



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

宏观经济研究报告

2011 年 9 月 26 日

宏观经济

研究部

彭文生*

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

林暾

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111040011
lintun@cicc.com.cn

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

第 172 期

节能减排压力大, 欧洲银行风险高

国内: 节能减排构成近期增长下行压力

2011 年四季度和 2012 年节能减排的力度可能加大。“十一五”期间和今年上半年节能减排效果不佳, 导致政策力度加大, 短期内可能会给经济增长带来下行压力, 但仍在宏观调控承受范围之内。长远看, 节能减排将更多依靠市场机制, 带动相关产业发展, 给宏观经济带来长期利好。

9 月控通胀压力不减。高频数据显示 9 月前三周食品价格上涨较快, 主要受季节性因素影响, 而历史数据显示 9 月非食品价格也存在季节性上涨因素。预计 9 月 CPI 同比 6.2-6.4%, 可能较 8 月出现反弹。

经济增速进一步放缓。预计 9 月 PMI 受季节性因素影响可能小幅回升, 但主要经济指标同比增速较 8 月回落: 工业增加值同比降至 13.2%, 固定资产投资累计同比下降至 24.7%, 社会消费品零售总额略降至 16.9%。但预计 9 月 M2 同比增速 13.6%, 与 8 月基本持平。

国际: 美联储扭曲操作作用小, 欧银行对欧债风险敞口大

9 月 FOMC 会议决定实施“卖短买长”的“质化宽松” (“扭曲操作”) 政策, 旨在压低 20-30 年期的国债收益率。会议决定将到期的联邦机构债券和机构 MBS 再投资于机构 MBS 市场, 这有助于进一步压低首次按揭贷款利率。“扭曲操作”会降低银行的借贷利润, 但我们认为对整体经济影响有限。

美联储、IMF 和英格兰银行等官方机构担忧全球经济增长, 导致全球股市大跌。美联储警告显著下行风险, IMF 下调世界经济增长预测, 英格兰银行议息会议纪要表明进一步量化宽松的可能性增加。IMF 指出, 如果欧债危机恶化、美国财政调整方案陷入政治僵局, 欧元区和美国经济可能再次陷入衰退。

在最近发布的《全球金融稳定报告》中, IMF 估计自 2010 年 1 月以来, 欧债危机对欧洲银行的直接影响高达 2000 亿欧元; 如果加上银行间风险敞口, 影响将达 3000 亿欧元。IMF 强调其估算的并不是银行的资金缺口。根据历史经验, 我们估计欧洲银行的潜在资金缺口达 1670 亿欧元。

* 报告贡献人: 吴杰云、杜彬

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

上周中金宏观研究报告一览

9 月 19 日：外围环境继续动荡，国内政策难以放松(第 171 期)

本周主要经济数据及事件公布预告

国内

9 月 30 日（星期五）：汇丰 PMI

10 月 1 日（星期六）：中国物流与采购联合会 PMI

国际

9 月 26 日（星期一）：欧央行公布 SMP 计划购买证券量；美国公布 8 月新屋销售数据

9 月 27 日（星期二）：美国公布 7 月标普 Case-Shiller 房价指数，美国公布 9 月咨商局消费者信心指数

9 月 28 日（星期三）：美国公布 8 月耐用品新订单数据，德国公布 9 月 CPI 预计值

9 月 29 日（星期四）：美国公布 2 季度 GDP 终值

9 月 30 日（星期五）：美国公布 8 月私人消费与支出数据，欧元区公布 9 月 CPI 初值

目录

国内：节能减排构成近期增长下行压力	3
国际：美联储扭曲操作作用小，欧银行对欧债风险敞口大	9

图表

图表 1：“十一五”节能减排目标勉强完成	4
图表 2：轻重工业增幅差收窄，节能减排初见成效	4
图表 3：四大高耗能行业用电量占比降至低位	4
图表 4：单位 GDP 能耗下降可能导致工业增加值减速	4
图表 5：GDP 增长和就业形势保持良好	5
图表 6：节能环保产业占 GDP 比重将进一步提升	5
图表 7：9 月多数食品价格环比上涨，涨幅以蔬菜为首	6
图表 8：9 月 CPI 预测矩阵	6
图表 9：预计三季度 GDP 同比增速继续放缓	7
图表 10：预计 9 月份发电量增速下滑	7
图表 11：OECD 领先指标显示外需下降	8
图表 12：预计 9 月新增贷款较 8 月有所下降	8
图表 13：9 月主要经济指标预测	8
图表 14：4000 亿美元长债购买计划的到期结构和私人部门持有国债存量的期限结构	9
图表 15：IMF《世界经济展望》最新预测	10
图表 16：2011 年以来欧元/美元汇率及基准掉期息差	10
图表 17：各国国债市场规模占欧元区总规模比重	11
图表 18：边缘国家主权债务危机的累积溢出效应	11
图表 19：海外主要经济指标	14

