

紧跟政府脚步，分享扩大内需投资收益

报告日期：2009年3月6日

相关报告：

《促增长与经济回落的较量》

2008年11月27日

《把握行业利润增长的“拐点”——基于三季报的分析》

2008年11月3日

《在保增长的政策取向寻找增长》

2008年10月30日

《行业周期与宏观经济关系研究》

2008年10月21日

《力保经济增长，提升股市信心——利率下调周期下的投资策略》

2008年10月9日

《救市行情能走多远——基于历史与现实的分析》

2008年10月6日

天相宏观及策略组

分析师：仇彦英 朱礼旭

021-58824282-816

qiuyy@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本报告关注点：

- 我们观点：在不确定的市场中配置资产，重点关注受益政府政策支持的扩大内需领域的投资机会；
- 详细解读《政府工作报告》中所提出的政策措施；

投资要点：

- **扩内需保增长是《政府工作报告》的重点。**《报告》中对保增长政策的阐述热点不多，比较新的政策主要体现在允许地方政府发债和放宽商品房二套房的房贷政策。《报告》通篇围绕保增长的主线，从宏观调控、扩大消费、稳定房地产、灾区恢复重建、“三农”、节能减排和生态环保等方面作了方向性阐述。
- **2009年8%的增长目标今年很有可能实现。**首先，8%的增长速度要略微低于我国潜在经济增长目标9%左右。其次，去年下半年以来的保增长举措在一定程度上减缓了我国经济下滑的幅度，并显示了一定程度的效果。
- **积极财政政策担当保增长大任，地方政府发债“破土”。**首先，通过政府支出的大幅增加来填补居民和企业支出下滑带来的空缺，减缓了经济下滑的幅度。其次，实施结构性减税，促进企业投资和居民消费，进而带动社会支出增加，带动经济增长。最后，在控制地方政府预算风险及支出项目符合国家产业政策导向的前提下，地方政府保增长的实际效果将有效得以发挥。另外，政府投资支出主要领域为保障性住房、教育、卫生、文化等民生工程建设，节能环保和生态建设，技术改造与科技创新，铁路、高速公路、农田水利等重点基础设施建设。
- **积极扩大国内需求特别是消费需求。**提高劳动报酬在国民收入中的比重，有利于增加居民的购买力，提高居民消费潜力。通过完善汽车消费政策，不仅仅有利于带动汽车行业景气的提高，更重要的是发挥汽车行业作为扩大内需的“突破口”，进而带动上游钢铁、塑料、电子、橡胶等行业需求。
- **投资机会。**对市场而言，刺激经济的措施是否有持续性或者说政府的刺激措施能否带动社会投资的跟进，将是决定市场走向的关键，也是决定我国经济复苏是“V”型还是“W”型的关键因素。但确定的是政府在扩大内需保增长中会有所作为。从资产配置的角度，建议关注受益基础设施建设、汽车消费、节能环保及受益产业振兴政策带来的企业重组及装备制造业的投资机会。

3月5日上午，温家宝总理在第十一届人大二次会议上作《政府工作报告》（下称《报告》），在回顾了过去一年政府的工作成绩后，揭示了目前经济社会发展中存在的一些问题，并对于2009年的国民经济和社会发展的主要目标做出了规划，同时也对未来各项工作都进行了细致的说明。

从《报告》透露的各方面信息来看，我们认为2009年将是扩大内需保增长的关键一年。《报告》中对保增长政策的阐述热点不多，比较新的政策主要体现在允许地方政府发债和放宽商品房二套房的房贷政策。《报告》通篇围绕保增长的主线，从宏观调控、扩大消费、稳定房地产发展、加快灾区恢复重建、“三农”、经济发展方式转变、节能减排和生态环保、经济体制、社会保障、医疗体制改革等方面作了方向性阐述。在全球经济金融形势恶化的背景下，如何有效实质的扩大国内需求特别是消费需求来对冲外围经济放缓对我国外贸的冲击，是今年保增长关键所在。因此，今年我们有望看到前期颁布的各项扩内需保增长的政策措施得到切实的加强和落实。以下我们从几个方面更加详细的对《报告》予以解读。

