2011 年 9 月 6 日

通胀高点已至，4 季度政策转向可期

——2011 年 3 季度宏观报告

宏观专题

◆我们的观点

通胀已过年内高点，4 季度政策转向可期。随着食品方面通胀压力的缓解，再加上宏观层面诸如增长、货币增速、输入性通胀等因素的改善，CPI 有望在今年 7 月后趋势性下降。随着通胀这一今年政策最强的约束条件的改善，我们相信政策会在 4 季度有明显放松，而信贷则是放松最可能的发力点。但目前通胀水平和不确定性依然高企，近期偏紧的政策基调不会改变，3 季度经济增速也将在偏紧政策基调下继续温和放缓。

◆我们的分析框架

我们秉承一如既往的分析框架“（次贷危机后）增长看内需，内需看政策，今年政策看通胀”。通胀走势仍然是判断未来经济走向的关键。我们通过自上而下的宏观总量数量模型，以及自下而上的结构分析来判断通胀的走势，进而基于对通胀的预测来判断政策以及经济的走势。

◆我们预测的风险

我们的基准预测是通胀高点已至，4 季度政策（信贷）放松。相对这一基准预测的主要风险包括：（1）通胀“迟回落”甚至“不回落”，导致目前抗通胀政策被迫延续甚至加码的风险；（2）美欧经济出现严重动荡，欧债危机全面爆发或是美国经济重回衰退，进而给国内经济带来严重冲击；（3）通胀显著回落之前，房地产市场（特别是商品房建设）深度调整导致经济严重滑坡。

联系人：
徐高
010-68561288
gaoxu@ebscn.com

联系人：
钟正生
010-68565388
zhongzs@ebscn.com

联系人：
孙旺明
010-68566388
sunwm@ebscn.com

李燕飞
010-68561122-1789
liyanfei@ebscn.com
SAC 执业证书编号：S0930510120002

内容目录

1. 引言：观点分歧处，正本清源时 1
1.1 最近市场对宏观经济前景的看法再次出现较大分歧 1
1.2 通胀仍是今年中国宏观经济运行中的主要矛盾 1
1.3 我们认为，通胀高点已至，4 季度政策明显松动 1
2. 分析框架：今年政策系于通胀 2
2.1 增长看内需——外需不足靠内需补 2
2.2 内需看政策——政策推动下，中国经济只有小周期，没有大趋势 3
2.3 今年政策看通胀 3
3. 下半年通胀走势：趋势下行是大概率事件 4
3.1 自上而下看通胀——宏观模型分析 4
3.2 自下而上看通胀——结构性分析 5
4. 三季度观察期后，四季度政策放松可能性大 10
4.1 四季度政策转向依据充分且时机契合 10
4.2 信贷放松有望成为 4 季度政策转向最可能采取的形式 11
4.3 基建投资有望成为 4 季度信贷放松最可能受益的领域 12
5. 我们的基准预测及预测风险 13
5.1 基准预测：通胀高点已至，4 季度政策转向可期 13
5.2 风险之一：通胀高位震荡，抗通胀政策被迫延续 13
5.3 风险之二：美欧经济状况严重恶化，冲击中国经济 14
5.4 风险之三：通胀回落前房地产深度调整，经济明显滑坡 14

图表目录

图 1. 次贷危机后中国“外需不足内需补” 2
图 2. 危机以来，中国经济只有小周期，没有大趋势 3
图 3. 通胀拟合值和预测值 5
图 4. 食品价格推升的结构性通胀 6
图 5. 近期食品价格环比增长已趋缓 6
图 6. 猪价飙升已经结束 6
图 7. 3 季度生猪供应会持续增加 7
图 8. 政策调控下养殖户“惜售”现象好转 7
图 9. 居住价格中各组成部分的权重 7
图 10. 工业用电价格上调迟缓 8

图 11. 今年以来建房和装修价格快速上涨 8
图 12. 自有住房价格与贷款利率相关 9
图 13. 房租同比涨幅显著回落 9
图 14. 单位劳动成本上涨温和 9
图 15. CPI 通胀预测：7 月见顶，自 8 月起明显下滑 10
图 16. 经济在紧缩政策调控下持续放缓 10
图 17. 美国就业状况乏善可陈 11
图 18. 美国房地产市场未现曙光 11
图 19. 下半年信贷有放松空间 12
图 20. 紧缩货币调控下银行超储率处于低位 12
图 21. 今年以来基建投资持续偏冷 13

表格目录

表格 1. 年内我国宏观经济走势和政策应对预测 2
表格 2. 今年政策看通胀 4
表格 3. 光大宏观 CPI 预测 4
表格 4. 通胀模型设定 5
表格 5 光大宏观经济指标预测 14

1. 引言：观点分歧处，正本清源时

1.1 最近市场对宏观经济前景的看法再次出现较大分歧

市场对宏观前景的看法再次出现了较大的分歧。最近数月，我国通胀压力仍未明显消褪，经济减速愈发令人担忧，外围经济更是风声鹤唳。通胀与政策、金融与实体、内部与外部相互交织，构成了一幅复杂的图景。虽然政府官员频频表态，声称物价阶段性拐点已近，经济硬着陆风险已消，但公众的通胀预期并未明显降低，坊间对货币政策超调的争论亦不绝于耳。市场对宏观经济前景和宏观调控走势的看法再次出现了较大的分歧：**乐观者**认为通胀年内高点已过，8 月 CPI 会明显下滑，货币政策将从偏紧态势逐步转向放松，因而看多后市；**中立者**认为目前国内经济形势仍不明朗，政策主动调整的依据并不充分，国际经济动荡又平添颇多不确定性，因而多持观望态度；**悲观者**则认为通胀“冲高难回落”，欧元区已濒临崩溃，届时中国将陷入内外交困、政策进退失据的困境，因而多持谨慎态度。

分歧中，我们仍然坚持之前的观点，认为通胀已在年中见顶，4 季度政策有望在通胀回落后转向放松。这一观点我们在今年年中就已提出（参见我们今年 6 月 15 日发布的宏观中期报告《通胀年中见顶，年内政策转向可期》）。我们认为，乐观也好，悲观也罢，在分析中国经济时一定要首先抓住主要矛盾——决定经济走势的最重要因素。

1.2 通胀仍是今年中国宏观经济运行中的主要矛盾

我们一直认为今年中国经济的关键在通胀。我们秉承一以贯之的逻辑框架来分析次贷危机后的中国经济。这一框架可以简单总结为：“增长看内需；内需看政策；（今年）政策看通胀”。今年上半年，净出口对 GDP 增长的拉动为零，中国经济增长全部来自于内需的贡献。而内需中，消费一直以来波动不大，财政政策与货币政策助推下的投资需求才是关键。但宽松的财政和货币政策助推通货膨胀的上升。自去年 10 月以来，我国通胀水平一直居高不下，成为国内政策最重要的制约因素。通胀高企迫使决策层在今年内持续收紧政策，令经济增长进入下行通道。因此，今年中国经济的主要矛盾就是“抑通胀”和“保增长”之间的矛盾。换言之，通胀走势在很大程度上决定了下半年经济的走向——只要通胀能够下来，对政策的约束减弱，中国经济就能在政策推动下保持一个较快的增速。

1.3 我们认为，通胀高点已至，4 季度政策明显松动

我们认为通胀已过年内高点。一直以来我们透过两个视角看通胀——（自上而下）的宏观视角与（自下而上）的结构视角。从宏观视角来看，目前经济增速持续放缓、货币增速处于较低位置、国际大宗商品价格已从前期高点回落不少，因此宏观层面的通胀压力已经大为缓解。从结构视角来看，目前的通胀主要是食品价格推升的结构性通胀。而之前主要的食品价格推手——猪价——已过增速拐点。综合两个视角的分析，我们得出结论——通胀已过年内高点，7 月之后将趋势下行。

通胀下行后，4 季度政策有望放松。通胀压力的逐渐缓解意味着政策最大的约束条件正在放松，经济增速的持续放缓也会令决策者对增长目标赋予更高的权重。而如果考虑到美联储有可能会在今年年末或明年年初推出 QE3，那么今年 4 季度国内政策适度放松，将经济扶上马，送一程，为随后不得已而为之的控通胀政策预留空间，也是一个次优的政策选择。事实上，目前政策正从紧缩步向中性。我们认为，今年加息已经走到尽头，而在对保证金存款征缴准备金后，央行上调或下降存款准备金的概率都很小，货币政策已经进入“不松不紧”的观察期。4 季度信贷投放有望全面，而不仅仅是定向宽松，保障房和基建投资有可能成为最可能受益的领域。这让我们有理由对今年下半年的中国经济保持乐观。

但过程中的风险不容忽视。我们认为今年下半年主要的宏观风险有：（1）通胀“迟回落”甚至“不回落”，导致目前抗通胀政策被迫延续甚至加码的风险；（2）美欧经济出现严重动荡，欧债危机全面爆发或是美国经济重回衰退，进而给国内经济带来严重冲击；（3）通胀显著回落之前，房地产市场（特别是商品房建设）深度调整导致经济严重滑坡（表格 1）。

