



流动性半月谈·引子

慢性病？慢性药！

发布日期：2010年1月25日 分析师：魏凤春 电话：010-85130308 执业证书编号：S0640207100074
分析师：王洋 电话：010-85130386 执业证书编号：S1440210080015

内容提要

过剩流动性在房地产价格和通胀中显示出持续的威力，成为影响宏观经济、经济政策和资本市场的重要因素。货币紧缩之外，货币金融变革也成为影响流动性——不管是狭义的，还是广义的——的另一个重要变量。

货币紧缩

1 季度紧缩超预期概率大，但不能冀望紧缩快速结束，也不能忽视未来更实质紧缩的风险；
三率齐动但非简单替代，主动紧缩唯有加息；
信贷目标难产，最终或不影响规模稳定但左右结构和节奏；
差别存款准备金率代表了新货币政策实现激励相容的努力，应与准备金率各司其职。

金融变革

地方金融和融资平台面临压力增加，但地方仍将主导博弈；
民间金融在增长中被逐步规范；
化解逆周期监管之困；
利率市场化的步伐加快；
融资和回收流动性重在定价和渠道。

货币紧缩不只是一个短期做空的籍口，也不是资本市场的慢性病，而是对经济和金融的慢性药。病来如山倒，病去如抽丝。2009年房地产价格，2010年的通胀，用如山倒形容怕并不过分。货币紧缩和金融变革也将是一个长期的以至于充满了反复的过程。

相关研究报告

10.12.22 加息：皇帝的新装和第一枪	10.12.10 过剩流动性：泛滥到治理
10.12.10 新起点：嬗变和冲击	10.11.02 繁荣之路中的货币紧缩和制度变革
10.08.24 银行让利的前世今生	10.07.15 2012：廉价货币的经济后果

目录

一、货币紧缩.....	1
1、紧缩的原因、程度和跨度.....	1
1.1 为何紧？	1
1.2 有多紧？紧多久？	2
2、如何紧之“三率”不能替代.....	2
2.1 准备金率有界	3
2.2 升值无助于对内紧缩	3
2.3 主动紧缩唯有加息和加息预期	4
3、如何紧之信贷.....	4
3.1 信贷目标因何难产	4
3.2 信贷规模和节奏	4
4、如何紧之新的货币政策工具：差别存款准备金率重在“差别”	5
二、金融变革.....	6
1、地方金融和融资平台.....	6
2、民间金融.....	8
3、逆周期监管之惑.....	8
4、金融体系改革之利率市场化.....	9
三、融资、定价与流动性回收.....	9

信息和事件：

- 2011，货币和金融有点乱。
- 2010 年六次提高准备金率，两次加息，次年 1 月再次提高准备金率，货币政策转向事实紧缩确立。
- 2011 年货币信贷目标难产。货币政策面临考验，从工具到目标都在悄然变身；金融监管也面临巨大的压力。金融改革提速。
- 2009 年春北京农商行骗贷案言犹在耳，2010 年底齐鲁银行骗贷案又发。货币大跃进背后的金融特别是地方金融大跃进，后遗症的显现刚刚开始。
- 全口径政府财政收入进入十万亿时代。民众提高收入诉求强烈的同时，政府对资金更加饥渴。
- 1 月 18 日，A 股 5 新股齐破发，申购者首日亏损近 7 亿元，史上罕见。
- 这些看似纷繁复杂的现象都是内在联系的。回答 2011 年的流动性和货币金融政策的相关问题，需要宏观的思考和持续的观察。

2011 年的流动性和货币金融政策对市场的影响将显著增强。对流动性，有必要从宏观的货币金融视角、从数据和政策两个层面持续和系统的观察、跟踪和分析。本篇报告只是一个引子，提出影响流动性的若干问题并初步作答，问路 2011 年的流动性和货币金融。以问题为导向，我们将通过《流动性和半月谈》和专题报告的两种形式“探路”，在前行中逐步的纠正我们的观点，给市场提供渐进的接近事实的结论。

