



证券研究报告·宏观深度 美国经济研究

美国债务货币化与通货膨胀

——《债务、通胀、增长》系列报告之一

主要观点：

债务——渐成美国政府无法承受之重

1960 年以前，债务主要源于战争，1946 年该数值达到历史最高点，为 129%，随后回落。该阶段经济内生动力强，债务问题不是问题。1960-1980 年，政府支出开始失控，赤字加剧。该阶段经济发展仍然快于债务积累，美国赤字总额占 GDP 的比重逐年下降，从 55.7% 下降到 35.6%。1980 年以后，债务开始成为美国政府的大问题。除了克林顿任内，经济增长都赶不上政府支出的增加。2008 年以来，美国国债快速增长，增速为二战之后的历史最高值。2009 年，从 126 个国家债务占 GDP 比重来看，美国位居前 10 名之列。国债绝对水平居世界第一。

债务货币化的必然性

赤字的融资主要是四种途径：发行内债、外债、铸币税、通货膨胀税。当内债、外债发行不能满足需求时，必然依靠后两者。我们预测从现在到 2016 年，每年美国政府支出赤字都会高于 GDP 的 3%，美国债务会持续增长。在控制收益率的情况下，公众、政府投资基金、国外机构购买量必然不足，美联储被迫购买美国国债。这就直接导致基础货币的等量增加，从而形成债务货币化问题。超额存款准备金的增多从一个侧面反映基础货币的增多。

债务到通胀的实现

债务增长必然导致基础货币的增长。这些货币如出笼老虎，不再受美联储控制。老虎要吃肉，肉就是扣除风险之后的收益率。一旦经济回暖，美联储能拿出的肉与外界比，就会显得不够分量。那时候，基础货币被激活，繁荣带来进一步繁荣，通胀悄然而致。

对未来通胀的估计

在 2011 年中期策略报告海外篇《房价见底、经济寻底》中讨论过，美国经济将于 2011 年 3、4 季度见底，从 2012 开始缓慢回升，2013 年经济进入繁荣期。高盛估计美国 2012 年的 CPI 为 2.1%，核心 CPI 为 1.4%。这可能低估了通胀压力。我们预计美国 2012 年 CPI 为 2.4%-3.2%，核心 CPI 为 1.6%-2.2%。而 2013 年 CPI 更有可能达到 4%-5% 的水平。

大宗商品价格走势

老虎扑杀最幼小的动物，货币攻击经济最薄弱的环节。越是具有稀缺性的商品越容易成为猎物。某些大宗商品有可能货币攻击的对象。2012-2013 年，伴随美国经济复苏，某些大宗商品价格有望走高。

宏观经济

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S1440210010422

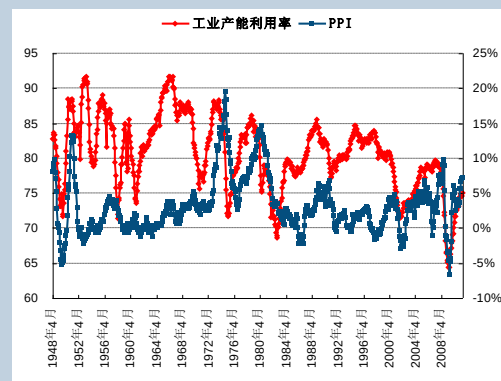
联系人：刘建中

liujianzhong@csc.com.cn

010-85156320

发布日期：2011 年 8 月 18 日

美国的增长与通胀



相关研究报告

- 2011.7.13 《房价见底、经济寻底》
- 2011.8.05 《美国进入二次去库存加速期》
- 2011.8.10 《点评联邦基金利率至少维持到 2013 年中期》

目录

美国债务的前生今世	3
1960 年以前，债务主要源于战争	3
1960-1980 年，经济发展化解债务	3
1980-如今，经济发展无法抵消债务增长	3
美国债务未来增速几何？	4
债务货币化的必然性	5
未来国债购买能力分析	6
美国联邦投资基金	6
美国公众	6
国外机构	6
美联储	7
债务货币化	7
货币超发与通货膨胀	8
对未来通胀的估计	9
2012 年美国进入经济复苏期	9
2013 年美国进入繁荣期	9
2013 年美国进入通胀加速期	11
一个例子：大宗商品价格走势	11
产能利用率与一些大宗商品价格走势一致	11

图表目录：

图 1： 美国国债总额与国债总额 GDP 占比.....	4
图 2： 中国、日本持有美国国债数量	6
图 3： 其他国家持有美国国债数量（第三到第十名）	6
图 4： 美联储所持国债在国债总额以及 GDP 中的占比.....	7
图 5： 2009 年以后超额存款准备金的快速增长.....	8
图 6： 居民债务负担指标	10
图 7： 居民未偿还贷款同比增速领先于居民债务负担指标.....	10
图 8： 全部工业、采掘业、制造业产能利用率.....	11
图 9： 各生产阶段的产能利用率	11
图 10： LME 铜价格与美国采掘业产能利用率	12
图 11： NYMEX 轻质原油价格与美国采掘业产能利用率	12
表 1： 预算赤字占 GDP 的目标比重	4
表 2： 2012 年宏观数据预测	5

美国债务的前生今世

总体而言，1980 年以前经济发展快于政府赤字增长，这个阶段中，债务不是最重要的问题。1980 年以后，尤其是克林顿总统之后，世界经济进入长波衰退，经济增长无法承受债务之重。可以说，债务问题是美国经济、甚至世界经济最重要的问题。先简要回顾美国的债务历史。