国内：节能减排构成近期增长下行压力

节能减排加大增长下行压力

节能减排力度和影响继续扩大

国务院 9 月 7 日发布了《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确了“十二五”期间的节能目标为单位 GDP 能耗下降 16%。在发改委近期发布的节能预警和向全国人大的汇报中，明确指出上半年节能减排完成情况不尽如人意，并把节能减排列为今明两年经济工作的重点。一系列政策信号表明，节能减排的力度和影响已经开始扩大。市场普遍关注未来几年该政策的施行将如何影响经济增长。

“十一五”末的“冲刺式”做法不足为训

此时突出节能减排缘于“十一五”期间和上半年效果并不理想。“十一五”开始，政府将节能减排上升为国家的主要经济社会发展目标，并将具体的完成指标分解到地方和企业，纳入地方官员的绩效考核。2008 年和 2009 年美国金融危机导致国内经济增速存在大幅下滑风险，政策注意力重新转向“保增长”，从而放松了对能耗和污染的控制力度，导致 2010 年的节能减排形势异常严峻。在中央政府的超强度政策压力下，地方政府采取短期冲刺的方式，最终勉强完成了“十一五”期间单位 GDP 能耗下降 20% 的预订目标。总体来看，“十一五”减排指标超额完成，节能指标完成情况则略有不足（图表 1）。但今年以来，节能减排目标完成又面临严峻形势：根据国家发改委上月发布的节能预警，占全国能源消费 60% 的 16 个省份完成今年的节能指标存在困难；中央政府计划目标为全年单位 GDP 能源消耗同比降低 3.5%，但上半年下降幅度仅为 1.5%。严峻的形势迫使政府在近期重拾节能减排“大棒”。

由于“十一五”期间我国的节能减排是在政策驱动下实现的，并非源于经济结构的自我调整，因此无论是对能源的产量限制还是价格提高均相当于对经济的外生负面冲击，在短期内会对经济增长产生抑制作用。而拉闸限电等行政化节能减排措施，对经济最显著、最直接的影响则是短期内会降低高能耗工业产品产量，从而使重工业工业增加值增速显著放缓（2010 年下半年的情况，图表 2），同时，“两高一资”行业的固定资产投资也将大幅降低。此外，随着产业转移和基础设施改善，中西部地区正处于加速工业化阶段，所承受的节能减排压力会高于东部地区。

节能减排可能导致四季度增长显著放缓

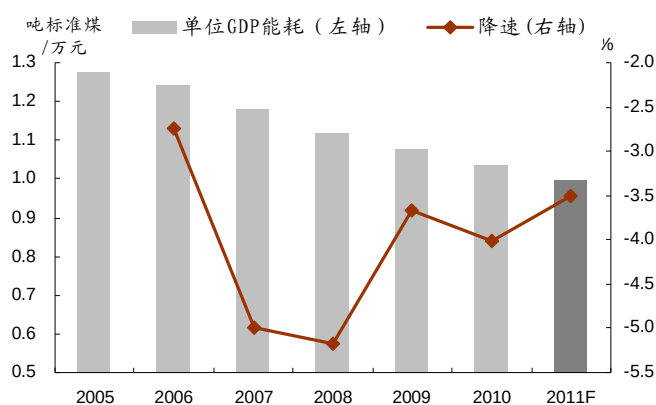
节能减排力度加大将对近期经济增长形成压力。今年是“十二五”开局之年，大量新建项目上马增加了对能源的需求。而在上一个五年规划开局之年的 2006 年，全年能耗降幅只有 1.23%，说明完成今年 3.5% 的下降目标面临的挑战更大，需要更大力度的紧缩政策。从宏观经济指标看，8 月重工业增加值同比增长 13.5%，较 7 月的 14.5% 明显下降，而同期轻工业却有所上升，轻重工业增速差收窄（图表 2），同时四大高能耗制造业的用电量占比也降至 30.8% 的低位（图表 3），节能减排政策力度可能已开始加大。在中国经济增长主要还是由投资拉动的现实情况下，这必然会导致固定资产投资和工业增加值的增速减缓，分别从支出法和生产法两个角度拉低 GDP 增长。决定企业投资意愿的因素是投资回报率，在紧缩政策导致的资金面紧张已经大大增加了扩大投资的机会成本的同时，节能减排又会提高投资的风险贴水。根据我们的观察，GDP 单位能耗与工业增加值之间存在比较显著的正相关关系（1978-2010 年数据回归结果显示二者相关系数为 0.36，图表 4），如果全年 3.5% 的能耗目标能够实现，则四季度的工业增加值增长可能下降到 10% 以下。这也是我们在季度报告中判断“固定资产投资增长将在下半年显著减缓，导致经济增长的动能减弱，进而导致 GDP 环比增速在四季度见底”的主要依据之一。