一、货币紧缩

理解 2011 年的货币紧缩，其目的、性质及难点，才能分析政策工具的选择和搭配。

1、紧缩的原因、程度和跨度

1.1 为何紧？

2011 年货币政策的收紧来自几方面的原因：

- 通胀的短期凶猛，中长期的持续性；
- 经过将近一年的严厉调控后，房地产没有实现适度的调整，价格反弹压力巨大；
- 银行经过了再融资，地方政府处在十二五开局之年，二者的扩张意愿和能力强烈；
- 紧缩预期已经强烈，而到底是稳增长还是遏通胀？政策目标时时显出含糊和摇摆，政策的短

期化、微观化和信号的混乱，而新的货币政策工具尚不具操作性，提前扩张成为微观经济主体的理性选择，这又进一步倒逼了货币收紧的从快和从重。

但是这些只是 2011 年 1 季度紧缩的原因。紧缩只是一个处理廉价货币后遗症的补救措施吗？

并非这么简单。紧缩不仅仅是就事论事。紧缩更重要的原因是，转换经济增长方式的迫切，需要对廉价货币背后的体制积弊做出回应，为调整创造条件；而调整的目的则是在新一轮理顺中央-地方关系的博弈中实现对地方的削权，和政府部门对市场的让利。

从这个意义说，一季度的超预期紧缩可能成真，但真正的紧缩还没到来，而由于这一次处于一个敏感的过渡期，因此有可能是被推迟的，或发生在过渡期的末期。

需要一次适度的紧缩和危机。这次紧缩的力度和成本不会弱于 2004-2005 年的紧缩。不同之处也许在于，那次以铁本成为调控的祭品而结束，这一轮的紧缩，将不可避免的以某利益集团的让利为代价。即使发生一次资金外流甚至外汇储备下降的过程，出现一定的风险，但短暂的恐慌之后，将使得央行和商业银行的资产负债表更加健康。

1.2 有多紧？紧多久？

两种含义的货币紧缩的程度不同。就当前紧缩而言，从必要性看，首要目标是短期通胀的得到控制，其次是银行和地方的扩张冲动、房地产价格反弹得到一定程度的抑制；从恰当性看，紧缩要考虑对增长的负面影响，对信用风险的影响，事实上由于当前的紧缩现在看起来声势大，实际上还未到真正紧缩时，所以可能对增长和风险的负面冲击是有限的。

紧缩压力就全年而论，重点在上半年；就上半年而论，一季度的紧缩超预期概率大于二季度。利率、准备金率和汇率将“三率齐动”，预计 1 年期存款利率达到 3.5%，由期限非对称到存贷款非对称，其中 1 季度 1 年期存款和贷款利率分别加 50 和 25 个点是最好的策略，一次加更好；准备金率将视热钱流入、外汇占款增长和银行的放贷情况而成为全天候的常态工具，即使差别准备金率具备实施条件后亦不会废止，但不宜频繁使用；预计全年升值 5%。

市场担心紧缩，是怕病症的复杂、形势的多变和决策的优柔使得紧缩成为一种持续性冲击市场的慢性病，而紧缩的本意却是慢性药。

2、如何紧之“三率”不能替代

2011 年利率、汇率、准备金率“三率”齐动已成共识，但是“三率”各具用途，不能简单替代。

2.1 准备金率有界

准备金率在 2010 年提高了六次，简单方便，打击明确，效果直接，但是准备金率并不是包治百病的灵丹妙药，而且有很多副作用。

第一，提高准备金率并没有回收居民和企业的流动性，而这才是通胀和资产泡沫之源。准备金率只是限制了银行的流动性，但也更多是一种警告，因为并没有达到限制银行继续放贷的边际。

第二，搞准备金率冻结了银行的大量资金，既降低了银行的运营效率，也提高了央行的成本，而央行正在考虑降低准备金率的利率而把这一成本进一步转嫁给商业银行。过高的法定准备金率和过低的超额准备金率，反映了货币当局的无策和与银行的矛盾。

第三，矛盾增加并不解决问题，也限制了银行的债券投资和交易等业务的发展，而后者既符合国家债券市场发展的需求，也是银行在加息周期和利率市场化之后寻找新的收益来源实现转型的迫切需要。具体到 2011 年，国债和企业债，都需要资金量配合，银行是主要参与者，间歇性、不可预知的提准备金率是债券市场的不能和不应承受之重。

