

策略研究员

署名人：黄君杰

S0960511020008

010-63222932

huangjunjie@ciis.cn

参与人：樊学栋

S0960110080063

0755-82026827

fanxuedong@ciis.cn

相关报告

专题报告：谋变：非均衡战略下的区域
经济布局——过去、现在、未来

专题报告：区域概念出台前后区域板块的
行情走势分析

点评报告：发改委内蒙古区域调研点评-
内蒙古将扬起腾飞的翅膀

点评报告：掘金西江黄金水道

点评报告：山西省获批国家资源型经济转
型综合配套改革试验区——山西经济转型
启航

点评报告：成渝经济区获批——应注重中
长期布局与阶段性操作相结合策略

点评报告-上半年税收较快增长，经济平
稳与物价上涨是重要原因

策略专题报告

政策将以“预期管理+微调优化”为主

- 预期管理的涵义及必要性。预期的形成是一个过程，它与经济制度在策略上相互依赖，预期实质是决策过程的结果。在这过程中，由于私人（公众）、机构、当局等预期主体背景的差异性，经济冲击性质、经济模型、货币传递机制和政策目标等环境的变化，预期会出现异质性（即分歧），造成目标结果与初始政策目标的偏离。同时，主要预期主体的预期本身就存在差异且相互影响，预期异质性可能引致预期主体作出反应和调适，因此十分有必要在目标实现过程中对预期进行管理，对预期异质性进行反应，减小预期差异，引导各类预期，进而实现初始政策目标向目标结果加速收敛。
- 预期管理的方式。传统预期管理以政策工具变化为主，政策工具的变化能改变和纠正现有的预期，但不能重塑预期，并可能会产生副作用；现代预期管理通过提高经济人信息完备性来消除预期的粘性和突变性，增加预期的理性，重塑预期来影响预期变动。目前以二者结合使用为主。
- 现代预期管理方式：主要有政策、信念、信息、交流四种方式。政策指通过出台各类政进行既有预期的修正和改变；信念通过领导讲话或调研、发表文章、官方微博等形式表达基本态度和悲喜情绪等；信息指通过信息发布、调研、数据发布等形式，公开和透明经济的真实状态来引导公众产生正确预期。交流指通过领导基层调研、新闻发布会、接受采访等形式交流来了解和引导预期，使其趋于一致。
- 我国预期管理的情况：我国宏观经济的预期管理从 07 年提出，09 年上升至决策层面。09 年开始我国在宏观经济调控中越来越多的使用预期管理，且方式丰富，常见的有：领导人会议、领导讲话或演讲或谈话、领导调研、新闻发布会、发布通知、制定政策、发表文章、监管信息、部委例会分析、统计调研、课题研究、接受访谈、意见征集、数据管理及发布、协会信息、官方微博等等。预期管理在近几年宏观调控方面发挥了非常重要的作用。
- 我国今年重要的预期管理举例：政治局年中会议强调通胀首任，突出政策前瞻性、针对性、有效性，传达政策基调；央行二季度例会措辞将政策“稳定性”置于首位，未提“有效性”，传递调控思路微妙变化；温总理年中各地调研并与群众交流，“政府正采取措施抑制物价，过几个月价格会下来”的言论引导通胀和生产预期；央行、银监会、审计署调研地方债并做课题研究传达信息；温总理开会分析并传递关于稳定金融市场的信号；李克强、周小川等发表署名文章。这些方式都有效引导了公众预期，稳定经济发展。
- 政策走向：预期管理+微调优化。目前国内外经济不确定性较强，政策预期显存分歧。拟定政策基调、保持政策前瞻性和稳定性，减少政策对经济的扰动，通过预期管理来引导公众预期，进而熨平经济波动中出现的扰动，这可能是未来一段时间政策的基本思路。同时微调优化，中小企业扶持、节能减排、区域及产业规划、行业重组、保障房和水利建设、资源税改革、铁路改革等多角度微调优化。

