

调控效果渐尽显 政策加码多思量

——二季度宏观经济研究报告

分析师：杜征征

SAC NO: S1150210050004

2011 年 4 月 6 日

联系人

杜征征

010-68784253

duzz@bhzq.com

内容提要:

世界经济：从近期公布的数据来看，世界经济仍然处于复苏之中，但分化情况较为突出。新兴市场国家复苏速度明显快于发达经济体，物价水平也超出后者教多；同时，发达经济体内部也出现了分化之势，这一点不仅体现在经济增速与物价水平之上，甚至在未来的政策动向上会分道扬镳。

国内经济：经从一季度运行情况来看，国内经济在经历了数次政策紧缩之后仍然保持了平稳增长的态势，尽管因季节性因素造成了部分数据的大起大落。初步预计一季度 GDP 增长 9.3%，二季度 GDP 增长 9.5%。

在前一年 GDP 惯性回落的带动下，今年 GDP 呈逐季递增态势。经济增长的内生动力和市场的基础性作用将更加突出。“十二五”规划提出的产业升级、加快新兴产业发展的战略，都将使中国进入朱格拉周期的上升阶段。

从推动经济增长的三驾马车来看，短期内不存在较大幅度降温的可能性，尽管今年内外经济形势存在着较大的不确定性。而且，尽管决策层有意识的转变之前的思路，从数量增长转向质量增长，但是短期内维持经济平稳增长的意愿与动力犹存。

短期来看，消费成为推动经济增长的首要力量尚待时日，居民收入未有明显快速上升、后顾之忧并未解除之前，消费还难以难当大任。

物价方面，二季度上涨压力依然存在，初步预计 CPI 上涨 5.0% 左右，PPI 上涨 5.8% 左右。从供给因素来看，粮食价格、资源要素价格改革以及劳动力价格均面临较大的上涨压力，成为决定物价走势的重要因素。

当前，市场流动性再现充裕局面。短期货币政策强度不会出现较大程度放缓，未来政策加码的强度取决于经济增长、结构调整与通胀控制的平衡。展望二季度货币政策动向，我们认为，4 月存款准备金率再次上调的可能性较大；整个二季度存款准备金还将上调 2 次左右，加息 1 次；而 5 月可能处于观察期而政策相对真空。

相关研究报告

宏观经济周报：国内紧缩压力增大 欧美退出之声再起

多重因素引致外贸增长超预期 顺差急剧收窄——2011 年 1 月外贸数据点评

流动性回归常态下的经济平衡增长——2011 年宏观经济研究报告

目录

一、世界经济	4
1. 世界经济温和复苏	4
2. 经济增长、物价水平高低不一，货币政策分道扬镳	7
二、中国经济	15
1. 内需稳定，基本面未出现较大变化	15
2. 三驾马车推动力短期有所倾斜，但平稳增长仍是主题	16
3. 产业结构优化推动经济增长	18
4. 物价上涨压力较大	19
5. 政策加码在即，强度取决于经济增长、结构调整与通胀控制的平衡	21

图表目录

图 1: 发达经济体经济增速放缓	4
图 2: OECD 经济重获动能	12
图 3: 美国经济复苏好于欧洲和日本	12
图 4: 欧洲经济温和复苏	12
图 5: 未来日本经济增长将放缓	12
图 6: 德国是欧洲经济增长的主推力	12
图 7: 欧洲两大火车头之一的英国表现远逊于德国	12
图 8: 中国经济有所回落	13
图 9: 受多次加息影响，印度经济增速回落较快	13
图 10: 俄罗斯经济复苏较晚，但势头良好	13
图 11: 巴西经济再现上升之势	13
图 12: 发达经济体 CPI 上行较快	13
图 13: 发达经济体核心 CPI 分化	13
图 14: 美国通胀水平上行并超过警戒线	14
图 16: 美国消费数据连续 8 个月正增长	14
图 18: 欧洲 PMI 出现放缓迹象	14
图 16: PMI 季节性升降	23
图 17: PMI 回升力度逊于往年，调控已经传导至实体	23

图 18: 生产活动重归活跃	23
图 19: 内外需基本平稳, 外需好于内需	23
图 20: 购进价格指数虽有所回落, 但仍在高位	23
图 21: 二季度出口仍然能保持平稳增长	23
图 22: 出口先行指数止跌回升	24
图 23: 地方政府投资冲动不减, 推高整体增速	24
图 24: 经济活跃程度有所降低, 但内需仍然较为旺盛	24
图 25: 汽车销售增速的大幅下滑, 拖累整体消费增速	24
图 26: 近期人民币升值幅度放缓, 未来仍将降温	24
图 27: 人民币升值预期有所放缓	24
图 28: 顺差大幅收窄, 未来高顺差难以维系	25
图 29: 外汇占款居高不下, 外资看好中国	25
图 30: 食品与居住类价格上涨快速	25
图 31: 食品类持续快速上行推动 CPI 高企	25
图 32: 输入型通胀高居不下	25
图 33: 肉类价格持续上涨	25
图 34: 蔬菜价格受季节性和天气因素影响较大	26
图 35: 粮食价格稳定是中国物价走势的关键	26
图 36: 资金使用成本较低, 凸显流动性之充裕	26
图 37: 央行公开市场连续回笼, 但缺乏持续性	26
图 38: 未来公开市场到期资金量巨大, 考验央行	26
图 39: 中小型商业银行超储率上升	26
 表 1: 世界经济展望	 5
表 2: OECE 领先指标	6
表 3: Sentix 投资者信心指数 (2011 年 3 月)	7
表 4: 欧洲地区部分国家通胀水平	10
表 5: 主要经济指标预测	22

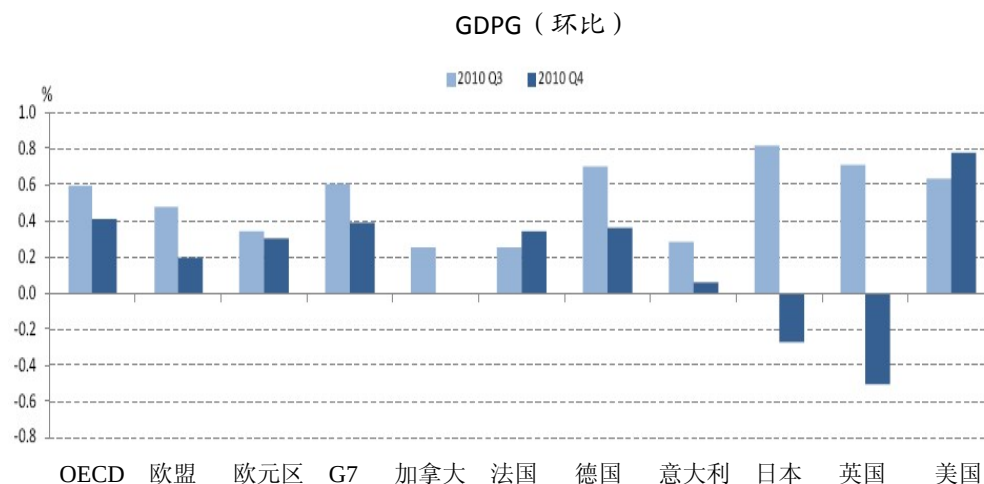
一、世界经济

从近期公布的数据来看，世界经济仍然处于复苏之中，但分化情况较为突出。新兴市场国家复苏速度明显快于发达经济体，物价水平也超出后者教多；同时，发达经济体内部也出现了分化之势，这一点不仅体现在经济增速与物价水平之上，甚至在未来的政策动向上会分道扬镳。

1. 世界经济温和复苏

今年一季度公布的数据显示，去年第四季度，除美国外的主要发达经济体 GDP 环比增速普遍回落（见下图 1）。其中，OECD 国家整体增速从第三季度的环比增长 0.6% 回落至 0.4%；欧盟从增长 0.5% 回落至 0.2%；英国与日本回落较多，分别从增长 0.7% 与 0.8% 回落至 -0.5% 与 -0.3%；只有美国取得了增速环比 0.2 个百分点的上升。

图 1：发达经济体经济增速放缓



资料来源：wind，渤海证券研究所

尽管 IMF 在今年 1 月发布的《世界经济展望》报告指出，世界经济的“双轨”复苏仍在继续，预计 2011 年世界经济将增长 4.4%，比去年 10 月份的预测上调了 0.2 个百分点；但通胀水平的持续上升，或将迫使主要发达经济体提前推出宽松的货币政策，将对目前仍处于温和复苏的经济产生冲击。

随后，IMF 于 3 月底公布世界经济前景展望草案，保持 2011 年全球经济增长预期不变，仍为 4.4%；但，将美国 2011 年增长预期下调至 2.8%，1 月份预期为 3.0%；将日本 2011 年增长预期下调至增长 1.4%，1 月份预期为 1.6%，将印度 2011 年增长预期下调至增长 8.2%，1 月份预期为 8.4%；维持对中国增长预期不变，预计中国 2011 年增长 9.6%，2012

年为 9.5%；上调的只有欧元区，IMF 将欧元区 2011 年增长预期上调至增长 1.6%，1 月份预期为增长 1.5%。

表 1：世界经济展望（单位：%）

	2009	2010	2011E	2012E
世界经济	-0.6	5.0(4.8)	4.4(4.4/4.2)	4.5
发达经济体	-3.4	3.0(2.7)	—(2.5/2.2)	2.5
美国	-2.6	2.8(2.6)	2.8(3.0/2.3)	3.0(2.8)
欧元区	-4.1	1.8(1.7)	1.6(1.5/1.5)	1.8(1.7)
德国	-4.7	3.6(3.3)	—(2.2/2.0)	2.0
英国	-4.9	1.7(1.7)	—(2.0/2.0)	2.3
法国	-2.5	1.6(1.6)	—(1.6/1.6)	1.8
意大利	-5.0	1.0(1.0)	—(1.0/1.0)	1.3
西班牙	-3.7	-0.2(-0.3)	—(0.6/0.7)	1.5
日本	-6.3	4.3(2.8)	1.4(1.6/1.5)	2.1(1.8)
中国	9.2	10.3(10.5)	9.6(9.6/9.6)	9.5
印度	5.7	9.7(9.7)	8.2(8.4/8.4)	8.0

注：括号里的数据为 IMF2011 年 1 月/2010 年 10 月发布的《世界经济展望》中的预测

资料来源：IMF，渤海证券研究所

此外，OECD 领先指标显示，主要发达经济体持续温和复苏，不过各个国家的增长水平存在差异。OECD 1 月领先指标升至 103.1，总体来看，这预示多数发达国家经济仍将增长，但意大利、中国和印度增速或将放缓。

其中，德国和美国的数据显示，这些国家的经济扩张将强于趋势水平；法国和加拿大的综合领先指标显示出恢复增长动能的迹象；英国的综合领先指标则预示其经济将稳步增长。但是，意大利领先指标从 102.3 降至 102.2，中国领先指标从 101.7 降至 101.6，印度领先指标从 99.7 降至 99.3。

需要指出的是，尽管指标显示日本在地震前经济增长温和，且有扩张之势，但 3 月的大地震，对其短期经济增长构成较大冲击，影响 2011 年的日本实际 GDP 增长约 0.5%。同时，我们认为，何时能基本消除核辐射对当地自然环境的不利影响，直接关系到灾后重建工作的进行，而这一点从目前来看，还具有很大的不确定性，其与一般的地震灾后重建显然不能相提并论，由此，日本经济重上正轨还需要较长的时间。