劳动力供给偏紧的就业形势是减排政策推行的宏观基础

宏观调控可以承受节能减排带来的增长放慢。尽管对于短期经济增长的负面意义明显，但中央政府加大政策力度、力推节能减排政策的决心并无动摇迹象：7 月 22 日召开的中央政治局会议在明确下半年经济工作主要任务时强调：“要毫不放松地抓好节能减排，明确各级政府目标责任，建立健全有效的激励约束机制，强化企业主体作用，深入推进全社会节能减排。”8 月 25 日发改委主任张平代表国务院向全国人大常委会做汇报时指出上半年节能减排形势严峻，并将其作为下半年八大重点工作之一。我们认为，政策当局的“底气”主要来自于良好的就业形势，以及产业转移对固定资产投资的稳定作用（图表 5）。2008-2009 年政府放松节能减排督查，并出台 4 万亿刺激计划的根本原因是大批农民工失业返乡导致的就业压力。而目前失业率非但没有明显上升，“民工荒”、“招

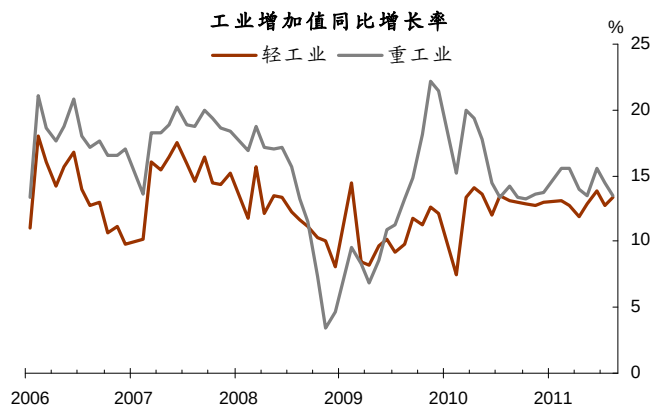
工难”的消息却不绝于耳。同时，国内产业转移趋势今年以来明显加速，东部地区投资增速虽然有所下降，但中西部地区通过承接产业转移推动了投资增长（安徽等中部省份 8 月份累计固定资产投资增幅为 30% 以上，贵州和甘肃等西部省份升幅达到 40% 以上），并且吸纳了大量就业人口。与“十一五”相比，“十二五”规划已经把年均经济增长的预期目标从 7.5% 降低至 7%。各方测算未来 5 年中国的潜在增长率为 8%-9%，我们维持今年 GDP 增长 9.2% 的预测，并预测明年的 GDP 增长进一步放缓至 8.4%，其中已经包含了节能减排导致的增长放缓因素。中国的经济正在稳定地向潜在增长率回归，节能减排力度加大并不会明显改变这一趋势，不构成长期经济震荡的风险，也就没有轻言转向的必要。

图表 1：“十一五”节能减排目标勉强完成



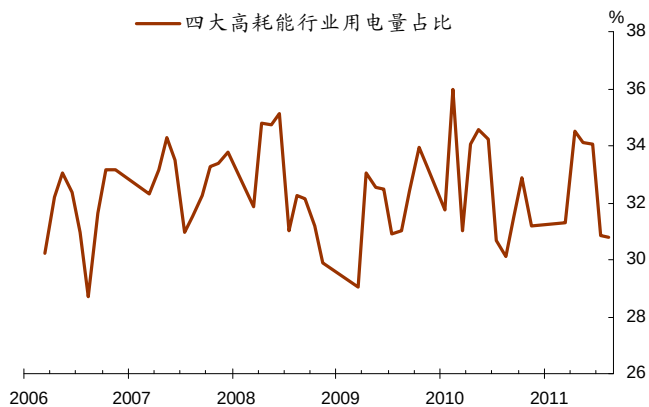
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 2：轻重工业增幅差收窄，节能减排初见成效



