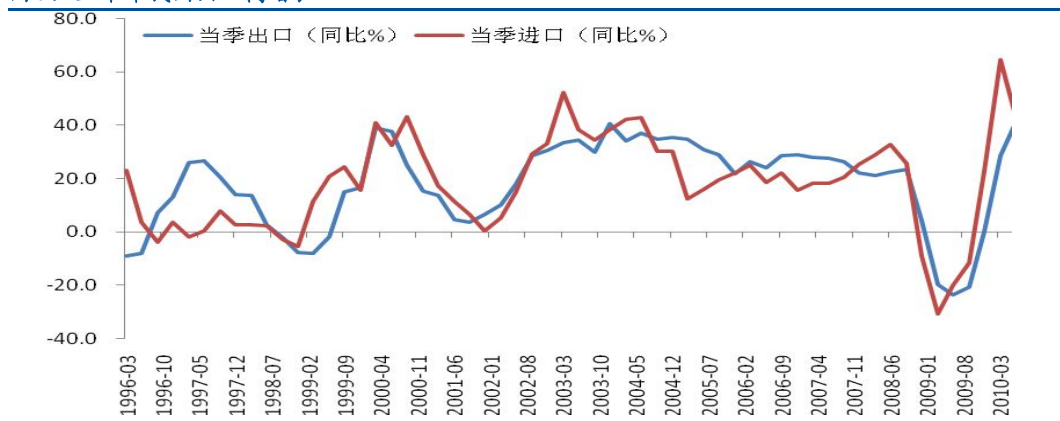


资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、出口可能意外回落

上半年出口同比高增长, 主要是翘尾因素高, 新增长因素很低。今年上半年我国出口 7050.9 亿美元, 增长 35.2%, 其中, 一季度增长 28.7%, 二季度增长 40.9%; 6 月当月出口 1374 亿美元, 增长 43.9%, 刷新 2008 年 7 月的历史记录, 创历史新高。上半年出口高增长主要来源于去年上半年基数很低, 由于去年 12 月出口回升到 1307 亿美元, 今年上半年只有 5 月和 6 月出口略微超过去年 12 月, 因此, 上半年出口高增长主要来自翘尾因素。如果扣除出口商品价格上涨因素, 5 月和 6 月实际出口量低于去年 12 月。

图 9：上半年我国出口高增长



资料来源：Wind，民生证券研究所

下半年我国出口高增长不具有持续性。

一是出口退税政策的改变。财政部和税务总局决定自 7 月 15 日期取消部分商品出口退税。此次取消出口退税商品共计 406 项，主要涉及钢材、有色金属建材、医药化工及塑料橡胶制品四大类“两高一资”行业。这些行业产品在退税取消调整之前分别享受 5% 至 17% 不等的出口退税率。部分企业抢在出口退税取消之前突击出口造成近两月出口快速增长。下半年这些行业出口可能会大幅减少。

二是欧洲经济紧缩影响。下半年，欧洲各国将紧缩财政支出应对高昂政府债务，我国对欧元区出口增速将面临下滑压力。

三是基数效应。去年 7-10 月和 12 月出口环比增长分别为 5.2%、6.3%、7.0% 和 5.0%，基数越来越高，今年下半年除非世界经济强劲复苏，否则出口增速将大幅回落。

（二）“调结构”抑制高耗能行业

上半年我国控制高耗能行业新上项目、加大淘汰落后产能、实行差别电价、调整或取消部分高耗能产品出口退税率等一系列措施，对高耗能行业的过快增长起到明显的抑制作用。6 月份，六大高耗能行业同比增长 11.8%，增速较 5 月份回落 4 个百分点，直接影响规模以上工业增速回落 1.3 个百分点。重工业增加值增速约占工业增加值增速的 70%。6 月重工业增加值增速比 5 月回落 3.3 个百分点。重工业增速下行增加经济下行压力。

同时，高耗能行业高库存也增加工业下行压力。与 2 月底相比，高耗能行业如钢铁、有色、石化、化工等行业产成品资金占用增速迅速上升。如钢铁 5 月底产成品资金占用同比增长 14.3%，比 2 月底提高 18.7 个百分点；有色金属，5 月底产成品资金占用同比增长 29.7%，比 2 月底提高 4.0 个百分点；石化产品，5 月底产成品资金占用同比增长 33.7%，比 2 月底提高 11.4 个百分点。

表 1: 四大高耗能行业库存快速增长

	09 年 1-8 月 生产增速%	09 年 8 月底 产成品库存增速%	2010 年 1-2 月 生产增速%	2010 年 2 月底 产成品库存增速%	2010 年 1-5 月 生产增速%	2010 年 5 月底 产成品库存增速%
黑色金属冶炼及压延	3.8	-23.1	19.7	-4.4	19.2	14.3
有色金属冶炼及压延	7.7	1.1	24.3	25.7	21.1	29.7
石油加工、炼焦及核燃料	-1.2	-26.3	17.1	22.3	15.1	33.7
化学原料及化学制品	9.1	-6.9	21.6	2.0	19.6	6.9

资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 翘尾因素下行幅度较大

和 CPI 分析方法一样, GDP 同比增长速度也由新增长因素和翘尾因素构成。2009 年下半年我国 GDP 增长速度快速回升导致 2010 年下半年翘尾因素快速下行, 构成今年下半年 GDP 增速下行压力的一个重要因素。

举例而言, 如果下半年商品房销售量按 4-5 月平均销量计算, 同比会下降 25.4%, 汽车产销量增长速度会比 2009 年下半年回落 70 个百分点, 钢铁产量回落 20 个百分点左右, 全社会用电量回落 31 个百分点。

表 2: 以 4-5 月平均产销量计算的下半年同比增速大幅回落

(同比%)	商品房销售面积	生铁产量	粗钢产量	钢材产量	汽车产量	汽车销量	全社会用电量	重工业用电量
09 年三季	68.2	21.9	21.0	27.2	69.0	73.8	5.5	6.2
09 年四季	62.4	33.6	34.7	41.8	101.5	85.7	95.4	101.7
09 年下半年	64.7	27.3	27.3	34.2	85.1	79.8	37.6	39.9
10 年一季	35.8	23.0	24.6	29.4	70.7	72.5	85.6	89.0
10 年 4-5 月	11.2	19.3	24.1	27.3	31.2	31.7	24.2	26.5
10 年 1-5 月	22.5	21.5	24.4	28.5	52.4	53.7	53.3	56.3
10 年 4-5 月平均 比 09 年下半年平均	-25.4	9.5	11.4	12.5	15.1	19.2	6.6	7.1

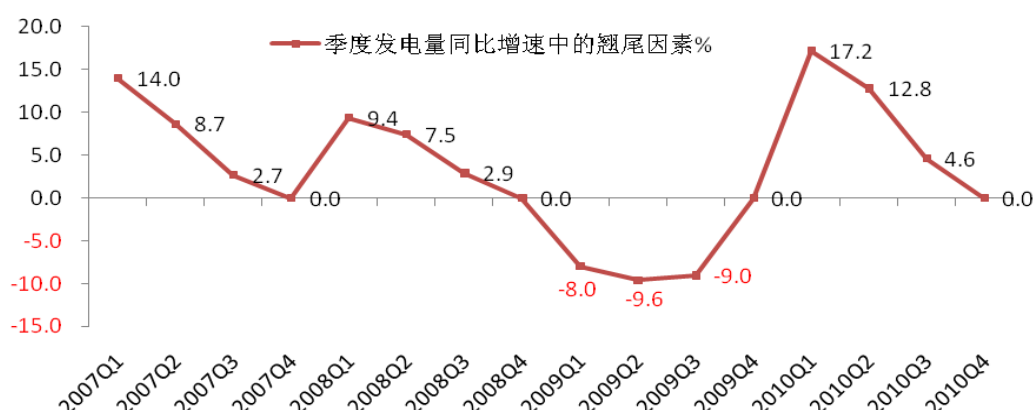
资料来源: Wind, 民生证券研究所

然而, 要计算翘尾因素, 必须知道环比增长速度。我国大部分主要经济指标都有极高的季节性, 如 2009 年各季度 GDP, 四个季度的比重分别是 21%、23%、24%、32%, 一季度和四季度差距悬殊, 要计算环比增长速度是非常困难的。