1960 年以前，债务主要源于战争

探讨赤字问题，可以按照年代分为“当代赤字”和“以往赤字”。一般以六十年代为界，此前称为“以往赤字”，六十年代至今称为“当代赤字”。

“以往赤字”主要来自于战争。美国著名经济学家诺曼·奥姆斯汀肯定地说：“如果没有 1812 年战争、美墨战争、南北战争和美西战争引起的财政赤字，那么二十世纪初的美国不仅不会有赤字，反而会有 16 亿美元的结余”，并且进一步指出：“没有两次世界大战所引起的赤字，那么 1961 年国家的赤字总额就不会是占国民收入总值的 56%，而是占国民收入总值的 5% 以下”。

第一次世界大战造成的赤字，比以往所有的赤字总和还要大。1916 年赤字总额为 12.3 亿美元，到 1919 年，赤字总额为 255 亿美元，上升了近 20 倍。为了解决赤字问题，参众两个拨款委员会的权力得以加强，加上战后的经济恢复，到 1930 年赤字下降到 160 亿美元。然而，第二次世界大战又一次将赤字推升到前所未有的地步。战争期间，赤字总额达到 2110 亿美元。战后，由于严格限制支出，债务占国民生产总值的比重趋于减小。1946 年该数值是目前的历史最高点，为 129%，1949 年为 98%，1961 年为 56%。

1960-1980 年，经济发展化解债务

美国赤字总额 1960 年至 1980 年，从 2930 亿美元上升到 9930 亿美元。在这个阶段中，各位总统也非常能折腾。60 年代上半期，美国预算支出增长相对缓慢，1960-1966 年财政年度年均增长 2%。而从约翰逊总统任内的 1966-1970 年，由于一方面实施“Great Society Programs”，一方面卷入越南战争，导致预算支出年均增长 10%。

70 年代的赤字问题主要来源于涉及公民利益拨款的指数化做法。当时，国会与总统之间为取得政治优势而斗争，使预算支出中涉及公民利益的拨款大幅增加，社会保障支出在 1969-1972 年占总预算支出超过了 45%。1973 年国会决定把社会保障支出的增长指数化，即社会保证支出的增长与消费品价格指数联系起来。到了 70 年代后期卡特总统执政时，由于通货膨胀率的大幅度上升，该项支出的指数化带来了消极影响。

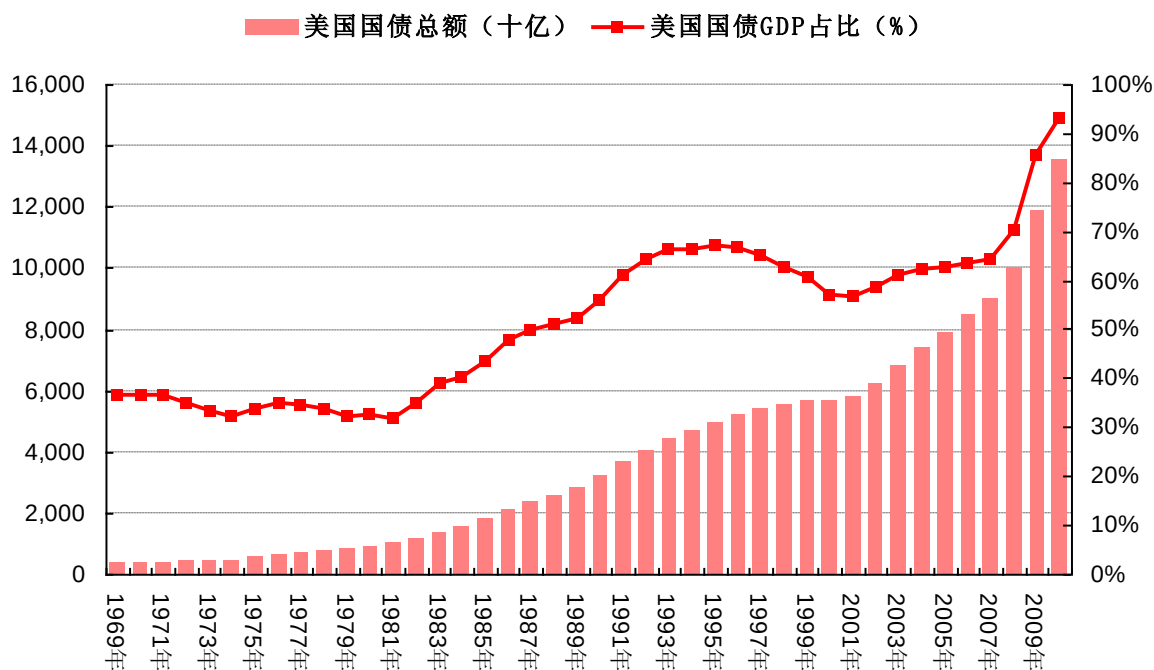
然而，这个阶段的经济发展快于债务积累，经济内在增长动力较强。美国赤字总额占 GDP 的比重逐年下降。该数值 1960 到 1980 年，从 55.7% 下降到 35.6%。

1980-如今，经济发展无法抵消债务增长

80 年代，里根以“一方面不减少社会保障支出，一方面不增加税收”和“继续增加国防费用，通过经济增长，消除经济上存在的问题”等许诺赢得总统位置。然而当选举过后，人们发现里根关于“经济增长能够消除经济问题”的诺言成为泡影。这个阶段以后，除了克林顿任内，经济增长都赶不上政府支出的增加。美国国债主要用于赤字筹资，赤字累积推升了国债水平。