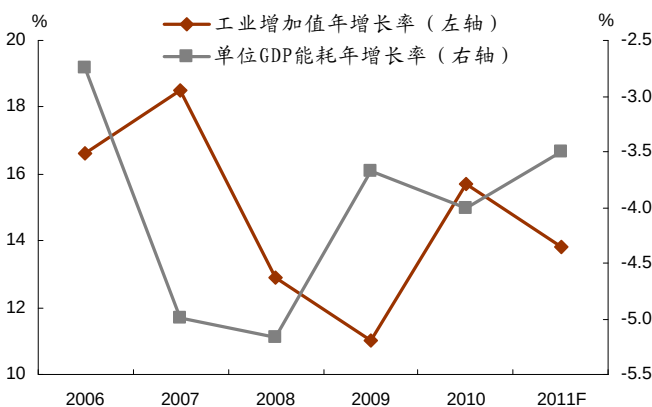
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 3：四大高耗能行业用电量占比降至低位



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 4：单位 GDP 能耗下降可能导致工业增加值减速



资料来源：Wind、中金公司研究部

市场力量唱主角，新兴产业成看点

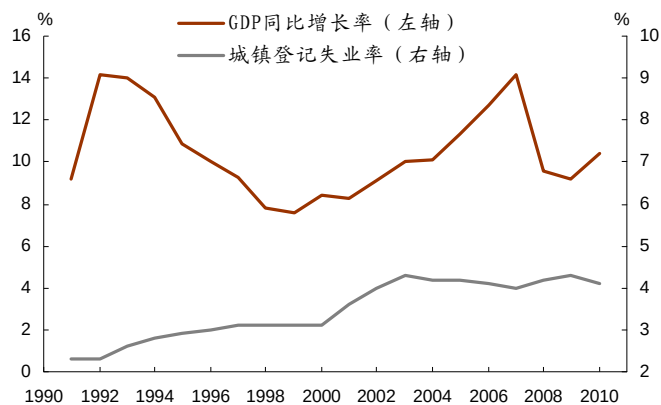
“十二五”节能减排可能发生的新变化。“十一五”节能减排施行过程中的主要教训就是把长期的政策目标变成了短期突击式的冲刺，在手段上过度依赖行政强制且不计成本，从而在短期内对经济发展形成了较大冲击。在“十二五”加快推进经济结构调整和经济发展方式转变的背景下，节能减排必将成为未来五年的政府工作重点。从公布的“十二五”节能减排综合方案来看，政府力图吸取足够的经验教训：

- 为避免 2010 年末突击冲刺的情况再度出现，政府将强化对节能减排指标完成情况的年度甚至年内考核。2010 年发改委为督促地方政府完成节能目标而暂时发布的

《节能目标完成情况晴雨表》在2011年继续按季度定期发布，将对地方政府产生持续压力，而不再仅仅表现为年末的突击检查压力。转变“唯GDP论”的政绩考核方式的关键在于节能减排等社会发展完成指标的量化，从规划方案看，发改委和环保总局等部门将陆续发布多项这方面的细则，节能减排将日益成为中央政府对地方政府进行考核的常态化指标，其“一票否决”的机制将进一步推广，更多新增项目和投资能否上马将决定于环评结果。

