

2014.07.06

## 经济回调已经开始，政策放松压力增加

### ——6月经济数据前瞻与7月形势预判

	任泽平(分析师)	汪进(分析师)
	010-59312805	021-38674624
	renzeping@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
证书编号	S0880514060010	S0880511080005

#### 本报告导读:

6月下旬以来的高频和先行指标预示经济回调已经开始，行业景气将分化，地产链向下，出口链和成长性行业向上。预计近期将降息、首套房定向降准。财税改革将提速。

摘要:

#### ● 6月经济数据前瞻和7月形势预判:

①政府在3月中旬开始出手维稳，产生了3个月的企稳效果，预计2季度GDP增长7.4%，6月工业生产增长9%，投资增长17%，CPI增长2.6%，新增信贷9200亿元，M2增长13.5%。

②我们观察到，自6月下旬经济已经开始回调，日均发电量、建筑业订单、铁路货运量、地产销量等高频先行指标萎缩，预示生产和投资走弱。6月下旬以来，6大发电集团日均耗煤大幅下降，即使考虑水电季节性反弹，也难以弥补火电下降的缺口，总发电量数据自6月下旬以来出现了显著的下滑。

③此次回调在中期可能是趋势性的，从资金缺口看，14年房市萧条将致地方财政收入减产2万亿元，定向降准、再贷款等不足以对冲掉；从投资缺口看，14年地产投资在年底将降至10%，基建投资在6-12月需要增长33%才能对冲掉，这是不可能完成的任务，除非再次实施大规模刺激计划。

④我们提示经济下行中的风险与机会。地产链上的钢、煤、建材等景气将下行。出口链上的纺服、电子等将改善。消费改革将推升日用化妆品、节能产品等消费品行业景气度。成长性产业面临越来越友好的政策环境。

#### ● 政策放松压力增加

①预计《财税改革方案》和《消费税改革方案》将于近期公布，15年实施。消费税改革利好节能产品、日常消费品、小排量汽车等，高档消费品将现提前预支性消费。

②预计8月前后将是降息窗口，CPI将明显下降。对首套房利率打折、定向降准亦在近期货币政策的考虑范畴中。

#### 宏观研究团队

任泽平(分析师)  
 电话: 010-59312805  
 邮箱: [renzeping@gtjas.com](mailto:renzeping@gtjas.com)  
 证书编号: S0880511080005

#### 汪进(分析师)

电话: 021-38674624  
 邮箱: [wangjin008085@gtjas.com](mailto:wangjin008085@gtjas.com)  
 证书编号: S0880511080005

#### 薛鹤翔(分析师)

电话: 021-38674809  
 邮箱: [xuehexiang@gtjas.com](mailto:xuehexiang@gtjas.com)  
 证书编号: S0880512080003

#### 韦志超(研究助理)

电话: 010-59312817  
 邮箱: [weizhichao@gtjas.com](mailto:weizhichao@gtjas.com)  
 证书编号: S0880114030001

#### 王喆(分析师)

电话: 021-38676049  
 邮箱: [wangzhe@gtjas.com](mailto:wangzhe@gtjas.com)  
 证书编号: S0880511080008

#### 相关报告

《出口专题系列之二—出口蓄势待发》	2014.07.05
《经济回调已经开始》	2014.07.04
《解读消费税改革：利好节能产品、日常消费品、小排量汽车》	2014.07.01
《底未到达，长期看5%》	2014.06.29
《京津冀：新型城镇化的实验区和突破口》	2014.06.22

## 目 录

1. 预计二季度 GDP 增长 7.4%，6 月工业生产增长 9% .....	3
2. 经济自 6 月下旬已开始回调，发电量、建筑业订单、铁路货运量、 地产销售等高频先行指标萎缩 .....	5
3. 资金缺口：货币定宽对冲不了土地收入下降的缺口 .....	7
4. 投资缺口：基建反弹对冲不了地产投资下降的缺口 .....	8
5. 出口弱势复苏 .....	9
6. 下半年可能出现信用风险事件 .....	10
7. 消费税改革利好节能产品、日常消费品 .....	11
8. 行业景气分化：地产链向下，出口链和成长性行业向上 .....	13
9. 底未到达，长期看 5% .....	13

政府在3月中旬开始出手维稳,产生了3个月的企稳效果,预计二季度GDP增长7.4%。

6月下旬以来,日均发电量、铁路货运量、建筑业订单、地产销量等高频先行指标萎缩,预示生产和投资走弱,经济回调已经开始,经济再度转入寻底轨道。

此次回调可能在中期是趋势性的:

根据测算,从资金缺口看,14年房市萧条将拖累地方财政收入减产2万亿元,市政债试点、定向降准、再贷款等都不足以对冲土地出让收入和房产五税下降的缺口;

从投资缺口看,14年地产投资在年底将降至10%,基建投资在6-12月需要增长33%才能对冲房地产投资下滑的缺口,这是不可能完成的任务,除非再来一次大规模刺激,而本届中央领导集体将不会采取这样的措施。

## 1. 预计二季度GDP增长7.4%,6月工业生产增长9%

预计二季度GDP增速7.4%,与一季度持平。政府在3月中旬开始出手稳增长,发改委加快了项目审批力度,财政部加快了预算执行进度,财政支出、新增人民币贷款和基建投资在4、5月份反弹,固定资产投资资金来源中的预算内和银行贷款资金加快。

预计6月工业生产增长9%,比5月加快0.2个百分点。PMI指数跟工业生产走势吻合性较好,6月汇丰和中采PMI指数均反弹。需要注意的是,历史数据显示PMI指数并不领先于工业生产变动,二者基本同步,可能的原因是,在信息化高度发达的今天,大部分工业生产领域的采购周期已经缩短至1个月以内。因此,采用提前公布的PMI指数只能预判当月工业生产数据,而不能预判下月的。

预计6月社会消费品零售总额名义增长12.5%,与上月持平,但扣除价格因素后的实际增长10.5%,比上月下降0.2个百分点、地产销售下滑将拖累家电、家具、建材等消费。

预计1-6月固定资产投资累计增长17%,比1-5上月下降0.2个百分点。其中,基建投资反弹,地产和制造业投资下降。

预计6月出口增长9%,比上月加快2个百分点,进口增长3%,比上月加快4.5个百分点。2013年6月出口增长-3.1%,基数较低,同时,2014年6月PMI出口订单回升。

预计6月人民币新增贷款9200亿元,M2增长13.5%,M1增长6%,均比上月加快。前期两次定向降准、国开行定向再贷款、财政资金投放力度增加,货币供应有所增加。6月人民币贬值暂缓,居民结售汇意愿有望略增。

预计6月CPI增长2.6%,比上月上升0.1个百分点。6月份以来高频数据显示,菜涨肉跌。翘尾因素将在8月份大幅下降,CPI将回落。8月物价将明显回落,将打开降息窗口。对首套房利率打折、定向降准亦在近期货币政策的考虑范畴中。

预计6月PPI增长-1.3%,比上月上升0.1个百分点。近期耶伦对加息释放温和言论,美元指数下跌,CRB指数上升。油、铜、金银价涨,铁矿石、大豆价跌,南华期货价格指数先涨后跌,PMI购进价格持平,预计PPI环比持平。短期PPI仍走不出负增长区间,考虑到美元中期走强和下半年经济下行压力加大,PPI有进一步通缩压力。