2008 年以来，美国国债快速增长，增速为二战之后的历史最高值。2009 年，从 126 个国家债务占 GDP 比重来看，美国位居前 10 名之列。国债绝对水平居世界第一。

图1： 美国国债总额与国债总额 GDP 占比



资料来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

美国债务未来增速几何？

如果美国政府财政出现赤字，那么其债务就必然会增加。《美国 2010 年预算报告草案》中，给出了预算赤字占 GDP 的目标比重（表 1）。

表1： 预算赤字占 GDP 的目标比重

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
目标值	10.0%	8.0%	5.9%	3.0%	3.1%	3.0%	2.9%	3.1%

资料来源：《美国 2010 年预算报告草案》，中信建投证券研究发展部

但要注意，以上目标并非一定能实现。比如，2010 年实际发生赤字占 GDP 比重为 8.8%，高于目标值。美



国的财政支出分为法定支出、自主性支出、以及利息支出。法定支出包括：社会保障、医疗保险、医疗补助、收入保障等等，自主性支出包括：国防支出、国际支出、国内支出等等。美国财政收入主要来自于各种税收，包括：个人所得税、企业所得税、社会保险税、消费税、遗产及赠与税、关税等等。通过分解美国的财政收入和支出，我们测算，美国 2011 年的财政赤字大约为 9800 亿美元，约占当年 GDP 的 6.4%。仍然高于 2011 年预算目标。

1992 年欧盟的马斯特里赫特条约(Maastricht Treaty)把 3% 赤字率视为评价财政状况的标准。可以看出，奥巴马想在 2012 年以后将美国的财政赤字控制在该数值附近。然而，奥巴马这个雄心壮志难以实现，至少在 2012 年无法实现。虽然 2011 年 8 月 2 日通过财政立法，在未来十年内削减 2.1-2.5 万亿的预算赤字，但通过研究其条款的规定方式，发现 2012 年能削减的赤字不会超过 250 亿。我们对于 2012 年赤字占 GDP 的比重，以及其他重要的宏观数据预测如下：

表2： 2012 年宏观数据预测

	GDP (十亿)	通胀率	财政赤字 (十亿)	赤字占 GDP 比重
预测值	15900	2.4%	747	4.7%

资料来源：中信建投证券研究发展部

2013 年以后，这个目标也难以实现。2011 年 8 月 2 日，奥巴马签署的预算控制法案(BCA)，其中一个重要内容是，将成立“联合减赤特别委员会”以制定削减方案。法案要求，2011 年 10 月 14 日前国会各委员会将向该特别委员会递交潜在的改革方案；11 月 23 日前，该特别委员会必须提交出经 12 名委员多数投票通过的方案。为确保特别委员会实现削减目标，国会将采取一项强制机制，规定若该委员会未能实现最低的削减规模，则将通过该机制实施至多 1.2 万亿美元的赤字削减。其结果是，如果委员会无法达成任何协议，则将自 2013 财年起削减 1,090 亿美元。以上这些措施，有利于保障美国政府控制赤字规模。

但我们的研究表明，即使未来经济保持 3% 的健康增长，而且国债上升导致国债利率上升小于 1%，2013-2016 年美国赤字规模占 GDP 的比重都将高于 3.2%。

大量的赤字将降低国内储蓄，导致国内投资减少，影响美国经济增长水平。Feldstein¹认为未来经济保持 3% 健康增长是不太可能的。他认为更为现实的预测是 2019 年美国赤字率达到 8%。虽然我们没有他那么悲观，但在 2016 年之前，将赤字控制在 3% 以内，确实难度很大。

债务货币化的必然性

赤字融资主要依靠四个途径：发行内债、外债、货币增长产生的铸币税、以及通货膨胀税。当内债、外债发行不能满足需求时，赤字只能靠铸币税和通货膨胀税来解决。如果短期内不允许通货膨胀，那么就只能大量发行货币。在生产效率没有大幅度提高的情况下，大量基础货币的发行却一定会导致通货膨胀。先分析未来美国国债的需求情况。

¹ Obama Care's Crippling Deficits. *The Wall Street Journal*, September 7, 2009

未来国债购买能力分析

美国联邦投资基金

美国国债分为 GAS (Government Accounts Series Securities) 国债与非 GAS 国债两种。非 GAS 国债包括美国国内公众、美联储及外国持有的国债，GAS 国债主要为美国联邦投资基金定向发行的国债。按照法律规定，联邦投资基金用于特定项目资金支出，在收入大于支出情况下，其资金盈余要购买国债，主要投资于不可流通国债，即 GAS 国债。近几年来，美国联邦投资基金迅速增长，美国国债结构由非 GAS 国债主导向 GAS 国债与非 GAS 国债平分局面转变。

美国联邦投资基金主要包括社会保险基金、公务员退休和伤残基金、医疗保险基金、军人退休基金、外汇稳定基金及高速公路基金等几百支基金。由于这些基金及其收益必须全部购买国债，从而美国投资基金的增长等同于国债需求增长。二十世纪八十年代以来其持有国债占 GDP 的比重平均每年增长 0.9 个百分点。然而，研究美国的年龄结构会发现，随着退休人口的增多，社会保障资金的增幅会逐步降低。我们假设这个数值短期内不变，在研究 2016 年之内的问题时，都假设该项指标的增速为 0.9%。