理论基础综述

一、预期管理的涵义及发展

1、预期的含义

在金融学中，预期是人们对未来经济和社会变量作出一种估计，预期往往会根据过去的经验以及对影响因素变化趋势的分析，对未来经济形势进行判断，形成预期。

预期的形成是一个过程，它与经济制度在策略上相互依赖。预期受到经济制度、政策、市场环境、心理因素、认知能力等多重因素的影响。

预期形成主体：我们将预期主体分为**私人预期（公众预期）、机构预期、当局预期**三类。这三者所处的低位和预期的重点有差异，私人预期是单个经济主体的预期，单个经济体的预期形成与其个人背景高度相关，不同背景的个体对信息理解程度有所差异，将形成不同预期，多个不同预期者形成的公众预期就会有明显分歧；机构预期主要是指专业经济金融机构，具备较强的专业素养和信息分析处理能力，形成预期的能力较强也较专业，具备一定的领先性；当局预期主要指政策制定者的预期，处于管理者的位置，当局首先对未来经济有自己的预期，并对公众和机构预期进行分析判断，然后制定对相应的管理方式。

预期管理的含义：预期管理是指政府为了使公众预期与政策目标在未来趋于一致，减少因为时间不一致而形成的初始政策目标与目标结果的偏离，通过政策调整、信息发布、统计调研或文章表述等多种形式引导公众预期方向，达到经济调控的目的。在预期管理过程中，政府可以充分运用相机抉择的方法，适时修正和完善政策内容，有效应对突发环境，实现初始政策目标和目标结果一致。

2、预期管理的发展

华侨大学李拉亚教授对通胀预期管理有较权威的研究，此处我们重点引用了他的研究成果。他的研究认为预期管理经过了三个大的发展阶段并且有三种主要的理论推动其发展：

一是时间不一致性和货币时间不一致性理论。

时间不一致性由 Kydland 和 Prescott 在 1977 年提出。他们的分析认为当局通常会在第 T 期制定未来第 $T+1$ 期或 $T+N$ 期的最优政策框架，但从制定到执行以及达到目标结果期间存在时间差，期间可能会因多种因素而未能沿袭初始的政策目标推进，导致在 $T+1$ 或 $T+N$ 期政策效果与初始目标偏离或收敛程度较低，即形成政策的时间不一致性或动态不一致性问题。

货币时间不一致性是指 1983 年 Barro 和 Gordon 将理性预期引入时间不一致概念中。通过时间不一致性在货币管理当局政策中进行验证和分析，他们以通胀政策为例，若央行货币政策目标是低通胀，由于时间不一致性过程中会出现类似经济下滑而刺激经济等等相关的政策调整，央行可能会注入流动性来刺激经济，但公众会因此预期到刺激政策形成高通胀的概率大于经济增长，进而是初始低通胀目标的货币政策目标失灵。

二是通货膨胀目标制。李拉亚教授认为时间不一致性、特别是货币时间不一致性形成了两个货币政策变化：一是提高了央行的独立性，减少上

级政府及各部门的影响，减少其他政策任务的扰动；二是推动形成了通胀预期管理中的通货膨胀目标制。这一制度在上世纪 90 年代发达国家开始采用，使其他政策目标必须与通货膨胀目标相一致，实现长期价格稳定。

三是政策的公开性与透明度。李拉亚教授的研究认为货币政策的公开性与透明度是现代预期管理的一个重要特征。与其让政策晦涩难解或者神秘难料而引致公众预期错误，不如将政府的政策目标告知公众，便于公众作出理性预期，有利于政策目标的达成和经济环境的稳定。公开性和透明度包括公开、清晰、诚实和共同理解。货币政策的公开性和透明度可以划分为：政治透明、经济透明、过程透明、政策透明和操作透明。

我们认为李教授的研究有效说明了预期管理出现的缘由，通常政策的制定要考虑当期存在的问题、历史经验、未来要达到的目标、执行方式等等，是对当期问题的解决和可预期的未来的管理，政策制定更加强调未来，而制定、执行直到实现政策目标存在时间不一致性，存在时间差，在这一时间区间存在难于预期或者超预期因素出现的可能，这些因素会改变经济主体对于政策目标的认知和预期，而预期的改变可能会引发行为方式的改变，行为方式的改变就有可能出现扰动经济目标的因素，诸如过度放大某种信息、过度反应某些事件或信息、改变生产行为而形成对目标的抑制等等各种扰动，不利于或者说可能抑制调控目标实现，于是政府的预期管理就显得格外重要。同时李教授的研究说明了现代政府如何有效的进行预期管理，通过政策的公开、信息的透明来引导公众预期向政策目标推进，减少预期兑现过程中的扰动和冲击，提高政策的效力。