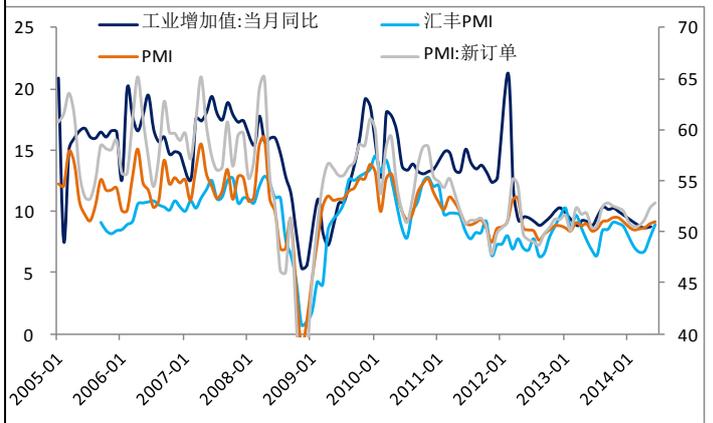
图1: GDP增速

单位: %



图2: 工业增加值增速与PMI

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图3: CPI7月略升, 8月大降

单位: %

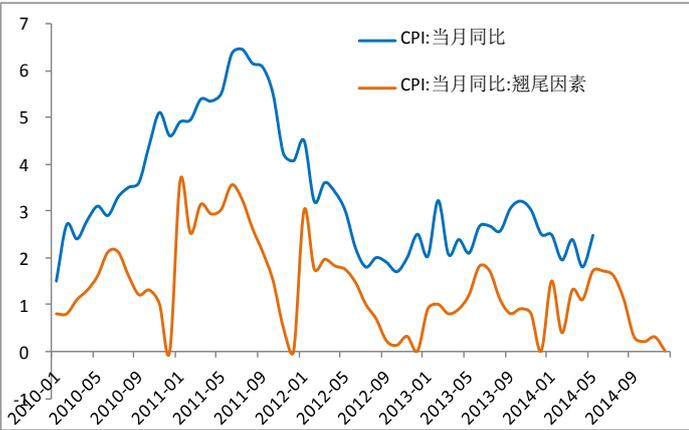
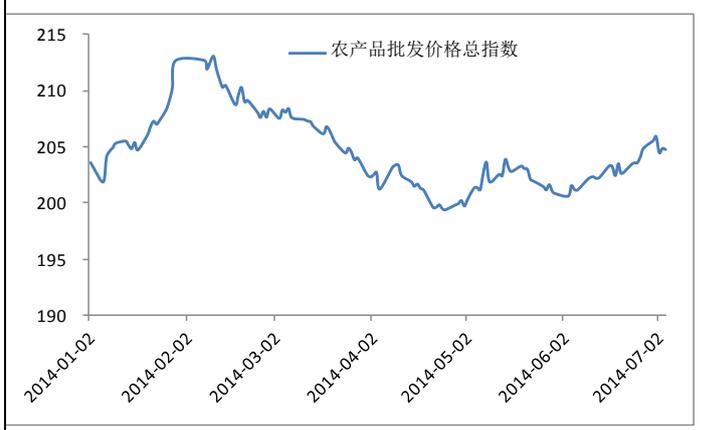


图1: 农产品批发价格指数上涨



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、农业部、WIND、CEIC

图5: 生猪价格下跌

单位: %

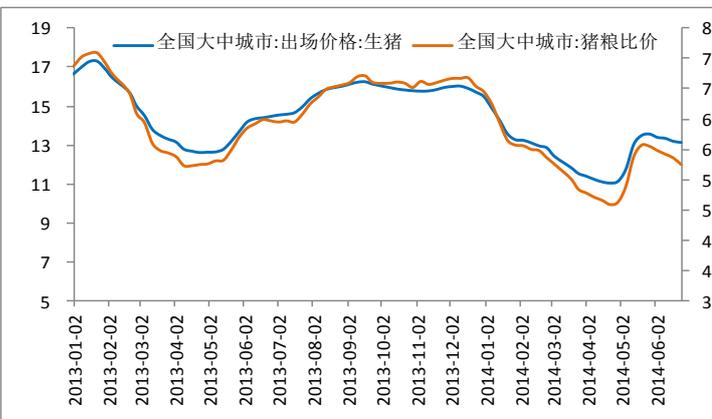
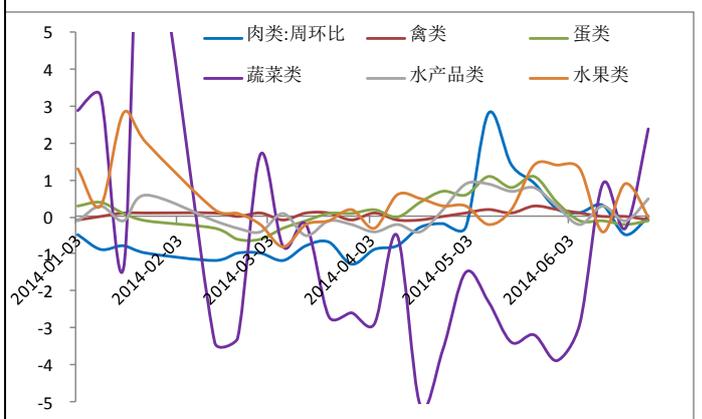


图6: 食品价格周环比, 菜涨肉跌

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、农业部、商务部、WIND、CEIC

图7: 南华工业品指数



图8: CRB



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图9: 国际石油价格在6月先涨后跌, 大豆价格下跌



图10: 国际铜价上涨, 铁矿石价格下跌



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

## 2. 经济自6月下旬已开始回调, 发电量、建筑业订单、铁路货运量、地产销售等高频先行指标萎缩

6月下旬以来, 6大发电集团日均耗煤大幅下降。即使考虑水电季节性反弹, 也难以弥补火电下降的缺口, 总发电量数据自6月下旬以来出现了显著的下滑, 且正值酷暑用电高峰期, 预示着生产和投资可能走弱。

6月非制造业PMI指数中, 铁路运输、道路运输等回落幅度较大, 道路运输业新订单指数在临界点以下。建筑业活动虽然回升, 但具领先性的建筑业新订单指数比上月回落1.2个百分点, 表明未来建筑活动存在回调压力。