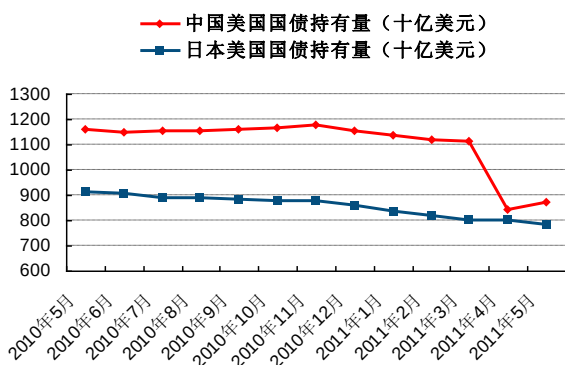
美国公众

从美国公众持有国债情况看，1993 年以来美国公众持有国债占 GDP 的比重从 35% 高点下降到 17.6%。美国提倡超前消费模式，公众储蓄率不高。而且，美国资本市场发达，国债对美国普通民众的吸引力不高。在相关研究中，我们假设该数值保持在 17% 的水平。

国外机构

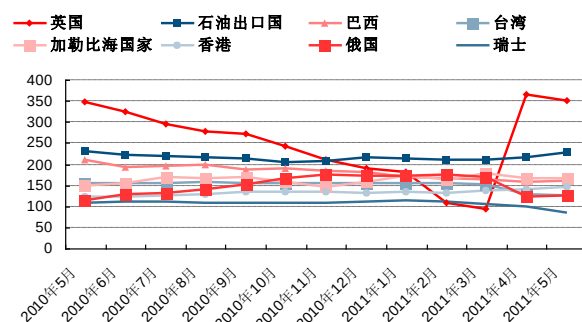
美元作为国际货币，在逆差之下，各国积累的外汇储备为美国国债提供了大量的需求。只要美元国际货币地位没有改变，外部经济体购买国债仍然是减少外汇储备损失较稳妥的选择。各国持有美国国债的数量上升的局面短期内难以逆转。但这种增速正在放缓。目前包括中国在内一些国家已经开始转持其他储备资产，如 IMF 的特别提款权或者欧元等国际储备货币。预计外部经济体持有美国国债占美国 GDP 总额近几年将基本保持稳定。

图2: 中国、日本持有美国国债数量



资料来源: wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图3: 其他国家持有美国国债数量 (第三到第十名)

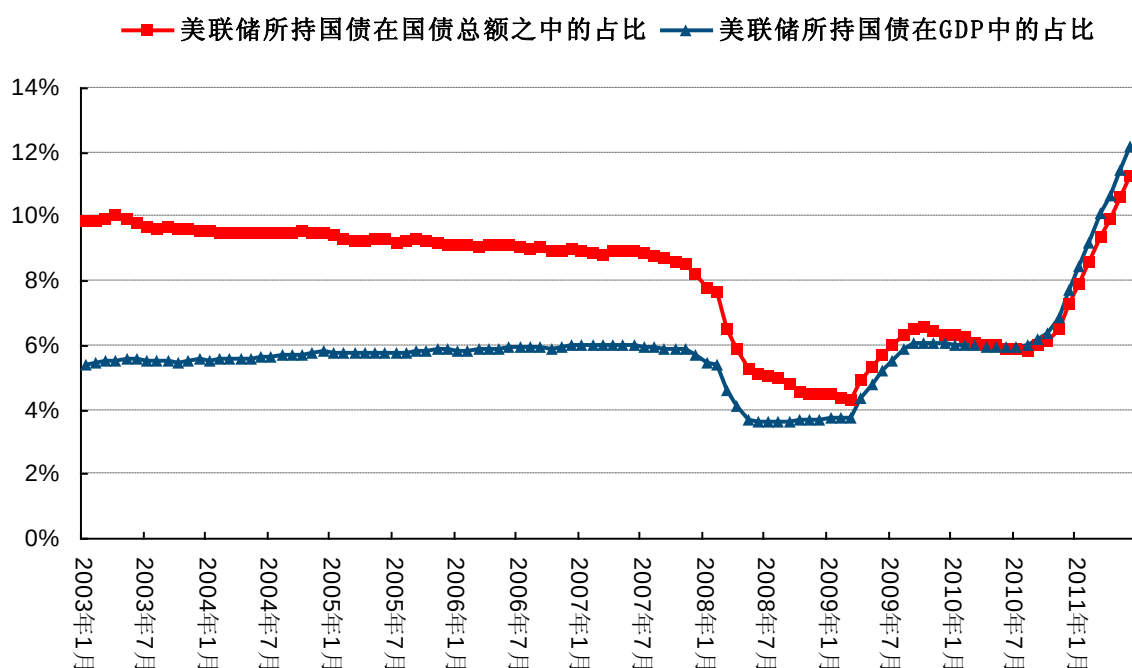


资料来源: wind 资讯 中信建投证券研究发展部

美联储

财政收支的缺口可以通过向公众及政府投资基金发行国债、发行外债以及中央银行透支等方式来弥补。如果未来美国政策必须依赖于国债大量发行，而且如果美国联邦投资基金、美国公众、以及国外政府机构购买热情不高，那么政府只能依赖于中央银行的透支。尽管目前很多国家都规定中央银行不能直接向财政透支，但财政赤字的增加必然导致国债发行速度加快。国债的大规模发行往往会导致国债价格走低，促使国债利率上升，从而会影响整个经济的融资活动。此时美联储将被迫购买美国债券。从 2009 年以来，美联储所持国债的绝对数量，以及其在国债总额、GDP 中的占比都快速上升。