表格 1. 年内我国宏观经济走势和政策应对预测

情景	概率	年内宏观经济走势	政策应对	政策影响
基准预测	60%	通胀高点已至，经济温和放缓	伴随通胀的趋势下行，4 季度政策（信贷）放松	政策调整后增长重拾升势
下行风险一	25%	通胀 “迟回落”甚至“不回落”	目前抗通胀政策被迫延续甚至加码	增长持续处于下行通道
下行风险二	10%	国际经济动荡大幅加剧，美欧经济重回危机或衰退状态，明显冲击中国经济	政策明显转向保增长	经济增长下明显下滑，然后在政策推动下回升，中期通胀前景复杂化
下行风险三	5%	通胀显著回落前房地产市场深度调整，经济严重滑坡	抗通胀政策被迫提早转向	经济增长先明显下滑，然后在政策的帮助下回升，中期通胀前景复杂化

资料来源：光大证券

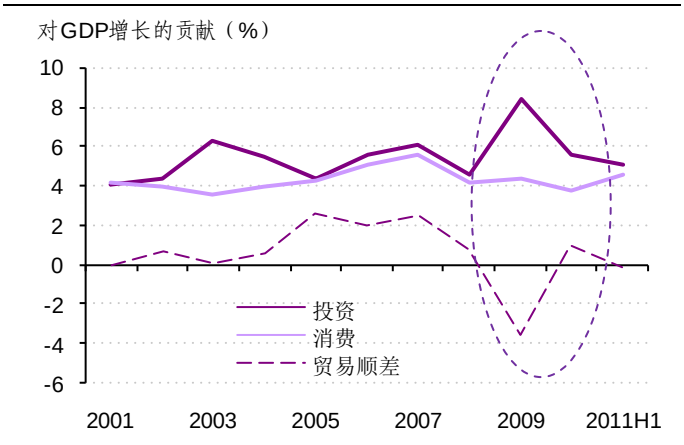
2. 分析框架：今年政策系于通胀

我们一以贯之的分析框架是“增长看内需；内需看政策；（今年）政策看通胀”。这一分析框架的要点在于：次贷危机改变了我国长期以来依靠发达国家的稳健增长来维系国内高速增长的既有格局，经济增长的动能被迫从外需转向内需。但传统的经济增长模式沿袭已久，固有的经济结构也难迅速调整，于是巨额信贷支撑的政府投资主导的一揽子刺激计划成为缓解次贷危机冲击的不二选择。自去年 10 月以来，在前期宽松财政和货币政策的助推下，我国的通胀水平一直居高不下，政策重心也被迫从“保增长”转到“抑通胀”。放眼今年下半年，我们认为，通胀的不确定性与政策的不确定性相互纠缠，我们认为，只要下半年有确凿迹象表明通胀压力已经得到充分释放，紧缩的货币政策就有空间，且有很大概率会主动转向，为经济增长保驾护航。

2.1 增长看内需——外需不足靠内需补

在次贷危机爆发前，受益于美国经济的强劲增长，我国的贸易顺差急剧增加，对经济增长的贡献率也显著上升。特别是 2005—2007 年期间，贸易顺差对 GDP 增长的贡献率都在 2 个百分点之上。2008 年次贷危机爆发后，以美国为首的西方发达经济体深陷泥潭，外需强劲增长的胜景不再。2008-2010 年，外贸顺差对我国 GDP 增长的贡献率分别为 0.8 个百分点、-3.6 个百分点和 1 个百分点。今年上半年，净出口对 GDP 增长的拉动为零，中国经济增长全部来自于内需的贡献。为防止经济的大起大落，我国在次贷危机爆发后于 2008 年底果断推出旨在应对金融危机的一揽子经济刺激计划。2009 年投资对 GDP 增长的贡献率迅速上升到 8.4 个百分点，2010 年下降到 5.6 个百分点，今年上半年仍维持在 5.1 个百分点的高位。随着一揽子经济刺激计划的逐步实施，在西方发达国家自顾不暇的同时，我国 GDP 年增长率仍维持在 9%以上（**错误！未找到引用源。**）。

图 1. 次贷危机后中国“外需不足内需补”

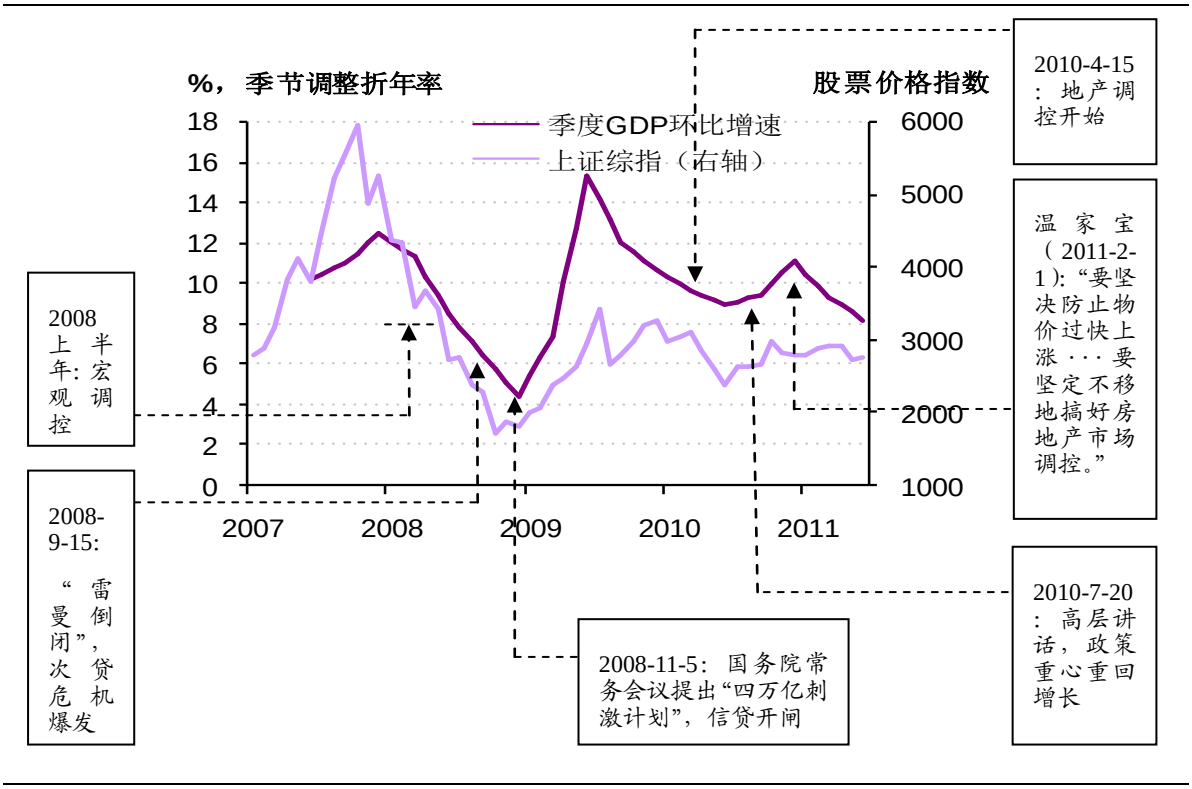


资料来源：光大证券

2.2 内需看政策——政策推动下，中国经济只有小周期，没有大趋势

次贷危机后我国采用的是“外需不足投资补，民间投资不足政府投资补”的思路。而政府投资需要扩张性财政和货币政策的支撑，即安排更多的预算赤字，提供更多的信贷额度。但在政策收放之间，经济走势就会呈现明显的波动。从图 2 中，我们可以一目了然地看到近年来我国经济的走势，并在关键的拐点处找到政策转向的明确信号（图 2）。2008 年末至今，中国已经走过了差不多两个政策推起来的经济小高潮，以及随之而来的增速下行阶段。第一次经济上行始于“四万亿刺激计划”的推出，结束于 2010 年的 4.15 房地产调控；第二次经济上行始于 2010 年 7 月政策的明显转向，结束于 2010 年年末开始的抗通胀政策。由于政策是周期波动的推动因素，而政策又会因为经济形势变化而内生调整，因此，我们看见 2008 年末以来，中国经济经历的都是小周期，而非大趋势。而在小周期中，投资者不应将趋势线性外推，有些时候反向操作或许才是更恰当的态度。

图 2. 危机以来，中国经济只有小周期，没有大趋势



资料来源：CEIC，光大证券

2.3 今年政策看通胀

今年下半年的宏观经济走向决定于通胀。 5 月下旬以来，食品价格的反季节上涨更是导致 CPI 通胀率在 6、7 月份迭创新高。近期食品价格上涨动力已经趋弱，下半年通胀趋势下行也基本成为共识，但通货膨胀的水平和不确定性仍然很高，且通胀的不确定性和政策的不确定性相互纠结在一起。特别是，8 月 9 日， 国务院总理温家宝在主持召开国务院常务会议时指出“价格调控总体有效”。这一迄今为止政府高层就当前通胀形势做出的最明确、最坚定的判断，导致市场上对国内宏调基调会否改变的猜疑和争论日渐增多。我们认为，温总理讲话可能旨在在国内通胀再创新高之际，海外经济风雨飘摇之时，稳定人们对宏观调控的信心，避免不必要的猜疑和恐慌。虽然确实可以看成是调控政策口风的趋缓，但不应视为政策全面放松的开始。除非通货膨胀压力得到充分释放，紧缩货币政策基调不会轻易转向。我们摘录了温家宝总理的几次关键讲话，从中足以看出，抑制通货膨胀仍是当前宏观调控的重心所在（表格 2）。