周频的房地产销售继续萎缩。

周频的钢铁、煤炭价格继续下跌。

PMI出口订单回升, 但幅度有限, 呈弱势复苏。

6月下旬以来的发电量和铁路货运量萎缩预示工业生产下滑, 建筑业订单萎缩预示投资下滑。

政府在3月中旬开始出手维稳, 经济产生了1个季度的企稳效果, 在6月下旬可能再度转入了下行寻底轨道。

前期经济企稳, 但产成品库存被动堆积, 表明需求低于预期, 下半年面临去

库压力。

图 11: 6月下旬以来电耗煤量大幅下降 单位: %

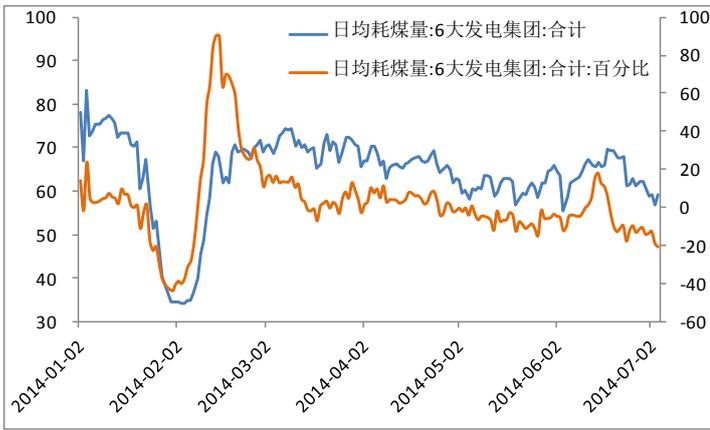
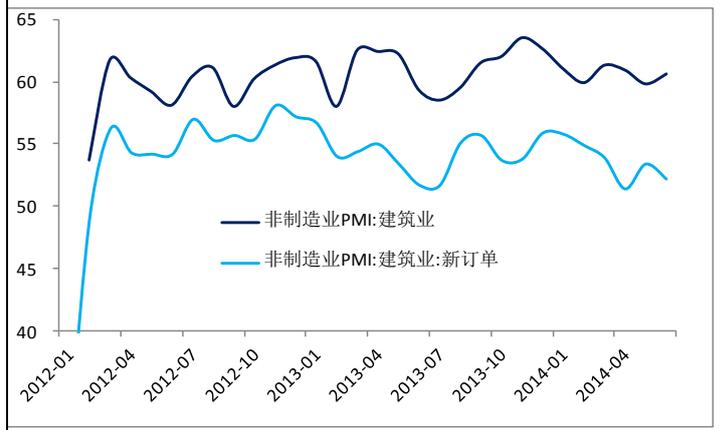


图 12: 6月建筑业订单萎缩预示投资下滑 单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图 13: 房地产销售继续萎缩

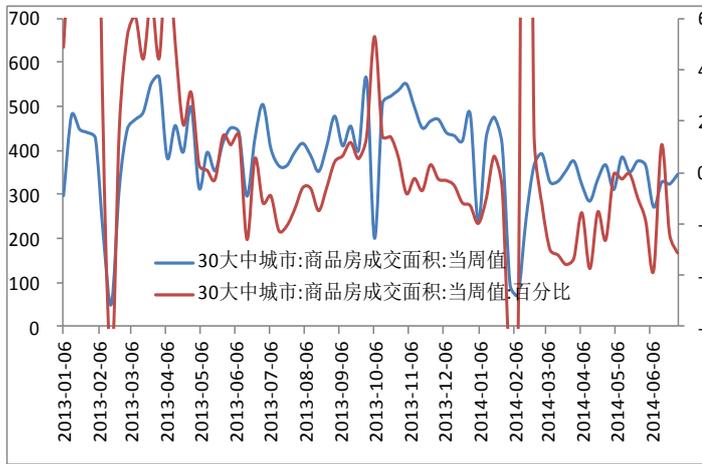
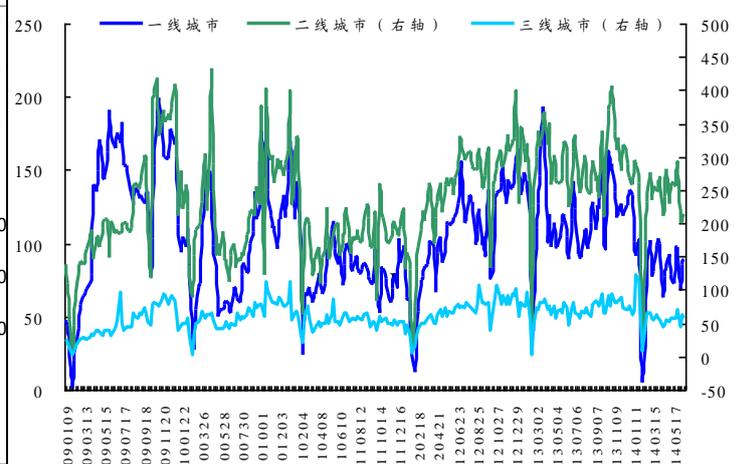


图 14: 房市依然萧条

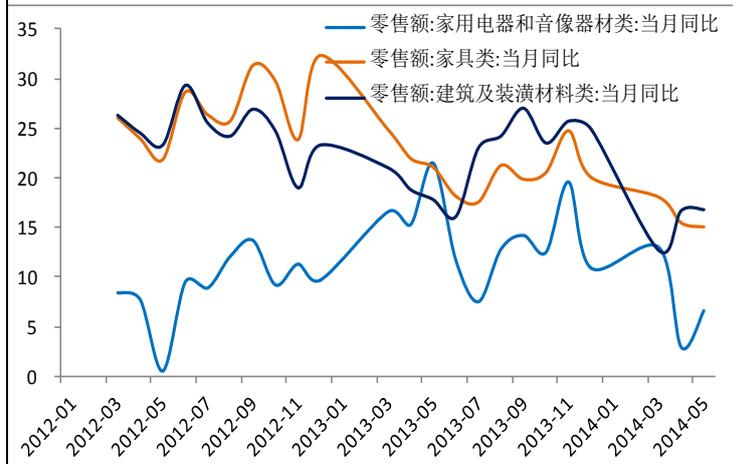


数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图 15: 产成品库存被动堆积 单位: %



图 16: 买房相关消费下降 单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

### 3. 资金缺口：货币定宽对冲不了土地收入下降的缺口

根据测算，14年房市萧条将导致地方财政收入减产2万亿元，严重拖累地方投资和经济增长。5月全国300个城市土地出让金环比下降30%，同比下降38%；5月房地产营业税增长0.1%；房地产企业所得税下降2.5%；契税同比增长7%。我们预计2014年地方政府土地出让收入增长将下降40%左右，房产五税收入增长下降10%左右，这两项将直接导致地方可用财力比2013年减少1.5-2万亿元左右，大致相当于2009年4万亿刺激的1/3-1/2。如果考虑房市萧条对消费和生产的影响，其间接导致地方财力比2013年减少2-3万亿元。

地方财力下降将拖累财政支出和基建投资，黑龙江、山西等地GDP增速1季度掉到4.1%、5.5%，已然在坍塌边缘。政治抱负

为弥补房市萧条导致的地方收入下降，可动用的政策工具包括：

- 中央动用财政存款存量：规模有3-4万亿元，但这些钱用一分少一分，不可持续；
- 再贷款：前期已拨付给国开行1万亿元用于保障房建设，成立住宅金融部，后面会陆续转成保障房投资；
- 地方增加非税收入：近期部分地方非税收入明显增加，对企业涸泽而渔、雪上加霜不可取。比如，1-5月份，内蒙古公共财政收入同比仅增长0.1%，只完成年度预算的37.1%，落后于时间序列。其中，税收收入同比下降12.4%，非税收入同比增长高达31.3%，5月份非税收入在财政收入中占比高达37.5%。1-5月份陕西地方财政收入增长13.08%。其中，税收收入同比仅增长1.0%，非税收入同比增长高达23.5%。
- 增发地方债和城投债等仅可弥补部分缺口，比2013年债务收入可多增2-4千亿元。