图4： 美联储所持国债在国债总额以及 GDP 中的占比



资料来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

债务货币化

当公众、政府投资基金、国外机构购买美国国债的数量，在控制利率的情况下，不能满足需求时，中央银行被迫购买美国国债。但中央银行购买美国国债直接导致基础货币²的等量增加，这就造成了债务货币化问题。超额存款准备金的增多可以从一个侧面反映基础货币的增多（图 5）。

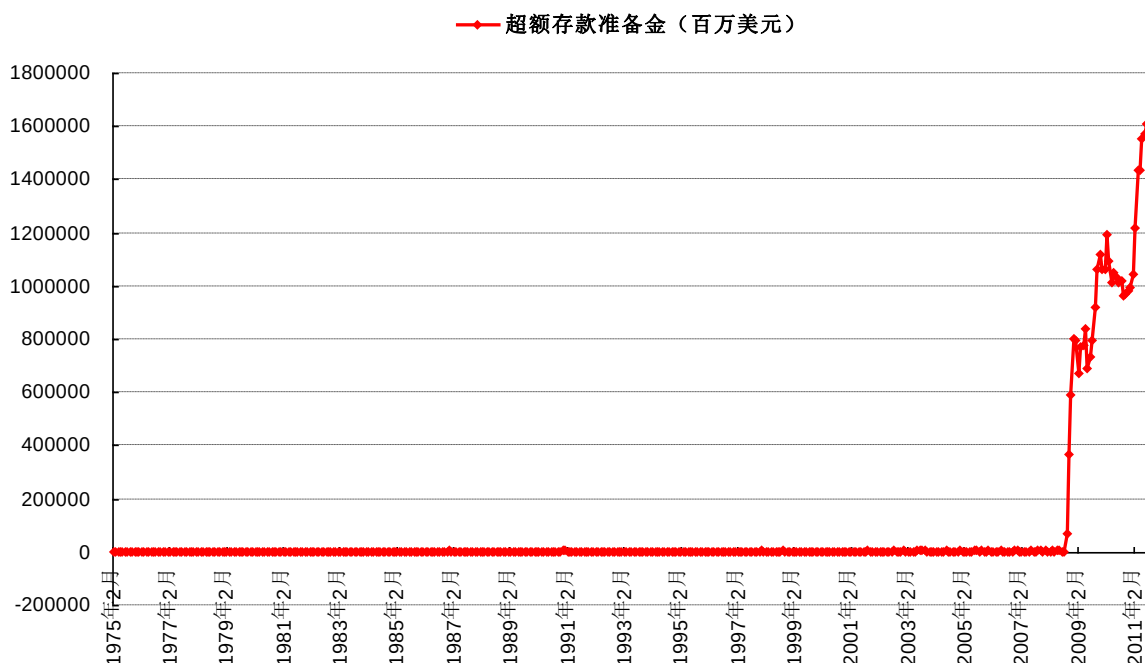
上文讨论过，在 2012 年以后，公众、政府投资基金、国外机构所持美国国债的增量比较有限，那么美联储必须不断发行高能货币为其买单。然而，将来货币的回收会成为一个大问题。基础货币发行，如老虎出笼。货币追求的是收益率³。当经济环境不佳时，犹如外界没有“肉”，老虎不会兴风作浪；但当经济回暖之后，老虎

² 基础货币也称为高能货币，定义为银行库存现金、公众持有现金，商业银行的存款准备金之和。

³ 这里的收益率严格地说是经过风险折减之后的收益率，因为投资者不仅关注收益率，还关注收益率相对于收益率期望的波动。

必然到处扑杀猎物。

图5: 2009年以后超额存款准备金的快速增长



资料来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

经济一旦复苏，商业银行储备立即就会被盘活。而美联储却没办法收回这些货币。美联储持有大量私人部门的债券，这些债券由于无法得到商业银行的青睐而难以用其实施公开市场操作。为了控制国债收益率，美联储难以大量出售国债。其他方法，比如提高准备金率同样无法在控制国债收益率的情况下，大量回收高能货币。因而经济复苏后货币必然出现超发现象。

货币超发与通货膨胀

当前美联储大量投放货币，增加商业银行储备，商业银行超额储备由原来2009年不足三十亿，上升到2009年的七千亿美元，以及2011年的一万六千亿美元(图5)。据我们估计2012年超额存款准备金峰值将到达二万四千亿美元。

货币超发与通货膨胀的联系在历史上有丰富的例子。弗里德曼认为：“通货膨胀无论何时何地都只是一种货币现象，即在一定意义上，通货膨胀是而且也只能是货币数量的急剧增加引发的，不是由于产量的增长所致。”尽管他也承认，“许多现象都能引起通货膨胀的暂时性波动”，但是，“只有在影响到货币增长的情况下，这些现象才能对通货膨胀产生持续性的影响”。而对引发货币量超速增长的原因，弗里德曼认为，这在于政府开支的迅速增长、政府推动充分就业的政策以及中央银行实行错误的货币政策等等。

当然，由于各国的经济结构不同，货币与通胀之间的传导时间、传导比例会有所不同。然而，从历史数据统计来看，除非经济处于高速发展期，货币超发都会引起之后的通货膨胀。

对未来通胀的估计

美国的通胀依赖于经济的复苏。对于美国经济周期，我们的观点如下。

2012 年美国进入经济复苏期

在中期策略报告海外篇《房价见底、经济寻底》中，我们详细讨论了美国短周期以及中周期的运行态势。目前，美国短周期处于下行寻底阶段，预计经济低点将出现在 2011 年 3、4 季度。通过对于建筑业周期的研究，美国在 2012 年进入经济复苏期。而按照经济周期理论，以及通过观察指示性指标，美国将在 2013 年进入繁荣期。由于 2013 年的情况对于债务货币化理论的结论非常重要，下面再次陈述我们对于 2013 年情形的推断过程。