表格 2. 今年政策看通胀

时点	温总理讲话	我们的解读
2010 年 3 月“两会” 温总理记者招待会	“中国经济今年必须处理好保持经济平稳较快发展、调整结构和管理好通胀预期三者之间的关系。而在这三者之间，我们必须走出一条光明的路子。只有这样，才可能避免二次探底。”	经济增长、结构调整和管理通胀是宏观政策的三大目标
2011 年 3 月“两会” 温总理记者招待会	“通货膨胀就像一只老虎，如果放出来就很难再关进去。……我们今年在政府宏观调控的各项工作中，把抑制通货膨胀摆在了第一位。”	上半年抗通胀放在第一位
2011 年 4 月温总理在浙江就经济运行情况进行调研	“要保持宏观经济政策的连续性、稳定性，提高针对性、灵活性和有效性，防止物价过快上涨和经济出现大的波动。”	但经济增长目标并未离开决策者视线
2011 年 8 月 9 日温总理主持召开国务院常务会议	“经济保持平稳较快增长，**价格调控总体有效**”	当前决策层对通胀形势的判断已有改观
2011 年 9 月 14 日温总理在在《求是》上发表专稿	“经济增速缓慢回落与物价较快上涨交织在一起，使宏观调控的难度加大；房地产市场成交量萎缩、房价僵持不下、房屋竣工量增速下降；	当前决策层对增长滑坡的担忧已经抬头

资料来源：光大证券

3. 下半年通胀走势：趋势下行是大概率事件

前面我们扼要介绍了我们的分析框架。从这个框架中得出的一个直接结论是，今年下半年的经济走向取决于通胀走势。我们通过自上而下的宏观模型预测和自下而上的结构性分析，较好地把握了我国近期通货膨胀的走势（表格 3）。

结合宏观分析和结构分析，我们认为**通胀已于 7 月触顶，下半年应该会趋势性回落**。

表格 3. 光大宏观 CPI 预测

CPI（%）	2011-4	2011-5	2011-6	2011-7
实际值	5.3	5.5	6.4	6.5
光大预测值	5.3	5.5	6.5	6.5
Wind 机构预测均值	5.1	5.4	6.2	6.3

资料来源：WIND，光大证券

3.1 自上而下看通胀——宏观模型分析

我们构建了一个解释力良好的宏观通胀模型。我们首先“自上而下”从宏观总量的角度来分析通胀走势。我们建立了囊括需求拉动（产出缺口）、成本推动（猪粮比）、货币因素（M2）和输入型通胀（国际初级产品价格指数）的通胀计量模型，分析 2001 年 1 月—2011 年 7 月我国通胀的决定因素。模型中我们考虑了产出缺口和货币供应量的滞后影响（表格 4）。单整检验、自相关检验和协整检验显示模型设定有效，对通胀的解释力达到了 74%。 我们的模型分析显示，**产出缺口、猪粮比、国际大宗商品价格对 CPI 通胀有一定解释力，但货币供应的解释力不强**。

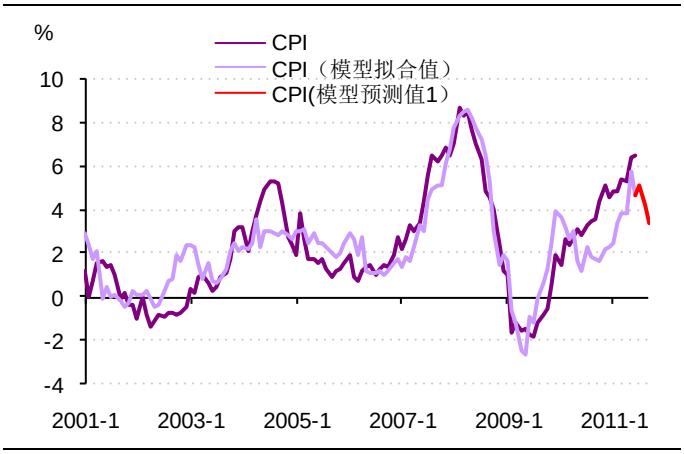
表格 4. 通胀模型设定

解释变量	系数	t 值
产出缺口（滞后 3 期）	0.37	4.01
M2（滞后 3 期）	0.05	1.73
猪粮比	1.12	9.69
国际初级产品价格指数	0.04	6.79

资料来源：CEIC，光大证券

我们的宏观模型预测下半年 CPI 将趋势性下行。我们根据如下假设，对未来 3 个月的通胀走势进行了预测（图 3）。CPI 通胀率年中见顶，之后开始回落。图中 8 月 CPI 小幅反弹，主要是由于 6 月我国规模以上工业增加值意外反弹的滞后影响。这一预测基于以下假设：（1）**产出缺口继续收窄**。继 6 月份增速超过市场预期的反弹之后，7 月份我国规模以上工业增加值再度放缓，8 月汇丰中国 PMI 指数初值仍处荣枯分界线之下。紧缩政策基调下，经济走弱会抑制物价上涨压力。（2）**增量流动性数量有限**。7 月新增人民币贷款明显低于市场预期，年中大考后表内资金回流表外导致 M2 增速再度回落。从整体货币信贷的偏紧中可以看出，货币政策并未出现任何松动迹象，央行正在逐步促使货币信贷条件回归常态。即使下半年通胀压力逐渐释放，经济增长需要重拾动能，宏观调控可能从紧缩向中性，甚至宽松方向转变，但放任信贷失控的情形也很难出现。毕竟经济体中的整体流动性是相对充裕的，在未来数年内央行都可能采用逐渐吸纳流动性的操作。（3）**猪粮比已过高点**。随着生猪存栏数的触底回升，猪价快速上涨的态势在 7 月份已经终止。猪粮比在 6 月份达到 8.5 的阶段性高点之后，8 月上旬已回落至 8.1。我们假设未来三月猪粮比小幅平稳回落。（4）**国际初级产品价格趋稳**。7 月份国际初级产品价格指数小幅反弹，但前期快速攀升（特别是石油价格）的局面难以重现。我们假设国际初级产品价格指数保持平稳，由此带来的输入性通胀压力将明显缓解。

图 3. 通胀拟合值和预测值



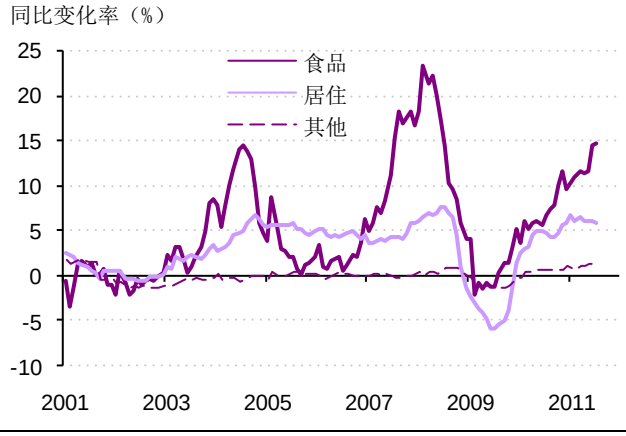
资料来源：CEIC，光大证券

3.2 自下而上看通胀——结构性分析

结构性分析提供了解读通胀的另一有益视角。我们一直认为，目前通胀更多地来自于食品方面的供给冲击。对于供给面因素导致的通胀，结构性分析——逐项分析组成 CPI 篮子中各项商品的价格走势——是另一个有益的视角。在我们构建的宏观计量模型中（参见图 9），2010 年年中之后一段时期，通胀拟合值一直低于实际值（除今年 6 月两者短暂趋同之外）。这意味着近期通胀或许并不能完全由增长、货币、大宗商品价格等宏观因素所解释。下面，我们将“自下而上”从结构性分析的视角来分析未来通胀的走势。

目前通胀主要是由食品价格上涨推升的结构性通胀。中国 CPI 篮子由 8 大类商品构成，它们分别是：食品、烟酒、衣着、家庭设备用品及维修服务、医疗保健和个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务以及居住。其中食品和居住所占权重最大，分别占到了 CPI 篮子的 31%及 17%。如果我们对 CPI 涨幅做一个简单的分解，可以发现在 8 大类商品中，目前明显上涨的仅有食品及居住，其它 6 大类的平均涨幅非常之低（图 4）。因此，完全可以认为目前的通胀是一种结构性通胀。