表 2: OECE 领先指标 (单位: %)

	领先指标					环比变化					增长展望
	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	
OECD	101.9	102.1	102.4	102.8	103.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	扩张
欧元区	102.8	102.9	103.1	103.3	103.4	0	0.1	0.2	0.2	0.2	扩张
亚洲五国	101.3	101.5	101.6	101.7	101.8	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	回落
G7	101.9	102.1	102.5	102.9	103.4	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	扩张
加拿大	101.2	101.2	101.3	101.6	101.9	-0.2	0	0.1	0.2	0.3	重获动能
法国	101.8	102	102.2	102.4	102.6	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	重获动能
日本	102	102.5	103.2	103.9	104.7	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	扩张
德国	104.3	104.4	104.5	104.7	105	0	0.1	0.2	0.2	0.3	扩张
意大利	102.6	102.5	102.4	102.3	102.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	回落
英国	102.1	102	102	101.9	101.9	-0.1	-0.1	0	0	0	稳步扩张
美国	101.1	101.5	101.9	102.5	103.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	扩张
巴西	99.4	99.6	99.8	100	99.9	0	0.2	0.2	0.2	0	稳步扩张
中国	101.3	101.6	101.7	101.7	101.6	0.2	0.2	0.1	0	-0.1	温和回落
印度	100.5	100.3	100	99.7	99.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	回落
俄罗斯	103.4	104	104.6	105	105.4	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	扩张

资料来源: OECD, 渤海证券研究所

此外,从近期市场情绪来看,投资者对世界经济复苏前景依旧持中性态度,只是与2月不同的是其对美国经济增长前景的信心增强。

欧洲 Sentix 机构公布的数据显示,当前,投资者对欧元区整体及德国经济增长前景仍保持信心,但增幅与前几个月相比,已经大幅趋于回落;而对美国的经济增长现状与前景,投资者则是信心增强较多,三大分项指数集体上行。这与我们之前所持观点较为类似,即欧元区经济增长仅靠德国一己之力是无法长时期维系的;美国经济目前正处于温和复苏的上行阶段,且后者增长速度快于前者。

表 3: Sentix 投资者信心指数 (2011 年 3 月)

地区	Sentix 投资者信心指数	Sentix 现况指数	Sentix 预期指数
亚洲除日本	27.01 (30.28)	52.00 (55.25)	4.50 (7.75)
德国	33.03 (32.08)	61.51 (61.27)	7.65 (6.15)
东欧	20.14 (19.39)	30.50 (26.50)	10.25 (12.50)
欧元区	17.07 (16.70)	26.00 (21.25)	8.50 (12.25)
日本	6.12 (6.23)	4.75 (3.25)	7.50 (9.25)
拉美	24.80 (27.65)	43.25 (46.50)	7.75 (10.25)
美国	17.61 (12.62)	20.00 (11.00)	15.25 (14.25)
全球综合	20.44 (20.27)	32.39 (29.91)	9.10 (11.04)

资料来源: Sentix, 渤海证券研究

2. 经济增长、物价水平高低不一，货币政策分道扬镳

美元的再次走低，粮食与大宗原材料的快速上涨，使得全球大部分国家出现通胀。就物价走势来看，发达经济体与新兴经济体差异较大，发达经济体内部差距也各相不同；而由此引致它们的货币政策动向可能甚至分道扬镳。

发达经济体内部，经济增长与通胀走势出现分化。

(1) 美国方面，温和复苏，通胀水平持续上行。但，联储硬扛，二次定量宽松继续执行，理由是经济增长尚不稳固与核心通胀稳定。

3 月初，联储主席伯南克向参议院金融委员会做了半年度货币政策证词陈述。伯南克称目前美国通胀水平依然过低，若大宗商品价格继续上扬，则美国通胀压力上升。美联储将密切关注物价水平。并指出美国的债务状况是制定长期政策时首先应该考虑的问题。伯南克同时表示，一旦经济实现自主性复苏、就业市场改善、通胀接近 2% 左右，美联储就开始收紧政策。货币政策效果有滞后性，美联储必须预期到未来 6-12 个月的经济复苏步伐，同时，美联储已经认识到在高通胀的情况下经济不可能稳定增长。伯南克在证词中表示，对部分国会议员有关美联储退出策略的担忧表示认同。他重申，若有必要，美联储有多种选择可以收紧货币政策。

近期，美国公布的大多经济数据表明美国经济复苏势头良好。美劳工部最近发布的数据显示，美国失业率已经从去年 11 月的 9.8% 下降至 2 月的 8.9%；一季度周领取失业救济金人数最低曾回落至 36.8 万人，为 2008 年 5 月新来的新低。美商务部公布的终值数据则显示，2010 年第四季度美国 GDP 环比折年率增长 3.1%，为去年最强劲季度增长，确认了去年四季度以来美国经济复苏进程正在进行。

对此，伯南克指出，虽然已经看到更多证据表明，消费者和企业支出领域中可自我维持的复苏进程可能正在巩固下来。但是在就业市场进入可持续创造就业岗位的阶段以前，无法认为经济复苏进程将可真正确立起来。但相信未来几个季度就业市场将拥有乐观的前景。失业率可能需要几年时间才能恢复更加正常的水平。在实现就业持续强劲增长之前，不能认为美国经济已经真正实现完全复苏。

诚然，目前美国经济复苏的实际情况要稍逊于数字所表现出来的情况，其就业、房地产与债务等问题在今年仍将面临挑战。首先，无就业复苏仍会在相当一段时间内存在，GDPG 基本在 5% 左右的常态才能保证失业率的持续稳步下行而目前仅有 3% 左右的增速；周领取失业救济金人数并未稳步下行且有部分失真可能；非农就业人口增加不稳定且未达致使失业率稳步回落的数量，这些都说明美国就业市场复苏仍然是一条坎坷路。

此外，美国房地产复苏更为缓慢。在大洋彼岸的中国，房价早已恢复至金融危机前的水平之上；而美国 1 月份住房价格仍然延续 2010 年 8 月以来的跌势，10 个大城市 1 月房价指数环比下滑 0.2%，同比则下滑 3.1%，美国平均房价回归到 2003 年夏季水平。尽管一季度房屋新开工的数量有所上升，但仍然是在历史底部徘徊，并且在近期没有实质性希望，加上止赎活动可能大规模重启，美国房地产市场在今年内难以出现实质性改善，美国房市的衰退尚未结束。

但是，不论是通胀实际水平，还是消费者的通胀预期，近期都处于大幅提升的态势。消费者对未来一年的通胀预期升至 4.6%，上行速度较快。；五年期通胀预期则升至 3.2%，通胀压力依然令消费者感到担忧，且近期公布的 2 月 CPI 已经升至 2.2% 这一 10 个月新高，未来走势不得不令人有些担心，尽管核心 CPI 仍保持在 1.1% 的同比增速。

近期，联储执意继续执行宽松货币政策的态度，有所改变。圣路易斯联邦储备银行行长布拉德表示，2011 年收紧货币政策将重新成为美联储的关键问题，货币政策不可能无限期保持宽松。他表示，宏观经济不确定

性近几周有所上升，但不能等到所有不确定因素尽皆消失之后才将货币政策正常化，美联储政策不能“无限期”保持宽松政策。另外，稍早美联储理事普罗索表示，美联储将在不远的未来不得不收紧货币政策，并退出此前实施的大规模宽松措施。

（2）欧洲方面，经济增长主要靠德国；而通胀压力较大，尤其是英国。英国央行和欧洲央行近期都透露出退出宽松货币政策的消息，对于近期欧元与英镑的上升提供支持。

当前，欧洲的通胀水平要高于美国，欧盟统计局 16 日公布的数据显示，欧元区 2 月 CPI 同比上升 2.4%，超出欧洲央行设置的 2.0% 的警戒线，创下近 28 个月来最高升幅；英国 2 月 CPI 同比上升 4.4%，为 27 个月以来新高远超警戒线。这使得欧洲中央银行未来加息的可能性大大增加，结合行长特里谢近期言论，4 月加息可能已是板上钉钉；而美国方面，联储仍对加息持非常谨慎的态度，尽管近期通胀水平也是快速上升，由此，美元指数的走低也是在情理之中。

处于控通胀的需求，欧洲央行应该及早升息，但是欧洲经济面临着几重矛盾，形势较美国复杂，退出宽松货币政策难以轻言。

欧元区目前处境可谓喜忧参半，一方面，葡萄牙、希腊等国家正竭力改善投资者对其财政状况的信心，另一方面，德国正驱动着欧元区经济活动的扩张。但，占欧元区 GDP30% 的德国强劲复苏势头近期有所放缓，工业订单、工业产出环比增速回落，1 月工业产值环比仅上升 0.1%，低于 12 月 1.0% 的增速；且其经济增长依赖的出口增速也趋于放缓，毕竟 1 月前半段，欧元对美元已经升值 9% 左右。

欧央行 3 月 3 日预计，欧元区 2011 年经济增幅可能在 1.7% 左右，2012 年增幅为 1.8%。但受迫于日渐高涨的 CPI，加息一旦成为定局，会给欧债危机及边缘国家造成冲击，欧债违约风波或将再起，未来德国将无法以一己之力撑起整个欧洲。

在 3 月 24 日召开的欧盟峰会上，欧盟成员国领导人通过了一套应对欧元区主权债务危机的全面方案，将欧洲金融稳定工具的实际融资能力由目前的约 2500 亿欧元提高到 4400 亿欧元；但具体措施还要到 6 月底才能出台，未来是否能较好的解决这个问题，德国在其中的态度何如，都会影响到新一轮欧债事件或危机爆发的可能性。

表 4：欧洲地区部分国家通胀水平(单位：%)

	同比变化					过去 12 个月 平均增长	环比变化
	2011-02	2011-01	2010-12	2010-11	2010-02		
德国	2.2	2.0	1.9	1.6	0.5	1.4	0.6
爱尔兰	0.9	0.2	-0.2	-0.8	-2.4	-1.1	0.9
希腊	4.2	4.9	5.2	4.8	2.9	5.0	-1.3
西班牙	3.4	3.0	2.9	2.3	0.4	2.5	0.1
法国	1.8	2.0	2.0	1.8	1.4	1.8	0.5
意大利	2.1	1.9	2.1	1.9	1.1	1.8	0.2
葡萄牙	3.5	3.6	2.4	2.2	0.2	2.0	-0.1
欧元区	2.4	2.3	2.2	1.9	0.8	1.9	0.4
匈牙利	4.2	4.0	4.6	4.0	5.6	4.4	0.4
英国	—	4.0	3.7	3.3	3.0	—	—
欧盟	2.8	2.8	2.7	2.3	1.5	2.3p	0.4