我们以发电量环比增长速度推算 GDP 环比增长速度。

发电量翘尾因素的测算。用电量是经济同步指标, 可以用用电量同比增长速度中的翘尾因素来测算 GDP 增长中的翘尾因素。电难以储存, 发电量趋势与用电量一致。用电量数据只有近 3 年的数据, 我们认为这不足以剔除季节性因素, 最后我们选取 1990 年 1 月到今年 5 月的发电量数据。进行季节调整后, 计算发电量环比增长速度, 进而计算发电量同比增长速度中的翘尾因素。结果发现, 今年一季度发电量增长同比 22.1%, 其中翘尾因素为 17.2%, 环比增长 2.1%, 新增长因素为 4.9%。二季度发电量同比增长中的翘尾因素为 12.8%, 三季度为 4.6%, 四季度为 0, 呈现大幅下行趋势。

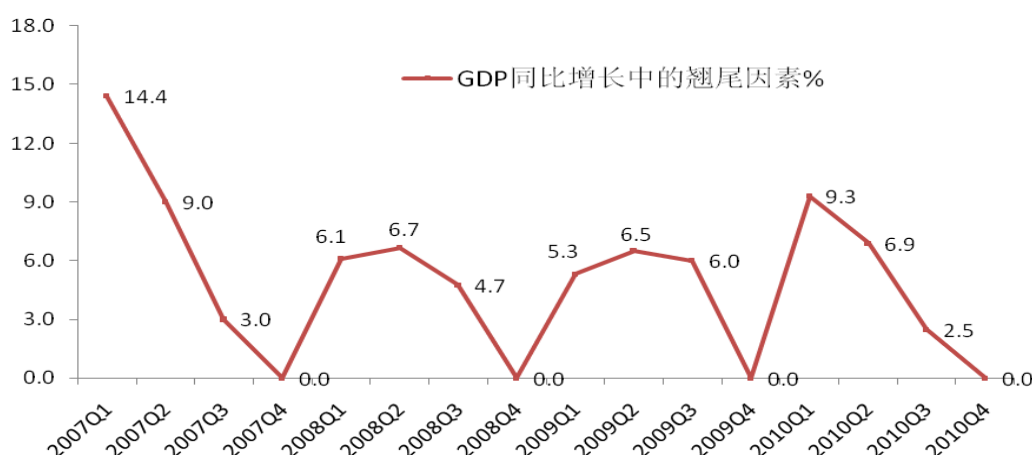
图 10: 2010 年季度发电量同比增速中的翘尾因素大幅下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究所

以发电量同比增长中的翘尾因素推算 GDP 同比增长速度中的翘尾因素。经等比例推算, 今年一季度 GDP 同比增长 11.9%, 其中翘尾因素为 9.3%; 二季度 GDP 增长 10.3%, 其中翘尾因素为 6.9%; 三季度翘尾因素为 2.5%, 比二季度低 4.4 个百分点, 因此三季度 GDP 下行压力较大。

图 11: GDP 同比增长速度中的翘尾因素大幅下滑



资料来源: 民生证券研究所

二、金融放大器与预期加速器强化经济下行

按照黄达教授的理解, 金融是既涉及货币, 又涉及信用, 以及以货币与信用结合为一体的形式生成、运作的所有交易行为的集合。现实经济中, 所有资产都具有某种程度的流动性, 因而都在某种程度上具有“货币性”。信贷是最基础的货币, 股市上涨, 货币增值反之, 股市下跌, 货币缩水; 地产也是这样, 如果用经济学概括, M1、M2、M3、M4 都属于信誉扩张与收缩的过程。美联储前主席格林斯潘曾提到, 最广义的流动性是指经济社会中的全部金融资产。

在现实经济中, 金融运行和预期因素对实体经济具有放大作用。

在我国，根据流动性由易到难划分，（广义）货币大致上可以这样划分，

$M1 = M0 + \text{活期存款（货币市场）}$ ，

$M2 = M1 + \text{信贷（实体经济）}$ ，

$M3 = M2 + \text{股票（债券）（股市和债券市场）}$

$M4 = M3 + \text{房地产（房地产市场）}$

广义货币实际上是以上资产的加权平均和。在实际应用中，一般分析货币的变化对经济的影响，如 $M1$ 、 $M2$ 余额增速的变化对主要相关指标的影响。

一旦未来经济下行趋势形成，通过货币、信贷、股票、债券、房地产等金融放大器的传导，下行趋势就会得到强化。今年下半年，如果信贷投放还保持当前的紧缩力度，股市表现继续向下，房地产市场还是收缩态势，经济下行的压力将会被进一步放大。另外，除了“金融放大器”，预期因素也是经济周期的放大器——消费、投资都受预期影响。

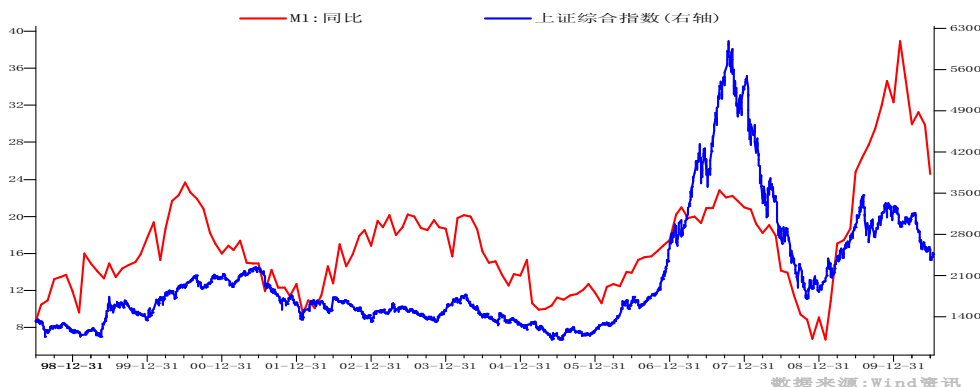
（一）股市、房地产市场对 $M1$ 变化敏感

$M1$ 是重要的流动性和经济活跃度指标。 $M1$ 增加，投资者信心增强，经济活跃度提高，股市和房地产市场上涨；反之， $M1$ 减少，股市和房地产市场下跌，因此，股市和房地产市场具有经济晴雨表功能，对货币变化具有放大效应。

1、股市与货币市场同步变化，并具有放大效应

我国股票市场与 $M1$ 的走势变化基本上是同步的，呈现明显的正相关关系。 $M1$ 增速上升时，股市上涨，如 2006 年 1 月至 2007 年 10 月， $M1$ 增速从 10.6% 上升到 22.8%，上证指数从 1161 点上涨到 5218 点，波动幅度达到 450%， $M1$ 增速 2007 年 9 月和 10 月在 22% 高位维持 2 个月，上证指数创下阶段性高点 6124 点； $M1$ 增速下滑时，股市下跌，2007 年 11 月至 2008 年 11 月， $M1$ 增速从 21.6% 下滑到 6.8%，上证指数从 5955 点下跌到 1871 点，下跌 68.6%。其他阶段， $M1$ 增速达到阶段性高点附近时（2000 年 6 月、1997 年 1 月），上证指数也到达阶段性高点； $M1$ 增速到达低点附近时（1998 年 6 月、2002 年 1 月），指数也处于阶段低点。

图 12: $M1$ 增速与上证指数走势基本一致

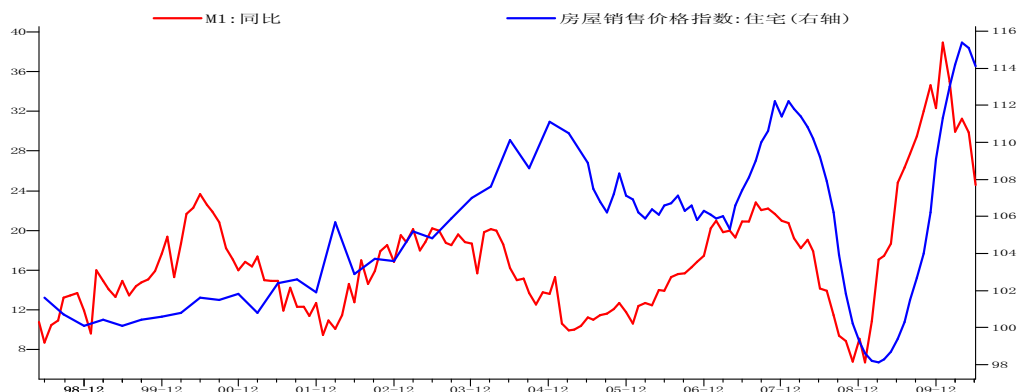


资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、房地产市场有短暂的滞后

房地产流动性稍差，大约有 3 个月的滞后性。2009 年 1 月，M1 增速最低 6.7%，住宅销售价格到 3 月达到最低点 98.1%，当 2010 年 1 月 M1 增速上升到 39.0%，住宅销售价格指数持续上涨到今年 4 月的 115.4%。从今年 2 月起至 5 月，M1 维持高位，期间住宅销售价格指数也维持高位，6 月 M1 增速大幅下滑，住宅销售价格指数出现回落走势。