图 4. 食品价格推升的结构性通胀



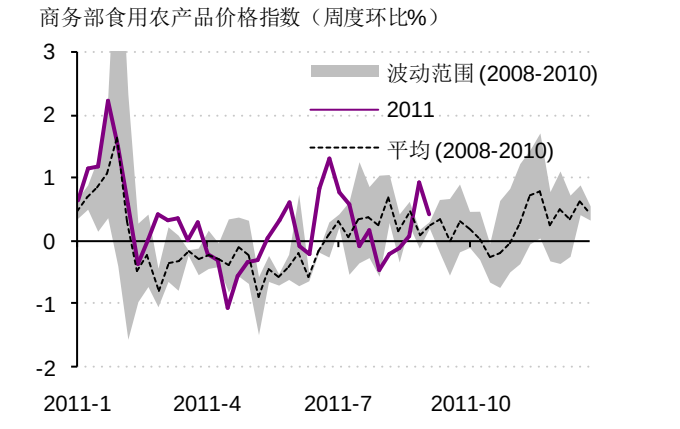
资料来源：CEIC，光大证券

结构性视角看通胀之一：食品价格上涨动力趋弱

近期食品价格环比增长已趋缓。7 月下旬以来，商务部监测食用农产品价格指数环比开始下降，食品价格上涨的动力有一定趋弱（图 5）。但在进入 8 月下旬后，食品价格在连续三周下跌后再度微幅反弹。人们不禁担心，随着食品需求旺季（中秋和国庆节）的临近，食品需求上升会不会带来价格上行压力。而其中最牵动人心的莫过于，近期猪价涨幅的回落是“真跌”还是“假摔”？生猪供应的周期性决定了生猪供应的增加存在时滞，猪价还会不会持续高位盘整一段时间？根据统计局最新公布的数据，目前猪肉大概占到 CPI 篮子的 2.4%。加之猪价波动幅度非常大——今年 6、7 月的同比增幅都接近 60%——因此猪价在很大程度上影响着 CPI 的走向。下面我们分析猪价这一影响近期通货膨胀的最不确定的因素。

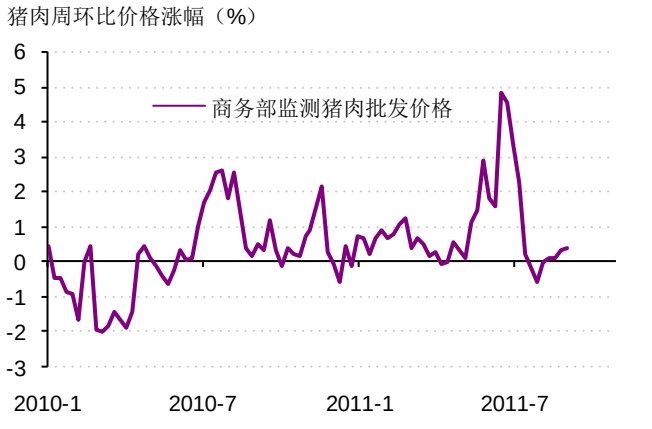
猪价环比持续走低，标志着猪价拐点已如期到来。商务部数据显示，猪肉价格在 6 月末与 7 月初曾连续四周环比上涨 2%-5%。在快速上涨了两个月之后，猪价在 7 月中旬出现年内首次环比下降，之后基本维持在环比持平的水平（图 6）。早在 5 月 27 日的专题报告《猪不会飞，拱不着通胀》中，我们就曾预测“猪价快速上涨的状态可能在 6、7 月份走向结束”。现在我们仍然坚持这一观点，认为当前猪价环比的持续回落，标志着猪价拐点已如我们之前所料的那样如期到来。从未来猪肉供求基本面和国家调控政策两方面分析，我们预计**未来数月猪肉价格环比仍将持平或下降**。

图 5. 近期食品价格环比增长已趋缓



资料来源：CEIC，光大证券

图 6. 猪价飙升已经结束



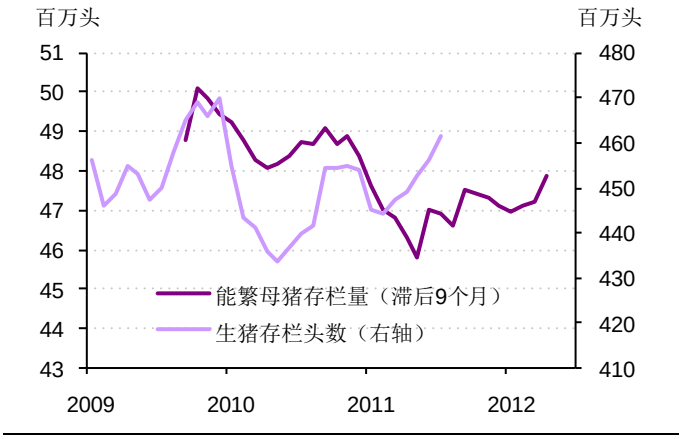
资料来源：CEIC，光大证券

养殖周期决定 3 季度生猪供应会持续增加。生猪市场是一个典型的蛛网市场。猪的生产周期约 1 年，即所谓的“三四五”周期——母猪成熟配种需 3 个月左右，妊娠期约 4 个月，产仔后仔猪育肥出栏需要 5 个月。即使因为猪价走高，养殖户立刻扩大饲养规模，其扩产行为也只能增加 1 年后的生猪存栏。这种特性造成生猪市场呈现蛛网波动：

猪价呈现一年高、一年低的走势（关于 12 个月猪周期更详细的证据请见 5 月 27 日《猪不会飞，拱不着通胀》）。2010 年能繁母猪存栏数在 8 月见底，以能繁母猪到生猪出栏 9 个月推算，今年 6 月后生猪存栏数将显著增加。事实上，今年 7 月末生猪存栏已达 4.61 亿头，是 2010 年以来的最高水平，预计未来数月生猪存栏将继续增加（图 7）。

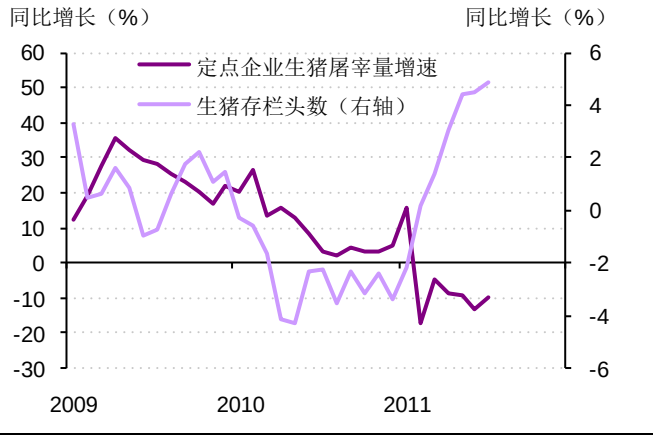
政府调控措施缓解惜售现象，促进生猪出栏。近两月猪价大涨的一个重要原因是养殖户的“惜售”。面对猪价持续上涨，养殖户理性的选择是增加存货——把猪放在栏里继续养着，等待未来卖出更好的价钱。因此，今年 1 至 7 月生猪存栏量增速与生猪屠宰量增长出现了较大的背离——存栏增加很快，而屠宰量却持续负增长（图 8）。养殖户的惜售行为加剧了市场供需的不平衡，进一步推高了猪价。在猪价已达高位时，近期政府出台了一系列促进生猪生产的政策，这会改变养殖户猪价继续上涨的预期，从而缓解惜售现象、促进生猪出栏。同时,随着猪粮比的高位徘徊，养殖户仔猪和能繁母猪补栏的积极性逐渐提高。再考虑到之前分析的 6 月后生猪存栏将稳步增加，预计未来数月猪肉供给将继续攀升。

图 7. 3 季度生猪供应会持续增加



资料来源：CEIC，光大证券

图 8. 政策调控下养殖户“惜售”现象好转

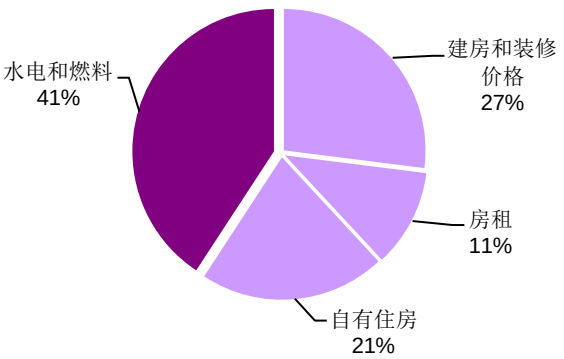


资料来源：CEIC，光大证券

结构性视角看通胀之二：非食品价格上涨空间有限

非食品价格中只有居住价格上涨明显,但居住价格快速上涨阶段已过。如前所述，本轮通胀非食品价格中只有居住价格上涨明显，其他六类的平均涨幅非常之低。我们将结构性视角一以贯之，进一步将居住价格进行分解。国家统计局核算的居住价格包括四大类：建房和装修材料、房租、自有住房支出以及水、电和燃料支出（图 10）。逐个分析每个类别的价格走势之后，我们得出结论：**居住价格快速上涨的阶段已过，未来进一步上涨的空间有限。**