图表 1：《报告》中提到的一些经济数据和指标

2008年			
超过30万亿	国内生产总值	6.13万亿	财政收入(元)
2.56万亿	进出口总额(美元)	10570亿斤	粮食产量(斤)
15781元	城镇居民人均可支配收入	4761元	农村居民人均纯收入
1163亿元	全年财政科技投入(元)	5955亿元	“三农”支出全年投入
1669万千瓦	全年关停小火电	1149万吨	全国新增城市污水日处理能力
1113万人	城镇新增就业	下降10.08%	三年累计单位国内生产总值能耗
2009年			
8%左右	国内生产总值目标	4%以内	居民消费价格总水平涨幅控制
900万人以上	城镇新增就业	4.6%以内	城镇登记失业率

资料来源：天相整理

1. 2009年经济增长目标为8%左右，CPI为4%以内

《报告》提出，今年国民经济和社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长8%左右；城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率4.6%以内；城乡居民收入稳定增长；居民消费价格总水平涨幅4%左右；国际收支状况继续改善。并着重说明提出8%左右的国内生产总值增长目标，综合考虑了发展的需要和可能。

我们认为2009年8%的增长目标今年很有可能实现，尽管面临全球经济金融形势可能继续加剧的风险。

首先，考虑到我国的要素及资源禀赋和市场规模以及工业化、城镇化的推进，8%的增长速度要略微低于我国潜在经济增长目标9%左右。但是，在全球经济放缓的背景下，特别是欧美发达国家深陷经济危机泥沼难以自拔的情况下，我国传统的依靠出口拉动经济增长的模式已经走到历史尽头，政府需要利用扩大内需的方式来对冲外部需求的放缓并实现8%的增长目标就存在一定程度的挑战。

其次，针对我国经济所面临的内外部形势急剧恶化的风险，中央去年下半年以来

出台了多项财政、货币及 4 万亿扩大内需、“家电下乡”和“汽车下乡”以及十大产业规划等方面的举措。这些举措在一定程度上减缓了我国经济下滑的幅度，并显示了一定程度的效果，主要表现在我国最近三个月 PMI 指数已经回升。随着去年出台保增长的措施在今年落实并发挥作用，并考虑到政府在我国经济发展中所处的重要地位及资源配置能力，我们认为今年实现 8% 的增长是很有可能性的。

再次，从统计数据的角度，国家统计局去年上调了 2007 年经济增速至 13%，并相对降低了 2008 年的经济增速，从而为 2009 年实现增长目标提供了一定程度的弹性空间。我们对国家统计局调整数据的背后原因不得而知，但这种调整至少从统计技术的角度存在这样的可能。

最后，从市场的角度来看，决定市场未来走向的是中央扩大内需的持续力度和社会投资能否跟上。这些因素是决定市场未来走向乃至我国经济能否实现快速复苏的关键。从 90 年代日本扩大内需应对经济萧条和亚洲金融危机期间我国经济复苏的路径来看，经济一般为“W”型走势。主要原因是在经济急剧下滑的初期随着保增长政策的实施，经济迅速出现反弹，但由于其他后续投资主体并未跟进，导致经济刺激政策效果只是具有短期效应。

为实现 8% 的增长目标及经济尽快复苏，温总理在《报告》中从宏观调控、扩大消费、稳定房地产发展、加快灾区恢复重建、基础设施建设、“三农”、经济发展方式转变、节能减排和生态环保、经济体制改革、社会保障、医疗体制改革等方面作为保增长的出发点和着力点，进行了具体的规划和阐述。从这些保增长的领域来看，这些领域市场基本都能耳熟能详，尽管并未特别新颖及独具匠心之处，但这些传统领域仍然大有可为，只要扎实做好这些领域的具体落实和推进工作，我国实现经济增长和经济复苏的目标乃至经济结构的调整仍是大有希望的。

2. 积极宽松的财政货币政策力保经济平稳增长

温家宝在《政府工作报告》中用“进入新世纪以来我国经济发展最为困难的一年”来形容当前我国经济发展所面临的严峻形势，说明我国保增长的任务异常繁重。在这一背景下，报告将“把保持经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务”。为实现上述目标，首先要做的是将宏观调控政策全面转向保增长。

2.1 积极财政政策担当保增长大任，地方政府发债“破土”

依据《报告》，实施积极的财政政策。一是大幅度增加政府支出，大规模增加政府投资，实施总额 4 万亿元的两年投资计划，其中中央政府拟新增 1.18 万亿元。为弥补财政减收增支形成的缺口，拟安排中央财政赤字 7500 亿元，同时国务院同意地方发行 2000 亿元债券，由财政部代理发行，列入省级预算管理。全国财政赤字合计 9500 亿元，占国内生产总值比重在 3% 以内。