3、现代预期管理的内容和形式：

李拉亚教授认为预期管理主要有传统和现代两类。**传统预期管理的方法是工具变量法，即政府通过操作政策工具变量来影响预期，如通过改变利率、财税减免等来影响预期。传统预期管理方法虽能改变预期，但它没有重塑预期，不会改变预期的行为特征。传统预期管理方法还可能带来严重的副作用，如严厉的紧缩政策固然可以降低公众的通货膨胀预期，但也会导致经济严重衰退。现代预期管理方法是通过重塑预期来影响预期变动，即通过提高经济人信息完备性来消除预期的粘性和突变性，增加预期的理性。现代预期管理方法可归纳为信息、政策、信念与交流四种。**

李教授的分析主要表达两个意思：一是传统预期管理与现代预期管理的主要区别在于前者可以改变预期、后者可以重塑预期。传统预期管理以政策工具变化为主，政策工具的变化能改变和纠正现有的预期，具备一定的强制力，因此可能会产生副作用，而现代预期更具前瞻性，更加温和、全面，能够引导公众重塑对未来的预期。二是传统预期管理与现代预期管理的方法不同，前者以政策为主，后者通过信息、政策、信念、交流等方式来实现，在有些环境中需要传统和现代预期管理两种方式相结合来达到调控目标。

二、预期管理的必要性和预期管理的方式

通过相关文献的阅读，我们发现预期管理的必要性主要源于信念的差异以及预期的差异。西南财经大学程均丽教授对预期管理的理论进行过权威研究，我们在这里引用了她的研究成果。

1、信念差异

此处我们将信念定义为一个较为宽泛的概念，主要是指经济主体的认知能力、知识背景、社会背景、心理素质等，主要形容经济主体（个人或公众）产生预期的基础和心态（例如悲观或乐观预期）。信念的差异会使经济体的预期出现差异，预期差异就需要通过预期管理来进行调和。

程教授的研究认为，如果经济主体持有不同的信念，对信息的诠释就会差异，公众在“信念分散”状态下对内生变量的预期也就分歧，出现诸如乐观或悲观之类的预期差异。“乐观的”主体会提高对消费、投资和生产计划等经济活动的预期，“悲观的”主体却调低预期到正常水平以下。程教授认为信念分散是一种信息传递过程的分散，是由需求驱动的实体和金融市场波动所引发。信念市场状态的波动是一种重要的外在性，中央银行需要稳定这种内生波动（区别于技术原因引起的波动）。

程教授的研究认为，如果信念是异质的，政策针对不同的信念差异会产生不同的影响。只要主体在形成预期时要考虑政策因素，政策就能通过相应的工具对实体产生影响，例如只要主体在形成预期时要考虑货币政策因素，货币政策就能通过不同的预期管理对实际利率产生实质性效应，改变私人部门的就业、投资和消费计划。即使在粘性价格或其他形式的刚性下，货币政策也能通过改变预期而影响实际利率。

2、预期的差异

程教授的研究认为，经济冲击性质、经济模型、货币传递机制和政策目标上的信息不对称，是预期异质的主要原因。“适应性学习理论”提出，经济主体不完全知道经济的真实结构和政策制定者的偏好，预期会受不断更新的学习技术影响，可能随时发生变化。我们认为这其实就是信息的不对称，这种信息不对称所产生的冲击会导致预期与理性状态之间显著、持久、内生地偏离，如通货膨胀恐慌就是一种预期严重失去理性的极端情况。