图 9. 居住价格中各组成部分的权重

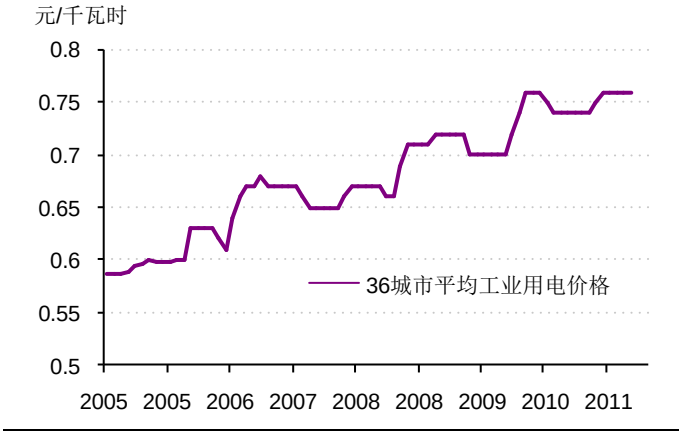


资料来源：光大证券

资源品价格改革延迟决定了水电和燃料价格的上涨空间有限。居住中权重最高的水电和燃料价格多属政府管制价格，受能源和资源品价格改革影响较大。今年 6 月 1 日，为扩大火电企业的利润空间，缓解电力供应紧张的局面，发改委上调 15 个省市非居民用电价格，但保持居民用电价格不变（图 11）。这是自去年年末以来，非居民用电价格的首次上调。由于居民用电价格保持不变，电价上调对 CPI 没有直接影响；但非居民用电价格的上升势必增加其他商品的生产成本，从而间接影响到 CPI。我们估算 CPI 通胀率将因此次电价调整上升约 0.06 个百分点。不过这种间接影响不会立即发生，而是会在电价上调后一段较长时间内逐渐显现。我们认为，当前通胀水平和不确定性仍然很高，类似的资源和能源价格改革短期内难以重启；即使在通胀压力明显缓解后重启，其对水电和燃料价格的影响也是微乎其微且逐渐显现的。

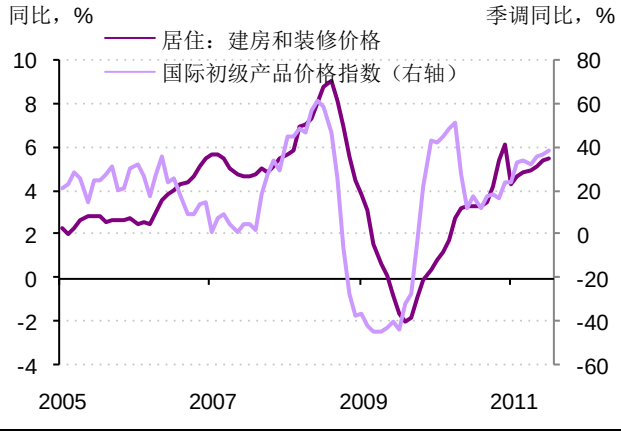
国际初级产品价格企稳决定了建房和装修价格的上涨空间有限。我们发现居住价格中的建房和装修价格与国际初级产品价格指数的走势密切相关。今年二季度以来，受中东北非地缘政治格局的动荡和日本地震造成的全球供应链紊乱的影响，国际初级产品价格指数一路飙升，我国的建房和装修价格也逐步走高（图 12）。目前来看，国际商品市场的供求面并未发生明显改变，而充斥国际商品市场的不确定性逐渐降低，因此前期国际大宗商品（特别是石油）价格高速攀升的局面难以呈现，将会呈现高位震荡甚至下行的格局，我国建房和装修价格快速上涨的态势也会随之放缓。

图 10. 工业用电价格上调迟缓



资料来源：CEIC，光大证券

图 11. 今年以来建房和装修价格快速上涨

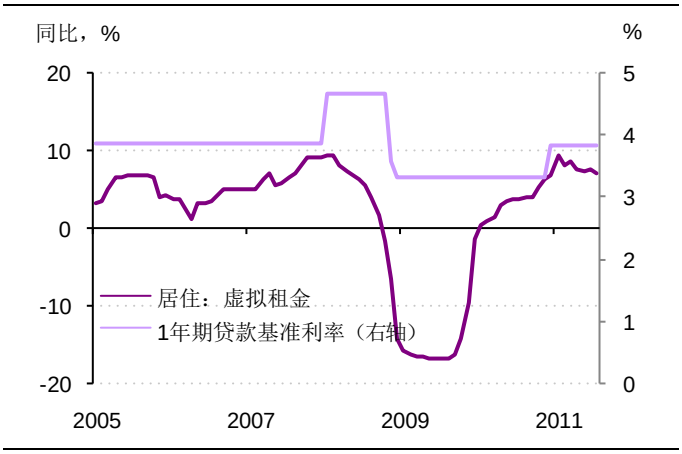


资料来源：CEIC，光大证券

本轮加息周期已近尾声决定了自有住房价格的上涨空间有限。国家统计局在测算自有住房价格（虚拟租金）涨幅时，按贷款利率和物业管理费、维修费的涨幅加权得到；对自住房主的每月还贷和利息支出，在 CPI 中实际并不考虑。因此，虚拟租金的涨跌主要与贷款利率相挂钩（图 12）。我们认为，随着下半年通胀趋势性下行，本轮加息周期已经接近尾声，贷款利率不再上行自然会减缓虚拟租金的上涨。

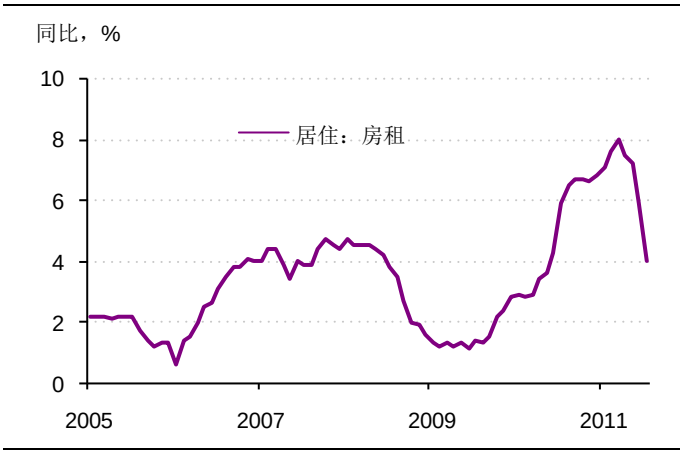
限购政策冲击的瞬时性决定了房租的上涨空间有限。去年 9 月 29 日国务院推出“国五条”之后，各大城市限购之风蔚然盛行。相当部分的购房需求立即转化为租房需求，房租应声而涨，同比涨幅从 2010 年中的 4.3%迅速跃升至下半年平均 6.5%的水平。今年上半年，需求端抑制政策仍在延续，房租涨幅依然高位运行。但随着限购政策需求分流效应的逐渐释放和弱化，房租上涨步伐也渐趋缓和，房租涨幅已从今年 3 月的 8%回落到 7 月的 4%。考虑到去年下半年留下了一个较高的基数，即使房租在严厉的房地产调控之下环比稳步上涨，下半年房租同比仍将呈现平稳回落的态势。而且由于房租在居住价格中只占 11%，所以房租对居住价格以及整个 CPI 的拉动作用都将很弱。

图 12. 自有住房价格与贷款利率相关



资料来源：CEIC，光大证券

图 13. 房租同比涨幅显著回落



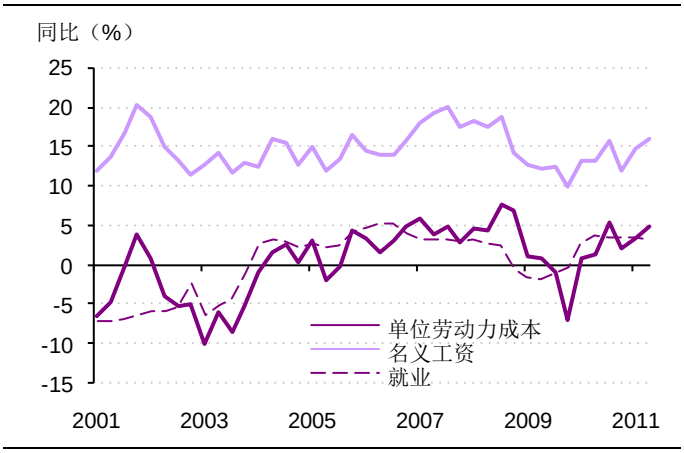
资料来源：CEIC，光大证券

结构性视角看通胀之三：食品价格向非食品价格的传导并不明显

食品价格向非食品价格蔓延的最重要途径是用工成本。目前制造业价格还相当稳定，但很多人担心未来制造业价格会开始上涨，令目前的结构性通胀蔓延成为全面性通胀。食品价格蔓延到非食品价格的最重要途径是用工成本。食品价格上升无疑会侵蚀工人的实际购买力，推升工人寻求高工资的意愿。如果工人工资确实因此而上升，那么无疑会带来全社会用工成本的上涨，带来成本推升型的通胀压力，从而导致全面性通胀的出现。