图 13: M1 增速与商品房价格走势基本一致



资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、M1 继续回落将对经济产生下行压力

股市和房地产市场不仅仅是经济的领先指标，有时候是主要驱动力。中国股市对经济影响没有美国那么大，因为我国企业融资以商业银行信贷为主，即使在这种情况下，2008 年股市暴跌，企业投资信心和老百姓消费欲望备受打击。反观 2009 年上半年，股市节节走高，住房消费活跃，经济逐渐复苏。股市一次次的波动均与经济息息相关，它能明显地影响到人们的预期，影响到居民的消费行为和企业的融资行为、投资行为。

今年 1 月，M1 增速达到 39% 的历史高点，上证指数在今年 1 月 5 日达到今年的高点 3282 点（收盘点位）；今年 6 月，M1 增速大幅下滑到 24.6%，上证指数跌到 2400 点以下。目前，M1 增速 24.6%，尽管比今年 1 月回落了 14.4 个百分点，但仍远高于 1996-2008 年 15.7% 的历史平均水平，还具有不小的回落空间，这样，如果 M1 增速回落，将通过股市和房地产市场的放大效应，对经济产生下行压力。

（二）信贷伸缩放大经济周期

短期经济波动取决于信贷的收缩与扩张。最善于把握宏观周期的投机家乔治·索罗斯一针见血的指出：信贷是全球经济不稳定的源泉。哈耶克的经济周期理论认为，信贷扩张给出的错误信号造成经济活动参与者的生产和消费计划的失调。以弗里德曼为代表的货币学派认为，货币供应量变动在长期内对实际产出无效，但在短期内能影响实际产出，国民收入变动的根本原因在于当局决定的货币供应量的变化。

从我国经济的历史表现来看，经济的扩张与收缩，和货币的扩张与收缩过程在短期内呈现出一致变化的格局。如 1995 年以后，银行贷款逐步收紧，贷款增速由 1996 年上半年

的 44% 回落迅速至 1997 年底的 23%，同时 M2 增速由 1995 年底的 29% 降至 1997 年底的 17%。GDP 增速则是一路下滑，由 1995 年底的 11% 下滑至 1997 年底的 9%。1997 年下半年爆发的亚洲金融危机加剧了经济的下滑程度。

又如，2008 年上半年，为抑制通胀政府实行紧缩的货币政策，银行信贷受到严格控制，整个社会呈现出明显地流动性紧缺状况，M1 一度下滑至 6.8% 的历史低点，在全球经济恶化的环境下，GDP 增速急剧下滑。

2008 年年底，为了应对经济下滑，央行开始实行适度宽松的货币政策，仅 2009 年前 6 个月银行新增贷款高达 7.37 万亿，超过此前历年新增贷款，信贷增长使企业生产预期好转，工业生产逐步恢复，经济企稳回升，2009 年四季度和 2010 年一季度，GDP 增速达到 11% 以上。

今年下半年，我们预计新增信贷会在 3 万亿元左右，合计每个月 5000 亿元。如果按照最后两个季度贷款额一样多、每季最先一个月放贷数量较大计算，三季度将是今年贷款余额增速较低的时期，同比增速将保持在 18%-19% 的较低迷状态，这样，信贷增速的下滑就有可能继续放大经济下行预期。

（三）股市放大经济周期

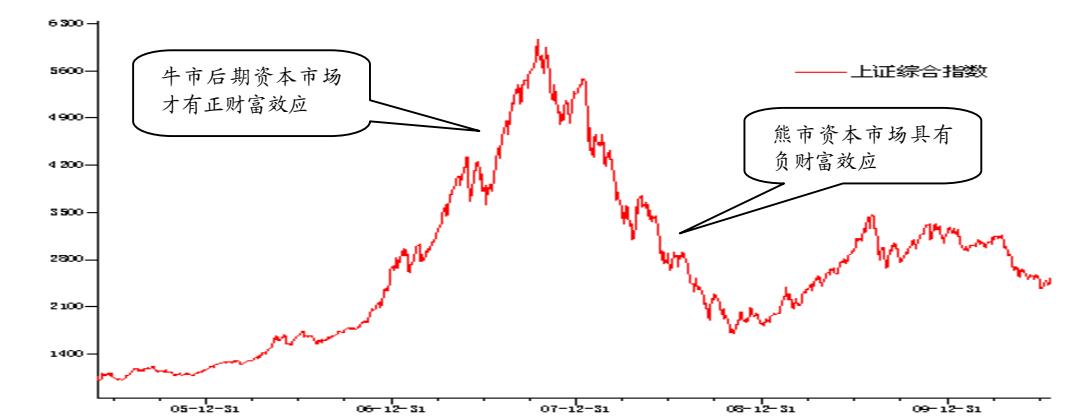
格林斯潘 2009 年 4 月 10 日为英国《金融时报》撰文《股市将引领经济复苏》，提出股市即使相当温和的复苏，也可能产生巨大而正面的经济后果。他指出，普遍的资本利得，将增加资产负债表上的股本，但除了增强流动性和减少破产以外，它们本身不会令经济活动升温。但资本利得实际上为企业实体带来购买力，促进经济活动。我们看到，在所谓的财富效应中，资本利得的创造促进支出和 GDP，而资本损失则会减少支出。

他还指出，在过去一年半（2009 年 4 月前的一年半）财富空前蒸发的背后，埋藏着复苏的种子。全球股市肯定已接近一个转折点。即便股市相当温和的复苏，它也很可能产生巨大（而且正面）的经济后果。

股市通过三个渠道影响经济。一是资本通过托宾 Q 优化配置。根据托宾的研究，当企业的市场价值高于重置成本时，逐利性会驱使股东抛售股票，资金将从金融市场流向产业市场。当企业的重置成本高于企业的市场价值时，资本将更愿意投资金融产品。在全流通的假设前提下，当 Q 值过高时，托宾理论将指引投资者抛售、减持手上的股票或者发行更多的股票。当 Q 值过低时，投资者这时将会继续持有股票，甚至进行股权兼并活动。

二是财富效应。财富效应的传递机制，是通过股票价格的波动获得资本利得，或通过上市公司分红获得现金红利，居民财富收入增加，从而消费开支也会随之增加。格林斯潘认为，股价抬升时间越长，消费者越容易将资本收益看作自己资产的永久增值，因而这笔钱是可以消费的。

图 14: 牛市后期才有正财富效应, 熊市具有负财富效应



资料来源: Wind, 民生证券研究所

三是金融加速机制。股市和房地产等金融市场共同的特点是，当下跌走势形成，一切好的信息都会被忽略；一切负面的消息都会被无限放大。因此，股市具有显著的放大效应。

股市一次次的波动跟经济息息相关，有时候它明显地影响到居民的消费行为和企业的融资行为、投资行为。今年自年初以来，我国股市持续下跌，由前 4 个月的缓跌转化为 5-6 月的急跌，如果继续下跌，企业家的投资信心和老百姓的消费欲望都会受到影响，经济下行预期就会得到强化。

（四）房地产市场放大经济下行

房地产产业链分布广，对市场影响极大。房地产投资是影响钢铁、建材等上游行业的关键所在。4 月以来的地产调控政策加剧了市场对钢铁、建材等行业需求的担忧，近期钢材价格大幅下跌，库存量急剧上升。

房地产调控也影响到了下游家电行业的预期。空调、冰箱、电视、洗衣机等产品受地产成交量萎缩的敏感度更高，正如本文一开始描述的，家电销售 5 月出现了较明显的下滑。

房地产景气度下降还直接影响到了与之相关联的银行资产的质量，影响到了地方政府融资平台的资金周转，银行为控制风险、紧缩信贷又加剧了对房地产融资的担忧，形成了恶性循环。