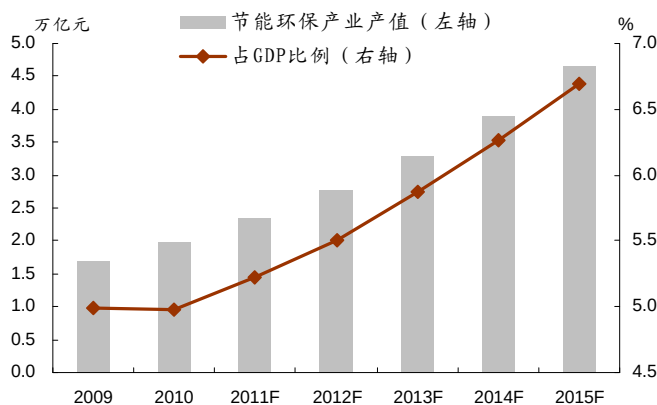
- ▶ 市场化措施将发挥更大作用，并形成节能减排长效机制。包括提高上网电价，建立电价市场化形成机制、征收矿产资源税和环境税、继续降低和取消高耗能、高污染、资源性产品的出口退税等价格、税收手段。市场化节能减排措施有利于提高能源使用效率，能够以最低成本实现节能减排目标。其中，资源税费和环境税改革最受各方关注且已先行一步。新疆的油气资源税从去年6月1日起实行从价计征，税率为5%，由此拉开了呼唤多年的资源税改革序幕。今年上半年，资源税完成征收307.63亿元，同比大幅增长44.9%。“十二五”期间节能减排将在宏观调控过程中占据更加显著的地位，并且成为转变发展方式和深化体制改革的重要推手，而不再仅仅是一个孤立的政策选项。
- ▶ 淘汰落后产能，催生新的投资热点，利好长期投资和经济增长。在新出台的节能减排综合方案中，与发展战略新兴产业结合，大力推动节能环保和资源循环利用的产业规划占据极大比重，单纯的节能减排措施则退居相对次要的地位。中央政府目前正在筹划更多支持节能产业的政策，预计节能环保行业发展规划很快就会出台，未来5年节能环保企业将受益于税收减免、融资支持及其他优惠政策。根据发改委的预测，2012年我国节能环保产业总产值将会达到2.8万亿元，同时在未来5年维持15%-20%的年复合增长率。据此计算，2015年节能环保产业总产值将会达到4.6万亿元左右，占GDP的比重将从目前的不足2%提高到7%左右（图表6）。

图表5: GDP增长和就业形势保持良好



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表6: 节能环保产业占GDP比重将进一步提升



资料来源: Wind、中金公司研究部

9月数据预览: 通胀压力犹存, 增长继续放缓

9月CPI通胀率小幅反弹

9月CPI可能高于8月

高频数据显示食品价格环比增速出现反弹。商务部9月前三周数据显示9月主要食品加权平均价格较8月环比上涨1.8%。截至9月20日，农业部菜篮子产品批发价格指数9月均值较8月上涨1.7%。统计局旬度数据显示9月前20天50城市食品平均价格较8月环比上涨2.7%。分类来看，统计局和商务部数据均显示9月猪肉价格重拾升势，但涨幅显著低于6月和7月；食用油和鸡蛋价格上涨较快；蔬菜则由于主产区秋季降雨、采摘和运送难度加大，随之而来的降温又导致蔬菜生长缓慢，供给不足而出现价格大幅

上扬（图表7）。

9月CPI同比涨幅可能回升至6.2%-6.4%。9月前三周食品价格的上涨具有季节性，主要反映中秋节和国庆节前夕对食品需求的拉动效应。预计到9月底前食品价格难见显著回落，9月食品价格环比涨幅可能高达1.5-2.0%。历史数据显示9月非食品价格也存在季节性上涨趋势，预计9月非食品价格环比上涨0.2%。综合来看，预计9月CPI环比上涨0.6-0.8%，CPI同比在6.2-6.4%之间（图表8）。PPI方面，由于9月翘尾因素较8月下降0.6个百分点，预计9月PPI同比涨幅从8月的7.3%回落至6.8%。