资料来源：欧盟统计局，渤海证券研究所

(3) 日本方面，通缩的局势有所改观，经济增速短期因地震而回落。

2 月除食品外的核心 CPI 同比下滑 0.3%，跌幅放缓至过去 21 个月以来的最低值。随着原材料成本的上涨，在一定程度上缓和了持续已久的通缩形势。尽管日本银行或许能够断定商品价格上升过快对经济造成破坏作用，但停止宽松的货币政策并不明智。日本央行前期曾表示，因受原材料成本刺激，CPI 涨幅将较 3 个月前的预期加速，并已上调对 4 月 1 日起财年度的核心 CPI 增长率预估至 0.3%。但是从日本近期内需增长的情况来看，日本政府的预测可能显得稍微乐观一些。日本民众对于未来物价走势的谨慎态度也并未有明显改观，加之失业率仍然保持在 4.6% 的高位，目前通过刺激内需来激发日本经济增长潜能的可行性较小。

3 月，日本发生强震和海啸，短期物价可能因供应短缺而上升，但中期或将因经济衰退而下滑。日本央行重点关注的显然是震后经济的不确定前景，而非物价。因此，即便 CPI 在 4 月上升，对于货币政策来说意义也不大，日本要想彻底走出通缩，还要维持此前的系列刺激手段并要保持日元汇率的稳定。

(4) 新兴经济体方面, 受粮食与原油等大宗商品价格推动, 通胀持续高涨。

2 月份 CPI, 中国 4.9%, 印度 8.3%, 巴西 6.0%, 由此, 中国央行 2 月 8 日宣布加息 25 个基点, 印度央行 3 月 17 日宣布加息 25 个基点, 这已经是该行去年 3 月以来第八次加息; 巴西中央银行货币政策委员会 3 月 3 日决定将银行基准利率提高 0.5% 至 11.75%。如此之高的通胀水平给新兴市场国家带来的唯有进入加息周期, 庆幸的是新兴市场国家经济增长水平要明显快于发达国家。

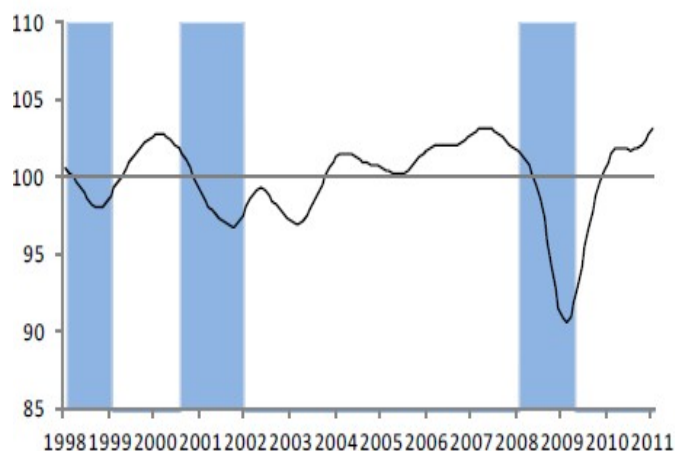
通胀水平的冷热不均, 使得各个国家在出台下一步货币政策的时候, 顾虑重重, 左右为难。

首先, 对于新兴市场国家来说, 受迫于高位运行的通胀走势, 紧缩将持续, 但节奏或将放缓, 无论是为防止经济出现下滑以及控制日渐扩大的与发达国家的息差。但, 外围经济体一旦进入加息周期, 恐怕新兴市场国家的紧缩步伐仍会被迫保持较快。

其次, 对于发达国家来说, 局部紧缩成为趋势。加拿大由于其经济复苏速度较快, 且国内货币供应过量、消费较为强劲, 去年已进行了三年来的首次加息, 且连续加息 3 次, 成为 G7 国家里最早紧缩货币的国家。欧洲央行二季度加息概率较大, 但英国央行不一定保持同样的步伐, 其稍后加息的可能性较大。美国方面, QE2 似乎会执行至年中, QE3 的可能性几无, 但加息或将由未来联储不想看到的快速上行的通胀来决定, 短期概率较小。

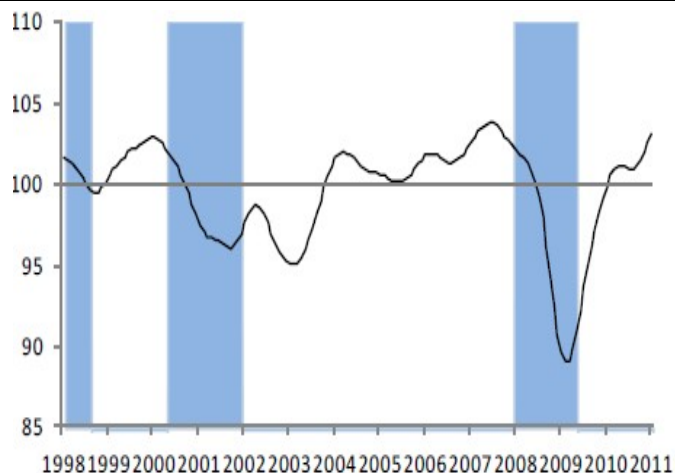
上述这些, 都造成了当前世界性货币政策协调进行的复杂性与艰巨性, 加大了热钱四处钻缝的可能性, 也增大了二季度乃至下半年经济增长与政策调整的不确定性。

图 2: OECD 经济重获动能



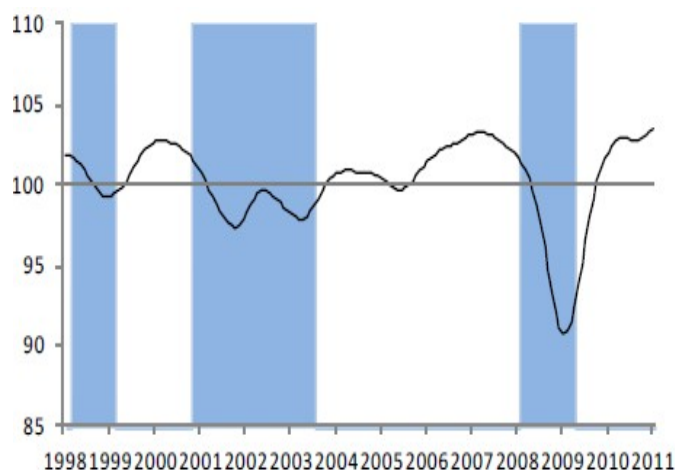
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国经济复苏好于欧洲和日本



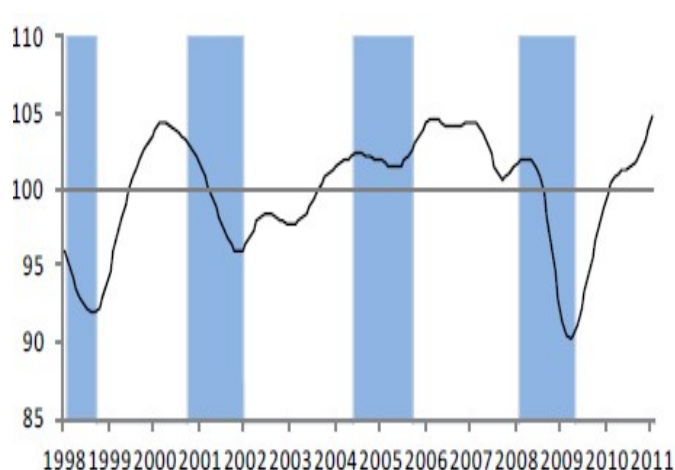
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 4: 欧洲经济温和复苏



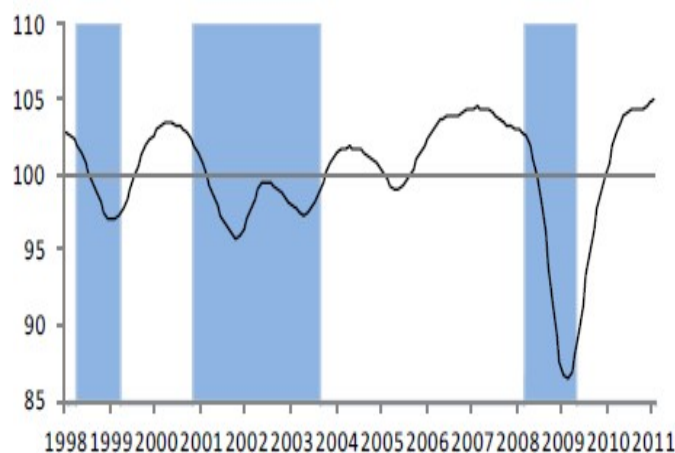
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 5: 未来日本经济增长将放缓



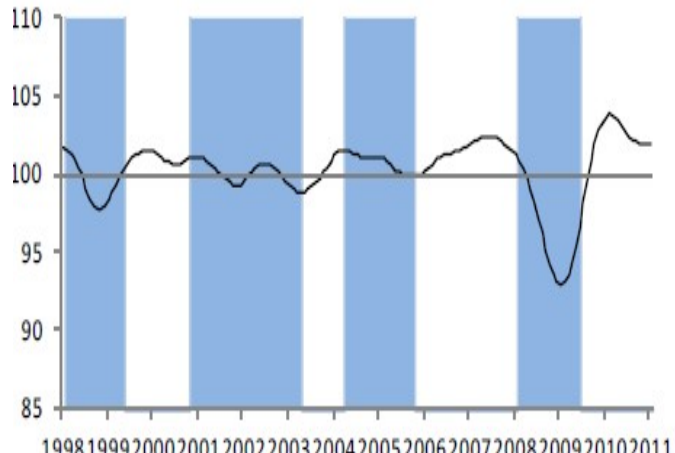
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 6: 德国是欧洲经济增长的主推力



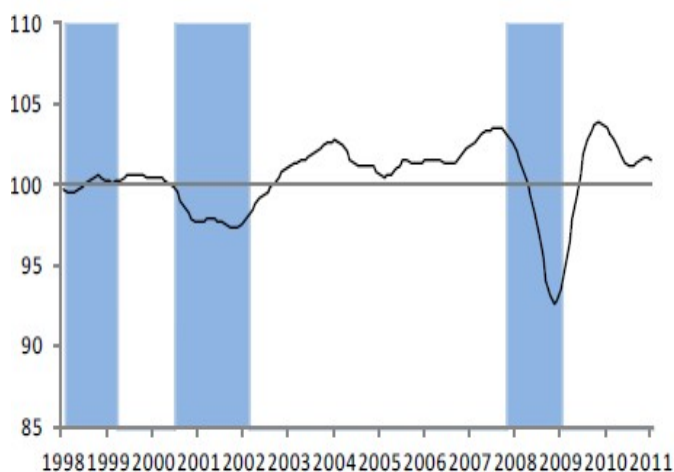
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 7: 欧洲两大火车头之一的英国表现远逊于德国



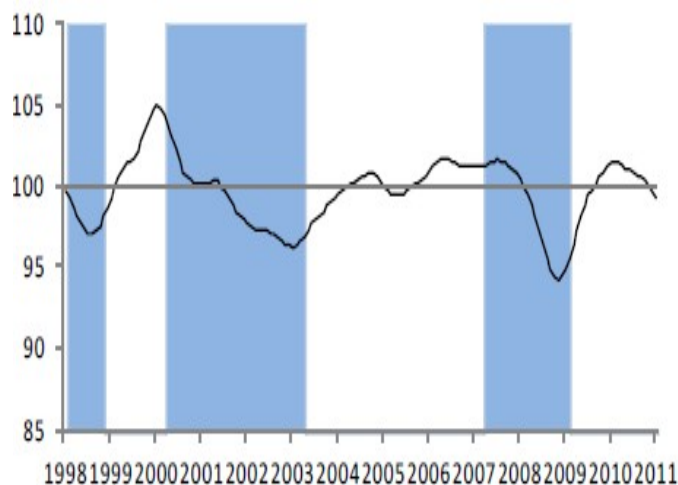
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 8: 中国经济有所回落