二是实行结构性减税和推进税费改革。采取减税、退税或抵免税等多种方式减轻企业和居民税负，促进企业投资和居民消费，增强微观经济活力。

我国政府在财政政策的运行方面操作娴熟，而且也具有先例可循。在此次保增长的任务中，政府在财政政策的实施方面采用了“环环相扣、节奏紧凑”的扩大内需策

略,也是最直接最有效的保增长措施。首先,通过政府支出的大幅增加来填补居民和企业支出下滑带来的空缺,减缓了经济下滑的幅度,同时也有利于稳定乃至带动社会支出预期的稳定。

其次,在政府刺激力度的实施的同时,实施结构性减税,促进企业投资和居民消费,进而带动社会支出增加,带动经济增长。

最后,允许地方政府发债为地方政府在扩大内需保增长中大显身手提供了可能。在控制地方政府预算风险及支出项目符合国家产业政策导向的前提下,地方政府保增长的实际效果将有效得以发挥。但是,由于地方政府的发债额度限制为 2000 亿元,这 2000 亿元的额度如何在 31 个省份中分配以及依据什么条件分配将是对中央政府和地方政府的考验。

2.2 货币政策适度宽松, 广义货币供给增长 17%左右

《报告》提出,实施适度宽松的货币政策。货币政策要在促进经济增长方面发挥更加积极的作用。一是保证货币信贷总量满足经济发展需求,广义货币增长 17%左右,新增贷款 5 万亿元以上。二是优化信贷结构。加强对信贷投向的监测和指导,加大对“三农”、中小企业等薄弱环节的金融支持,切实解决一些企业融资难问题。严格控制对高耗能、高污染和产能过剩行业企业的贷款。

如何将流动性注入实体经济,是体现适度宽松货币政策实质发挥保增长作用的关键。首先,自去年 9 月以来,我国先后五次下调金融机构存贷款基准利率,四次下调存款准备金率,宏观流动性已经相对宽裕。但在实体经济下滑的情况下,银行等金融机构出于风险考虑存在对中小企业“惜贷”的情形,导致我国流动性状况呈现“宏观松、微观紧”的现象。因此,优化贷款结构和加强薄弱环节的信贷支持将是货币政策发挥积极作用的关键。

其次,今年广义货币增长 17%左右的目标是考虑到了我国今年 8%的增长目标。按照今年经济增长 8%,CPI 幅度为 4%,并考虑到我国近几年货币流通速度的增速为-4%左右匡算,实现我国 8%的增长目标需要广义货币增长 17%左右。

3. 积极扩大国内需求特别是消费需求

《报告》提出,一是继续调整收入分配格局,提高劳动报酬占国民收入的比重,增加政府支出用于改善民生、扩大消费的比重,增加对城镇低收入群众和农民的补贴。完善汽车消费政策,加快发展二手车市场和汽车租赁市场,引导和促进汽车合理消费。大力发展社区商业、物业、家政等便民消费,加快发展旅游休闲消费,扩大文化娱乐、体育健身等服务消费,积极发展网络动漫等新型消费。

二是保持投资较快增长和优化投资结构。今年中央政府投资总额 9080 亿元,主要用于保障性住房、教育、卫生、文化等民生工程建设,节能环保和生态建设,技术改造与科技创新,铁路、高速公路、农田水利等重点基础设施建设和地震灾后恢复重建。

扩大国内需求是当前我国应对国际金融危机的唯一途径,也是决定我国保增长能否成功的关键。调整收入分配结构,提高劳动报酬在国民收入中的比重,有利于增加

居民的购买力，提高居民消费潜力。通过完善汽车消费政策，不仅仅有利于带动汽车行业景气的提高，更重要的是发挥汽车行业作为扩大内需的“突破口”，进而带动上游钢铁、塑料、电子、橡胶等行业需求。从我国城乡居民购买力和汽车消费意愿来看，经济型和家庭型的汽车有可能是我国家庭未来汽车消费的主流。汽车消费政策的完善将使我国汽车生产企业如长安汽车、福田汽车和一汽夏利等车企直接受益。

除了多方促进居民消费，政府投资支出在目前经济环境下显然成为扩大内需的“主角”，主要的支出领域为保障性住房、教育、卫生、文化等民生工程建设，节能环保和生态建设，技术改造与科技创新，铁路、高速公路、农田水利等重点基础设施建设。政府支出的增加是稳定国内需求最直接最便捷的保增长方式，这些领域支出的增加将有效提高建筑、建材、工程机械、节能环保设备、出版印刷等行业需求。