第四，准备金率的使用，主要是应对包含热钱的外汇占款增长、平稳银行体系流动性的被动举措，而外部的冲击是不确定的，因此准备金率很难成为一种主动的政策。

从流动性角度看，银行的流动性主要由外汇占款提供，信贷投放过多，会消耗银行的放贷能力。应注意到不同的流动性来源，对银行有不同的影响。若 1 季度信贷激增，而外汇占款增长较平缓，则对提高准备金率的耐受度是自然下降的。而信贷政策稳健的银行，有对提高准备金率更高的容忍度。2011 年，银行不会再如 2010 年般的大规模融资，特别是 H 股融资，准备金率的提高将是有界的、慎重的，而不会是随意和任意的。

2.2 升值无助于对内紧缩

人民币升值同样是一个被动的紧缩工具，难以成为对内紧缩的工具。

第一，升值不能进入紧缩政策的预期之中，更不能形成明确和稳定的升值预期，那样只会带来持续的热钱流入，使得紧缩目标不仅不能实现，反而病症愈重。

第二，升值对特定行业构成打击或补贴，具有较为明确的利益指向，不是一个普遍适用的工具。

第三，汇率决定机制并未完全市场化，且与均衡汇率水平相差甚远，本身无法完成对内紧缩的任务。

第四，汇改不会采取短期大幅重估的方式，通过升值降低进口价格、缓解输入性通胀作用有限且时机

难以把握。

第五，升值是长期趋势，与外汇储备相联系，都是长期问题，不能用来解决短期问题。

第六，汇率变动受海外经济和政治博弈影响，不确定性大。

2.3 主动紧缩唯有加息和加息预期

加息是主动的紧缩工具，副作用较小。

第一，银行和地方政府形成资金成本上升的预期，并构成真实的压力，促进转变规模扩张的思维方式。

第二，稳定通胀和资产价格预期。

第三，升值+加息，或促进热钱短期流入增多，但加息是唯一能主动选择的，加息对热钱收益的直接贡献小，升值影响虽大，但节奏难以把握，不会形成短期的稳定收益。

明确加息周期非常必要。明修栈道，暗渡陈仓。表明看起来是通胀和资产价格压力下的被迫应对，实际上是针对通胀中枢上移的利率水平的提高，和利率市场化的前奏。

3、如何紧之信贷

3.1 信贷目标因何难产

2011 年明确的信贷目标和节奏控制非常必要。2011 年的信贷目标为何最终难产？注意到各部委释放的不同信号显示出分歧的存在。金融主管监管部门和地方之间的分歧恐怕更大。但是也就五千到一万亿的观点的差距（央行可接受的 7 万亿，地方和部委所能要求的 7.5-8 万亿），足以使得各方为此而放弃争取共识的愿望吗？更主要的原因恐怕还在于决策层对于 2011 年的经济前景包括海外经济，和体制变革包括金融改革的不确定性。由此形成一种边走边看，希望有更多的相机选择权的策略。另一个原因也许是，对于 2008 年以来的宽松政策的负面作用已有定论，但是责任并没有区分清楚，如何避免未来的新问题也没有成熟的思路，因此，在货币政策和金融监管作出大的改革之前，这就有卸责的嫌疑。近期把信贷控制的职能重又明确为央行，无疑是一种必要的纠正。

3.2 信贷规模、节奏和结构

在信贷规模工具的必要性增强之时，缺乏明确的整体目标并非没有目标，而是信贷控制更加微观化、短期化和行政化，也使得政策信号出现混乱。给决策层提供相机抉择，以及稳定经济增长的初衷，恐怕最终将会面临局面更为被动的尴尬。政策的松紧可能不是如意图的那样保持较为平稳的变化，反而是松紧的转变和波幅加大。