近期随着房市萧条逐步蔓延至重化工业和地方投资，经济将在3季度继续回落，预计2、3、4季度公布的GDP增速为7.4%、7.3%、7.2%，全年7.3%，实际微观感受的增速可能更低，可能为7%、6.8%、6.5%。预计2015年GDP增速步入“6”时代，在6.5%左右。中国经济有望在2017年前后经过改革努力到达5%的新增长平台。

表1：房市萧条将导致地方政府可用财力减少2万亿元左右

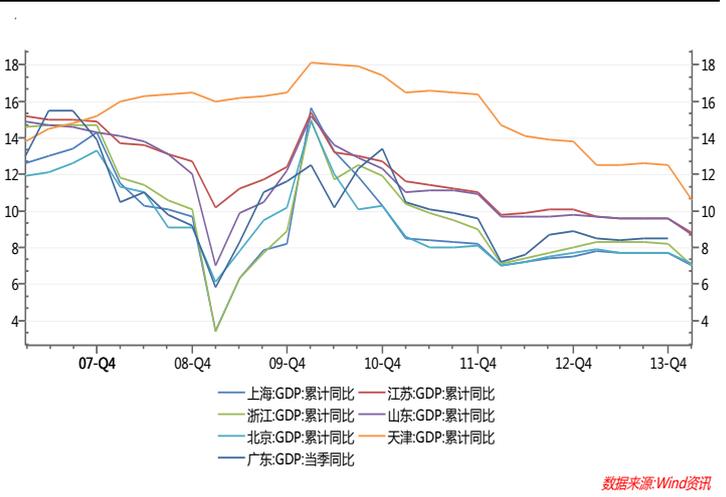
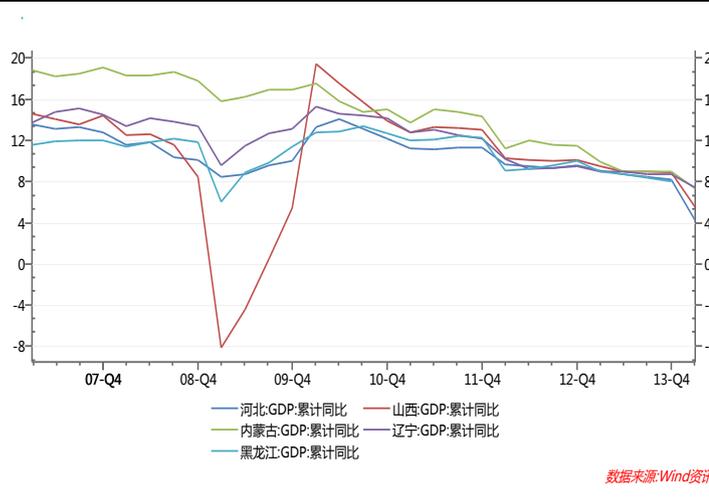
	2013年		2014年	
	金额 (亿元)	比重	金额 (亿元)	比2013年变化 (亿元)
地方本级收入	68969	39.3%	73797	4828
#房产五税	11,741	6.3%	10567	-1174
中央返还收入	48038	27.4%	46687	-1351
地方基金收入	44693	25.5%	26816	-17877
#土地出让金	36371	20.7%	21823	-14548

地方债务收入	13660	7.8%	15709	2049
总计	175360	100%	195398	-12352

数据来源：国泰君安证券研究，统计局，财政部

图 17: 中西部地区经济增速大幅下降

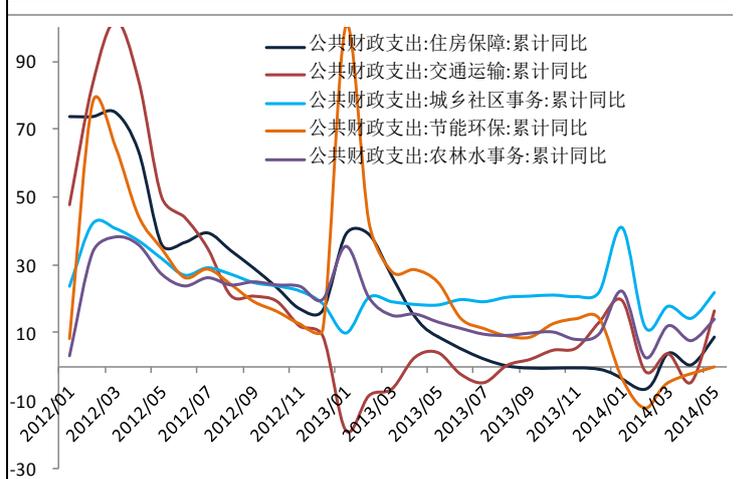
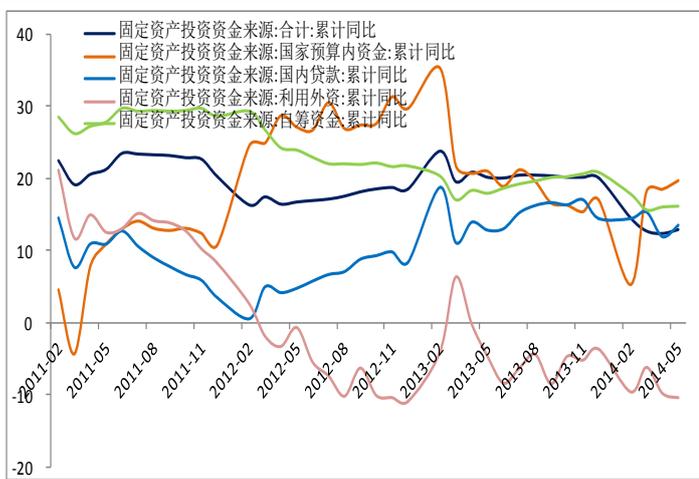
图 18: 东部地区经济增速小幅下降



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图 19: 5月固投资资金来源中预算内资金大幅上升 单位: %