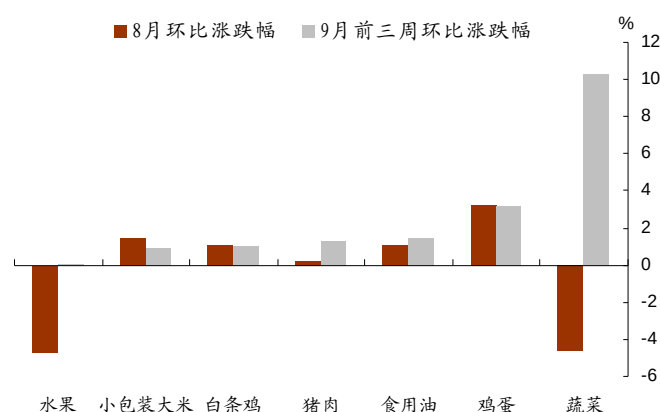
PMI继续季节性小幅回升

预计9月PMI进一步上升至51.5%。8月PMI的止跌回升表明该指数已进入季节性上升通道，政策偏紧条件下经济放缓趋势平稳。进入传统制造业旺季，9月PMI出现一定幅度上升的可能性很高。从历史数据看，9月PMI较8月的平均上涨幅度为2.3%，除2009年仅上涨了0.3%之外，其余年份均有2%以上的涨幅。但由于持续的紧缩货币政策对总需求的抑制作用和节能减排年度考核背景下的紧缩措施加码，另外，财政部19日公布的数据显示，国有企业利润总额环比已连续两月降低，8月降幅扩大至负10.5%，盈利能力大幅下降，此外HSBC的PMI预览指数录得49.4，比8月份的49.9继续下降，低于该指数当月0.2个百分点的平均升幅（该指数采集样本更偏重于中小企业且季节调整较好，其变动方向并不总是与官方的PMI指数一致）。因此，PMI指数在9月的上涨幅度很可能将低于历史平均水平：我们预计9月PMI将上升0.6个百分点至51.5%。但与8月相同，9月PMI上升仍然主要是靠季节性因素推动，并不意味着经济增速的放缓趋势的改变。

从分项指数看，受旺季需求上升影响，权重最大的新订单指数和生产指数预计将上升。由于发达经济体经济复苏放慢导致外需恶化，新出口订单指数在8月已大幅下跌至收缩区间，预计9月新出口订单指数较8月将小幅上升，但仍将继续处在50%以下的收缩区间。原材料库存指数预计将在8月止跌回升的基础上继续上升。另外，受9月需求增加影响，产成品库存指数预计将继续小幅下跌。由于上游通胀压力在连续数月回落之后已进入稳定区间，购进价格指数预计将持平或小幅上升。

季节因素推动PMI小幅上升，但经济减速趋势不改

图表7：9月多数食品价格环比上涨，涨幅以蔬菜为首



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表8：9月CPI预测矩阵

CPI(YoY)		食品(MoM)					
		1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
非食品(MoM)	0.0	6.1	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2
	0.1	6.1	6.2	6.2	6.2	6.2	6.3
	0.2	6.2	6.2	6.3	6.3	6.3	6.3
	0.3	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4
	0.4	6.3	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5

资料来源：Wind、中金公司研究部

经济活动增速进一步放缓

GDP同比增速继续放缓

预计三季度GDP实际同比增速9.1%。过去几个月宏观政策维持偏紧，政策累积效应进一步显现，固定资产投资增速持续放缓，与此同时外需增长下降，带动国内经济增长平稳回落。预计三季度GDP实际同比增速从二季度的9.5%下降至9.1%，季调后环比折年率回落得更明显，从二季度的9.1%跌至8.7%（图表9）。

工业生产同比增速继续放缓

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

工业增加值增长进一步放缓。由于近期节能减排达标压力较大，预计占全社会用电量近六成的重工业增速将进一步放缓（8 月重工业同比增长已从 7 月 14.5% 明显下降至 13.5%）。中金公司电力组预计 9 月发电量同比增长 10% 左右，与 8 月的 9.96% 基本持平（图表 10），而去年 9 月用电量基数较 8 月低（去年 9 月起突击完成“十一五”节能减排任务），因此电力组的预测表明 9 月发电量的环比增势较弱。上周发布的 9 月份汇丰 PMI 预览数再度出现回落之势，从 8 月的 49.9 下滑至 49.4。其中产成品库存指数从 8 月的 47.2 跌至 46.5，收缩程度加重，显示企业去库存仍在进行。预计 9 月工业增加值同比增长 13.2%，较 8 月 13.5% 进一步放缓；季调后环比增长 0.9%，较 8 月 1.0% 略有回落。

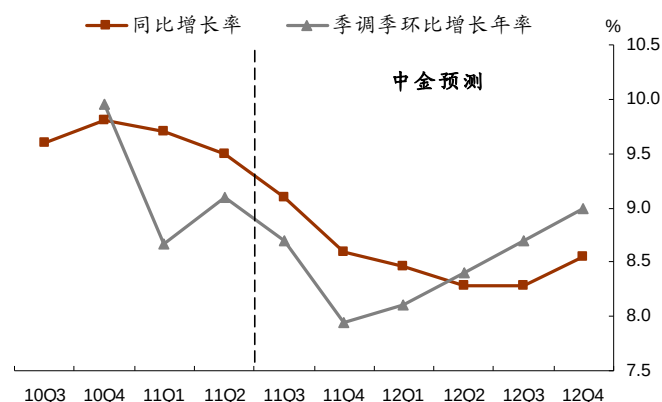
固定资产投资增速放缓

固定资产投资增速进一步放缓。当前通胀压力尚未明显消退，增长虽然放缓但仍然稳健，短期内政策目标仍在于控通胀，货币环境因此将维持偏紧，中小企业融资难局面不改，制造业投资预计将继续放缓；地方政府债务问题将持续拖累基础设施投资力度（8 月份基础设施类固定资产投资的累计增速已滑落至个位数，9.5%）；而房地产投资涨势在宏观调控持续从严之下将受到遏制。预计 9 月固定资产投资累计同比增速从 8 月的 25.0% 下降至 24.7%；9 月当月增速为 23%，季调后环比增长 0.7%，较 8 月 1.16% 有所下滑。