我们预计，全年的最终信贷可能依然落在 7.5 万亿左右。但比起 2010 年 3-3-2-2 的明确的节奏控制，2011 年的信贷节奏和结构变得更加不确定。不仅是信贷的行业和企业（国有企业，私营企业和中小企业）投向结构，也包括银行间的市场结构。信贷的配给会加剧，结构性紧张将凸显。

4、如何紧之新的货币政策工具：差别存款准备金率重在“差别”

淡化信贷管理目标的同时，在尝试建立新的信贷管理体制。在信贷控制和反控制的博弈中，管理层有意引导从单向调控到更多互动和沟通，不是一味的“管”和“压”，而是试图获得与银行利益相容的行动方案。

根据经济增长速度和通胀水平来确定年度信贷投放规模，甚至根据通胀的成因更多是外部还是内部来判断信贷投放的正当性，在理论和操作上都存在很大问题。差别准备金率规则本身对不同的银行的营运和业绩产生了不同的影响，而是否和如何适应新货币工具导致的信贷投放策略的难以预期，给企业的生产经营也带来了负面冲击。

工欲善其事，必先利其器。器未利，则事难善。央行 1 月 14 日提高准备金率也就不难理解了，既是央行的坚定，也是央行的无奈。

前述准备金率具有很大负面效应，其中之一是集体选择悖论和囚徒困境，银行个体和银行整体、监管层和银行的行动不一致。银行整体并不希望太多的外汇占款，最终不断累积增加的是自己的成本；但银行个体当然希望更多的外汇占款。监管层亦不希望更多外汇占款，提高准备金率只能倒逼银行去寻求增加外汇占款的手段，不管是通过私下提高对热钱的容忍度，还是海外的融资。另外，这也使得存款的成本具有上升的趋势，从这一点而言，利率市场化是迫切的。

改变依赖外源提供银行体系流动性的模式。就要改变通过准备金率调节银行体系流动性的旧的模式。我们认为，差别准备金率应当、也可以成为一种激励措施，而不仅是惩罚措施。对表现好的银行，可以适当降低其法定准备金率，这样该行就可能转向债券等其他业务。只有开始考虑降低准备金率，释放流动性，才能改变对于外源流动性的依赖，而减缓外汇占款和外汇储备增长，本身就是应有之义。

改变观念很难，差别准备金率的第一步实施就难，不会出现一个常态化的单边逐批上调准备金率以致取代提高整体的准备金率手段的效果。集体犯规成常态就不是犯规。不宜频繁动用差别准备金率。提高整体的准备金率是被动回收银行体系整体的流动性，把之前赋予它而本来也无法执行的调节银行放贷的职能划出来给差别准备金率，将是一个进步。

二、金融变革

在《银行让利的前世今生》中，我们指出制度变革是一连串的事件。金融变革和流动性的治理同样如此，必须考虑一系列的后续和关联影响，否则极易前后矛盾，顾此失彼。而金融变革已经成为影响流动性——不管是狭义的，还是广义的——的一个重要变量。不考察金融变革，讨论流动性就可能囿于惯性思维，甚至流于片面、短期的猜测和道听途说。