4. 促进房地产稳定健康发展，商品房二套房松绑

依据《报告》，一是加快落实和完善促进保障性住房建设的政策措施，争取用三年时间，解决 750 万户城市低收入住房困难家庭和 240 万户林区、垦区、煤矿等棚户区居民的住房问题。中央财政将加大对廉租房建设和棚户区改造的投资支持力度，适当提高中西部地区补助标准；今年拟安排 430 亿元，用于补助低保住房困难家庭的实物廉租房建设。

二是对符合条件的第二套普通自住房购买者，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策；对住房转让环节营业税，按不同年限实行有区别的税收减免政策；促进普通商品住房消费和供给，加大对中小套型、中低价位普通商品房建设的信贷支持。加快发展二手房市场和住房租赁市场。

从政府对房地产的发展思路来看，政府对房地产市场采取了保障性住房和商品房并举的策略。尽管房地产并未列入十大产业规划，但商品房二套房的松绑显然是对陷入“四面楚歌”的房地产商而言送来一丝甘露。由于房地产行业在国民经济中的重要地位，房地产不仅是拉动内需的支柱产业，同时房地产也是抑制居民消费进而加剧经济结构失衡的“元凶”，这种两难处境使得政府不能不管而又不能任意扶持。从房地产行业本身来看，房地产价格的弹性调整是保证房地产行业健康发展的重要途径，而且在经济下滑时期，房地产价格调整得越充分，房地产的有效需求才能更大程度的释放，房地产复苏的也会更快。从房地产行业未来发展的趋势看，我们认为规模较大、经营战略灵活和产品差异化明显的房地产企业有望在政府保障性住房逐步加大的房地产格局中获得长期发展。

5. 加快推进地震灾区恢复重建

依据《报告》，抓紧全面实施灾后恢复重建总体规划，中央财政今年再安排 1300 亿元灾后重建资金。加快灾区城乡居民住房恢复重建，实行维修和加固与新建相结合。基本完成因灾倒塌和严重损毁农房重建任务，保证受灾群众在今年底前住进新房。继续推进交通、通信、能源、水利等基础设施恢复重建。搞好地质灾害防治、生态修复、环境整治和灾毁耕地复耕。结合实施重点产业调整振兴规划，加快灾区产业重建与发展。

灾区恢复重建所带来的内需扩张对四川板块的影响要大于对全国的影响，因此把握灾区重建的投资机会更多的是从四川板块附近地区加以考虑，而且中央今年 1300 亿元的重建资金再加上中央投资所导致的引致投资，对四川经济的增长将有很大的推动作用。

6. 继续巩固和加强“三农”基础地位

依据《报告》，一要大幅度增加农业农村投入。今年中央财政拟安排“三农”投入 7161 亿元，比上年增加 1206 亿元。大幅度增加对中西部地区农村公益性建设项目投入。二要较大幅度提高粮食最低收购价，今年小麦、稻谷最低收购价平均每斤分别提高 0.11 元和 0.13 元。适时启动主要农产品临时收储政策，增加粮食、棉花、食用植物油和猪肉储备，加强农产品市场调控。三要进一步增加农业补贴。中央财政拟安排补贴资金 1230 亿元。

持续巩固和加强“三农”事业的支持力度，不仅有利于扩大内需，也有利于缩小城乡差距，促进农村消费能力的提升。“三农”的看点主要有两个：一是农村水利等基础设施的投资；二是农产品收购价格的上调及农产品的收储。从农村水利等基础设施来看，我国产粮大省如东北地区和华北地区的河南、河北以及山东地区将是农村水利基础设施投资加大的主要受益地区。从投资机会的角度，可以重点关注这些地区受益农村基础设施建设的建材、建筑及工程机械等行业的投资机会。

7. 加快转变发展方式，大力推进经济结构战略性调整

依据《报告》，一是认真实施汽车、钢铁、造船、石化、轻工、纺织、有色金属、装备制造、电子信息、现代物流等重点产业调整和振兴规划。

二是大力推进企业组织结构调整和兼并重组。

三是采取更加有力的措施扶持中小企业发展。抓紧落实金融支持政策，健全融资担保体系，简化贷款程序，增加贷款规模。中央财政中小企业发展资金从 39 亿元增加到 96 亿元。

四是要做强做大装备制造业。落实自主研发重大装备国内依托工程和政府采购制度，着力发展重大成套设备、高技术装备和高技术产业所需装备，提高装备制造业集成创新和国产化水平。