劳动力市场数据显示制造业价格有望保持稳定。劳动力市场数据显示，目前食品价格向非食品价格传导的逻辑并未在实体经济中发生。最近，制造业工资涨幅仍处于长期均值附近，并未出现明显加速的迹象。如果考虑到中国工人的劳动生产率一直在快速提升，那么折合到单位商品上的劳动力成本——单位劳动成本——目前仅有非常温和的上涨。这意味着我们无需对制造业产品的价格上涨过于担心，它们的价格应该可以保持稳定。

图 14. 单位劳动成本上涨温和



资料来源：CEIC，光大证券

4. 三季度观察期后，四季度政策放松可能性大

前面我们结合自上而下的宏观模型分析和自下而上的结构分析，得出“通胀已于 7 月触顶，下半年将趋势性回落”的结论。而要确认通胀压力已充分消退，至少要到 8 月 CPI 公布前后，也就是 9 月中旬。因此，我们预计，**整个 3 季度仍属政策观察期，等待通胀压力和不确定性的逐渐缓解，期间紧缩政策基调不会轻易改变，但可能伴有边际上的调整；宏观政策的明显转向可能要到 4 季度，货币信贷的放松将成为最可能的形式，届时有望迎来通胀下行、增长上行的理想组合。**

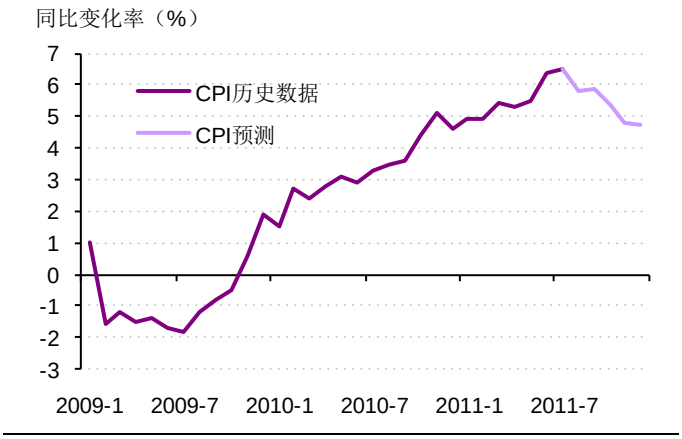
4.1 四季度政策转向依据充分且时机契合

目前市场上有一种担忧，认为政府可能乐于接受下半年通胀压力逐渐回落，经济增速持续放缓的现实，会“静观其变”，而不会“主动谋变”。相应地，下半年紧缩政策既不会加码，但也不会减码，市场也将在不温不火中艰难前行。但我们认为，4 季度政策主动调整的依据充分且时机契合，市场也将迎来期待已久的上升行情。

依据之一：随着下半年通胀的趋势下行，制约今年政策的最大约束条件逐渐缓解

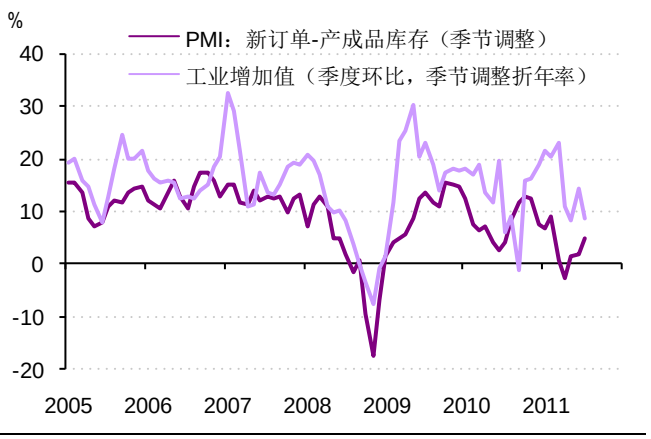
今年政策系于通胀，通胀是否已经见顶，见顶之后能否平稳回落，是判断下半年宏观调控政策走向的关键。但经济增长也从未离开过决策者的视线，经济增长下滑有多快，经济下滑幅度是否达到决策者的容忍阈值，是判断政府在“抑通胀”和“保增长”之间如何权衡取舍的重要依据。目前食品价格上涨动力明显减弱，宏观层面的通胀压力继续缓和，加之下半年翘尾因素的大幅减弱，我们预测自 8 月起 CPI 通胀率将明显下滑，年终有望回落到 5%以下（图 15）。同时，整个三季度紧缩的政策基调很难改变，届时经济将会连续三个季度左右下滑（图 16）。特别是，决策者之所以关心经济增长，最根本的原因是关心就业，目前劳动力市场各项指标尚属稳健，从而增强了决策层维持从紧政策控制通胀的决心。但失业率是个滞后指标，经济连续三个季度的下滑终将体现在就业上。一旦就业状况恶化，那就很可能逾越决策者对经济增长滑坡的容忍底线，令当前的抗通胀政策被迫及早转向。事实上，从温总理《求是》杂志上专稿的字里行间，我们亦可解读出**总理对经济增长的担忧有所增加**。文中指出“经济增速缓慢回落与物价较快上涨交织在一起，使宏观调控的难度加大”，并列举了当前宏观经济运行中的一些新变化，房地产成交量萎缩、中小企业融资困难、资本市场情绪低迷这些警示信号纷纷进入总理的视野。总之，随着通胀这一制约今年政策的最大约束条件的逐渐缓解，政策重心将由通胀向增长转移，为经济增长保驾护航将再度成为首要的政策目标。

图 15. CPI 通胀预测：7 月见顶，自 8 月起明显下滑



资料来源：CEIC，光大证券

图 16. 经济在紧缩政策调控下持续放缓



资料来源：CEIC，光大证券

依据之二：随着下半年通胀的趋势下行，国家部委间的“增长博弈”会再度上演

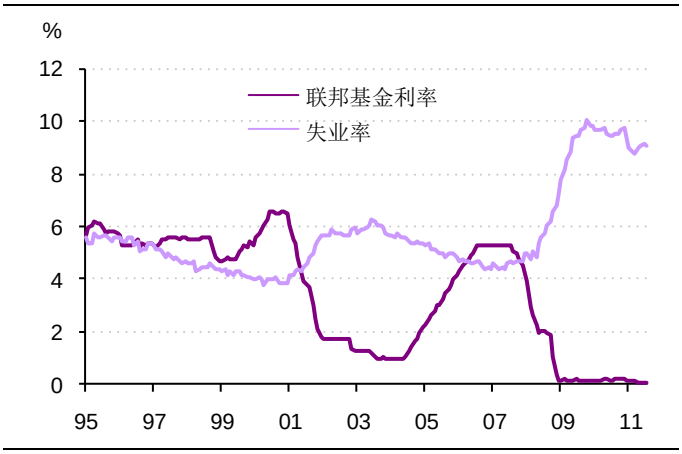
通胀下行后，部委之间博弈的结果会令政策更多的偏向增长。人民银行与发改委在控通胀与保增长中各负其责，历来互相牵制。但截至目前，调控物价的部际统一战线仍然比较稳固。例如，央行 8 月 12 日在发布《2011 年第二季度中国货币政策执行报告》时指出，“稳定物价的基础还不牢固”，表明人行对通货膨胀的发展仍持谨慎态度；之

后发改委官员相继表态，指出不用担心中国经济硬着陆的措辞，表明一向被看作“增长铁卫“的发改委尚未成为抗通胀政策的最大掣肘。我们认为，各部委能取得这种难能可贵的一致性，主要原因有二：一是中央北戴河会议一锤定音，将稳定物价总水平作为下半年宏观调控的首要任务，各部委理应服从宏观调控的大局；二是对于目前经济增速放缓是温和的、是政策主动调整的结果、是为抑制通胀而创造的必要条件，各部委基本达成共识。但随着经济接近三个季度的持续下滑，局部和结构性经济严重放缓趋势的出现，特别是作为滞后指标的就业状况的低迷，发改委“保增长”的吁求会再度汹涌而来；而在下半年通胀趋势下行的情形下，人行“一旦政策松动通胀就会反弹”的吁求则会疲弱很多。此消彼长之际，政策调整难以避免。