程教授的研究认为，大多数涉及动态宏观经济模型的研究都生硬地假定了经济主体会理性预期，并假定经济主体的预期是同质的。但事实上并非所有的个体都按相同的方法形成对未来事件的预期。程教授在文献研究中发现，很多人都是考察异质预期的。主要的预期异质形成方法有：适应性学习法，经济主体的预期将随新数据的获取而不断调整，参数更新采取标准的计量经济评估模式；演绎学习法，即心理推理过程学习法；离散选择模式，离散选择模式提出了有限理性机制并认为正是该机制支配着预期的异质性，它主要用于解释金融市场上预期的异质性如何导致了不规则的资产价格时间路径，不仅使资产价格的预测不可能，还会使其长期偏离基本解。即使主体使用相同的学习规则，初始认知也可能会存在差异，通过学习后对均衡参数的更新惯性也可能不同，可见，异质性是预期的一种常态。

3、信念及预期的差异与政策的逻辑

信念与预期的差异会影响到政策的效果，政策效果也会影响到预期，因此二者是互为影响的关系，需要通过预期的管理来实现政策目标的最大化。

程教授的研究认为，预期实质是决策过程的结果，这个过程面对的环境会不断变化，特别是当局的行为可能变化，作出反应和调适。当主体发现系统性错误，还会有激励修正他们的预测基础。

程教授的研究认为，政策当局在影响预期的能力上是有限的，存在很

多不确定性，如政策影响力的大小、发挥作用需要的时间、整个货币传递模式、实际政策目标等，这些不确定性在发生严重冲击时更大，会导致经济体预期与经济基本元素脱节。因此**政策当局通过调整工具，对预期异质性进行反应，减小预期差异，引导预期，进而使实际经济加速向政策目标收敛**。与此同时要保持政策执行和变化过程的稳定性和连续性，稳定性是最优政策的一个主要问题。最优政策是否稳定取决于当局所选择的工具或控制变量的时间路径，是否能保证它所管理的目标变量，从初始位置出发后趋向它们的长期稳定状态。

以上所引用的程教授的研究成果中可以得到几个重要的结论：一是信念的差异会导致经济主体对信息理解的差异，形成异质预期；二是如果信念是异质的，政策针对不同的信念差异会产生不同的效用，预期异质会干扰政策目标的实现，预期管理的必要性就会产生；三是预期存在异质性，异质性产生主要是经济冲击性质、经济模型、货币传递机制和政策目标上的信息不对称和传递过程差异所造成的，预期差异性会使得经济体的行为出现差异，对政策目标形成扰动，特别是在出现重大事件或者经济前景极不明朗的情况下，预期的异质性会特别突出，这就需要当局修正和重塑预期；四是预期实质是决策过程的结果，这个过程会面对不断变化的环境，特别是当局行为可能变化，作出反应和调适。当主体发现系统性错误，还会有激励修正他们的预测基础；五是政策当局影响预期的能力是有限的，存在很多不确定性，政策通过整工具，对预期异质性进行反应，减小预期差异，引导预期，进而使实际经济加速向政策目标收敛。

4、预期管理的方式

政策：政策管理是传统的预期管理方式，主要是指当局通过研究分析形势之后，出台各类政策，重点进行既有预期的修正，改变既有预期，使其向政策目标收敛。

信念：通过信念的引导来管理预期，当局通过相关领导讲话、重要会议、新闻发布会、通知、领导谈话、发表文章、领导调研、官方微博等各类形式，一方面修正当前的预期，另一方面重塑未来的预期。例如领导人发表对市场的谈话，通常可以理解为对市场“打气”，是塑造市场乐观预期。

信息：通过信息发布、信息调研，数据发布等形式，公开和透明经济的真实状态，而非有意隐瞒信息，通过真实信息的公开来引导公众产生正确预期。

交流：预期管理是双向的，当局和经济主体的预期会互相影响，因此要通过交流来了解和引导预期，使其趋于一致。像国内常见的领导基层调研、新闻发布会、接受采访等形式。

当然，**预期管理的方式也存在许多不确定性和困难**，以“交流”为例来说，程均丽教授的研究将这种不确定性分析为两点：①**公共信息的过度反应问题**。交流产生的公共信息，由所有的经济主体共享，信息在传递中可能会互相传递进而整体做出过度反应，从而给经济注入不合意的波动。②**可信性问题**。政策当局管理的能力是有限的，在交流“政策倾向”中，大多数时间都不可能准确交流未来具体的政策路径，他们的政策预想背后具有不确定性和条件性，要适度传递，不能被私人部门看作是更坚定的提前承诺，否则，会起误导作用，给自己制造可信性问题。所以，通过