消费品零售总额增速小幅放缓

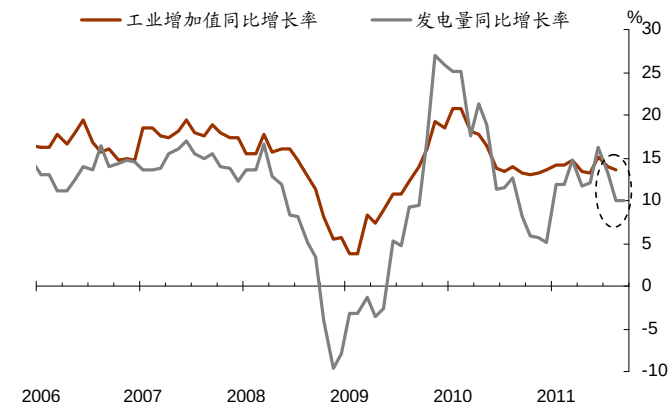
社会消费品零售总额增长略有回落。9 月份起汽车销售进入传统旺季，中金汽车组预计 9 月狭义乘用车销量（可比口径）环比增长在 18-20% 之间，但由于去年的高基数效应，同比增长应与 8 月相差不大（10%，8 月 9.5%）。全国乘用车联合会公布的 9 月前一周数据，可比口径销量环比增长 8%，同比增长 6%，也显示汽车销售将对 9 月消费增长构成支撑。此外，9 月份 CPI 同比涨幅可能超出 8 月水平而达到 6.2-6.4%，也对消费增速回落的势头起到缓冲作用。预计 9 月消费品零售总额同比增长 16.9%，较 8 月 17.0% 略微回落；季调后环比增长 1.35%，与 8 月份的 1.36% 基本持平。

图表 9：预计三季度 GDP 同比增速继续放缓



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 10：预计 9 月份发电量增速下滑



资料来源：Wind、中金公司研究部

贸易增速放缓

外部经济大幅放缓可能导致外需进一步疲弱。欧美经济增长近期显著放缓，外需可能愈显疲态，国内经济增长放缓则相对缓和，内需增长可能强于外需。预计 9 月出口同比增长回落至 22.1%（8 月 24.5%），季调后环比下降 2.6%（8 月环比上涨 2%）；进口同比增长下降至 23.3%（8 月 30.2%），季调后环比下降 3.6%（8 月环比上涨 6.9%）。预计 9 月贸易顺差回升至 191 亿美元左右（8 月 177.5 亿美元），亦高于去年同期的 168.8 亿美元。OECD 综合领先指标近期继续回落，预示未来数月出口增速可能继续下降（图表 11）。我们维持未来各月贸易顺差将继续扩大、全年贸易顺差将低于去年、贸易平衡状况有所改善的判断。

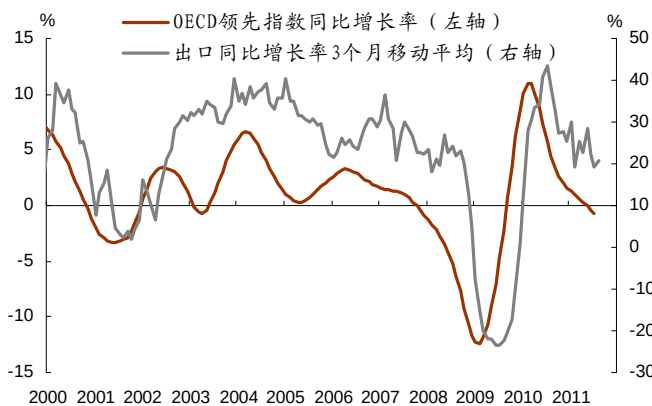
货币增速与上月基本持平

货币增速稳中略升

预计 9 月新增贷款 5000 亿元（图表 12），M2 同比增长 13.6%，与 8 月的 13.5% 基本持平，略有回升。8 月新增外汇占款结束了此前 4 个月连续下降的势头，环比大增 72% 至