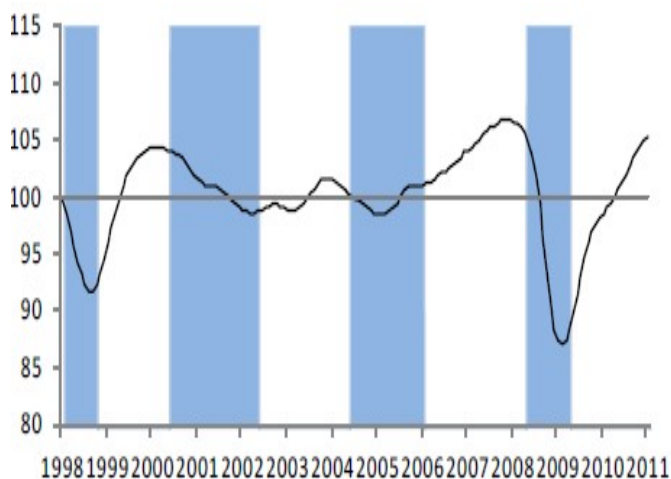
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 9: 受多次加息影响, 印度经济增速回落较快



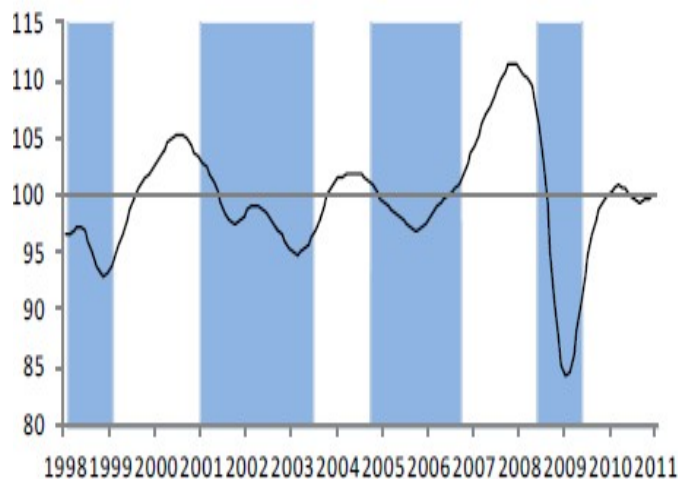
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 10: 俄罗斯经济复苏较晚, 但势头良好



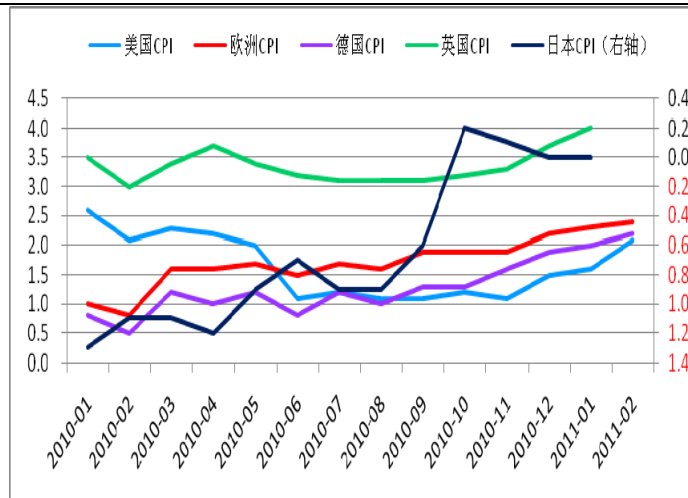
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 11: 巴西经济再现上升之势



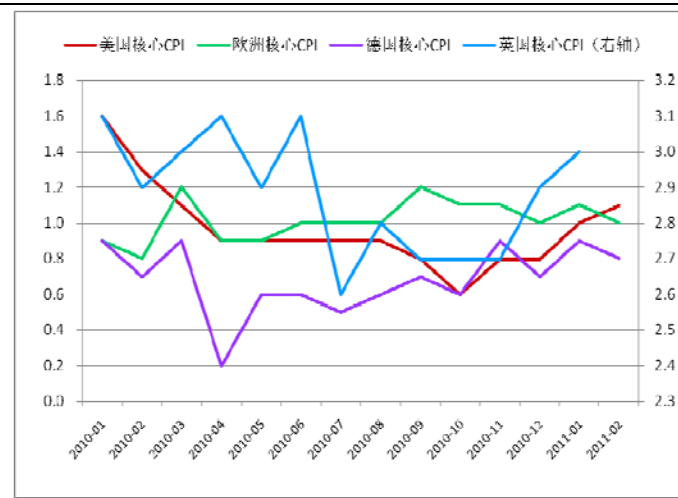
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 12: 发达经济体 CPI 上行较快



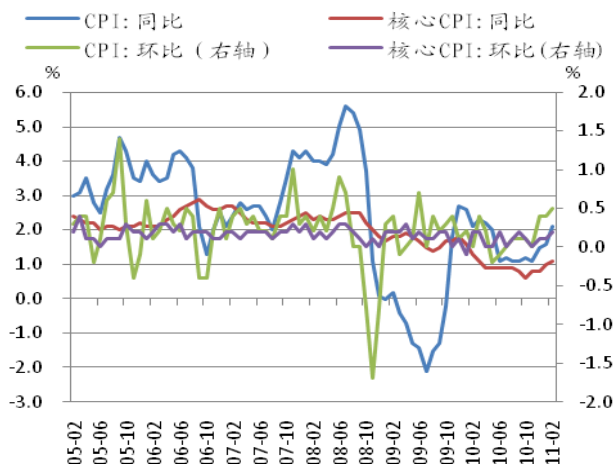
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 13: 发达经济体核心 CPI 分化



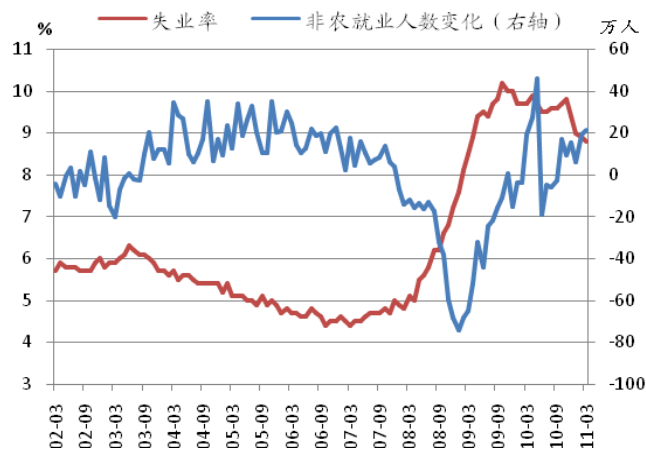
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 14: 美国通胀水平上行并超过警戒线



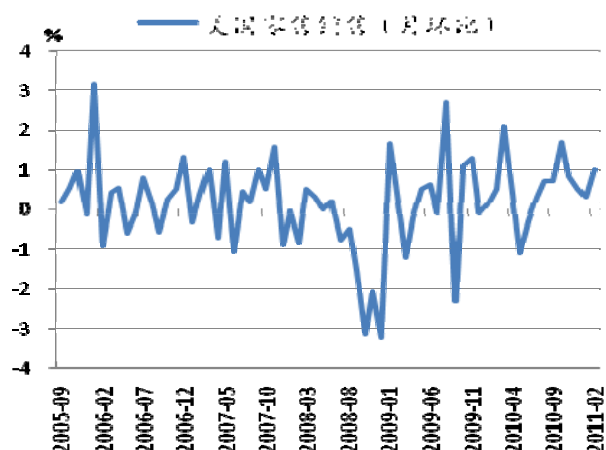
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 15: 美国失业率持续走低, 但回落幅度趋缓



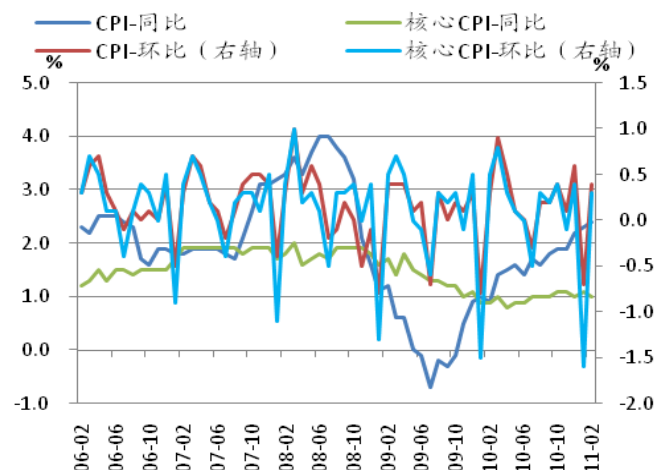
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 15: 美国消费数据连续 8 个月正增长



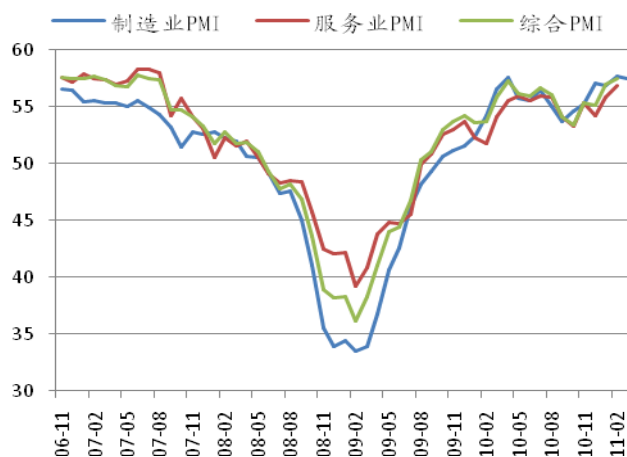
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 17: 欧洲 CPI 受粮食与能源价格推动持续上升



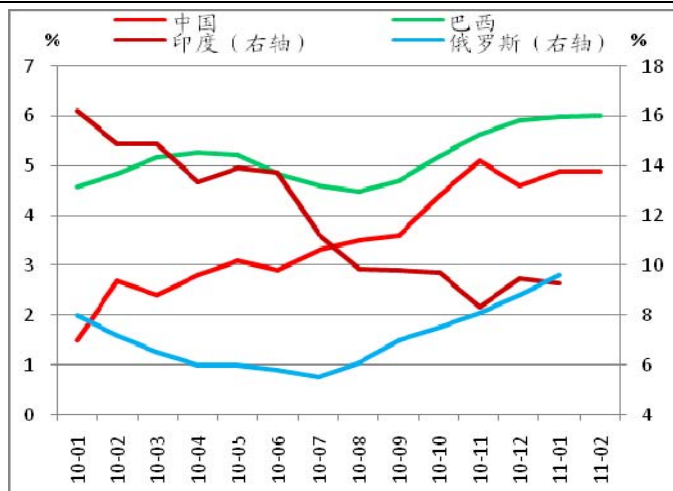
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 16: 欧洲 PMI 出现放缓迹象