图 20: 5月财政支出明显上升 单位: %



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

#### 4. 投资缺口：基建反弹对冲不了地产投资下降的缺口

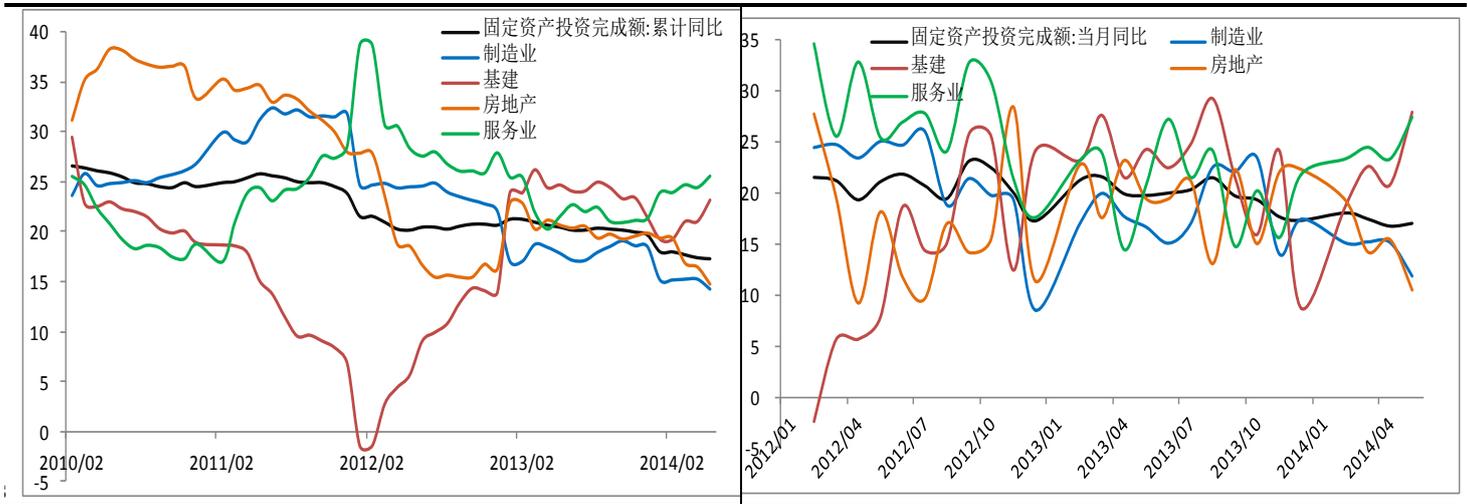
5月当月基建投资增速大幅反弹至27%，地产投资大幅跳水至10.5%。地产投资已经由年初的19.3%下降到1-5月份的14.7%，地产销量、新开工面积等先行指标仍在滑坡。

预计2014年底地产投资累计增速将回落至10%，为填补投资缺口，基建投资全年增速需达到29%，6-12月需达到33%，这几乎是不可能完成的任务。

以此推断，下半年经济回调是确定的，不确定的是时点。从高频的日均发电量、先行的铁路运输活动等指标的走弱看，经济回调可能从6月下旬已经开始了。未来经济走势取决于向上、向下两股力量的博弈：(基建+出口) VS (房地产

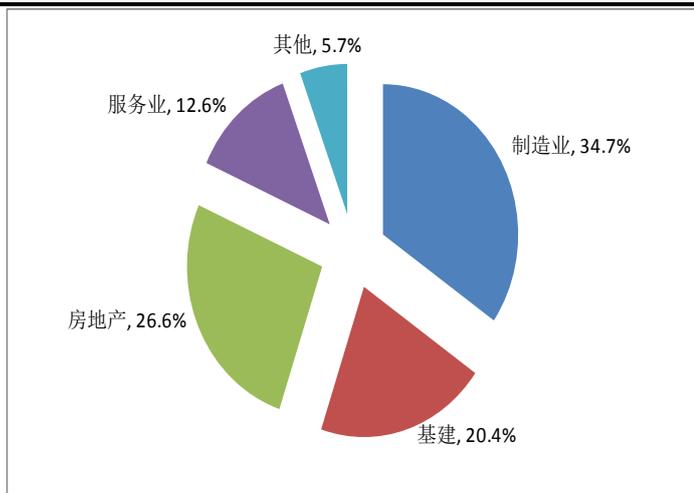
投资+制造业投资+消费)。基建强弩之末，出口弱势复苏，两大向上力量动能减弱，而地产销售低迷仍在延续，并向房地产投资、制造业投资、相关消费和生产等领域蔓延。

图 21: 基建投资反弹, 房地产和制造业投资下降 单位: % 图 22: 5 月当月基建投资反弹至 27%, 地产投资下滑至 10.5%



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图 23: 固投构成 单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图 24: 政府已经尽力了, 基建投资大幅反弹, 单位: %



## 5. 出口弱势复苏

出口增速数据改善, 但微观感受不到。5 月当月出口增速反弹至 7%, 但 1-5 月出口交货值仅有 4.9% 的增长, 5 月当月甚至是回落的。

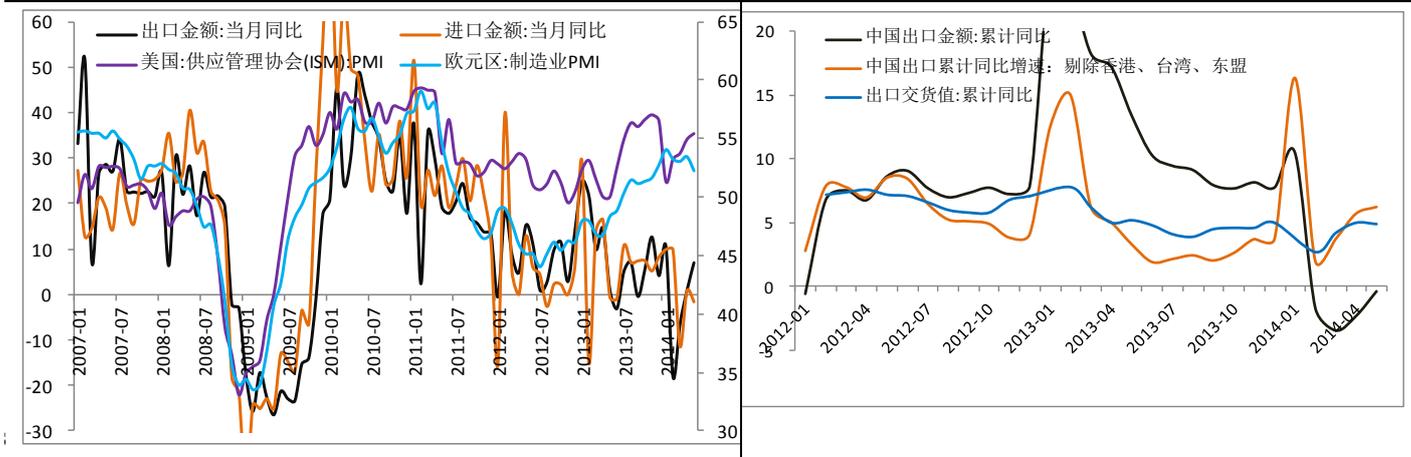
我们判断, 2014 年出口将大起大落, 但主要是基数原因的数字效果, 2013 年出口走势呈 U 型, 1-4 月和 10-12 月是高点 (分别是贸易项下热钱和大宗商品融资导致的), 5-9 月是低点 (打击热钱挖的坑)。由于基数效应, 预计出口 6-9 月份将反弹至 5%-10%, 10-12 月将再度回落至 5% 左右。剔除基数效应, 出口呈弱势复苏, 环比小幅改善。

按照当前世界经济缓慢复苏的特征, 出口将以弱势复苏为主而不会大幅逆转。除非世界经济出现强势复苏, 目前还难以逆料, 更看不到这种推力来自何处。从更长远来看, 随着中国劳动力成本趋势性显著上升, 中国外贸产品的低成本竞争力削弱, 出口增速难以回到过去高增长的时代, 新常态很可能就是 5%-10%。