依据之三：美国 QE3 可能年末推出，国内政策需要未雨绸缪

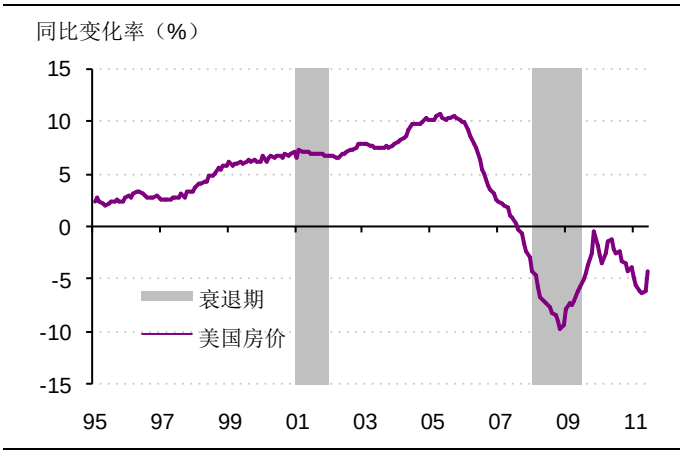
当前美国债务水平很高，减赤任务沉重，美国实体经济艰难前行，2 季度美国实际 GDP 环比折年率初值仅为 1%。说经济风雨飘摇可能有点言过其实，说政策捉襟见肘却是不争的事实。我们曾指出，判断美国经济复苏是否强劲，只需回答两个关键问题：美国的“无就业复苏”何时才是尽头？美国的房地产市场何时重现曙光？目前来看，这两个问题尚没有令人满意的答案。当前美国失业率高达 9.1%（图 17），房地产市场也未见显著好转（图 18）。我们认为，近期美联储推出 QE3 概率很低，原因有四点：1、美国核心通胀已经逼近隐性通胀目标值；2、联储内部观点分歧严重（上次议息会议决议竟有 3 票反对，在联储历史上也是极为少见的）；3、维持超低利率至 2013 年中期的政策宣示效应需要消化，短期内再祭大规模量化宽松过于草率、效果存疑且阻力重重；4、伯南克在 Jackson Hole 年会上的讲话中表示，对美国下半年及长期经济增长乐观。但如果实体经济的复苏依然迟滞无力，美联储很可能会在今年年末或明年年初推出 QE3。届时国内将面临输入性通胀再度来袭、紧缩性政策被迫加码的困局。**将经济扶上马，送一程，为不得已而为之的控通胀政策预留空间，将是一个次优的政策选择。**

图 17. 美国就业状况乏善可陈



资料来源：CEIC，光大证券

图 18. 美国房地产市场未现曙光



资料来源：CEIC，光大证券

4.2 信贷放松有望成为 4 季度政策转向最可能采取的形式

3 季度货币政策“不松不紧”基本已成共识。我们认为，随着下半年通胀水平的趋势下行，本轮加息周期已接近尾声。原因在于：加息属于紧缩货币政策的加码，与北戴河会议后的稳健基调不相契合；基准利率上调必然抬升市场利率，对实体经济的伤害不可小觑；外围经济动荡会令决策者在出台紧缩政策时更加谨慎，对加息这一社会公众眼中最具杀伤力的货币紧缩工具而言更是如此。近日央行要求保证金存款缴纳存款准备金，引起资本市场的担忧。我们认为，这只是央行回收流动性的另一种方式，是为维护适度的流动性状况，为抗通胀营造良好环境而采取的必要措施。由于央行这一新举措也能起到回收流动性的作用，所以未来半年再上调准备金率的概率非常小。同时，我们认为近期下调存款准备金率的概率也非常小。原因在于：（1）央行不会舍简就繁。对央行来说，与其一方面扩大存款准备金缴纳范围，一方面又下调存款准备金率，还不如干脆维持现状，伺机而动（不要求保证金存款缴存准备金，但也不上调存款准备金率）。（2）下调准备金率的放松含义和对冲流动性的紧缩含义相互矛盾。 可能紊乱市场对宏观调控基调的预期。

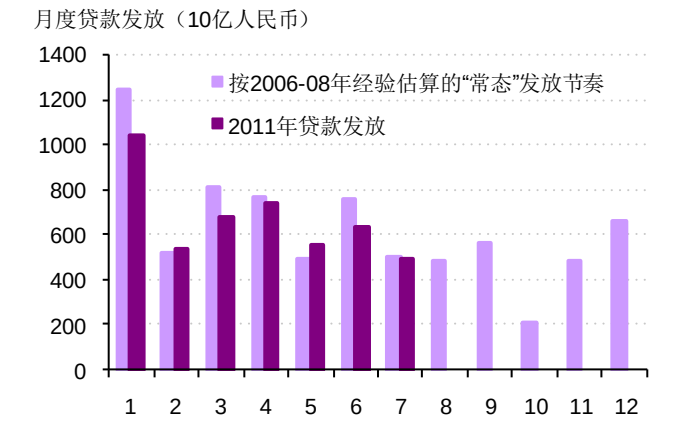
尽管市场中仍有争议，我们还是认为 4 季度信贷会放松。我们在今年宏观中期报告中构想了 4 季度政策转向的几个发力点：货币紧缩节奏放缓；财政支出加速；信贷闸门松口和保障房建设加速（参见我们今年 6 月 15 日发布的报

告《通胀年中见顶，年内政策转向可期》）。从 6 月开始“一月一提存，两月一加息”的货币紧缩节奏已经放缓，货币政策进入既不会加码也不会减码的观察期；1 至 7 月全国财政收入快速增长，按全年完成 9500 亿预算赤字推算，下半年财政支出的进度理当而且已经加快；而加快保障房建设已经成为不折不扣的政治任务，板上钉钉的事情。目前尚待证实的政策发力点就是信贷放松。目前，市场对 4 季度货币信贷会否放松，商业银行是否有钱可贷存在争议。我们对这两个问题的回答都是肯定的。

4 季度信贷有放松空间。保障房建设的平稳推进，还是战略新兴产业发展的启动实施，抑或是基础建设投资的重新加速，都需要加大货币信贷的支持力度。**从货币政策工具来看**，目前随着通胀水平的趋势下行加息周期已经接近尾声，对保证金存款征缴准备金意味着存款准备金率窗口的关闭，因此，为下半年经济增长保驾护航，央行可用的政策工具只有公开市场操作和信贷额度控制。而公开市场操作只是央行平抑流动性余缺的日常操作，因此利用信贷这一最有效率的货币政策传导渠道来为实体经济输血也就成为央行的不二选择（放松对表外资金的监管。也就是说，4 季度货币政策放松，必然是货币信贷的放松。**从贷款发放情况来看**，最近几月信贷投放节奏相比 2009-2010 年更为均衡，回到 2006-08 年的（正常）投放节奏。1-7 月新增信贷约 4.7 万亿，按正常投放节奏推算，全年新增信贷不足 7 万亿（图 19）。而按央行广义货币供应量（M2）增长 16%的目标推算，今年新增信贷应在 7.5 万亿左右。因此，如果 4 季度货币信贷不松，对经济增长的金融支持可能不足，全年经济增长的目标可能受损。

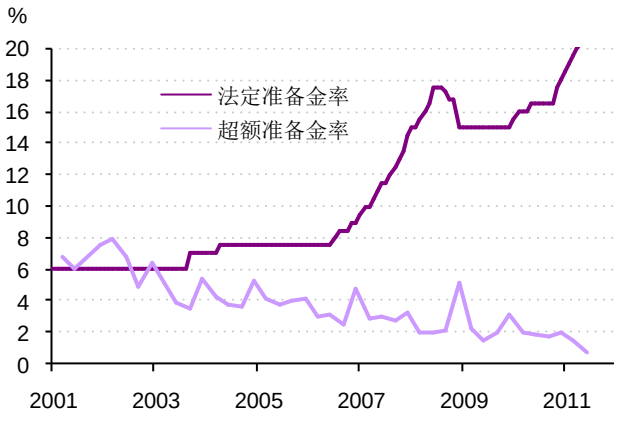
4 季度商行有放贷能力。现在有观点认为，商业银行的超额准备金率处于低位（图 20），因此即使 4 季度货币政策转向商行也可能有心无力，无钱可贷；今年 7 月货币信贷之所以远低市场预期，商行放贷冲动减弱也是个重要原因。我们认为，正是持续紧缩的货币政策造成了银行超储率的走低，束缚了商业银行放贷的手脚。一旦央行放松信贷额度控制，金融支持经济的渠道将会迅速畅通，这是因为商业银行的放贷意愿恒久存在，实体经济的贷款需求也强劲如初。换句话说，**银行超储率低是货币信贷收紧的结果，却不会构成货币信贷进一步收紧的原因。**进一步地，商业银行“缺钱”现象很难出现，原因有二：一是信贷额度控制放松后，当初为规避严格的存贷比考核从表内流向表外的资金会回流表内，从而商业银行的放贷基数会扩大；二是央行此次对保证金存款征缴准备金，冻结流动性规模应该不会超过下半年外汇占款流入的规模，且央行会适时平滑货币市场资金价格的波动（例如采取公开市场净投放的形式），从而商业银行的放贷能力会提高。