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 19: 新兴市场体 CPI 持续高位运行



资料来源: wind, 渤海证券研究所

二、中国经济

从一季度运行情况来看，国内经济在经历了数次政策紧缩之后仍然保持了平稳增长的态势，尽管因季节性因素造成了部分数据的大起大落。初步预计一季度 GDP 增长 9.3%，二季度 GDP 增长 9.5%。

在前一年 GDP 惯性回落的带动下，今年 GDP 呈逐季递增态势。经济增长的内生动力和市场的基础性作用将更加突出。“十二五”规划提出的产业升级、加快新兴产业发展的战略，都将使中国进入朱格拉周期的上升阶段。不过，在处理日益高涨的通胀和通胀预期与保持经济平稳增长这一矛盾的过程中，“稳健的”货币政策该如何发挥作用，能发挥到什么程度，都给未来经济增长带来一定的不确定性。

1. 内需稳定，基本面未出现较大变化

首先，从先行指数 PMI 来看，稳中略升。2 月份，中国制造业 PMI 为 52.2%，较 1 月环比回落 0.7 个百分点，但回落幅度较上月明显缩小；3 月 PMI 回升至 53.4%，总体上显示当前经济增长仍处在平稳适度的增长区间，经济基本面并未发生较大变化。

今年前 2 个月 PMI 回落，缘于季节性因素，且亦是国内主动性调控的效果逐步显现阶段。自去年四季度以来，6 次上调存款准备金率、3 次加息、节能减排及其他调控政策的陆续出台，国内需求有所降温，新订单指数从去年 11 月高点的 58.3%持续回落至六个月以来的新低。

但，从 3 月的情况来看，国内需求有所回升，生产增速开始加快。第一，新订单指数环比回升 0.9 个百分点至 55.2%，国内市场整体需求温和回升；第二，生产指数环比上升 1.9 个百分点至 55.7%。目前生产指数与新订单指数较为接近，反映出当前产需衔接较好。这种态势如能发展下去，有利于国内市场较为平稳运行、避免价格剧烈波动。此外，产成品库存指数均出现明显上升，升幅超过 4 个百分点至 50%以上；原材料库存指数上升 2.1 个百分点至 51.6%，配合订单指数与生产指数的持续回升，当前企业补库存需求逐渐释放，这也会推动经济的持续平稳增长。上述情况，表明短期经济仍然在宏观调控的正轨上运行。不过，产成品库存与挤压订单指数近期均大幅回升，这在历史上尚属首次，微观企业层面的资金流动出现了一定的迟缓；未来，这种状况是否得到缓解，内需增长的基础是否已经夯实，还需持续观察。

此外，还值得注意的是，相比往年 PMI 指数环比回升的力度来看，回升

幅度较为平缓。2005 年有 PMI 指数以来，各年 3 月环比回升幅度分别为 3.4、2.8、3.0、3.5、3.4 与 2.9，今年仅为 1.2，表明去年以来的持续紧缩所带来的影响，已经逐渐向实体经济传递。

2. 三驾马车推动力短期有所倾斜，但平稳增长仍是主题

从推动经济增长的三驾马车来看，短期内不存在较大幅度降温的可能性，尽管今年内外经济形势存在着较大的不确定性。而且，尽管决策层有意识的转变之前的思路，从数量增长转向质量增长，但是短期内维持经济平稳增长的意愿与动力犹存。

2010 年，最终消费、资本形成与货物和服务的净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 37.3%、54.8%与 7.9%。尽管国家近几年一直提出大力扩大内需、刺激消费，但是 37.3%仍然是 13 年来的新低。短期来看，消费成为推动经济增长的首要力量尚待时日，居民收入未有明显快速上升、后顾之忧并未解除之前，消费还难以难当大任。

第一，投资增速平稳增长可期

短期内，投资仍然是推动经济增长的主动力。从实际数据来看，今年前两个月投资与工业增加值累计增速分别达到 24.9%与 14.1%，强于市场预期的 23.0%与 13.3%，显示出良好的内需拉动势头。

1-2 月份，地方项目投资增长 26.9%；从近 10 年投资拉动力量来看，地方投资当仁不让的成为主力军，其增速只是在仍处于金融危机的 2009 年年初略低于整体投资增速；而且无论是从今年还是“十二五”期间各地投资计划来看，地方投资增速都会保持在较高的水平，从而推高整体投资增速与 GDPG。投资冲动，尤其是地方政府的投资冲动，将拉动整体投资增速趋于较高水平。即使是市场一直较为谨慎的房地产投资数据，也十分给力。1-2 月份，全国房地产开发投资同比增长 35.2%，高于上年同期的 31.1%；加上今年 1000 万套保障房建设力度，大概投资额在 1.3 万亿左右，占去年全年房地产开发投资的 26.9%，能部分抵消未来因持续宏观调控而出现的商业性房地产投资下滑对经济增长的负面影响。

但，值得注意的是，今年前 2 个月，施工项目计划总投资同比增长 21.4%，而新开工项目计划投资额同比大幅下降 23.6%，这与国家对投资项目审批较为严格以及今年年初信贷控制力度较大相关，未来是否有持续下滑的走势需要密切关注。

第二，消费高速增长不再，但较快增长仍能保证

尽管投资与外贸数据表现尚好,但是一季度消费数据却出现了较大滑坡。1-2 月份,社会消费品零售总额同比增长 15.8%,比去年 12 月份回落 3.3 个百分点,实际增速低至 12%左右。探究其原因,与我们之前年报提出的观点相似,即推动 2010 年消费快速增长的两大主力军——汽车及房地产类商品——增速出现了回落。

首先,国家去年以来对房地产持续的宏观调控,价格未跌反有小涨之势,在这种情况下,观望情绪上升;同时,首付与利率的提高也使得一部分刚性需求被暂时压制,两者使得房地产成交量出现下降,从而对相关下游产品的拉动作用开始减弱,这一现象可能会存在于今年大部分时间。近几年的商品房销售额、家用电器和音响器材类及建筑装潢材料类当月同比数据显示,商品房销售对后者的拉动作用存在明显的时滞,根据我们的大致推算,房地产成交量下降的滞后效应大概是 6 个月。因此,二季度相关商品的增速仍然会有所回落。不过由于保障房的分批上市,能够抵消部分负面影响,毕竟保障房对相关商品的要求要低于商品房。

其次,车市的销售情况对去年整个消费市场的快速增长产生相当的推动。但,由于基数等原因,今年增速将会出现明显的回落。今年 1 月、1-2 月累计同比增速分别为 13.8%与 9.7%,比去年同期水平分别回落 110.2 与 74.3 个百分点。目前,几乎所有的大城市都存在着严重的交通拥堵,很多有车一族都以地铁代替汽车上班,对石油及石油制品相关消费增速也有所影响。同时,从当前的情况看,高收入的地区汽车消费经过几年的高增长,市场逐渐趋于饱和,目前其增长速度已经放缓;而中西部相当地区人均 GDP 还未跨进 3000 美元,且中西部地区集中了中国更多的人口。此外,“十二五”期间二氧化碳的减排目标要较“十一五”降低 18%以上,任务仍然较为艰巨。上述这些,都可能使得前期汽车销售的高速增长转变为平稳较快增长。

但宏观面上,我国当前正处于城市化快速推进和人均 GDP 越过 4000 美元的现阶段,客观上存在消费升级的大量需求,消费保持正常增速还是有着坚实的基础。

第三,外贸形势短期不会发生重大变化,但持续高顺差模式不再。

从近几年的情况来看,进出口数据波动幅度较大,其对经济增长的贡献率难以准确把握,外需形势的不明朗可能是最重要的因素。二季度,净出口对经济增长的贡献率将有所下降,高顺差不可长期维系。

今年前 2 个月外贸数据大幅回落超出市场预期,春节因素是主导。1 月

进、出口数据均大幅超出此前市场预期，节前集中进出口是推高外贸数据的重要原因之一，而由此造成了 1 月份的数据异常高，2 月份数据异常低。这符合春节因素的现实情况，不过是今年春节紧挨 2 月初，提前进出口更为集中。

而如果把 1-2 月累计数据进行统计从而很大程度上剔除季节性因素之后，就会发现其实增速还是适中的。1996-2010 年，1-2 月进出口、进口、出口 15 年平均累计增速分别为 19.9%、19.0%与 21.8%，而今年分别为 28.3%、21.3%与 36.0%，优于上述数据。上述数据也从另一个侧面验证了经济平稳运行的可能性，在内外形势并为发生根本性变化的情势下，3 月同比与环比均会较 2 月较大幅度改善，对于本月数据大幅回落，不用太过于担心。

此外，外需衰减迹象并不明显。从历史数据来看，美国零售销售数据领先中国出口三个月，而美国零售销售从去年 7 月以来保持了八个月的连续增长，尽管 2 月之前 4 个月环比增长幅度出现小幅回落，从 1.7%回落至 0.3%，但 2 月当月零售销售增长环比增长 1.0%，这对中国出口形成持续利好。

此外，从领先指数 PMI 来看，尽管 1 月新订单指数环比回落 2.8%至 50.7%，为 11 个月以来新低，但 2 月其环比回升 0.2%，3 月环比回升 1.6%至 52.5%，出现了企稳回升的积极迹象，这也说明短期出口环比和同比增速均会较前期有所反弹。

3. 产业结构优化推动经济增长

“十二五”规划中指出将加快转变经济发展方式作为主线，以经济结构战略性调整作为主攻方向、以科技进步和创新作为重要支撑，其核心思想就是加大由劳动密集型产业向技术密集型产业的转变，这其中战略新兴产业就是技术密集的代表。2011 年作为“十二五”元年，战略性新兴产业发展伊始必将受到国家大力扶持，扶植政策和引导规划有望陆续出台，其中包括中央已经指出的大力支持金融财税，引导和鼓励社会资金投入，并设立战略性新兴产业发展专项资金。在政策大力支持下，短期看这里是市场的一个热点，长期看将无愧成为“下一个四万亿”。

“十二五”虽将战略新兴产业提升至前所未有的高度，但短期内无法对经济产生较强的带动作用，因此传统制造业仍将是我国未来较长一段时间国民经济的支柱。“十二五”规划要求改造提升制造业，发展重点是优化结构，改善品种质量，增强产业配套能力，淘汰落后产能。

这里应关注如下几点:

第一, 淘汰落后产能。仅就钢铁行业来看, 根据工信部 2010 年春季报告, 全国有约 1 亿吨炼铁和 1129 万吨炼钢产能达不到产业政策要求, 需要在 2011 年底前淘汰。这些落后产能一方面加剧了产能过剩, 另一方面直接导致了资源利用率的下降以及污染。淘汰落后产能将为先进产能提供发展空间, 高级技术及设备的应用和装备将使得钢铁、煤炭、电力等传统行业启动由大变强的新一轮增长。

第二, 整合并提高产业集中度。“十二五”规划提出“合理引导企业兼并重组, 提高产业集中度, 发展拥有国际知名品牌和核心竞争力的大中型企业, 提升小企业专业化分工协作水平, 促进企业组织结构优化。”国资委开展的“央企大重组”今年目标是调整至 80—100 家, 但现仍存 123 家, 这一目标年内完成尚存困难, 在“十二五”提出企业做大做强的背景下, 央企明年的整合速度将进一步加快。