2013 年美国进入经济繁荣期

居民债务负担指标对繁荣期有指示意义

美国从 2009 年以来，居民部门处于持续去杠杆化阶段。居民部门的持续去杠杆化，压抑了消费，使得当前经济走软，却有利于经济未来的发展。随着时间的推移，去杠杆化进行到一定程度，居民支出在收入中比例将提高，从而推高商品和服务的总体需求，届时经济将逐渐进入繁荣预备期。

从周期角度看，中周期繁荣阶段启动之前一般伴随着去杠杆化的完成。所以，去杠杆化完成之时，中周期会进入繁荣预备期。可以用居民债务负担衡量居民部门的去杠杆化率。这个指标的定义是：利息支付与预定本金偿还在可支配收入中的占比。

从该数据公布以来，其数值一直稳定在 10%到 14%之间（图 6），期间经历了三次大的波动。第一次于 1983 年 1 季度见底，之后四个季度的平均 GDP 环比折年率比此前四个季度高出 9.1 个百分点。GDP 同比数据于 1984 年 1 季度达到中周期范围内的高点，即滞后了一年。该值第二次于 93 年 4 季度见底，之后四个季度的平均 GDP 环比折年率比此前四个季度高 2.0 个百分点。GDP 同比数据于 1994 年 3 季度达到中周期范围内的高点，滞后了三个季度。

居民债务负担历史上还存在两个阶段性低点：1998 年 1 季度、以及 2003 年 3 季度。1998 年 1 季度居民债务负担开始从底部回升，之后四个季度的平均 GDP 环比折年率比此前四个季度高出 0.63 个百分点。GDP 同比数据于四个季度后，即 1999 年 3 季度进入阶段高点。2003 年 3 季度，该数据从底部回升，之后四个季度的平均 GDP 环比折年率比此前四个季度高出 2.1 个百分点。GDP 同比数据于两个季度后，即 2004 年 1 季度进入中周期高点。

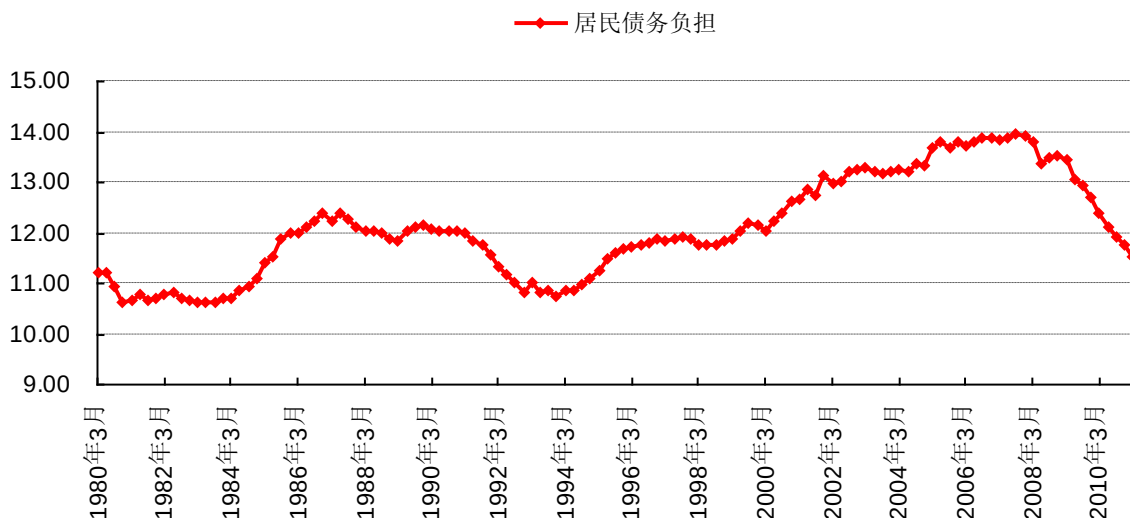
从以上的分析中可以看出，居民债务负担对于经济的高点，尤其是中周期范围内的高点有很强的指示意义。当居民债务负担从低点回升，GDP 增速在之后四个季度内的平均值会高于此前的平均值。而且，从历史上看，如果居民债务负担从较低的数值反弹，那么三、四个季度后，经济会达到中周期高点。目前，该值从 2007 年 3、4 季度见顶后，持续下降。可以认为当这个值见底回升之后，经济将进入繁荣预备期。