进口增速和关税、进口环节增值税收入增速较为匹配，表明内需萎缩。

图 25: 出口弱势复苏符合世界经济缓慢复苏特征 单位: %

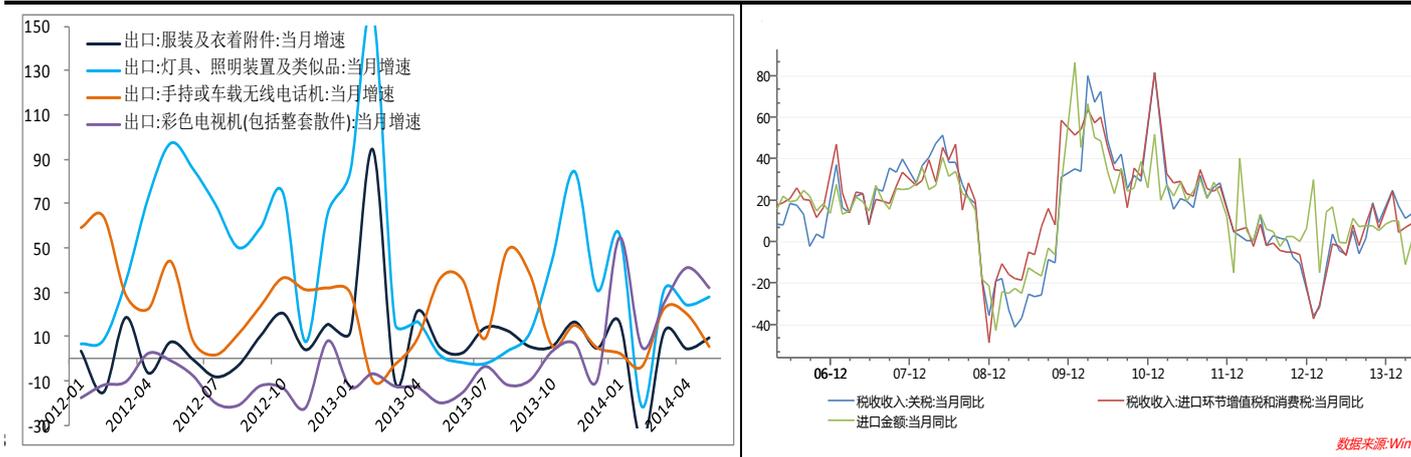
图 26: 出口交货值增速基本平稳预示实际出口增速弱势复苏 单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、海关总署、WIND、CEIC

图 27: 主要出口产品小幅改善 单位: %

图 28: 进口下降预示内需萎缩 单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究、国家统计局、海关总署、WIND、CEIC

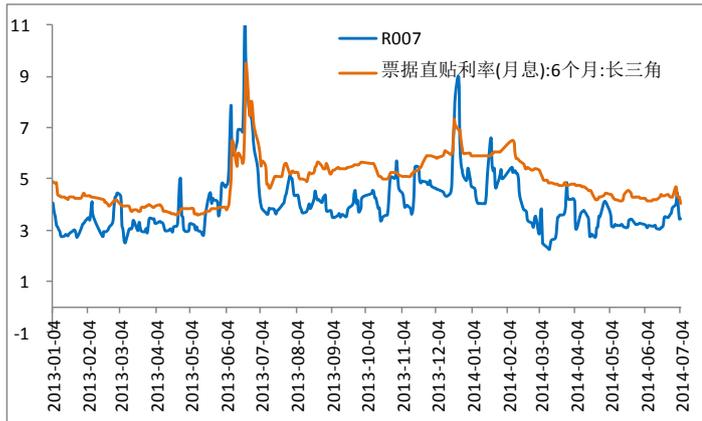
## 6. 下半年可能出现信用风险事件

近期短端利率上升可能源自央行正回购与期末缴准。长端利率上升可能源自利率传导机制以及长期资金供求转紧。

流动性推动的信用利差下降蕴含预期基建和政策加码信息，而忽视了下半年经济回落的风险，产能过剩重化工业可能出现信用风险事件。

汇率贬值致结售汇意愿下降，外占收窄。6月人民币贬值暂缓，居民结售汇意愿上升，7月初中美战略谈判后再看汇率走向。

图 29：短端利率上升 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、WIND、CEIC

图 30：长短利率上升 单位：%

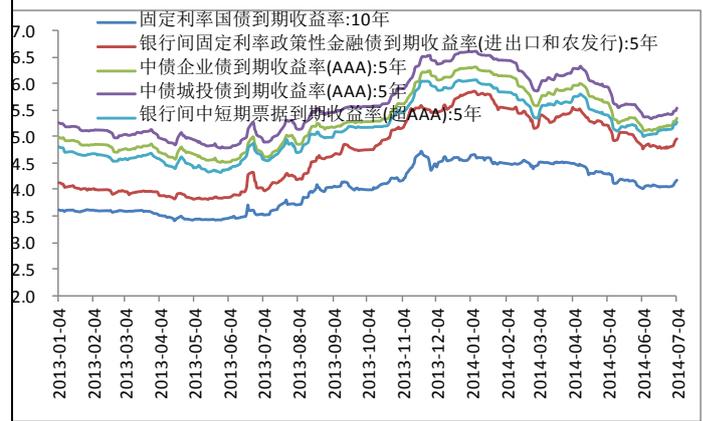
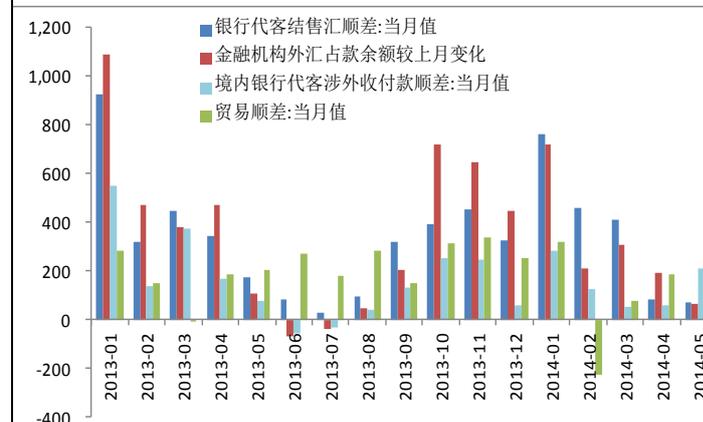


图 31：信用利差下降 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究、国家统计局、外管局、WIND、CEIC

图 32：外占收窄



## 7. 消费税改革利好节能产品、日常消费品

6月30日政治局通过《深化财税体制改革总体方案》。据财政部表态，消费税改革的技术方案已趋于成熟，将于下半年公布，15年实施。

我们判断，消费税改革利好节能产品、日常消费品、小排量汽车等，高档消费品将现提前预支性消费

预计思路是：

①提高税率的主要是高耗能、高污染产品及部分高档消费品和服务：烟、酒、高档化妆品、贵重首饰及珠宝玉石、成品油、大排量汽车、高尔夫球及球具、高档手表、名牌皮包、游艇、实木地板等。