第三, 发展先进装备制造业。“十一五”规划中提法是振兴装备制造业, 这里明显将装备制造业的工业核心地位再次提高。按照国民经济行业分类, 装备制造业范围广泛, 其产品范围包括机械、电子和兵器工业等 7 个大类 185 个小类。高端装备制造业是高端制造业的主要部分, 是产业链的核心环节。“十二五”期间, 发展高端装备制造业的总体思路是面向中国工业转型升级和战略性新兴产业发展的迫切需求, 重点发展智能制造、绿色制造和服务性制造。同时, 做大做强航空装备和卫星及应用产业, 提升轨道交通装备水平, 加快培育发展海洋工程装备。力争到 2020 年, 高端装备制造业销售产值占中国装备制造业销售产值的三成以上。中国国内市场满足率超过二成五。

4. 物价上涨压力较大

年初, 国家统计局对 CPI 权数构成进行了相应调整。其中, 居住提高 4.22 个百分点, 食品降低 2.21 个百分点。

部分受 CPI 权重调整影响, 1 月 CPI 低于市场预期。但本次权重调整对 CPI 整体影响有限。当前, 推动 CPI 高位运行的两大主要力量, 即食品与居住类, 权重有增有减, 基本上不会对 CPI 产生根本性的变化。2 月份 CPI 虽然没有突破前期高点, 但环比上涨 1.2%, 新涨价因素对 CPI 的推动力量在逐渐增大。

二季度来看, 物价压力依然存在, 初步预计 CPI 上涨 5.0%左右, PPI 上

涨 5.8% 左右。从供给因素来看，粮食价格、资源要素价格改革以及劳动力价格均面临较大的上涨压力，成为决定物价走势的重要因素。

首先，食品类和居住类在 CPI 中权重接近 50%，且从历史数据来看波动较大，基本主导了 CPI 走势，而其中食品价格变动更是起到决定性作用。粮食价格持续上涨将给推动食品价格逐步上行，成为短期内影响 CPI 走势的最为关键因素。从我国的实际情况看，历次通胀高企都有食品价格高涨的影子。由于食品价格在 CPI 中高达 32% 左右的权重，并且粮食、猪肉、蔬菜供给等易受异常天气、突发灾害影响，食品价格常常给 CPI 带来意外的供给冲击。

第一，政策因素和自然灾害可能推动粮食价格持续上涨。这主要有两个原因，一是国家会继续提高粮食最低收购价格；二是近年天气异常现象频发，加上自然灾害的增多，使得粮食供应存在着一定的不确定性。此外，据国外有关气象部门预计，拉尼娜现象可能会持续到今年，造成南半球粮食减产，造成供需缺口。

从现实情况看，食品类仍然是推动 CPI 上涨的主要动力。据中国农业部监测，2011 年 2 月，农产品批发价格总指数同比上升 10.7%，环比上升 2.5%，“菜篮子”产品批发价格指数同比上升 10.4%，环比上升 2.7%。从国际上看，食品价格与能源价格的上涨，推动了全球 CPI 的上行。联合国粮食及农业组织 (FAO) 3 月公布的数据显示，包括谷物、油籽、奶制品、肉及糖在内的全球食品价格指数已经连续第八个月上涨，2 月单月价格指数达 236，环比上升 2.2%，实际值和名义值均达历史新高。国际市场主要谷物价格与上年同期相比飙升 70%。此外，油价再上 100 之上，也导致不稳定的粮食市场形势可能进一步恶化。

不过，由于国内粮食连续多年丰收，库存比较充裕，加上我国包括玉米、大米和小麦在内的主要粮食的对外依存度较低，基本在 1% 左右；大豆对外依存度很高，在 85% 左右，全球粮食库存也处于较高水平。短期冲击存在，而长期持续、大范围的冲击应该说没有太大的可能。

第二，劳动力价格会推动食品价格持续上涨。长期来看，劳动力成本上涨将成为推升食品价格的重要因素。人工成本约占中国粮食成本的三成左右，占蔬菜种植成本的四成左右。近年劳动力成本大幅上涨，成为推动粮食、蔬菜价格攀升的重要因素。在通胀预期升温、实际通胀水平仍会高位徘徊及刘易斯拐点的临近，今年劳动力成本仍会延续之前的升势，推高食品整体价格

同时，劳动力成本上升和食品价格上涨均将强化社会通胀预期，推动非食品价格尤其是服务价格的上涨。

此外，鉴于各地对房地产调控政策的持续进行，购房者可能由购转租，可能会使得租金价格居于高位从而推动 CPI 的上行。

5. 政策加码在即，强度取决于经济增长、结构调整与通胀控制的平衡

当前，市场流动性再现充裕局面。

首先，从资金规模上看，流动性相当充裕。由于央行 3 月份在公开市场操作上大量运用 28 天期正回购，4 月份公开市场到期资金规模高达 9110 亿元，超出 3 月 2000 亿元左右，其中央票到期 4980 亿元，正回购到期 4130 亿元。4 月份单周到期资金分别为 2110 亿元、2120 亿元、1910 亿元和 2960 亿元。

其次，从资金成本上看，较为低廉，也反映出资金层面的充裕程度。近期，SHIBOR 整体仍以下跌为主，3 月份，隔夜利率稳定在 1.8% 左右，一周利率在 2.0%-2.7% 波动，一月期利率在 3.6%-4.5% 波动；而年初，三个期限的 SHIBOR 利率曾一度在 8% 左右波动。

再者，从货币供应量来看，仍然较为宽松。尽管 2 月 M2 增速连续第二个月放缓至 15.7%，比 2000-2007 年的平均水平还略低一点；但此时的 M2 余额已经是 2007 年底的 1.82 倍，年复合增长率高达 22%，虽然当前增长率放缓，但是基数仍然较大。

最后，从外部流动性看，放水仍在持续。美国可能将 QE2 执行到底，日本为地震投放 40 余万亿日元。同时，在数据显示有资金开始离开新兴市场国家迹象的情势下，中国外汇占款未见明显减少，1 月仍高达 5016 亿元，也显示出资金对中国经济的增长前景相对乐观

从今年的情况来看，央行背负着抗通胀与回收流动性两大艰巨任务，尽管 1 月 CPI 与信贷投放低于市场预期，但是央行依然“义无反顾”的持续出台货币政策，这表明当前决策层对于通胀的担忧超过了对经济下滑的担忧；同时，温总理也在近期表示，“十二五”期间 GDP 年均经济增长率预期目标拟定为 7%，这也表明政府在转变经济增长方式以及控制通胀方面的态度和决心；加之，鉴于国内需求依然较为旺盛，尽管 PMI 在 3 月回升幅度较往年放缓，但经济平稳增长的格局不会在短期内打破，从这个意义上看，短期货币政策的强度不会出现较大程度放缓，未来政策加码的强度取决于经济增长、结构调整与通胀控制的平衡

此外，我们对今年通胀走势的判断是前高后低，年内高点或将出现在年中，无论是出于控制通胀还是引导通胀预期的意图，二季度货币政策的强度或将高于一季度；考虑到紧缩效应累加效果逐渐显现，对资本市场的影响不容过分乐观。

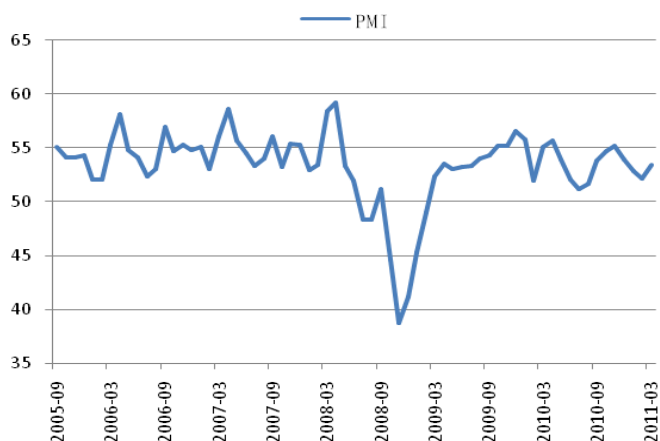
由此，中国人民银行于 5 日宣布加息 25 个基点，符合我们之前预期。3 月 CPI 将突破前期高点，是直接原因。从近期通胀走势来看，其快速飙升的可能性在半年多达 7 次上调准备金与 3 次加息等紧缩政策之下已经大为降低；但 CPI 趋于下降仍将在三季度之后，且不确定的影响因素仍在，二季度保守估计在 5% 左右。同时，从房价走势来看，3 月仍在上涨；政策累计效应将逐渐加压力于房市，促进其合理发展。此外，近期国内投资仍较为旺盛，尤其地方政府 1-2 月投资增速回升至 8 个月来的新高，在市场预期的第一时间加息，也有给市场提醒的可能。毕竟投资大幅快于消费增长，不是决策层所想；且地方项目投资多以城投公司融资，资金使用效率及安全性值得关注。

展望二季度货币政策动向，我们认为，4 月存款准备金率再次上调的概率较大。二季度余下时间，存款准备金还将上调 2 次左右，加息 1 次；而 5 月可能处于观察期而政策相对真空。

表 5: 主要经济指标预测

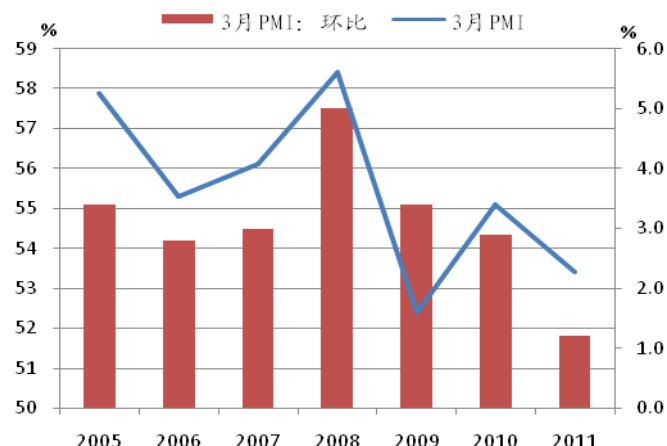
主要指标 (%)	2010 年			2011 年		
	1 月	2 月	3 月	1 月	2 月	3 月
	(实际)	(实际)	(实际)	(实际)	(实际)	(预测)
工业增加值 (当月同比增长)	12.8		18.1	14.9		13.8
CPI (当月同比增长)	1.5	2.7	2.4	4.9	4.9	5.1
PPI (当月同比增长)	4.3	5.4	5.9	6.0	6.6	7.0
社会消费品零售总额 (当月同比增长)	14.1	22.1	18.0	19.9	11.6	15.9
全社会固定资产投资 (累计同比增长)	26.6		26.4	24.9		24.3
出口 (当月同比增长)	21.0	45.6	24.2	37.7	2.4	19.8
进口 (当月同比增长)	85.9	45.0	66.3	51.0	19.4	16.6
M2 (累计同比增长)	26.0	25.5	22.5	17.2	15.7	15.4
人民币信贷 (当月新增 (亿元))	13,900	7,001	5,640	10,400	5,356	5,844