五是要支持和推进新能源、生物、医药、第三代移动通信、三网融合、节能环保等高新技术产业群，创造新的社会需求。

大力推动工业结构的调整是促进工业结构升级和拉动内需的重要途径。通过做强做大装备制造业和新能源、生物、医药、第三代移动通信、三网融合、节能环保等高新技术产业群，一方面有利于带动上游钢铁等基础材料行业的需求，另一方面，通过工业结构升级也利于带动设备投资增加，进而扩大内需。

8. 加强节能减排和生态环保

依据《报告》，一是突出抓好工业、交通、建筑三大领域节能，继续推进十大重点节能工程建设，落实电机、锅炉、汽车、空调、照明等方面的节能措施。

二是大力发展循环经济和清洁能源。坚持节能节水节地。积极发展核电、风电、太阳能发电等清洁能源。推进洁净煤技术产业化。

三是健全节能环保各项政策，按照节能减排指标体系、考核体系、监测体系，狠抓落实。

四是继续强化重点流域、区域污染防治，加强石漠化、荒漠化治理，实施重点防护林、天然林保护和京津风沙源治理等生态建设工程，保护水、森林、草原、湿地等生态环境。推进农村环境综合整治。

经过 30 多年快速的工业化发展，我国工业化发展所带来的能源消耗及生态环境状况趋于越来越与可持续发展的经济发展不相适应。而且频发的区域性环境灾难对相关地区的人民生命财产带来严重的威胁。因此，加快节能与生态环保建设是我国必须走也必须大力走的发展途径。而且这种大力发展的结果将有利促进节能行业和环保行业的发展，从投资机会的角度，节能和环保是未来可以持续关注的投资主体。

9. 加快完善社会保障体系

依据《报告》，一是推进制度建设，完善基本养老保险制度，继续开展做实个人账户试点，全面推进省级统筹。制定实施农民工养老保险办法。新型农村社会养老保险试点要覆盖全国 10% 左右的县（市）。出台养老保险关系转移接续办法。完善失业、工伤、生育保险制度。健全城乡社会救助制度。

二是扩大社会保障覆盖范围。重点做好非公有制经济从业人员、农民工、被征地农民、灵活就业人员和自由职业者参保工作。

三是提高社会保障待遇。今明两年继续提高企业退休人员基本养老金，人均每年增长 10% 左右。继续提高失业保险金和工伤保险金标准。进一步提高城乡低保、农村五保等保障水平，提高优抚对象抚恤和生活补助标准。大力发展社会福利事业和慈善事业。

四是多渠道增加全国社会保障基金。中央财政拟投入社会保障资金 2930 亿元，比上年预计数增加 439 亿元，增长 17.6%。

社会保障体系是承担社会安全网的功能。在经济下滑及其所导致的失业增加的情况下，社会保障扮演了社会稳定的功能。其次，社会保障体系的完善也有利于消除居民消费的后顾之忧，进一步提高我国居民消费的潜力，促进商业零售等行业的繁荣，从而也为我国扩大内需特别是居民消费提供有利保障。

10. 投资策略：不确定中政府行为最确定

在当前的经济背景下，我国未来经济增长的路径或者发展趋势是制约市场未来走

向的关键因素。在国内外经济大幅下滑的情况下，随着我国各种保增长措施的出台及投资力度的加大，我国今年经济增长目标有望实现。但对市场而言，这些刺激经济的措施是否有持续性或者说政府的刺激措施能否带动社会投资的跟进，将是决定市场走向的关键，也是决定我国经济复苏是“V”型还是“W”型的关键因素。这些不确定的因素将使市场的心态更显脆弱，但确定的是政府在扩大内需保增长中会有所作为。从资产配置的角度，就是要围绕政府扩大内需保增长中出台的措施来挖掘投资机会，这些投资机会概括起来主要由以下几个方面：

一是基础设施投资，如铁路、公路等基础设施投资。主要关注的建材、建筑和工程机械等行业的投资机会。

二是汽车消费政策完善，主要是关注经济型家庭型的汽车消费，建议关注长安汽车、福田汽车和一汽夏利等车企。

三是节能与环保。节能与环保在我国未来仍持续是政府政策支持的重点，建议关注受益政府节能环保政策支持的节能设备和节能材料制造、环保设备制造等行业的投资机会。

四是受益经济结构调整的企业重组和装备制造业等方面的投资机会。装备制造业可以重点关注受益我国军队现代化和信息化建设的投资机会，主要是电子设备、造船等行业的上市公司的投资机会。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014