图 19. 下半年信贷有放松空间



资料来源：CEIC，光大证券

图 20. 紧缩货币调控下银行超储率处于低位



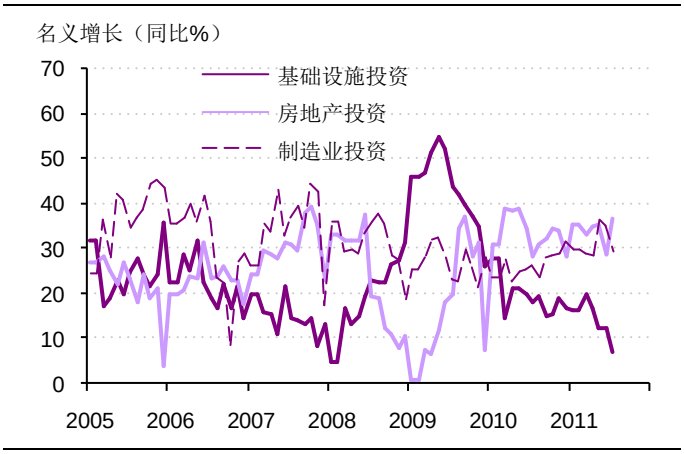
资料来源：CEIC，光大证券

4.3 基建投资有望成为 4 季度信贷放松最可能受益的领域

从政策调控方向来看，基建投资是为经济增长保驾护航的必然选择。靠巨额信贷撬动投资已经成为我国刺激经济增长的惯常模式。如果 4 季度信贷放松，政府将会如何引导资金流向？严厉的房地产调控政策年内退出基本无望，因此除针对保障房建设的信贷“定向宽松”外，我们不能指望信贷资金会大举涌入房地产项目，特别是商业地产项目。即使商业银行可能试图绕道表外进入房地产领域，但也会因监管部门的“围追堵截”而不会形成太大的气候。因此，为经济增长保驾护航的重任就落在基建投资身上。基建投资同比增速从年初的 17%下滑至 7 月的 10%，持续偏冷状况一直没有得到改善，因而有充足的提振空间，其对经济增长的拉动效应也会比较显著（图 21）。同时，由于资金可得性的提高，7 月同比增速有所下滑的制造业投资可能会再度反弹。

从资金逐利本性来看，基建投资收益较稳定、体量足够大的优势明显。信贷资金自然会流向资本回报率高且稳定，资金容纳能力充足的行业。就此而言，虽然发展战略新兴产业是国家大力扶持的方向，但战略新兴产业具有风险投资的特性，国外既有十足成功的经验，也有彻底失败的教训。特定产业能否兴盛既要遵循产业演进的规律，又要吸引足够多的市场资金进入，政策只能发挥引导和撬动的作用，至于最终能否做大做强并不是十分确定的事情。而基建投资属于政府调控起来颇为驾轻就熟的领域，市场对其资本回报的水平和稳定性也颇具信心。总而言之，如果 4 季度信贷放松，信贷资金会更多地投向保障房和基建投资，投资稳健的格局有望持续，经济增长的动能有望提升。

图 21. 今年以来基建投资持续偏冷



资料来源：CEIC，光大证券

5. 我们的基准预测及预测风险

5.1 基准预测：通胀高点已至，4 季度政策转向可期

我们的基准预测是通胀将在下半年趋势性下降，4 季度政策在通胀走低后有望放松。我们认为这种情况发生的概率为 60%。我们自上而下的宏观模型预测和自下而上的结构性分析均得出 7 月是年内通胀高点的结论。在此之前，5 月中旬后食品价格的快速上涨推升 CPI 一路向上；在此之后，随着食品方面通胀压力的缓解，再加上宏观层面诸如增长、货币增速、输入性通胀等通胀因素的改善，CPI 有望在下半年趋势性下降。随着通胀这一今年政策最强的制约条件的改善，我们相信政策会在 4 季度有明显放松，而信贷则是放松最可能的发力点。但通胀水平和不确定性依然高企的情况下，近期偏紧的政策基调不会改变，3 季度经济增速也将在偏紧政策基调下继续温和放缓。对下半年我国主要宏观经济指标的预测见**错误！未找到引用源。**。

5.2 风险之一：通胀高位震荡，抗通胀政策被迫延续

风险之一是通胀回落速度和幅度低于我们的预期，政策持续不松，经济增长一路下行。我们认为这种情景发生的概率为 25%。我们一直认为食品价格上涨是造成本轮通货膨胀的最主要原因之一，因此食品价格走势将在很大程度上决定未来通胀走势。近期，随着中秋国庆的临近，食品需求明显攀升，这无疑会加大食品价格上涨的不确定性：**一是猪价虽然已过增速拐点，但猪价仍可能持续高位盘整一段时间。**我们认为，随着国家一系列扶植生猪生产政策的出台，养殖户“惜售”现象开始有所缓解，而且按照从能繁母猪到生猪出栏 8 个月的周期推算，今年 6 月后生猪存栏数应该而且确实显著增加了，因此未来数月猪肉价格环比仍将持平或小幅震荡。但猪肉供应的增加能否充分和及时地对冲猪肉需求的增加，从而抑制猪肉价格的进一步攀升仍存在一定的不确定性。**二是近期蔬菜价格飙升出人意外，其对食品价格上升的助推作用值得关注。**商务部监测食用农产品价格中，8 月 22 至 28 日蔬菜价格周环比涨幅曾达到 6.1%，创下自今年 2 月以来的最高环比增速。我们认为，目前尚未入冬，蔬菜生产的气象条件好于去年冬季，且去年年末推出的刺激蔬菜生产的政策仍在持续发挥效力，因此去年年末到今年年初蔬菜价格大幅上扬的场面很难再现。8 月 29 日至 9 月 4 日，蔬菜价格周环比涨幅已经大幅降至 1.5%。但如果受恶劣气候条件影响，蔬菜价

格仍快速上涨两三个星期，那么有可能令 9 月 CPI 回落有限甚至反弹。总之，猪价不降，或者蔬菜价格快速上涨，都会令通胀冲高不回落或迟回落。在此情形下，目前偏紧的政策基调年内都不会放松，甚至可能加码。此时，即使经济增速在偏紧政策调控下持续放缓，决策层也只能继续将宏观调控的重心放在通胀上。

5.3 风险之二：美欧经济状况严重恶化，冲击中国经济

风险之二是欧美经济的严重恶化，冲击中国经济。我们认为这种情景发生可能性仅为 10%。进入 8 月以来，美欧经济持续动荡。一方面，美国经济数据持续不理想，失业率仍处高位，就业增长乏力，经济增长势头减缓。另一方面，欧债危机持续动荡，并逐步蔓延至欧元区核心国家。市场对希腊债务违约的预期挥之不去，并开始忧虑意大利及西班牙的主权债务问题。主权债务的问题也已影响到了欧洲的银行系统，动摇了市场对金融市场的信心。鉴于这样严峻的形势，世界各大预测机构纷纷调低了对美欧经济增长前景的预期，并开始讨论美欧重回衰退的可能。虽然我们不认为美欧目前的情况已经差到了会马上面临经济危机，但他们经济前景的黯淡和不确定无疑对中国经济构成了风险。如果美欧经济状况严重恶化，中国将会通过贸易渠道受到明显冲击，令本已处于下行通道的经济增长明显减速。而政策将会在外部经济恶化的背景下转向保增长。经济走势将先明显下行，而后在政策的推动下回升。但是由于这种情景下政策放松的力度会比较大，中期的通胀前景将会复杂化。

5.4 风险之三：通胀回落前房地产深度调整，经济明显滑坡

风险之三是经济（主要因为商品房建设的失速）而明显滑坡。我们认为这种情景发生的可能性仅为 5%。目前，房地产投资的高位运行，特别是保障房建设的加快推进，是维持投资总体稳健格局，令经济不致严重滑坡的重要支撑。如果随着需求端抑制政策的延续（例如二三线城市限购范围的扩大），以及对房地产资金管控的加强，房地产企业因资金链紧张而被迫降价去库存，那就可能引致房地产市场的深度调整，房地产投资会因此陷入低迷不振甚至严重滑坡的境况。同时，随着临近入冬气温渐降，保障房建设进度可能受到影响，其对经济增长的拉动作用也可能弱化。目前，消费内源性增长机制尚未成型，战略新兴产业发展仍处规划或启动阶段，外需也会因发达经济体的动荡而继续低迷，因此，房地产市场的平稳发展是不可或缺的。如果房地产投资失速明显，导致经济滑坡加剧，特别是导致劳动力市场状况恶化，那么就可能逾越决策者对经济增长滑坡的容忍阈值，令目前的抗通胀政策提前被迫转向。因此，即使届时通胀可能仍维持在较高水平，提振经济也会成为政府调控的首要任务。相应的，中期的通胀前景也会同样变得更加复杂。

表格 5 光大宏观经济指标预测

（除非特别指明，表中数字均为同比增长率）

	2011Q1	2011Q2	2011Q3 预测	2011Q4 预测	2011 年全年
CPI	5.1	5.7	5.9	4.8	5.4
PPI	7.1	6.9	7.3	4.8	6.5
GDP	9.7	9.5	9.1	8.5	9.2
工业增加值	14.4	14.3	13.5	12.0	13.4
累计投资	25.0	25.6	25.0	24.9	25.2
零售	16.3	16.8	16.6	15.5	16.4
出口	26.4	24.0	20.8	14.9	21.0
进口	32.9	27.6	19.5	6.3	20.0
贸易顺差（亿美元）	-7	467	839	1054	2353
1 年期存款利率（期末值）	3.0	3.3	3.5	3.5	3.5
M2	16.6	15.9	13.0	10.9	10.9
存款准备金率（期末值）	19.5	21.0	21.0	21.0	21.0
人民币兑美元汇率（期末值）	6.55	6.48	6.38	6.29	6.29

资料来源：CEIC，光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011 年 5 月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011 年 4 月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011 年 3 月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系 06 届学士、08 届硕士。2008 年 7 月加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，09 年 11 月起专注国内宏观研究，所在团队获得 2009、2010 年新财富最佳分析师宏观第五名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汀青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhrui@ebscn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。