1、地方金融和融资平台

在关注连续两个十万亿的信贷扩张，地方金融大跃进是另外一个非常重要但是被忽视和低估的副产品，也是货币大跃进的载体。

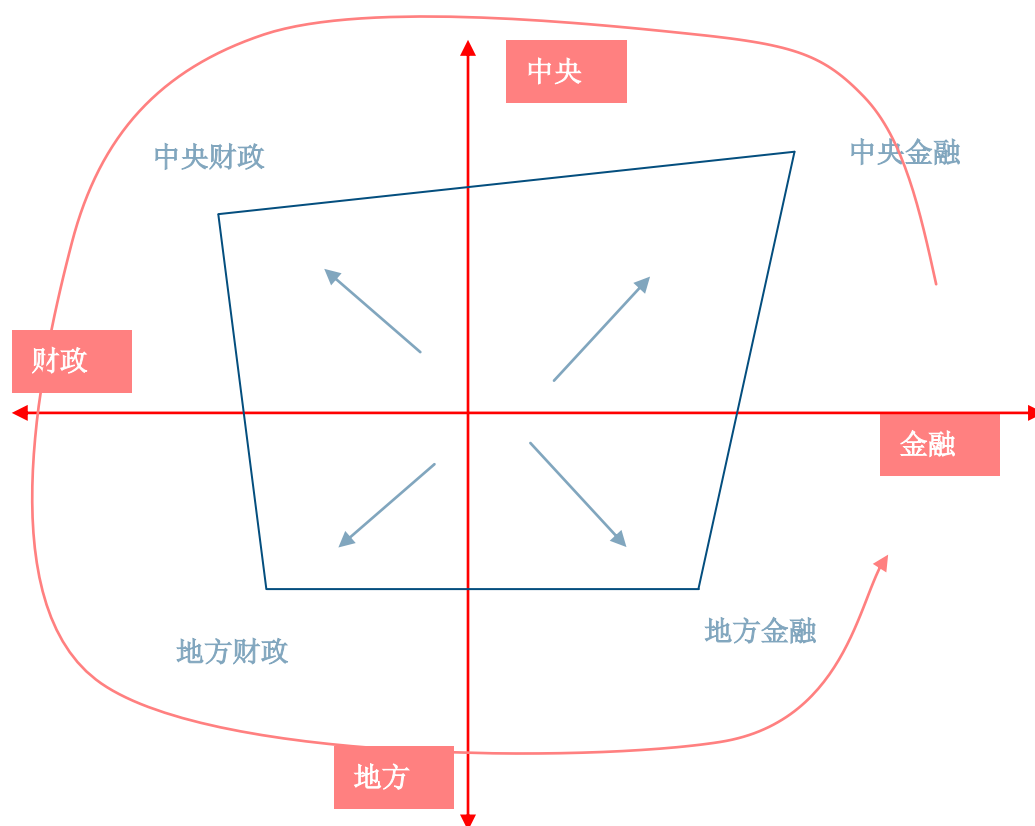
回顾改革开放后的金融改革历史，在四大行主导的时代，由于对地方分行受地方政府制约，产生了诸如大量不良贷款等严重后果。国有银行的改革首先就是增强对地方分行的控制力，避免地方政府对银行的干预。巨额坏账的解决，先是通过财政为金融买单，然后通过外汇注资（实质是发货币）为财政买单，剩余亏空继续挂帐财政。但在分税制之后，地方政府的财权和事权的矛盾持续恶化，房地产财政之外，地方政府也试图获取和控制更多的金融资源，金融市场日趋多元化提供了条件，亚洲金融危机之后国有经济主导地位的增强、社会经济官本位倾向加重也促成了银政合作等现象的出现。

近年来，随着国有商业银行的改革完成，城市商业银行、农村商业银行等开始借 2009 年宽松货币政策迅速扩张，但风险也随之而来。2009 年春的北京农商行骗贷案和 2010 年底齐鲁银行的骗贷案都不是孤立的事件。整治地方金融，不仅是从金融风险角度出发，本身就是更重要的理顺和重建中央-地方关系中的一环，是处理新时期的金融和财政关系的抓手；而房地产的深化调控和改革，将成为解决这两个关系的钥匙。既要经济增长和结构调整起到支撑力度，又要避免被牵着鼻子走的被动局面。

在中央和地方、金融和财政的四象限图中：中央金融和中央财政之间，金融成为政府重要的收益来源，但财政有对金融风险最后买单的责任；中央财政和地方财政之间，需要改革分税制，匹配两级政府的财权和事权；地方财政和地方金融之间，前者对后者的借重日益显著；中央金融和地方金融之间，则是一个竞争和互补的双重关系。

由中央金融开始，中央财政、地方财政、地方金融依次扩张；四万亿之后，中央扩张或有收敛，而地方扩张方兴未艾。在向外的扩张中，逐渐形成一个不对称的梯形结构；随着这个封闭环越大，政府越来越大，对市场的侵占越重；当封闭环难以继续扩张之时，则是四方角力的过程，会使目前的梯形结构发生变形。