哈耶克在 1976 年《货币创造了非政府化》一文中，提出如今的货币创造已经不是央行的专利，就像人类社会的语言、道德、法律一样可以自发的出现。目前来看，更重要的是资本市场的金融创造，是投资银行和商业银行的信誉创造。资本市场的信用扩张和收缩，商业银行和投资银行的杠杆放大收缩，企业信用的扩张和收缩，都是当代社会货币创造的根本要素。房地产也可作为金融资产，当房价上涨时，具有正财富效应，不仅放大消费，也放大投资；反之，房价下跌时，具有负财富效应，不仅使消费收缩，也使投资信心不足。

（五）预期加速器

预期也是经济周期的放大器——消费、投资都受预期影响，并且还有加速作用。凯恩斯在《通论》中明确指出，资产所有者们所依据的作出决策的长期预期状态，不仅要看

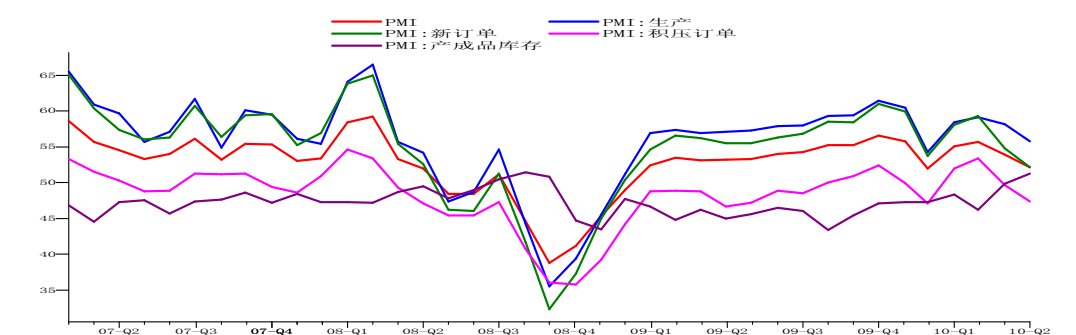
哪种预测的可能性最大，还需要看我们作这种预测的信心的坚定程度如何，如果我们预期未来会有很大的改变，但却没有把握知道对这种变化该采取什么样的方式，那么我们的信心就会很弱。

比如，原本企业计划要投资，一旦企业家对未来的预期发生变化决定不投了，那么与这块投资相关的新增就业就没有了，收入和消费增速就会放缓；而收入和消费增速的放缓又会进一步削弱更多企业家投资的信心。

进入二季度以来，随着空前严厉的房地产调控政策出台，各行各业企业家对未来中国经济的下行预期日趋一致。

首先，制造业采购经理对增长预期看低。2010年6月，中国制造业采购经理指数(PMI)为52.1%，低于上月1.8个百分点，尽管仍位于临界点50%以上，但该指数已连续两个月出现回落。采购经理人对未来的制造业发展的普遍看法是，需求大幅回落，生产维持高位，产成品存货大幅增长。这表明，国家近期出台的宏观经济政策以及世界经济复苏步伐放慢等因素已显著影响到企业家对未来的预期，投资意愿减弱。

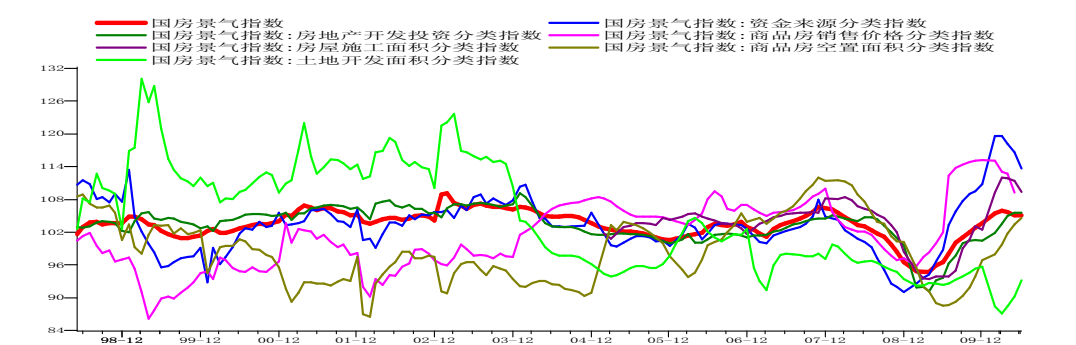
图 15: PMI 连续二个月下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究所

其次，开发商对未来房地产前景预期下行。6月份，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为105.06，比5月回落0.01点，比4月份回落0.60点，比3月低0.81点，连续3个月下行。从分类指数看：土地开发面积分类指数、商品房空置面积分类指数比5月提高，本年资金来源分类指数、施工面积分类指数回落。开发商的普遍看法是，资金紧张，供给增加，库存上升，未来前景比较严峻。

图 16: 国房景气指数连续三个月回落

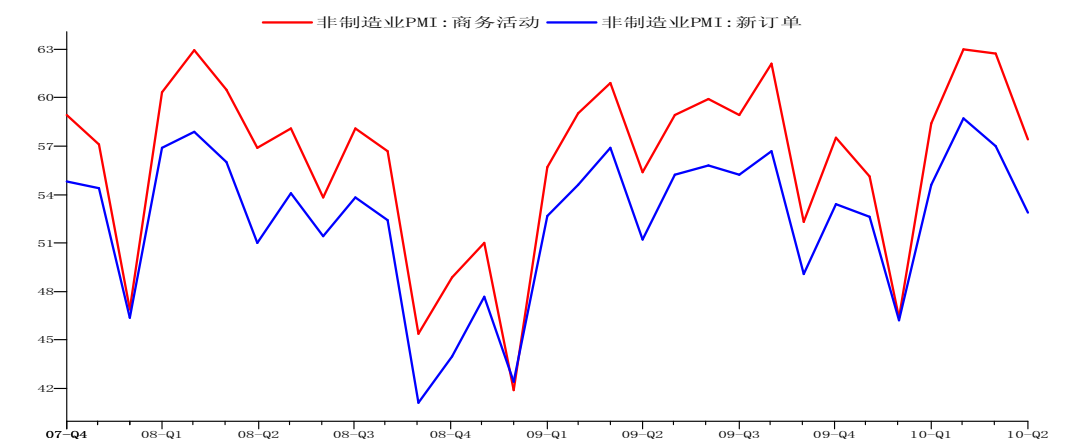


资料来源: Wind, 民生证券研究所

第三，非制造业采购经理人对经济前景谨慎，投资意愿减弱。

6 月份非制造业 PMI 商务活动状况指数为 57.4%，环比虽回落 5.3 个百分点，已连续 2 个月回落，这说明，非制造业采购经理人对未来经济前景比较谨慎。

图 17：非制造业 PMI 连续二个月回落



资料来源：Wind，民生证券研究所

当前，当企业家经济下行预期趋于一致，并得到强化时，原本预期缓慢的经济下行速度得到了加快，下行幅度会得到放大，下行预期加速最终使经济下行变为现实。

促使下行预期缓解甚至逆转的很可能来自三个方面，一是下半年商品房、汽车、家电等大宗消费稳定甚至不再下滑，二是投资特别是新一轮投资效应突显，三是发达经济体经济复苏，出口意外高增长。

三、新一轮投资部分缓解经济下行压力

新一轮投资是保障性住房投资、战略性新兴产业投资和西部大开发投资的总称。截止 7 月初，西部大开发 23 个重点项目、6822 亿元投资的推出，新一轮投资成型，下半年实施，将部分缓解经济下行压力。

(一) 新一轮投资成型

1、西部大开发投资

7 月 5 日至 6 日，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议。提出大力发展农牧业、现代工业和服务业，加快构建现代产业体系，使西部地区资源优势转变为经济优势。中央投资项目将重点投向西部地区民生工程、基础设施等领域。为深入实施西部大开发战略，国家发改委 7 月 5 日公布，计划 2010 年西部大开发新开工 23 项重点工程，投资总规模为 6822 亿元。

5 月 17 日至 19 日，中央新疆工作座谈会决定在新疆率先进行资源税费改革，将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征；对新疆困难地区符合条件的企业给予企业所得税“两免三减半”优惠；中央投资继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多等政策举措。