交流管理预期的，一方面需要传递明确、简单的信息；另一方面需要恰当传递复杂性，实践中很难做到二者的平衡。

实践管理

三、我国预期管理形式

2007 年中国政府把逐步开始把稳定预期作为治理通货膨胀的政策方针之一，通过加息等方式管理通胀预期。2009 年 10 月的国务院会议首次提出管理通胀预期，目前以通胀预期管理为主的预期管理已经在近几年大力实践，成为宏观经济调控的重要组成，实质上我们在近几年特别是今年，有许多政策、信息、言论、信号等等表层看是正规和正式的谈话或信息等，但实质上都是在管理预期。在经济管理领域，预期管理越来越占据重要的位置，预期管理在未来经济调控中将呈常态。

图 1：我国预期管理的形式以及主要的例证

主要部门	形 式	举 例
国务院	领导讲话、重要会议、新闻发布会、通知、制定政策、领导谈话、发表文章、监管信息等	7 月 28 日国务院办公厅公布了《国务院办公厅关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》。通知指出，各地区、各有关部门要着力构建防止价格大起大落、生产大上大下的长效机制，减缓生猪市场的周期性波动，促进生猪生产平稳健康持续发展。政治局 7 月 27 日召开会议，分析当前经济形势，研究明年经济工作。会议提出，要坚持稳中求进，保持经济持续平稳较快协调发展，把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。
央行	货币政策、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、信息征集等等	央行每个季度例会对经济形势的分析和对政策基调的酌定。2011 年二季度例会中，对政策的描述较一季度发生了变化：要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的稳定性、针对性和灵活性，把握好政策节奏和力度。与一季度例会中“提高货币政策的针对性、灵活性和有效性”的措辞比较，央行着重提出了“稳定性”，并将其放在首要的位置，对“有效性”的淡化以及对“稳定性”的重视传递出央行下半年政策调控思路的微妙变化。2011 年 7 月 11 日央行行长周小川在《中国金融》杂志上撰文表示，当前我国宏观经济运行中最突出的问题是通胀压力依然较大，通胀预期依然较强，要进一步落实好稳健的货币政策，保持必要的调控力度
银监会	发布通知、制定政策、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、监管信息等等	7 月 20 日，中国银监会召开 2011 年第三次经济金融形势通报分析(电视电话)会，分析经济形势并对下阶段监管重点做出布置。在银监会 2011 年中工作会议上，银监会主席刘明康对下半年房地产贷款风险防控提出明确要求，指出要紧抓房地产贷款风险，杜绝各类信贷资金违规流入房地产市场。同时，继续对商业地产和二三线城市房地产风险保持关注和警觉。
证监会	发布通知、制定政策、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈	8 月 5 日，中国证监会发布了《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》(下称《决定》)。本次《决定》主要涉及规范、引导借壳上市、完善发行股份购买资产的制度规定和支持并购重组配套融资三项内容。