居民未偿还贷款增速指标领先于居民债务负担

从逻辑上讲，当居民未偿还贷款同比增速大于零，且稳步上升时，居民债务负担指标才能见底回升。目前，

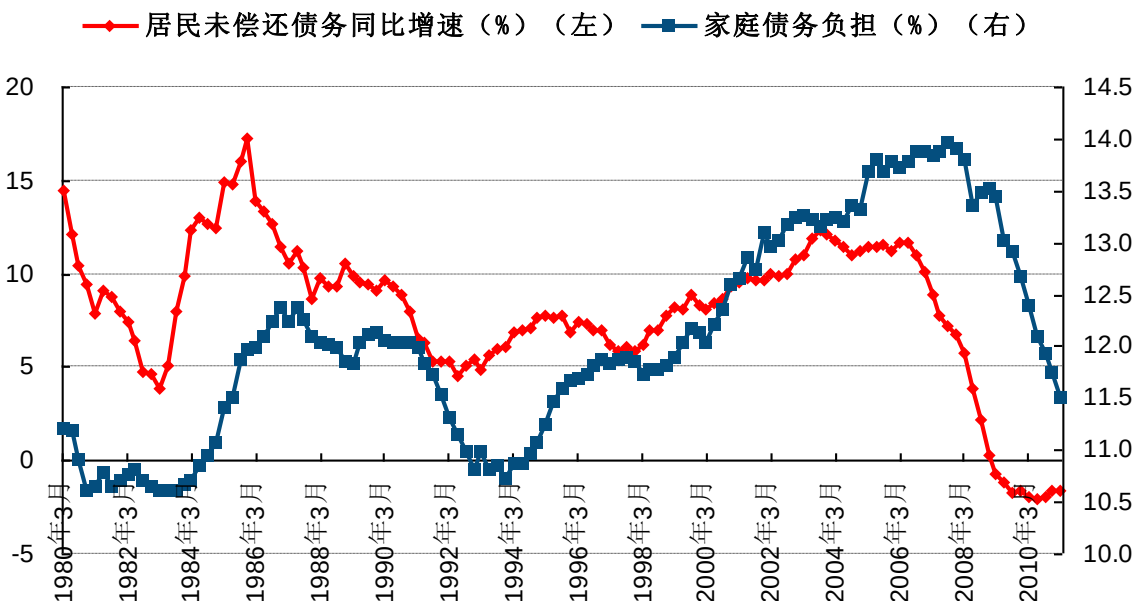
居民未偿还贷款同比增速企稳回升，但数值仍然小于零（图 7）。预计该值需要一年左右时间转正。所以我们估计这个时点在出现在 2012 年 2、3 季度。

图6： 居民债务负担指标



资料来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图7： 居民未偿还贷款同比增速领先于居民债务负担指标



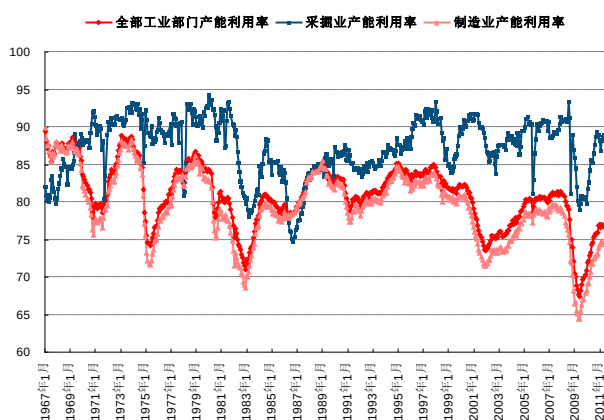
资料来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

2013 年美国进入通胀加速期

从 2012 年第 2、3 季度开始，美国进入繁荣预备期，工业部门产能利用率逐步提高。很多人认为，目前美国工业产能利用率处于历史低位，所以美国没有通货膨胀之忧。然而，有两点可以反驳这个观点。

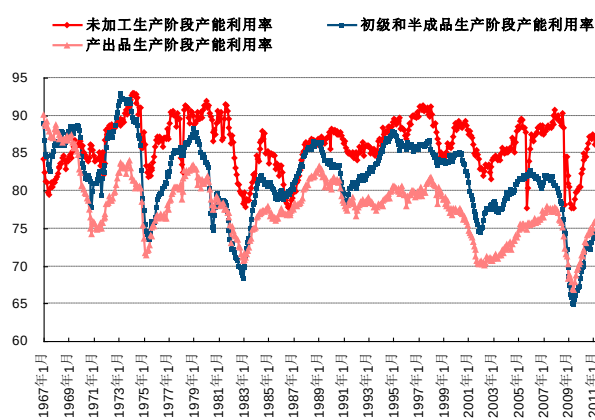
第一、由于近三年来经济的不景气，设备和人员本身的效率不会和三年前一样高。所以现在的总产能是高估的，从而产能利用率是低估的。第二、采掘业和未加工生产阶段的产能利用率一直很高。而当流动性泛滥时，原材料是比较容易受到冲击的行业，而由于原材料的产能利用率已经很高，因此对通货膨胀冲击的抵抗效果较弱，价格会发生螺旋式上涨。

图8： 全部工业、采掘业、制造业产能利用率



资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图9： 各生产阶段的产能利用率



资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

高盛估计美国 2012 年的 CPI 为 2.1%，核心 CPI 为 1.4%。而我们认为这低估了通胀压力。我们预计美国 2012 年 CPI 为 2.4%-3.0%，核心 CPI 为 1.6%-2.2%。而 2013 年 CPI 更将可能达到 4%-5% 的水平。2012 年伴随美国经济短周期复苏，并进入中周期繁荣预备期，商业银行体系的高能货币会被激活。货币是一种资本，资本追求收益率。就像老虎愿意攻击弱小的猎物一样，越是价格容易上涨的商品，越是受到货币的依附。而这种依附，就导致了商品价格上涨成为现实。