图 1：中央和地方，财政和金融的扩张



资料来源：中信建投研发部

我们之前说明的，1000 万套保障房表明，至少在 2011 年，政府财政将保持连续性，对地方金融总体的态度是正面的，压力是适度的。

地方融资平台贷款经过两次清理使得银行的利益得以更多的保全，为银行之前的不当行为已经作出了有效的补救。而加提拨备，也使得银行的风险得到一定程度的提前控制。2011 年，地方政府将对融资平台将有一个固化和强化的动作。比如注资，比如改造，但这也涉及到资金来源的问题，如何融资，不外乎地方财政注资、银行贷款、社会筹集。2011 年，地方金融机构不存在系统性的风险，只是在融资等方面受到更多的压力，地方银行的争先上市的脚步恐怕会再次延迟。

在《2012：廉价货币的经济后果》中，我们指出，信用风险是一个工具，中央和地方博弈的工具。2011 年的信用风险如何变化？贷款风险以地方融资平台贷款和房地产贷款为紧要；此外则是信用债特别是其中融资平台债券的风险。基本可以肯定，实质的紧缩未到。中央和地方的博弈还在维持，而不会激化；大政府的倾向明显，随着收入的增长，地方政府的收支缺口在增大，期间必然是效率的降低，这种状况进一步恶化。

但并不意味着 2011 年是平静的一年。作为压力具有效果的体现，2011，不良贷款或开始有回升，地方融资平台首当其冲，平台不良贷款开始有所显现时，信用债或受到冲击。但是信用债的系统性风险几乎没有。不仅因为实质紧缩未到，也因为 2011 年对债市应以正面看法为主，积极财政政策，以及中长期的债券市场的比例增大，社会经济信用体系的维护，也都需要给债券市场一个正面的信号。

2011 的地方融资平台整合，地方政府依然将居于主导。但当实质紧缩到来时，债务重组将以中央政府为主导。重组的条件和时机还有待观察，但以真实的损失分担收场却有必然性。

2、民间金融

2011 年民间金融值得提高关注，来自四点：

第一，如我们在《过剩流动性：从泛滥到治理》中提到，结构性流动性过剩凸显，信贷配给和信贷歧视并存，此外，房地产的持续调控，等等，都为民间金融提供了空间；

第二，金融风险防范的增强，使得对民间金融更加关注；

第三，民间金融规模越来越大，与正规金融自然融合的需求在增加，也关系到宏观经济目标的实现和货币金融政策的效力；

第四，民间金融的适度放宽，一方面可以给正规金融以必要的压力，另一方面，也是非公 36 条等体现的吸收民间资本、加快制度变革的既定方略。

我们预计，2011 年民间金融将获得一个较为宽松的政策环境，在扮演越来越重要的角色中，逐步被规范化。在《流动性和半月谈》中，我们将对民间金融主要以利率和房地产市场中的角色为主，持续跟踪。

3、逆周期监管之惑

银行逆周期监管的困境在于，一方面，对银行的监管标准不断提高，监管指标持续改进，达到了前所未有的甚至国际领先的水平，另一方面，试图熨平银行风险的阶段性特性的后果，却又对银行的潜在风险和风险行为难以准确界定和可靠控制，在无力企及银行风险背后的深层次体制问题情况下难免有“用不上力”的感觉。

提高资本充足率就面临一个类似于提高准备金率的悖论。在 2010 年经过大规模融资后，银行业整体的资本充足率已经很高，完全可以满足目前的需要，实际上只有提高资本充足率的监管标准变化才会增强其提前融资预期。根据资本充足率实施差别存款准备金率的货币政策还没有启动，最近又开始风传银行新一轮再融资潮的来临。银行整体不希望提高资本充足率要求，提高标准也没有解决银行“大而不能倒”

的问题，削弱其逆向激励，但是增加了银行的负担，银行监管不能成为银行业发展的扰动因素。但是银行个体希望得到更多的资本，发放更多的贷款。

这也意味着，资本补充和资本充足率的竞争机制不解决好，依据资本充足率的差别存款准备金率工具就失去了正当性和效力。

金融改革需要打破怪圈。不要迷信指标。我们认为，要在下一轮的必要的大规模再融资之前，加快金融改革，而不是提前催动再融资。倒逼银行通过境外融资等方式补充资本，反而增加了外汇占款的流入压力。