	谈、监管信息等等	
统计局	数据管理及发布	每个月经济数据的统计发布，每周各行业数据的检测和发布
发改委	发布通知、制定规划、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、监管信息等等	2011年6月24日国家发改委发出整顿规范电价秩序的通知，要求坚决制止各地自行出台优惠电价措施。2011年7月22日15时，发展改革委价格司副司长周望军接受中国政府网专访，介绍当前价格形势以及生猪市场调控情况，并与网友在线交流。这一轮物价上涨到现在为止持续了24个月。根据价格波动的周期判断，这轮物价上涨应该接近拐点。下半年物价将下降
财政部	财政政策、发布通知、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、监管信息等等	财政部、海关总署和国税总局下发西部地区税收优惠政策，以进一步支持西部大开发。按照通知要求，自2011年1月1日至2020年12月31日，对设在西部地区的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税。
商务部	发布通知、制定政策、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、监管信息等等	每周对生产资料价格、食品价格进行监控和跟踪，并公布数据。2011年首场例行新闻发布会，中国经济网进行全程直播。姚坚在会上表示，中国的零售和农业生产的组织化程度都不高，在未来一段时间，商务部将加强农产品流通领域的基础设施建设。
其他部委	农业部、工信部、外管局等部委发布通知、制定政策、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、信息征集等等	农业部每周对食品价格数据跟踪监测，工信部制定多个产业规划，8月10日，工信部原材料司在北京组织召开《新材料产业“十二五”发展规划》专家论证会。7月末，外汇局下发《关于核定境内银行2011年度融资性对外担保余额指标有关问题的通知》，在削减2011年度境内银行融资性对外担保余额指标规模的同时，明确规定，暂不受理境内房地产企业为其境外子公司在境外发行债券提供对外担保的申请。
协会等	中汽协、中钢协、证券业协会、银行业协会、社科院、部委下属研究机构等协会或机构，发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈等等	8月10日下午，中国汽车工业协会和国家统计局中国经济景气监测中心在京共同发布第二季度汽车行业景气指数为101.1点，与今年一季度相比下降0.5个点，连续四个季度下滑，并继续处于下行通道，同日中汽协发布的7月产销数据显示，当月汽车产销量环比下降明显，同比小幅增长。中国钢铁工业协会8月10日发布的8月上旬“国际钢市半月谈”中指出，8月初国际钢市弱势运行，近期全球钢市将涨跌互现。其中，预计亚洲钢市将继续升盘走势，欧洲亦将企稳回升；美洲市场则将继续横向整理。

资料来源：中投证券研究所整理

图 2：四种预期管理方式的体现

管理方式	具体内容	举 例
政策	重要会议、新闻发布会、通知、货币政	7月28日国务院办公厅公布了《国务院办公厅关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》。通知指出，各地区、各有关部门要着力构建防止价格大起大落、生产大上大下的长效机制，减缓生猪市场的周期性波

	策、财政政策、价格调控、产业及地区规划	动，促进生猪生产平稳健康持续发展。政治局 7 月 27 日召开会议，分析当前经济形势，研究明年经济工作。会议提出，要坚持稳中求进，保持经济持续平稳较快协调发展，把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。胡锦涛就继续做好经济工作提出 6 点意见。要进一步加强和改善宏观调控，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强政策的前瞻性、针对性、有效性，把握好宏观调控的方向、力度、节奏，保持经济平稳较快发展。
信息	领导讲话、重要会议、新闻发布会、例会分析、发表文章、统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、监管信息	2011 年 7 月 11 日央行行长周小川在《中国金融》杂志上撰文表示，当前我国宏观经济运行中最突出的问题是通胀压力依然较大，通胀预期依然较强，要进一步落实好稳健的货币政策，保持必要的调控力度。2011 年二季度例会中，对政策的描述较一季度发生了变化：要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的稳定性、针对性和灵活性，把握好政策节奏和力度。与一季度例会中“提高货币政策的针对性、灵活性和有效性”的措辞比较，央行着重提出了“稳定性”，并将其放在首要的位置，对“有效性”的淡化以及对“稳定性”的重视传递出央行下半年政策调控思路的微妙变化。
信念	领导讲话、重要会议、新闻发布会、通知、领导谈话、发表文章、官方微博	7 月 3 日至 4 日，国务院总理温家宝先后来到辽宁本溪、沈阳等地，深入工厂企业、农贸市场，来到保障房建设工地、就业服务中心和居民社区，就经济运行有关问题进行调研，并在沈阳主持召开辽宁、江苏、浙江、广东四省经济形势座谈会。在考察中，他对老百姓说，最近就是猪肉价格贵了。得把这个周期过去。再过几个月就下来了。他表示，当前，一些推动价格上涨的因素虽然得到一定程度的控制，但没有根本消除，稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务。政府正在采取措施平抑物价。随着政策的落实，物价会得到有效抑制
交流	统计调研、课题研究、领导讲话或演讲、接受访谈、官方微博、信息征集	2011 年 7 月 11 日之前，国务院总理温家宝先后到辽宁、陕西就经济运行有关问题进行调研，并在沈阳主持召开辽宁、江苏、浙江、广东四省经济形势座谈会；在西安主持召开山西、河南、四川、陕西四省经济形势座谈会。7 月 4 日至 11 日，温家宝先后召开四次经济形势座谈会，分别听取部分省政府负责人、企业界负责人和经济专家意见和建议。指出猪肉消费是群众的刚性消费需求，稳定猪肉市场是政府不可推卸的责任，有关部门要立即行动起来，尽快恢复和出台扶持生猪生产的政策，向市场发出稳定信号。同时研究治本之策，跳出生猪生产周期性波动，实现平稳健康持续发展。2011 年 7 月 22 日 15 时，发展改革委价格司副司长周望军接受中国政府网专访，介绍当前价格形势以及生猪市场调控情况，并与网友在线交流。这一轮物价上涨到现在为止持续了 24 个月。根据价格波动的周期判断，这轮物价上涨应该接近拐点。下半年物价将下降