图 17: PMI 季节性升降



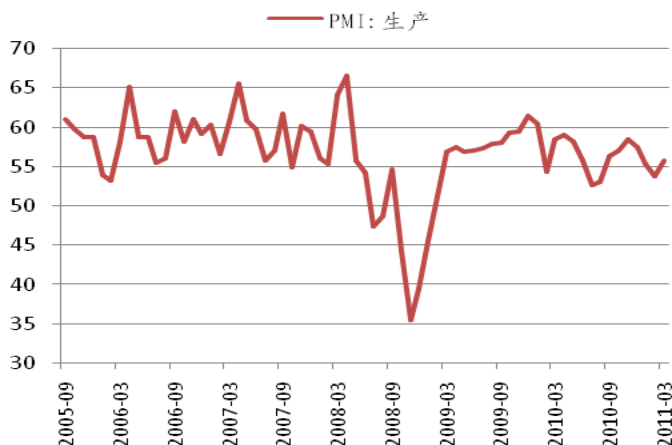
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 18: PMI 回升力度逊于往年, 调控已经传导至实体



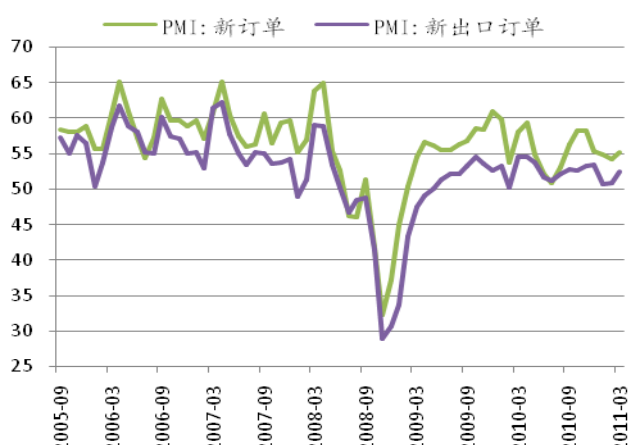
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 19: 生产活动重归活跃



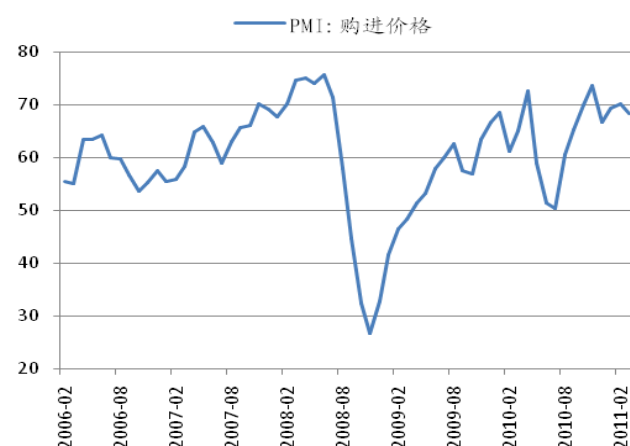
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 20: 内外需基本平稳, 外需好于内需



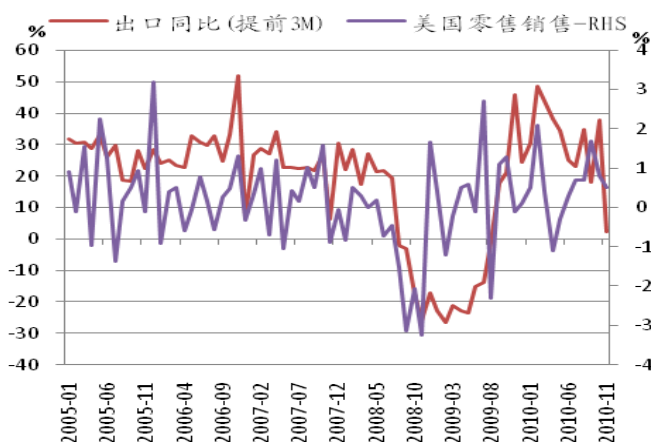
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 21: 购进价格指数虽有所回落, 但仍在高位



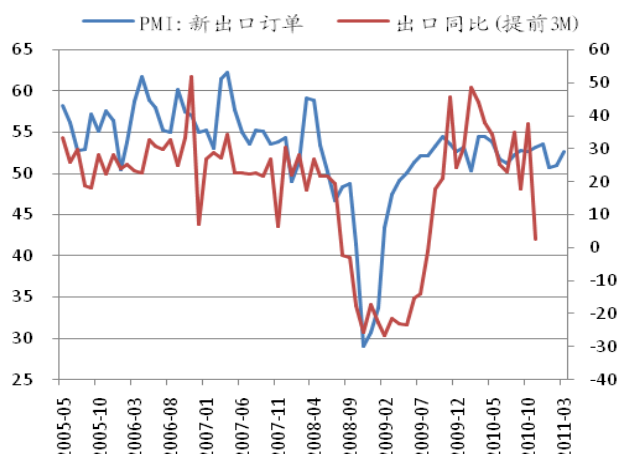
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 22: 二季度出口仍然能保持平稳增长



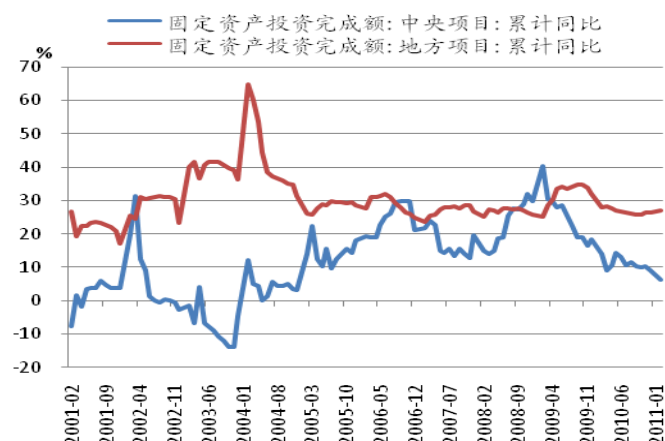
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 23: 出口先行指数止跌回升



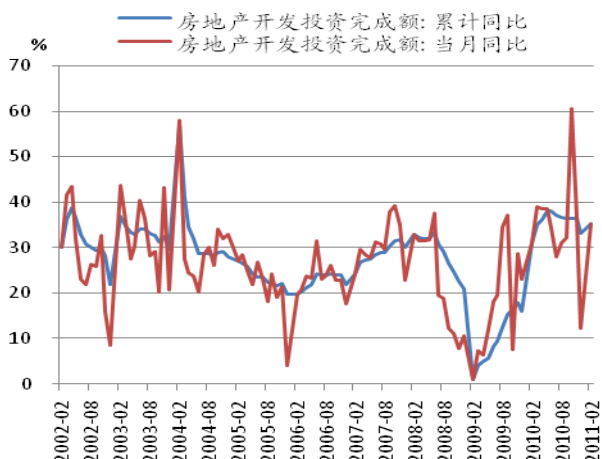
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 24: 地方政府投资冲动不减, 推高整体增速



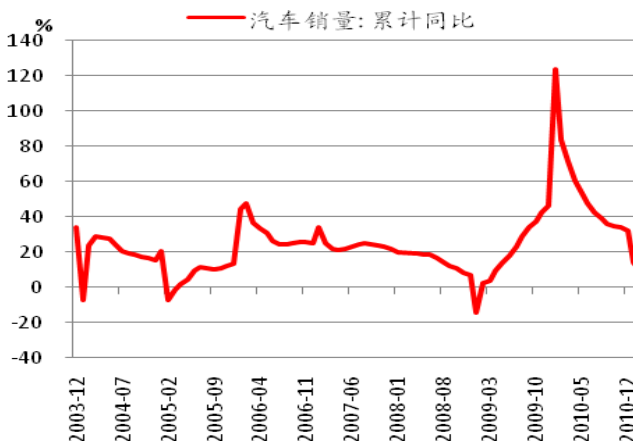
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 25: 经济活跃程度有所降低, 但内需仍然较为旺盛



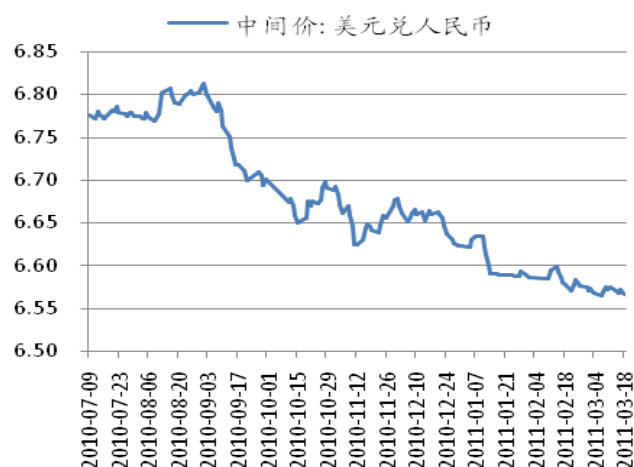
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 26: 汽车销售增速的大幅下滑, 拖累整体消费增速



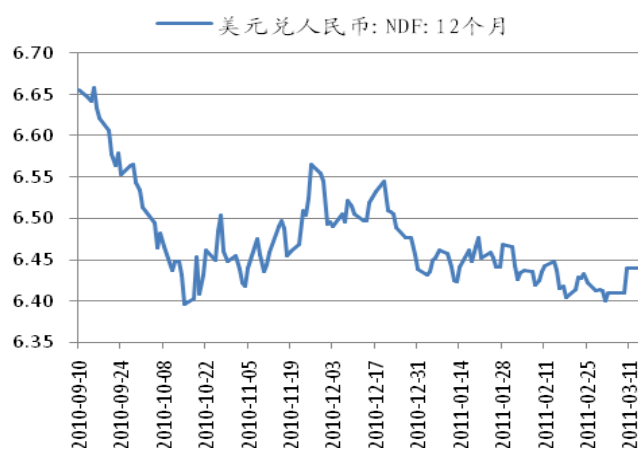
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 27: 近期人民币升值幅度放缓, 未来仍将降温



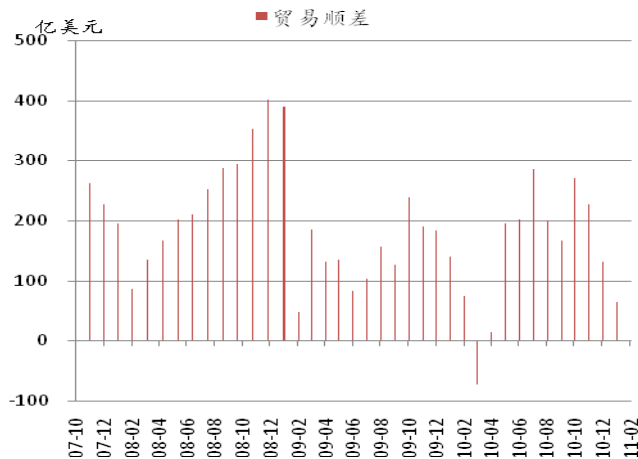
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 28: 人民币升值预期有所放缓