2、战略性新兴产业投资

5 月下旬,《财经国家周刊》从有关部委独家获悉,战略性新兴产业方向已进一步厘定为 7 个领域、23 个重点方向。7 大领域分别为节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料。

表 3: 新兴产业方向

新兴产业领域	重点方向
节能环保	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业	通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路、高端软件
生物产业	生物医药、生物农业、生物制造;
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能
新能源汽车	插电式混合动力汽车、纯电动汽车
高端装备制造业	航空航天、海洋工程装备、高端智能装备;
新材料	特种功能材料、高性能复合材料

资料来源: Wind, 民生证券研究所

这一宏大规划,被看作继“4 万亿”后政府启动的最大规模的产业计划。之前“4 万亿投资规划”和“十大产业振兴规划”,都是扩大内需,加强基础建设,结合传统产业的改造和提升,而现在的战略性新兴产业则是转向至新兴产业项目。战略性新兴产业规划初步定于 9 月份下发,随后将陆续出台各个领域的具体发展规划,以及中央和地方的配套支持政策。

在 7 月 12 日举行的 2010 中国汽车市场趋势论坛上,中国汽车工业协会常务副会长董扬透露,全面的新能源汽车发展规划正在制定过程中,预计三季度末、四季度初将会出台。

7 月 20 日,在上半年全国能源经济形势发布会上,国家能源局规划司司长江冰透露,新兴能源产业规划已形成成熟稿件,正准备上报国务院。该规划提出,从 2011 年至 2020 年,将累计增加投资 5 万亿元,每年将可增加产值 1.5 万亿。有人测算,新兴能源产业投资间接拉动全社会投资的规模将会超过 9 万亿元。

3、保障性住房投资

国土资源部 4 月 15 日发布的 2010 全国土地供应计划中,住房建设用地供应总量 184748.85 公顷,其中,保障性住房、棚户区改造和中小套型商品房用地计划供应量占住房用地计划供应总量的 77%,而保障性住房用地为 24454 公顷,与 2009 年相比增加一倍多。在政策推动下,北京、上海、深圳、天津等城市纷纷将推进保障性住房建设列为 2010 年政府工作的重心。

住房和城乡建设部 5 月 19 日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书,要求把落实责任书明确的保障性安居工程任务列入政府重要的工作日程,加强对各市县的监督检查,切实落实资金、土地、税费政策,抓紧项目开工建设,保证工程进度和工程质量,确保完成 2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套,改造农村危房 120 万户的任务。

表 4: 2010 年保障性住房供地计划大量增加 (公顷)

	住房建设用地供应总量	保障性住房用地			棚改房用地	中小套型商品房用地	三类用地占总量
		合计	廉租房	经济适用房			
2010 年	184748.85	24453.59	7051.29	17402.30	36605.56	80430.99	76.60%
2009 年	76461.00	10940.00	1240.00	9700.00			

资料来源: 国土资源部。

4、民间投资有望大发展

5 月 13 日, 国务院公布了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(新 36 条)。7 月 26 日, 国务院发布了《鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知》, 进一步明确中央和地方政府部门在鼓励和引导民间投资健康发展方面的分工和任务, 进一步明确了各领域的细化措施, 有利于解决实际操作的问题。这为引导民间投资大发展提供了保障。

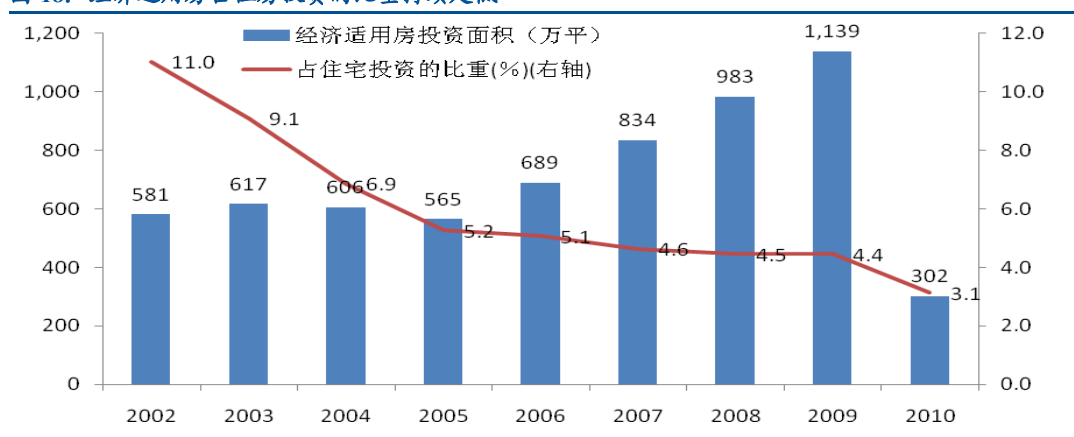
(二) 新一轮投资部分缓解经济下行压力

新一轮投资具有规模有限、区域性而不是全面性、计划内而不是计划外的特点, 虽不能完全化解经济下行压力, 但能改善经济增长预期, 通过金融放大器和预期加速器的作用, 部分缓解经济下行压力。

1、保障性住房投资缓解房地产投资减速担忧

今年受房地产调控新政影响, 房地产投资减速进而拉低总投资增速受到广泛关注。今年保障性住房用地计划 24454 公顷, 比 2009 年增长 123.5%, 但在新增贷款大幅减少、治理地方政府融资平台、地价下跌减少地方政府财政收入的大环境下, 能否调动地方政府保障房建设的积极性, 成为最大的难题。

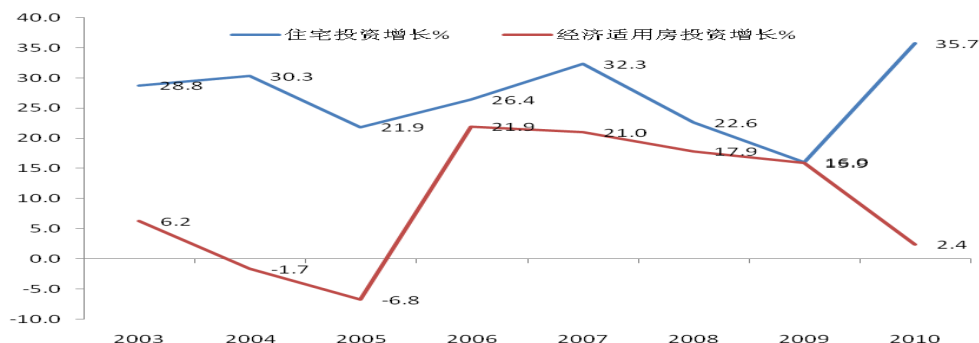
图 18: 经济适用房占住房投资的比重持续走低



资料来源: Wind, 民生证券研究所

从实际建设中, 自从 2002 年以来, 经济适用房投资占住宅投资的比重持续下降, 2002 年还高达 11.0%, 到 2009 年下降到 4.4%, 今年前 5 个月占 3.1%。

图 19: 经济适用房投资增长远远落后于住宅投资



资料来源: Wind, 民生证券研究所

经济适用房投资增长速度一直低于住宅投资, 2004 年和 2005 年差距很大, 今年前 5 个月, 差距扩大到 33.3 个百分点, 比 2004 年和 2005 年的差距还大。

保障性住房建设存在进度缓慢问题。2009 年 1 至 11 月, 我国保障性住房用地供应 27.54 万亩, 仅完成年度计划供应量的 46.66%。2009 年截至 8 月底, 地方保障性住房建设完成投资 394.9 亿元 (计划投资额 1676 亿元), 完成率仅为 23.6%。

尽管存在着以上各种问题, 但今年全国各地的保障房建设不会打折扣。

住房与城乡建设部部长姜伟新 17 日在哈尔滨出席“2010 中国市长论坛”时透露, 国务院批准利用住房公积金贷款支持保障性住房的试点, 已经确定了北京 28 个城市作为试点城市, 住房与城乡建设部已经会同财政部、人民银行等制定了具体的试点办法, 包括具体的贷款办法。住房和城乡建设部代表保障性住房联系协调小组已经和各个省市签订了协议, 大部分省市已经与各地市县签订了任务书, “今年这 580 万套的任务一定要完成。”