4、金融体系改革之利率市场化

2010 年的一个重要改革是汇率改革，2011 年则很可能是利率市场化。原因有二：一是割裂的金融市场融合，治理廉价货币、开启银行让利的需要，是对银行放贷和揽储日益激烈化的无序竞争的回应；二是可以包含主动的对银行奖惩并存的意图，利率市场化虽然整体而言对银行是利空，但对个体则未必，对试点的银行就是利好，利率市场化等金融改革本身就成为调节银行行为使其符合政策目标要求的制度安排。

而对贷款利率而言，在总量收紧的情况下，对于分割的信贷市场，给予企业更多的定价自主权，有利于调动其积极性。在一个通胀的环境中推进存款利率的市场化亦是明智之举。

小步快走，还是大步慢推，我们认为，前者更为适宜。因此更可能看到的情况是，利率市场化的改革动作上半年就会看到。2010 年汇改后，人民币兑美元只升值了 3%，同样，利率市场化的短期实质影响可能较小。

三、融资、定价与流动性回收

在《过剩流动性：从泛滥到治理》中，应对今年的流动性冲击，简单概括为“收紧增量、回收存量”。前者，政策紧缩先于和强于自发紧缩；后者，政策的目标不是消灭流动性，而是短期使流动性在现有市场之间合理的流动，中长期进行流动性的再配置（回收居民的流动性），而目前居民可选择投资资产主要是股票和房地产，政策要考虑到市场之间的互补和替代关系，对流动性的吸收速度和吸收能力。

“保持合理的社会融资规模和节奏”取代信贷的规模和节奏控制体现出政策的调整。不仅出于回收流动性，也出于经济和金融结构的调整，出于使经济政策和目标更加切合实际。政策的部门协调和市场协调也因此日益重要，不仅如前述的央行和银监会的配合更加紧密，单就“社会总融资”而言，也包含了证监会、发改委、财政部等。

2011 年将是一个加快回收流动性，融资总量增加和结构优化的过程。

实体经济回收流动性需要制度变革，见效较慢，而以通胀成常态“被回收”。资本市场对居民流动性的回收主要体现在一级市场，1992 年以来，A 股筹资金额仅 3.万多亿元，预计未来一级市场的融资额还会持续增长。房地产市场已经成为最重要的回收流动性的市场，通过计算房地产销售额和贷款所创造流动性的差额，房地产对居民流动性的净回收，在 2009 年已经占到当年 GDP 的 7%，大约相当于劳动者报酬的六分之一强，从 2006 年到 201 年 9 月，累计净回收流动性 8.65 万亿，是股市的二倍多。值得注意的是，如果贷款增速过快，房地产市场就更近似一个流动性创造的市场，杠杆率的运用决定了房地产市场的功能，而房地产泡沫膨胀的天然趋势是使其创造流动性功能更强，2010 年房地产市场已经在加杠杆，但回收的角色远远仍然弱于 2009 年。2011 年起，通过供给层面的二元（保障房和商品房）、需求层面的二元（打击投机，保障消费，提高投资成本和杠杆）和价格层面的二元（高端和低端，不同经济水平地区的价格差别扩大）调整，房地产将实现由流动性创造到流动性回收的转变，在回收流动性上起到更大作用。

融资而言，信贷依然占据主导，债券融资和股市融资的比重上升，其他形式的融资也会得到较快发展。这将是一个逐步打破金融资源配置分割和垄断壁垒的开始，利率市场化由此也将是应时而生。而短期则势必对企业的融资渠道的差异化产生较大的影响，这带来的流动性的配置变化还需要观察。

如何使回收居民的流动性和融资成为可以接受的，需要改变观念，“圈钱”与否，主要在于融资渠道的开放性，和市场定价机制的有效性。就前者而言，再次举例，不宜在银行改革之前，持续给予其融资的资格和便利。

2011 年，金融改革已经起步。

敢问路在何方？

路在脚下。

分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2010年新财富宏观（小组）第六名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。2010年新财富宏观（小组）第六名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。