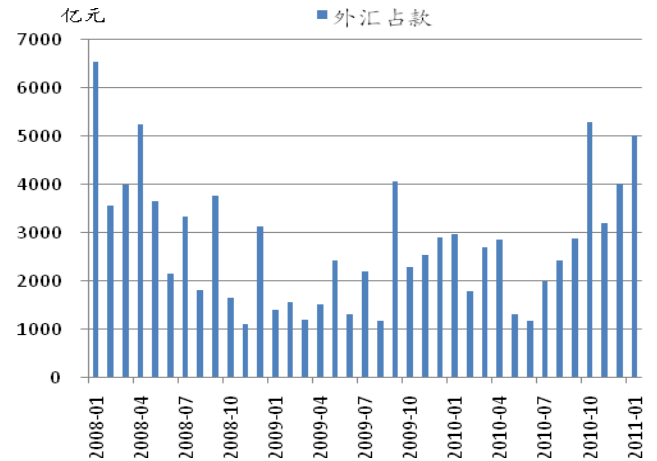
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 29: 顺差大幅收窄, 未来高顺差难以维系



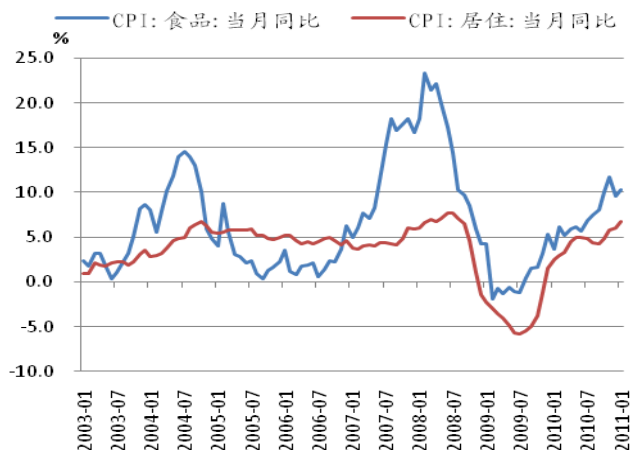
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 30: 外汇占款居高不下, 外资看好中国



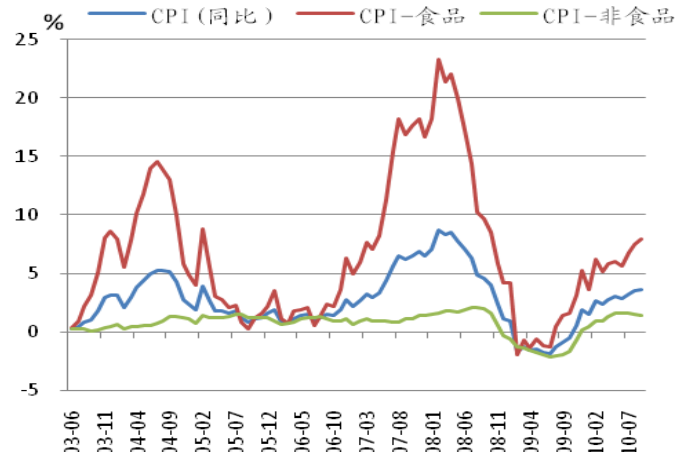
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 31: 食品与居住类价格上涨快速



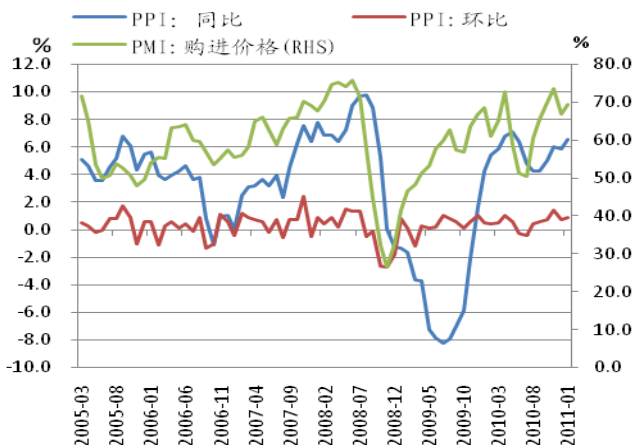
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 32: 食品类持续快速上行推动 CPI 高企



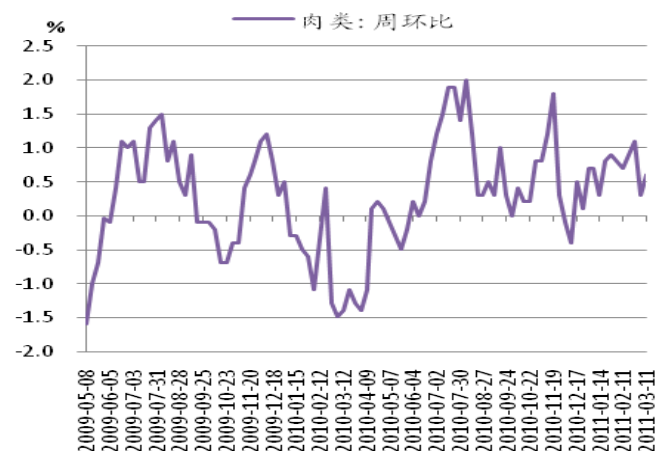
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 33: 输入型通胀高居不下



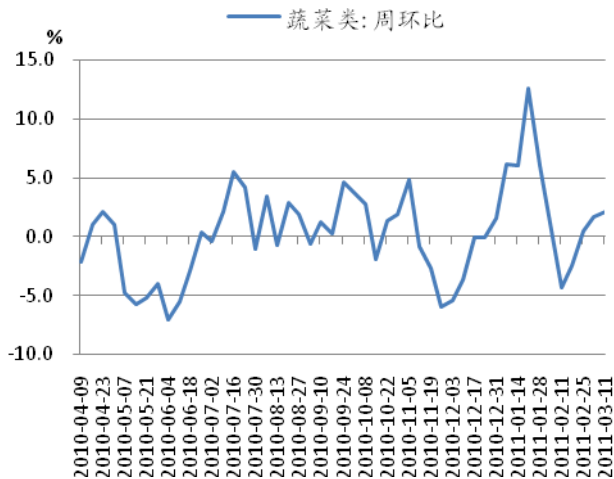
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 34: 肉类价格持续上涨



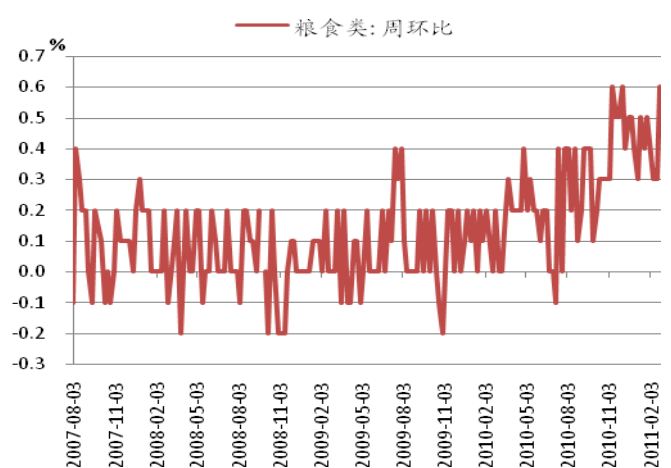
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 35: 蔬菜价格受季节性和天气因素影响较大



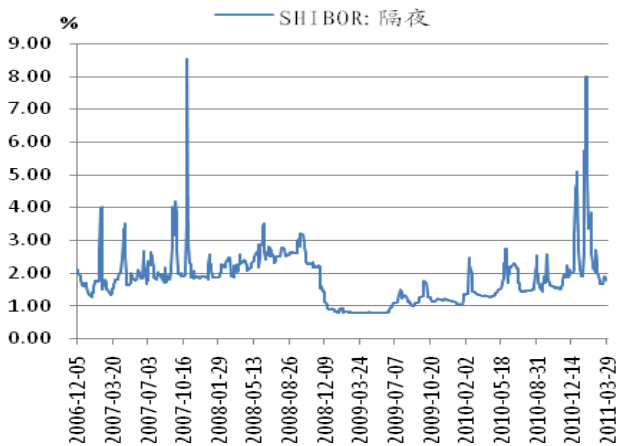
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 36: 粮食价格稳定是中国物价走势的关键



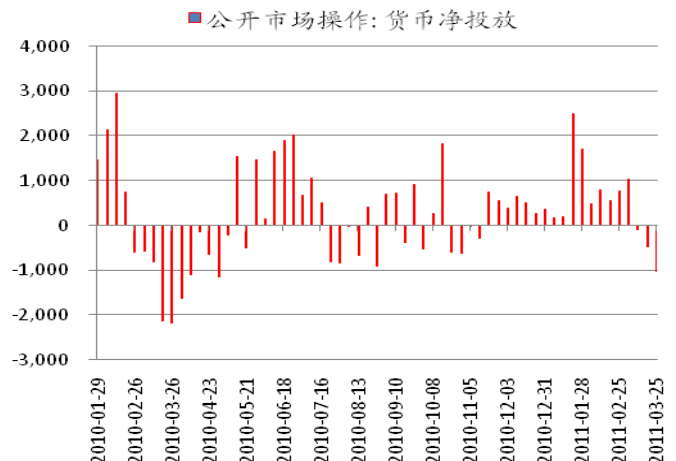
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 37: 资金使用成本较低, 凸显流动性之充裕



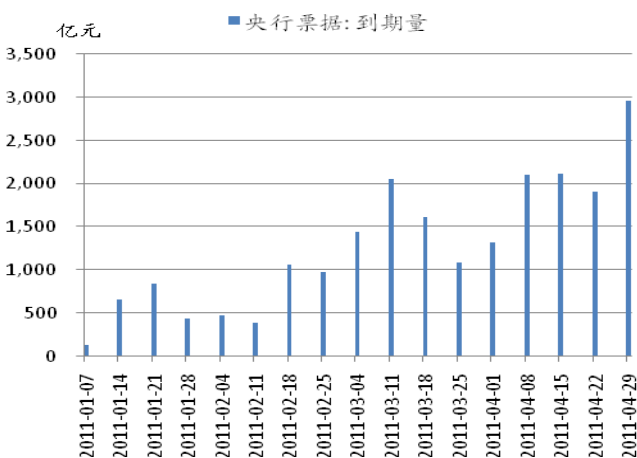
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 38: 央行公开市场连续回笼, 但缺乏持续性



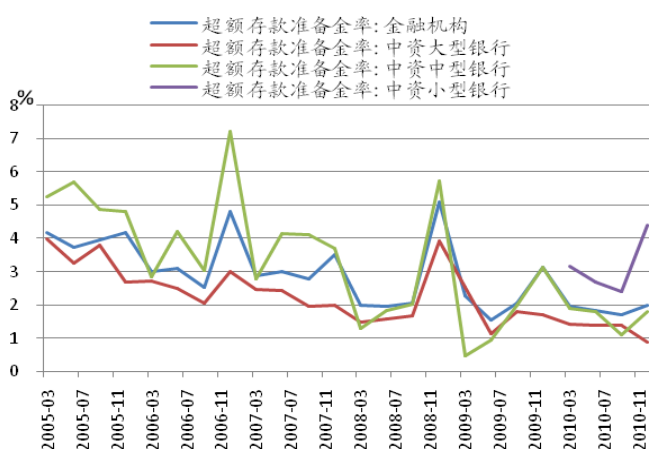
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 39: 未来公开市场到期资金量巨大, 考验央行



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 40: 中小型商业银行超储率上升



资料来源: wind, 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分