资料来源：中投证券研究所整理

图 3：我国当前主要的预期管理方式

管理目标	方 式	举 例
通胀预期管理	政策、信息、信念、交流	7 月 28 日国务院办公厅公布了《国务院办公厅关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》。通知指出，各地区、各有关部门要着力构建防止价格大起大落、生产大上大下的长效机制，减缓生猪市场的周期性波动，促进生猪生产平稳健康持续发展。2011 年 6 月 24 日国家发改委发出整顿规范电价秩序的通知，要求坚决制止各地

		自行出台优惠电价措施。政治局 7 月 27 日召开会议，分析当前经济形势，研究明年经济工作。会议提出，要坚持稳中求进，保持经济持续平稳较快协调发展，把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。
经济预期管理	政策、信息、信念、交流	政治局 7 月 27 日召开会议，分析当前经济形势，研究明年经济工作。要继续推进经济结构调整和经济发展方式转变，发展战略性新兴产业和现代服务业，加强对小企业的支持和服务，加大对西藏、新疆、内蒙古等民族地区和其他欠发达地区的支持力度，抓好节能减排工作。六是要继续深化改革开放，通过体制机制创新解决经济发展中的深层次矛盾，推动经济结构调整和经济发展方式转变。7 月 20 日，中国银监会召开 2011 年第三次经济金融形势通报分析(电视电话)会，分析经济形势并对下阶段监管重点做出布置。
政策预期管理	政策、信息、信念、交流	政治局 7 月 27 日召开会议，把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。胡锦涛就继续做好经济工作提出 6 点意见。要切实加强和改善宏观调控，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，增强政策的前瞻性、针对性、有效性，把握好宏观调控的方向、力度、节奏，保持经济平稳较快发展。在银监会 2011 年中工作会议上，银监会主席刘明康对下半年房地产贷款风险防控提出明确要求，指出要紧紧抓房地产贷款风险，杜绝各类信贷资金违规流入房地产市场。同时，继续对商业地产和二三线城市房地产风险保持关注和警觉。
市场预期管理	政策、信息、信念、交流	温家宝 9 日主持召开国务院常务会议，分析当前国际金融市场及其影响，研究制定应对措施。会议指出，当前国际金融市场出现急剧动荡，世界经济复苏的不确定性、不稳定性上升。我们要冷静观察，沉着应对，做好防范风险的准备。

资料来源：中投证券研究所整理

四、政策基本框架：预期管理+微调优化

1、未来政策将以预期管理为主

目前国际经济形势波动较大，国内高通胀与经济缓落并存，政策的出台显得异常困惑，对政策的预期显现分歧。我们认为预期管理已经成为我国经济调控的重要组成部分，特别是在经济不确定性较深的背景下，预期管理显得极为重要。拟定政策基调、保持政策的连续性和稳定性，减少政策的叠加和对经济的扰动，通过预期管理来引导公众预期，减少经济的波动，进而熨平经济波动过程中的不确定性因素扰动，这可能是未来一段时间政策的基本思路。

实际上，政治局在下半年经济会议中对此已经有所体现，会议提出要继续加强和改善宏观调控，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，会议特别强调了要增强政策的前瞻性、针对性、有效性，把握好宏观调控的方向、力度、节奏，保持经济平稳较快发展。因此预期管理将是未来调控政策的重点。

2、微调优化为辅

今年上半年连续的紧缩调控，涉及多个领域、多个部门，政策力度和范围都较大，而这些调控持续面对着多个不确定性因素，目前更有国际因

素的扰动。我们认为密集的调控在实现整体目标的同时，必然会牺牲部分局部的利益，出现结构性问题。因此政策整体调控的同时，要进行必要的优化补充，使宏观调控更加全面和有效。