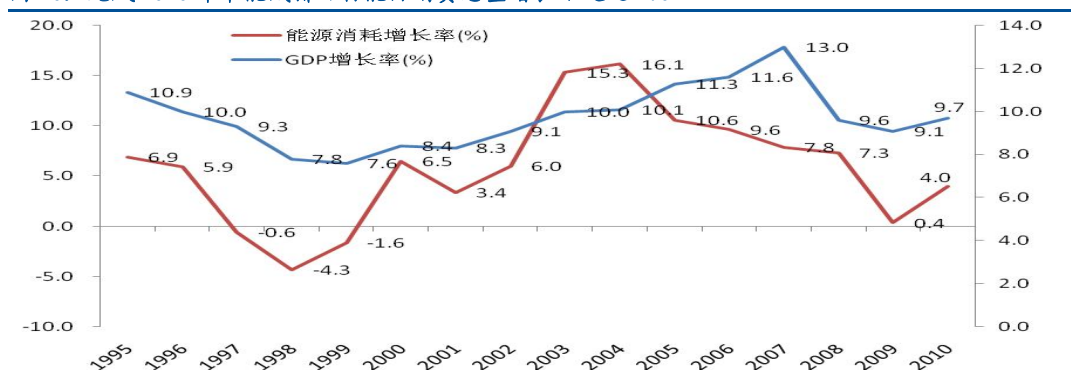
由此, 我们可以判断, 今年下半年我国保障房投资将进度加快, 增速提高, 比重提高, 将彻底改变 2003 年以来进度缓慢, 增速较低, 比重降低的问题, 对今年总投资增速形成较大支持。

2、节能减排重点工程投资缓解产能损失

下半年节能减排对工业生产的抑制较为明显。此次关停小火电机组 1000 万千瓦, 占电力总装机容量的 1.144%。

根据测算, 要完成 2010 年节能目标, 全年能源消费总量比 2009 年增长 4.0%。1997-1999 年我国能源消费连续三年下降, GDP 增速持续下滑。2010 年我国在 GDP 增长约 9.7%, 高于 2009 年 9.1%, 也高于 2008 年的 9.6%。2008 年能耗增长 7.3%, 2009 年增长 0.4%, 主要原因在于 2008 年四季度和 2009 年一季度, 受金融危机冲击, 工业企业特别是高耗能行业企业大面积停产半停产, 工业生产速度较低。2010 年在能耗结构没有较大变化的情况下, 全国能源消费总量增长 4.0%, 主要办法还是淘汰落后产能, 关闭部分产能, 加大节能减排力度, 因此, 下半年工业生产下行压力较大。

但是节能减排重点工程投资将有效缓解产能损失。

图 20: 完成 2010 年节能减排目标能源消费总量增长不超过 4%


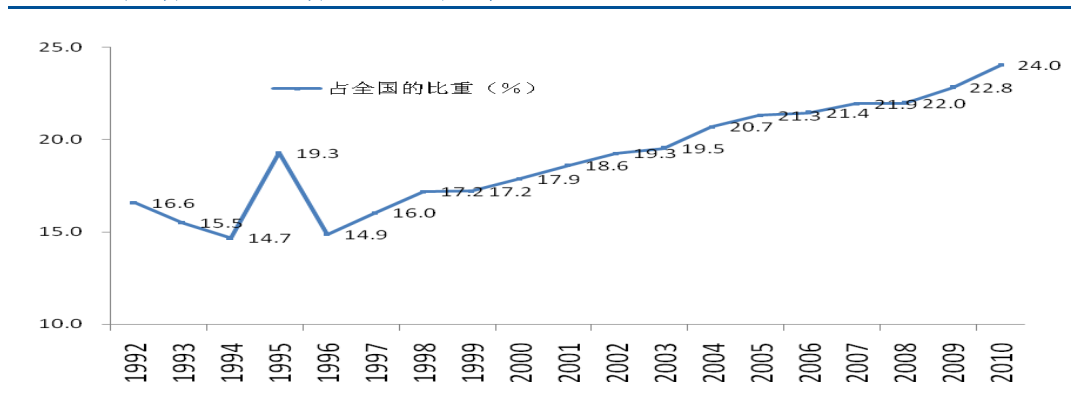
资料来源: Wind, 民生证券研究所

今年下半年我国将全面实施节能减排重点工程。着力节约和替代石油、燃煤锅炉改造、热电联产、电机节能、余热利用、能量系统优化、建筑节能、绿色照明、政府机构节能以及节能监测和服务体系建设等十项重点节能工程,“十一五”期间形成 2.4 亿吨标准煤的节能能力,其中今年形成 5000 万吨节能能力。实施燃煤电厂二氧化硫治理、城市污水处理厂及配套管网建设和改造、重点流域水污染治理等七项重点污染防治工程。今年推广高效照明产品 5000 万支,农村地区大力发展户用沼气工程。千家重点节能减排企业今年实现节能 2000 万吨。

节能效应可在相当程度上弥补产能损失。2009 年我国能源消费 31 亿吨(统计公报数据),GDP34 万亿元,每吨能源 GDP1.1 万元;千家重点企业节能 2000 万吨,可创造 GDP2197 万元,相当于 GDP 的 0.65%。如果以今年形成 5000 万吨节能能力计算,则会完全弥补产能损失。

3、西部大开发新增投资提振总投资增速

今年以来,四万亿投资计划拉动效应今年呈现递减趋势,上半年投资增速自年初以来大幅回落至近 10 年来的平均水平,并呈稳定状态。西部大开发投资推出后,西部投资将有较大增长,尽管西部地区投资比重有限,2009 年只有 22.8%,今年前 5 个月提高到 24.0%,但对全国投资增速的提振还是显而易见的,今年上半年,全国投资增长 25.0%,西部投资增长 27.3%,高于全国增速 2.3 个百分点。

图 21: 西部投资占我国总投资的比重不断提高


资料来源: Wind, 民生证券研究所

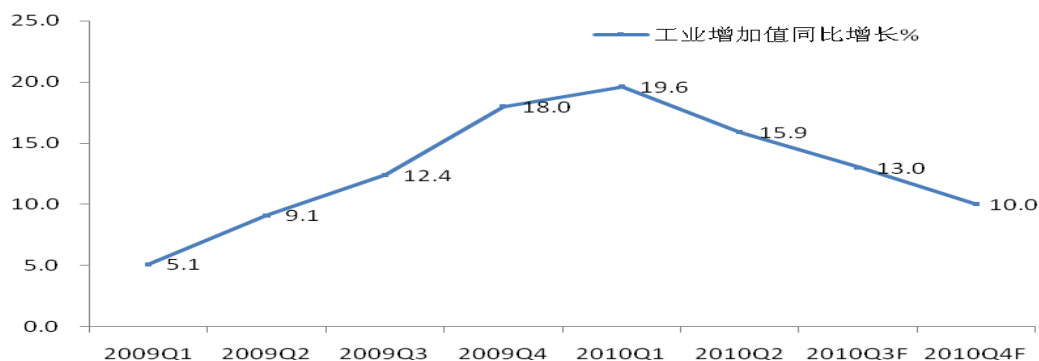
四、政策转向或在年底

下半年经济下行，但全年经济增长速度并不低，很可能在 9.5% 以上，因此，今年的 GDP 增速并不足以促使政策转向。下半年是二季度推出的一系列宏观调控政策进一步完善、进一步落实和观察政策效果的关键时期，政策难以在短期内转向。但节能减排力度加大和进一步落实房地产调控新政有可能使明年上半年经济增速回落到 8% 以下，出于对就业和社会稳定的担忧，政策可能会在年底转向。