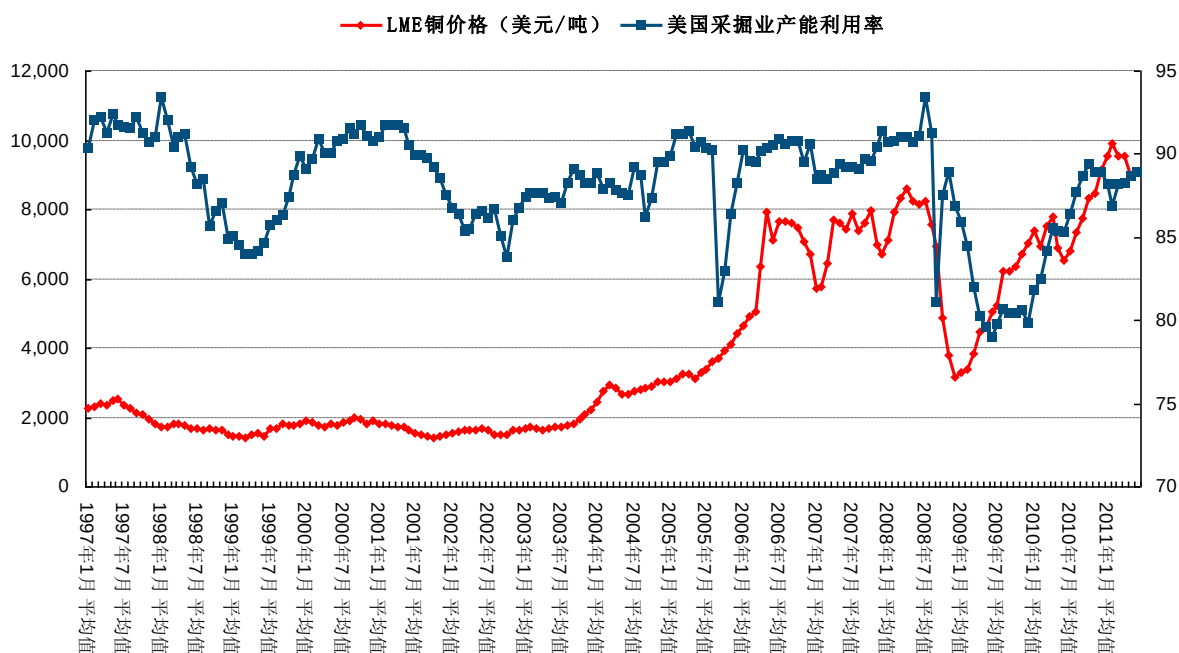
哪些商品容易成为货币攻击的对象？我们将在单独的报告中详细论述这个问题。这里只举一个简单的例子。以大宗商品为例。

一个例子：大宗商品价格走势估计

产能利用率与一些大宗商品价格走势一致

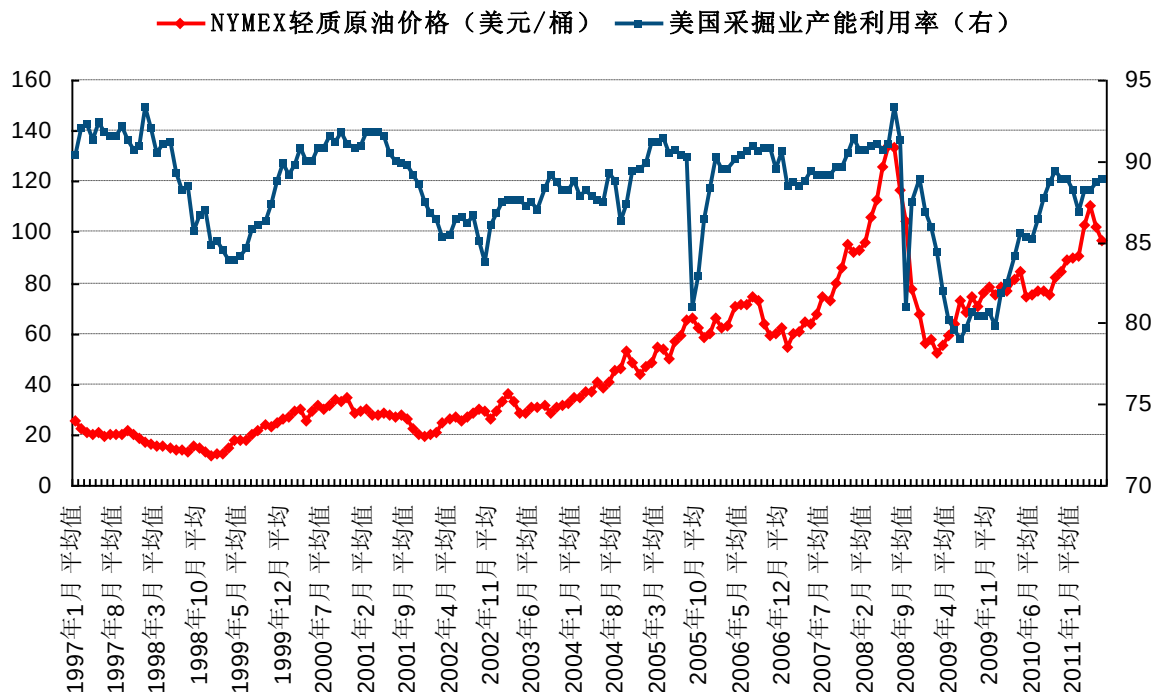
从供给角度讲，铜和原油在大宗商品中是偏紧的。以 LME 铜、以及 NYMEX 轻质原油为例，如果以三年作为一个观察时段，可以发现大宗商品价格与美国采掘业产能利用率基本上是同趋势的。2012 年 2、3 季度，美国经济进入繁荣预备期，沉淀的货币被激活，带来需求冲击。那么采掘业产能利用率必然随之提高，因此，估计铜、原油等一些大宗商品价格可能随之走高。

图10: LME 铜价格与美国采掘业产能利用率



资料来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图11: NYMEX 轻质原油价格与美国采掘业产能利用率



资料来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

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

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@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



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、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。