实际上，去年底召开的 2011 年度经济工作会议中，对优化宏观调控就做过强调。总体稳健、调节有度、结构优化就是这一思想的重要体现。

在经济形势明朗的背景下，政策基调已定，微调优化正合时宜，未来政策局部的微调优化可能是重点和常态。

图 4：近期政策微调的重点

政策行政	主要内容	目标
生猪生产扶持	《国务院办公厅关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》，从八个方面扶持生猪生产。	通胀预期、生产预期调整
行业重组	“十二五”期间我国将以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土、电子信息、医药等八大行业为重点，推动优势企业强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度。	经济结构调整
产业规划	《战略性新兴产业发展十二五规划》总报告以及面向七大战略性新兴产业的 7 个《规划》陆续上报国务院，据悉，《规划》将于 9 月开始对外公布	经济结构调整
财税调整	工信部等 4 部委发布了新的中小企业划分标准，把中小企业划分为中型、小型、微型三种类型。新标准划分以后，各项政策将更多的向微型企业倾斜，在小型、微型企业方面，国家的政策可能更多地集中在三个方面，一个是营造更加有利于企业成长的环境，二是制定一些普惠性的政策，三是加强公共服务，从这些方面体现出对小型、微型企业进一步加大扶持力度。对于困难中小企业将给予财税金融政策倾斜。下半年财政工作作出了部署中，稳物价被置于下半年财政工作首位。落实各项强农惠农财税政策；加大对生猪生产的扶持力度；落实好免征蔬菜批发和零售环节增值税等优惠政策，促进减少流通成本；落实补助政策，保障低收入群体的基本生活。	宏观调控政策补充优化
中小企业扶持	金融监管部门年中工作会议 8 月陆续召开。会议传出的信息表明，未来货币政策整体上难言放松。随着通胀可能见顶，下半年货币政策或适当微调，将采取“定向宽松”方式，适当放松融资条件限制，对三农、中小企业、保障性住房等领域给予融资政策倾斜。	宏观调控政策补充优化，引导政策预期
保障房建设	确保开工建设千万套保障房落到实处。确保建设质量。确保分配公平。在做好住房保障工作的同时，要继续增加中低价位中小套型普通商品房供给，有效抑制投机投资性购房，巩固房地产市场调控成果，保持经济长期平稳较快发展，维护广大人民群众根本利益。积极支持保障性安居工程建设。开工建设 1 0 0 0 万套保障性安居工程的目标任务，有望全面实现	宏观调控政策补充优化
节能减排	“十二五”期间国内经济增速降到 7%-8%，节能减排的约束性指标包括单位 GDP 能耗下降 16%以及碳强度减少 17%。节能减排指标评价考核体系已建立，考核结果将向社会公告，并纳入政府绩效管理，对于未完成任务的地区将实施问责制。	经济结构调整
区域规划	继续落实《国务院关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》。宁蒙陕能源化工金三角规划。国务院支持河南建设中原经济区的若干意见将于近期出台	经济结构调整

资源税改革	扩大资源税改革试点方案已上报国务院	经济结构调整
水利建设	水利部 5 月 23 日会议强调落实中央“1 号文件”精神，确保今后 10 年年均水利投资比 2010 年高出 1 倍，“总量将达到 4 万亿元左右”。 “十二五”期间，水利建设投资目标为 2 万亿元左右，年均将达 4000 亿元，比 2010 年全国水利建设总投资 2000 亿元高了一倍。	经济结构调整
高铁改革	温家宝主持召开讨论高铁事宜：安检、降速、停批。高铁相关产业链相关投资和发展可能会有所调整	产业政策补充优化

资料来源：中投证券研究所整理

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

黄君杰, 中投证券策略分析师, 北京大学光华管理学院经济学硕士。证券投资咨询资格, 期货从业资格, 2006 年加入中投证券研究所, 5 年证券从业经验。从事市场流动性、市场估值及策略研究。

樊学栋, 中投证券研究所策略助理分析师, 深圳大学经济学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434