（一）下半年主要经济指标预测

下半年受需求回落、节能减排和翘尾因素共同影响，工业生产增速将持续下行。预计三季度在 13% 左右，四季度在 10% 左右，全年在 14% 左右。

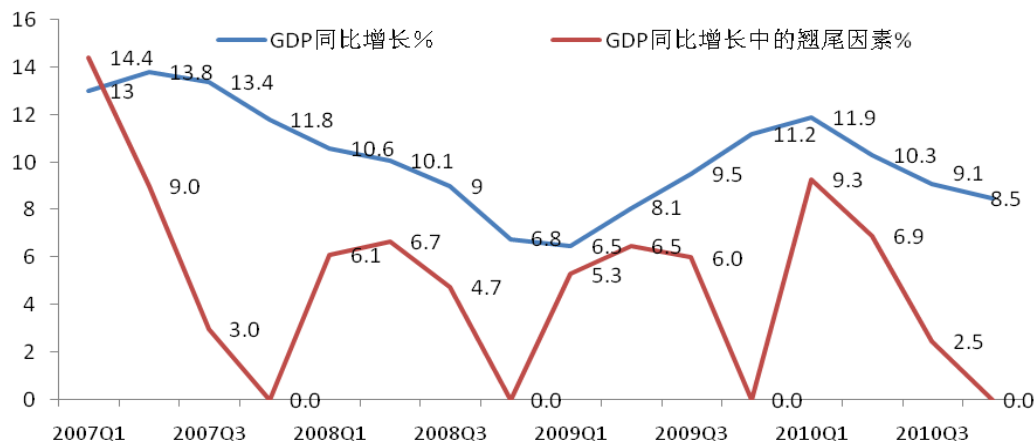
图 22：2010 年工业生产增速持续下行



资料来源：Wind，民生证券研究所

预计三季度 GDP 为 9.1%，其中翘尾因素 2.5%，新增长因素 6.6%，四季度 GDP 增长 8.5%，翘尾因素为 0，全部为新增长因素。全年 GDP 增长 9.7%，其中上半年增长 11.1%，下半年增长 8.8%。（如果没有新一轮投资部分缓解下行压力，我们预测三季度 GDP 增速将下行到 8.9%，四季度下行到 8.3% 左右）

图 23：2010 年下半年 GDP 增速持续下行



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 5：2010 年下半年主要经济指标预测

	2007A	2008A	2009A	2010H1A	2010H2E	2010E
GDP 增速 (%)	13.0	9.6	9.1	11.1	8.8	9.7
城镇固定资产投资增速 (%)	25.8	26.1	30.5	25.5	28.0	27.0
社会消费品零售总额增速 (%)	16.8	21.6	15.5	18.2	16.0	17.0
出口增速 (%)	25.7	17.2	-16.0	35.2	9.0	21.8
进口增速 (%)	20.8	18.5	-11.2	52.7	19.0	36.4
贸易顺差规模 (亿美元)	2622	2955	1961	553.0	460.0	1010
CPI (%)	4.8	5.9	-0.7	2.6	2.5	2.6
PPI 同比 (%)	3.1	6.9	-5.4	6.0	3.0	4.5
M2 增速 (%)	16.7	17.8	27.7	18.5	18.0	18.0
M1 增速 (%)	21.0	9.1	32.4	24.6	21.0	21.0
人民币贷款余额增速 (%)	16.1	17.9	33.0	18.2	20.0	20.0
规模以上工业增加值增速 (%)	18.5	12.9	11.0	17.6	11.0	14.0

资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）下半年是政策的观察期

今年 4 月中旬房地产调控新政出台，5 月初节能减排力度加大，5 月中旬新疆工作座谈会召开 7 月初出台西部大开发 23 项重点建设项目，这三大政策下半年需要不断完善，效果仍有待进一步观察。

1、房地产调控政策不会放松

房地产调控效果还不是很显著。2010 年 6 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格环比下降 0.1%，这是自 2009 年 3 月以来房价环比连续上涨 15 个月后的第一次下降。本轮房地产调控严格说来从去年 12 月开始的，4 月中旬力度加大，从效果来看，见效比较慢，成效还不明显。

2010 年房地产调控并不仅仅针对房价过快上涨，它还直接关系经济转型，还有房地产市场背后隐藏的金融等风险等因素，因此，下半年调控不会轻易放松，仍是政策的观察期。

2、主要经济指标不支持下半年政策转向

二季度 GDP 增长 10.3%，仍然高于潜在经济增长率，下半年政策仍需要保持一定的紧缩力度；但经济增长率的下行速度比较快，比一季度回落 1.6 个百分点，政策不宜加大紧缩力度。因此，从 GDP 增长率看，目前政策放松还是过早，政策紧缩与新一轮投资对经济的综合效果还需要进一步观察。

通胀压力缓解但通胀预期仍然存在。6 月我国 CPI 同比上涨 2.9%，虽然环比下降 0.6%，同比涨幅比 5 月回落 0.2 个百分点，通胀压力比年初缓解，但 CPI 仍在调控目标附近，CPI 警报并未完全解除。下半年，猪肉价格、粮食价格、劳动力成本上升、资源税价格改革和天气因素等仍然是影响物价的不确定因素。因此，通胀仍是政策调控的重点，调控力度还不宜过早放松。

6 月份工业增加值增速大幅回落与投资需求回落、去库存、节能减排和部分出口商品退税率下调等“调结构”政策都有关系，特别是节能减排，时间紧，任务重，下半年不能有丝毫的松懈。

投资增速的回落可能与基数有很大关系。上半年全社会投资增长 25.0%，城镇固定资产投资增长 25.5%，呈现回落态势，扣除房地产投资外的城镇固定资产投资实际增速大幅回落。但考虑到下半年促进民间投资措施的落实，西部大开发投资、保障性住房和新兴产业投资等新一轮投资的促进，四季度投资增速要高于三季度，全年仍能保持 27% 左右的增长。因此，政策对投资的影响效果也需要进一步观察。

另外，“调结构”效果也需要进一步观察。区域发展、新能源消费和投资的促进，“两高一资”产品出口的限制，节能减排，保障房投资的加强，这些“调结构”政策效果仍需要进一步观察。

二季度和 6 月份的经济数据表明，我国经济正在朝宏观调控预期的方向进行，政策再紧缩的必要性不大，同时经济增长仍高于 10%，政策也不会明显放松。下半年处于政策观察期。

（三）货币政策：信贷偏紧

货币政策选择有存款和贷款等数量型工具，也有存款准备金率、利率和汇率等价格型工具。我们预测下半年央行货币政策选择将从紧信贷、人民币升值，不加息，降存款准备金率。

表 6：货币政策目标与政策工具的选择关系

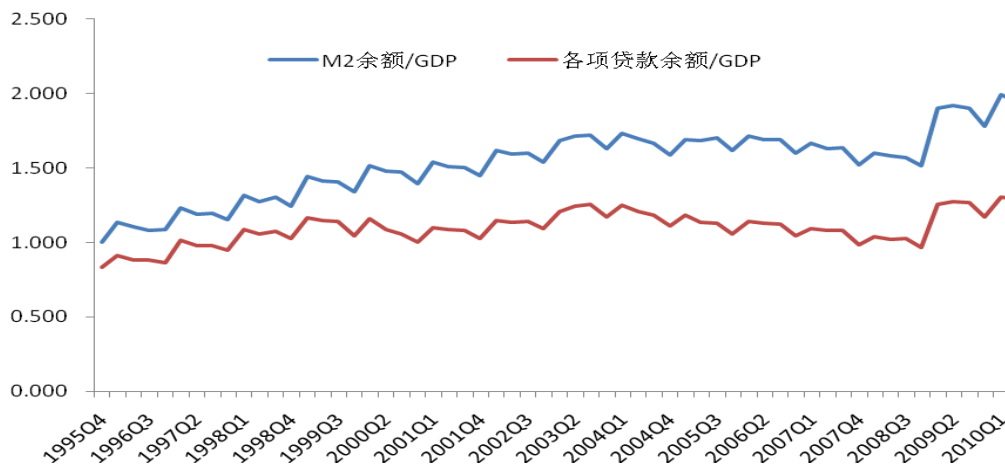
	美元走势与外汇占款	GDP	出口	CPI	大宗商品价格
新增贷款		●●		●	
存款准备金率	●	●		●	
利率		●	●	●	
汇率	●	●	●●		●

资料来源：民生证券研究所

1、信贷偏紧

2009 年我国人民币新增贷款 9.59 万亿元，其中上半年 7.37 万亿元，今年一季度 2.61 万亿元，上半年 4.63 万亿元，贷款大幅增加使各项贷款余额和 M2 余额急剧增长。今年 6 月末，各项贷款余额比 2008 年末增长 41.8%，M2 余额比 2008 年末增长 47.0%，大大超过 GDP 增长速度。今年一季度，各项贷款余额/GDP 值达到 1.991，M2 余额/GDP 值达到 1.304，均创历史新高。在这种情况下，今年下半年信贷难以有所松动。

图 24: M2、贷款余额与 GDP 的比重创历史新高



资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、人民币升值

自 2008 年下半年至 2009 年底一年多,人民币兑美元汇率基本稳定在 6.83 左右。我们认为这是较长时期的均衡汇率。目前从汇率决定理论观察,中美利率差维持不变,利率平价不支持人民币升值;全球化使中国与美国物价变化一致,购买力平价不支持人民币升值;中国经济增长率持续高于美国,这是 2005 年 7 月汇改后人民币对美元持续升值的根本原因,也是自 2009 年下半年以来人民币升值压力增大的根本原因。