②降低或者取消税率的产品主要是：日常化妆品、小排量汽车、新能源汽车等；

③由生产（进口）环节改为零售或批发环节征收，由价内税改为价外税；

④由中央税划为地方税，可补充地方财力1万亿元，对消费大省（市）贡献明显，有利于稳增长。

表 2：消费税税目税率表（2012年版）

税目	税率
一、烟	

1.卷烟	56%加 0.003 元/支
(1) 甲类卷烟	36%加 0.003 元/支
(2) 乙类卷烟	5%
(3) 批发环节	36%
2.雪茄烟	30%
3.烟丝	
二、酒及酒精	
1.白酒	20%加 0.5 元/500 克（或者 500 毫升）
2.黄酒	240 元/吨
3.啤酒	250 元/吨
(1) 甲类啤酒	220 元/吨
(2) 乙类啤酒	10%
4.其他酒	5%
5.酒精	
三、化妆品	
	30%
四、贵重首饰及珠宝玉石	
1.金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品	5%
2.其他贵重首饰和珠宝玉石	10%
五、鞭炮、焰火	
	15%
六、成品油	
1.汽油	1.40 元/升
(1) 含铅汽油	1.00 元/升
(2) 无铅汽油	0.80 元/升
2.柴油	0.80 元/升
3.航空煤油	1.00 元/升
4.石脑油	1.00 元/升
5.溶剂油	1.00 元/升
6.润滑油	0.80 元/升
7.燃料油	
七、汽车轮胎	
	3%

八、摩托车	
1.气缸容量（排气量，下同）在 250 毫升（含 250 毫升）以下的	3%
2.气缸容量在 250 毫升以上的	10%
九、小汽车	
1.乘用车	
(1) 气缸容量（排气量，下同）在 1.0 升（含 1.0 升）以下的	1%
(2) 气缸容量在 1.0 升以上至 1.5 升（含 1.5 升）的	3%
(3) 气缸容量在 1.5 升以上至 2.0 升（含 2.0 升）的	5%
(4) 气缸容量在 2.0 升以上至 2.5 升（含 2.5 升）的	9%
(5) 气缸容量在 2.5 升以上至 3.0 升（含 3.0 升）的	12%
(6) 气缸容量在 3.0 升以上至 4.0 升（含 4.0 升）的	25%
(7) 气缸容量在 4.0 升以上的	40%
2.中轻型商用客车	5%
十、高尔夫球及球具	10%
十一、高档手表	20%
十二、游艇	10%
十三、木制一次性筷子	5%
十四、实木地板	5%

数据来源：国泰君安证券研究，财政部

## 8. 行业景气分化：地产链向下，出口链和成长性行业向上

由于地产投资下滑和基建投资走弱，预计 6 月下旬是经济回调的开始，地产链上的钢铁、建材、煤炭等下行压力大，重化工业和融资平台或将出现信用风险事件。

出口链上的纺织服装、消费电子、家电、灯具照明装置等将边际改善。

受益于消费税改革的日用化妆品、节能产品、小排量汽车等消费品行业景气度或有重大上升。

既有利于长期调结构又有利于短期稳增长的成长性产业面临越来越友好和宽松的政策环境。

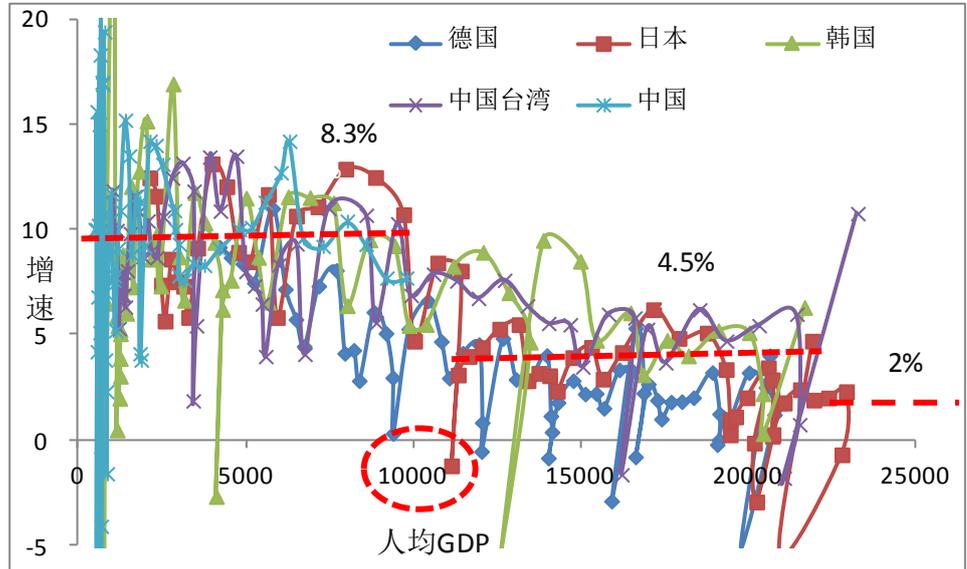
## 9. 底未到达，长期看 5%

长期潜在增长率下降是导致此轮经济下行的主导性力量，中国经济正在增速换挡，那么，换挡后新的档位在哪、新的增长平台是多少、底在何方？有观点认为是 8%、7%、6%，也有观点认为中国经济将转型失败并崩溃。我们认为尽管存在曲折，但中国经济能够成功实现增速换挡，新的档位在 5% 左右，为什么？

1960 年以来，全球有 101 个国家和地区经过一段时期快速追赶，进入中等收入经济体行列。但是到 2008 年，只有 13 个国家和地区完成了追赶任务，迈入高

收入经济体行列。在这 13 个成功实现增速换挡的经济体中有 4 个优秀毕业生：德国、日本、台湾和韩国，这四个优秀毕业生大约在人均 GDP10000 国际元附近，经济增速平均从 8.3% 降到 4.5%，降幅在 50% 左右。这 4 个经济体的规模大小各异，增速换挡的时代背景跨越上世纪 60-90 年代，但增速换挡的人均 GDP 阈值时点和增速降幅具有较强的一致性，这背后隐藏着内在的规律性。

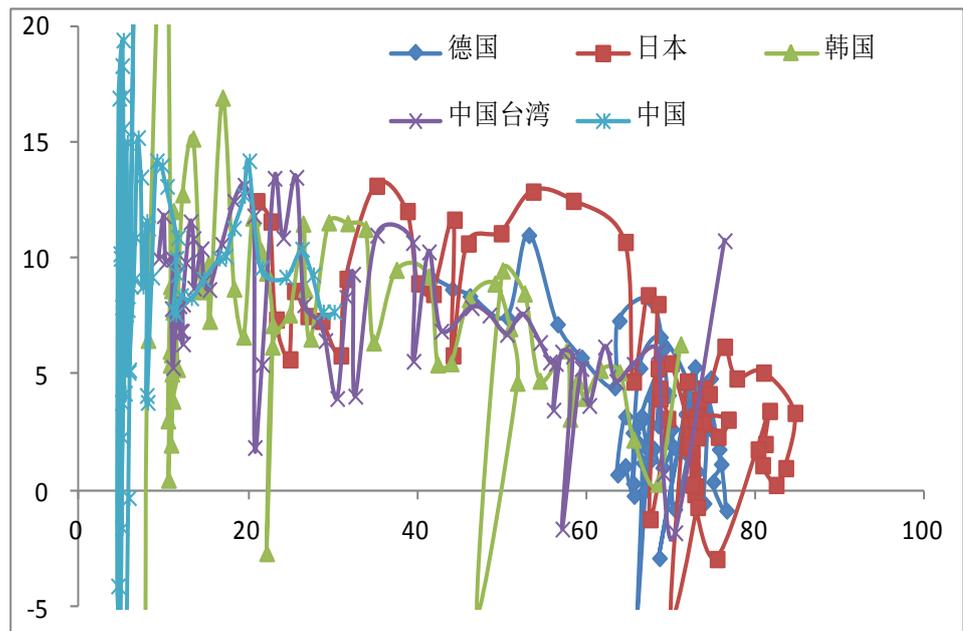
图 33：增速换挡期四个优秀毕业生的成绩是 4.5%，降 50% 单位：% ，国际元



数据来源：国泰君安证券研究

也有观点认为，中国目前人均 GDP 只相当于美国的 30%，还有很大的后发优势，未来 20 年还可以增长 8%。但经验证据不支持这样的判断，德日韩台增速换挡时人均 GDP 分别相当于美国的 68.5%、68.5%、51%、41.4%，差距巨大。这可能跟追赶的起点不同，德日是二战后继续追赶，韩台则是以农业社会为起点开始追赶，中国经济追赶的起点跟韩台接近。

图 34：增速换挡的时点不取决于人均 GDP 相对于前沿国家差距 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究

表 3: 成功追赶经济体的追赶进程和典型事实

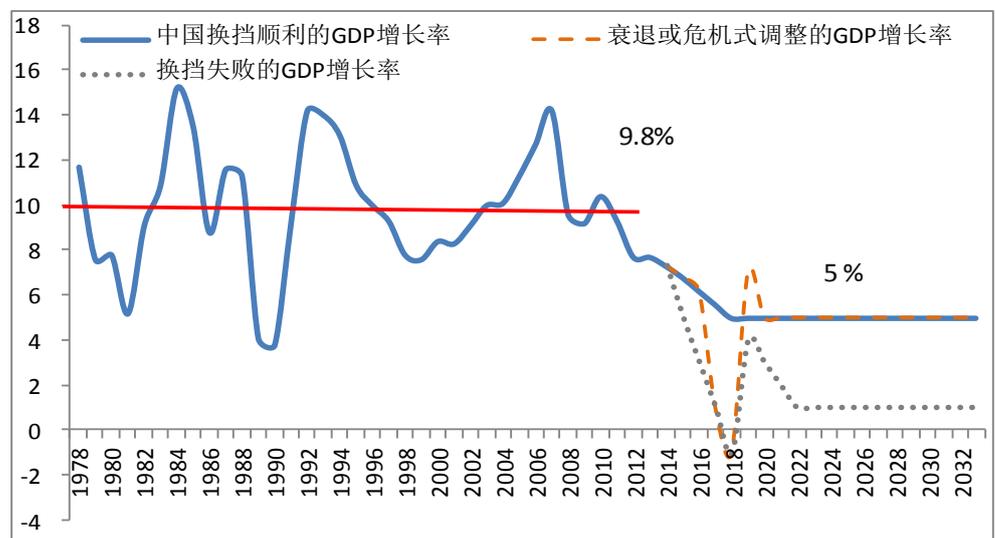
		德国	日本	韩国	中国台湾	平均	中国
高速 追赶期	持续期(年)	1951-1965 年共 15 年	1951-1973 年共 23 年	1961-1996 年共 36 年	1951-1989 年共 39 年	28	1978-2013 年共 36 年
	增速(%)	6.6	9.3	8.5	8.8	8.3	9.8
	期末人均 GDP (1990 国际元)	9186	11434	12860	9538	10754	9802
	期末人均 GDP 相对于美国水平 (%)	68.5	68.5	51.0	41.4	57	30.1
中速 追赶期	持续期(年)	1966-1972 年 7 年	1974-1991 年 18 年	2001-2010 年 10 年	1990-2010 年 21 年	14	2014-2033 年 20 年
	增速(%)	4.0	3.7	4.9	5.1	4.5	5.3
	降幅(%)	61.0	40.0	58.2	58.1	54	54
	期末人均 GDP (1990 国际元)	11966	19355	21701	23292	19078	27284
	期末人均 GDP 相对于美国水平 (%)	71.7	84.7	71.2	76.4	76	56.5
人口(万人)	8176	12777	5000	2324		136072	
面积(万平方公里)	35.7	37.8	10.0	3.6		960	
GDP 规模(2013 年, 万亿美元)	3.6	4.9	1.3	0.5		9.2	

数据来源: 国泰君安证券研究

根据国际经验和模型测算, 中国经济增速换挡成功后新的增长平台在 5% 左右, 降幅为 50%。

新常态下, 中国出口增速由过去的 20% 以上调整至 5%-10%, 消费增速由过去的 13% 左右调整至 10% 左右, 基建投资由 20% 以上调整到 10% 左右, 房地产投资增速由于人口周期因素由过去的 20% 以上调整至 5%-10%。目前, 出口和消费增速正逐步接近新常态, 基建和房地产投资增速还未调整到新常态。

图 35: 中国增速换挡成功后新的增长平台在 5% 左右 单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

5%是增速换挡期德日韩台等优秀毕业生交出的成绩，是101个追赶经济体中13个增速换挡成功的4个最优秀毕业生的成绩（4/13/101）。中国未来新的增长平台如果能够实现5%，成绩堪称优秀。

未来的5%比现在的7%-8%微观感受要好，增长模式从速度效益型升级到质量效益型，企业盈利水平更高，居民就业更充分，步入繁荣、稳定、可持续的新常态。

尤其需要强调的是，高速增长期过后并不必然有一个中速增长平台在那接着，拉美直接掉了下去，未来5%的增长平台需要经过艰苦卓绝的改革努力才能构筑起来。

而部分学者提出的8%则是拒绝减速、不断刺激的8%，是传统增长模式继续“冒烟”、新增长模式被抑制的8%，是风险不断积聚后摊、酝酿大规模危机的8%。因此，未来的5%是乐观的5%，是推动改革的5%，是重新唤回企业家精神的5%。

目前，业界对这一关键性问题还远没有达成共识。

## 宏观团队成员简介

**任泽平：**国泰君安证券首席宏观分析师。曾担任国务院发展研究中心宏观经济研究部研究室副主任，曾参与重要文件、讲话和改革方案起草。中国人民大学经济学院博士，清华大学经济管理学院博士后。专著《宏观经济结构研究》，入选“当代经济学文库”。试图建立打通长期与短期、宏观与中观、实体与货币、政策与经济、国际与国内的宏观经济分析框架。

**汪进：**国泰君安证券宏观分析师。清华大学数量经济学博士，五年从业经验。12年获新财富宏观最佳分析师第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名（团队）。擅长国内基本面、物价、流动性、货币政策等研究。

**薛鹤翔：**国泰君安证券宏观分析师。上海财经大学西方经济学博士。擅长国内基本面、外汇、财政等研究。

**韦志超：**国泰君安证券助理分析师。布朗大学经济学博士，曾供职于安永和中投证券。擅长海外经济、汇率、出口等研究。

**王喆：**国泰君安证券宏观分析师。华中科技大学西方经济学博士。擅长海外经济研究。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtiaresearch@gtjas.com		