表 7: 2000 年以来中美两国 GDP 增长率

	2001-2007 年		年度 GDP 增长(%)		
	累计增长(%)	平均增长(%)	2008 年	2009 年	2010 年
中国	84.01	10.70	9.05	9.10	9.70
美国	16.56	2.59	1.12	-2.40	2.90

资料来源: 根据联合国统计司数据推算

从 2010 年上半年中国经济运行来看,我国经济增长良好,2010 年 GDP 有望实现 9.5% 以上较快增长,从而步入正常发展的轨道。未来 10 年受城市化和消费率提高等因素的影响,中国经济将保持 8% 以上的较快增长。而与此同时,2010 年美国以及其他主要国家,经济增长速度仍然比较低,预计在 2%-3% 之间,大大低于中国,按照绝对购买力平价理论,无论长期还是短期,人民币均面临着较大的升值压力。

预计 2010 年人民币升值 5%,即年底人民币兑美元达到 1:6.5。

3、不加息

一是加息不能改变通胀预期。2008 年上半年我国通胀率高达 7.9%,但央行并没有加息,因为当时 CPI 上涨的主要原因是食品价格特别是猪肉价格的上涨,以及大宗商品价格暴涨引发的输入型通胀,加息难以改变通胀预期。2010 年导致 CPI 上涨的主要原因是翘尾因素,即 2009 年上半年物价超跌形成的超低基数和 2009 年下半年需求回升导致的物价回升,这是无法改变的。

二是 2010 年加息会强化经济下行预期。下半年三大压力放缓经济增速，金融和预期放大下行压力，新一轮投资只能部分缓解经济下行压力。如果利率上调，将明显增加下半年经济下行压力，强化经济下行预期，更加不利于经济平稳较快发展。

4、下调存款准备金率的预期逐步形成

今年以来，央行三次上调存款准备金率，冻结资金约 9000 亿元，造成银行体系流动性紧张，商业银行争夺储蓄竞争加剧。目前主要商业银行存款准备金率已达到 17%，已接近 17.5% 的 2008 年高点。从国际比较来看，我国存款准备金率大大高于世界主要国家水平，资源浪费严重。下半年，在信贷偏紧、公开市场操作调节流动性比较吃力的情况下，下调存款准备金率的预期将逐步形成。年底央行或下调存款准备金率 1 次，作为货币政策放松的标志性信号。

（四）财政政策和产业政策

财政政策工具主要包括预算、税收（税种增减，税率高低）、转移支付、国债等。2010 年下半年财政政策的主要举措是推出新一轮投资，缓解经济下行压力。

下半年，四万亿投资计划剩余部分将重新启动。截止 7 月 5 日西部大开发 2010 年 23 个新开工重点工程的出炉，下半年将形成保障性住房投资、战略性新兴产业投资和西部大开发投资等的新一轮投资，对经济的新一轮驱动正式开始，这将部分缓解经济下行压力。

表 8: 1.18 万亿中央投资计划安排与进度（亿元）

	计划安排	实际下达执行
2008 年	1040	1040
		1300
2009 年	4875	700
		800
2010 年	5885	

资料来源：Wind，民生证券研究所

同时，下半年财政政策和产业政策主要着眼于以下方面：

促进消费。2009 年促进消费的一系列政策，除住房消费政策外，今年大部分继续执行，并且进一步加强对农民和困难群众的消费支持。大幅提高下乡家电产品最高限价，增选 1 个品种纳入补贴范围。继续实施汽车、摩托车下乡政策和家电以旧换新政策，继续实施农机具购置补贴政策，增加补贴资金规模。继续实施节能产品惠民工程，加大高效照明产品推广力度。将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底。将支持困难企业的缓缴社会保险费、降低部分保险费率、提供相关补贴及下岗失业人员再就业税收优惠和灵活就业人员社会保险补贴政策执行期延长 1 年。

自主创新。着力突破制约产业转型升级的重要关键技术，培育信息网络、先进制造业、生产性服务业、新能源、新材料和生物医药等战略性新兴产业。

存量调整：加大钢铁、水泥、玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等产能过剩行业的企业兼并重组，支持重点企业技术改造，消化过剩产能。

节能减排：加强节能、节水、节地、节材和资源综合利用工作，重点是节能减排、生

态环境保护重点工程建设。

区域发展：继续实施西部大开发、东北地区等老工业基地振兴、中部地区崛起、东部地区率先发展的区域发展总体战略，促进区域间生产要素合理流动和梯度转移。继续选择一些条件较好地区作为新的增长点加以推进，加快开发开放；解决最贫困地区的发展问题；根据各个地方的资源禀赋、地理区位、经济基础等各方面的差异制定有特色、有区别的政策措施；深化体制改革，为促进区域协调发展构建良好的体制保障。

（五）政策转向或在年底

下半年无政策转向的理由。上半年我国 GDP 增长 11.1%，即使下半年仍保持较严厉的节能减排政策和房地产调控政策，今年四季度 GDP 增速回落到 8.5%，全年 GDP 增长速度仍高达 9.5% 以上，仍在可承受的范围内。因此，年底之前政策并没有因经济减速而放松的理由。

出于 2011 年经济增长下台阶的考虑，政策可能在年底转向。如果政策不转向，可能会因为 2010 年上半年的较高基数、较严厉的节能减排政策和房地产调控政策，2011 年上半年经济增长陷入低迷，影响就业和社会稳定。因此，今年年底，存在着政策转向的必要。

今年是节能减排“十一五”规划的决战之年，一季度高耗能行业增长过快，造成下半年节能减排力度空前，但明年新的节能减排五年规划开始，力度不必像今年这么大。因此，年底政策转向是可能的。

插图目录

图 1: 商品房销售连续二个月负增长.....	3
图 2: 汽车销售增速大幅回落.....	4
图 3: 彩电销量增速大幅下滑.....	4
图 4: 冰箱销量大幅下滑.....	4
图 5: 空调销量增速也在下滑.....	5
图 6: 洗衣机销量大幅下滑.....	5
图 7: 投资增速回归常态.....	6
图 8: 投资新开工项目增速快速下滑.....	6
图 9: 上半年我国出口高增长.....	7
图 10: 2010 年季度发电量同比增速中的翘尾因素大幅下滑.....	9
图 11: GDP 同比增长速度中的翘尾因素大幅下滑.....	9
图 12: M1 增速与上证指数走势基本一致.....	10
图 13: M1 增速与商品房价格走势基本一致.....	11
图 14: 牛市后期才有正财富效应, 熊市具有负财富效应.....	13
图 15: PMI 连续二个月下滑.....	14
图 16: 国房景气指数连续三个月回落.....	14
图 17: 非制造业 PMI 连续二个月回落.....	15
图 18: 经济适用房占住房投资的比重持续走低.....	17
图 19: 经济适用房投资增长远远落后于住宅投资.....	18
图 20: 完成 2010 年节能减排目标能源消费总量增长不超过 4%.....	19
图 21: 西部投资占我国总投资的比重不断提高.....	19
图 22: 2010 年工业生产增速持续下行.....	20
图 23: 2010 年下半年 GDP 增速持续下行.....	20
图 24: M2、贷款余额与 GDP 的比重创历史新高.....	23

表格目录

表 1: 四大高耗能行业库存快速增长.....	8
表 2: 以 4-5 月平均产销量计算的下半年同比增速大幅回落.....	8
表 3: 新兴产业方向.....	16
表 4: 2010 年保障性住房供地计划大量增加(公顷).....	17
表 5: 2010 年下半年主要经济指标预测.....	21
表 6: 货币政策目标与政策工具的选择关系.....	22
表 7: 2000 年以来中美两国 GDP 增长率.....	23
表 8: 1.18 万亿中央投资计划安排与进度(亿元).....	24

分析师简介

滕泰，经济学博士，毕业于复旦大学。曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，中国人民大学、中央财经大学兼职教授。

郝大明，经济学博士。2007.7-2010.6在中国银河证券研究所从事宏观经济研究工作，2010年6月加入民生证券研究所。

张磊，经济学博士，金融学博士后，2010年2月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com