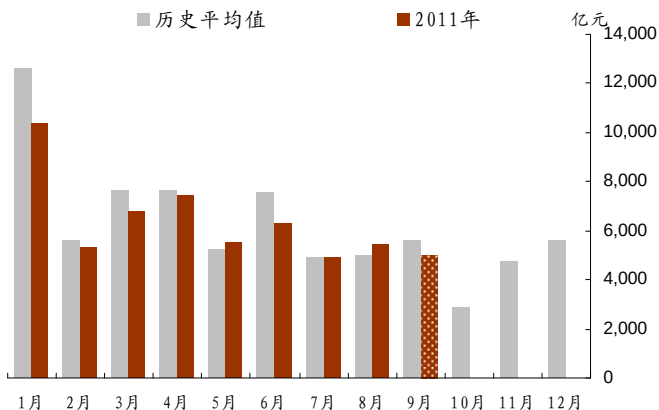
3769 亿元（7 月份 2196 亿元），预计 9 月可能维持在 3000 亿左右的较高水平，为 M2 增速带来支撑。另一方面，从历史数据看，9 月新增财政存款为负的概率较大（过去 10 年间有 8 个年份 9 月的财政存款较 8 月减少），而财政存款余额降低有助于缓和 M2 增速下降的趋势。此外，M2 所包涵的存款部分在去年 9 月增加较少导致基数较小，会相应推高今年 9 月的 M2 同比增速。

图表 11: OECD 领先指标显示外需下降



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 12: 预计 9 月新增贷款较 8 月有所下降



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 13: 9 月主要经济指标预测

		2011-1	2011-2	2011-3	2011-4	2011-5	2011-6	2011-7	2011-8	2011-9 (中金预测)
国内生产总值	同比, %	-	-	9.7	-	-	9.5	-	-	9.1
PMI	%	52.9	52.2	53.4	52.9	52.0	50.9	50.7	50.9	51.5
工业增加值	同比, %	-	14.1*	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.2
固定资产投资(名义, 累计)	累计同比, %	-	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.7
社会消费品零售总额(名义)	同比, %	-	15.8*	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	16.9
CPI	同比, %	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.3
PPI	同比, %	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.8
出口	同比, %	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	22.1
进口	同比, %	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	19.3	22.9	30.2	23.3
贸易顺差	亿美元	65	-73	1.4	114	131	223	315	178	191
人民币新增贷款	亿元	10,400	5,356	6,794	7,396	5,516	6,339	4,926	5,485	5,000
货币供应量M2	同比, %	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.6

资料来源: CEIC、中金公司研究部

国际：美联储扭曲操作作用小，欧银行对欧债风险敞口大

上周投资者信心再受重创，主要因为各大官方机构预期未来经济增长前景黯淡。在发达国家进一步财政刺激政策深受国内政治及经济因素限制之时，投资者似乎更加期待央行和国际机构采取行动，几乎将其视为最后的救命稻草。然而，上周美联储出台的宽松新政似乎并没有提振市场信心，反而委员会声明中“经济增长前景面临显著下行风险”的表态打击了金融市场。更令投资者担忧的是，IMF在随后发布的报告中指出：美国欧元区可能再次陷入衰退；从2010年年初至今，欧债危机对欧盟银行体系的资产敞口高达3000亿欧元。在这些负面信息下，投资者对经济增长及金融稳定信心大跌，拖累美国和欧洲主要股指在一周内大幅下滑约6%。

美国：美联储实行“扭曲操作”，主要国际机构与央行调低增长展望

FOMC 决议实行“卖短买长”的“质化宽松”（“扭曲操作”）

FOMC 经过两天的讨论后，决定实行“卖短买长”的“质化宽松”（“扭曲操作”）政策：在2012年6月前购买4000亿美元剩余到期期限为6-30年的美国国债，并卖出同样金额的剩余到期期限在3年及以下的国债。根据纽约联储公布的数据，4000亿长债购买计划中，约30%是剩余到期期限为20-30年的国债，约60%是6-10年（含10年），而10-20年的购买量只占4%。

美联储的“卖短买长”政策目的在于压低20-30年期的国债收益率

该计划反映了联储的主要构思是压低20-30年期的国债收益率。根据美国财政部的最新数据，在所有私人部门持有的美国国债中，剩余期限在5年期以下约5.4万亿美元，5-10年约1.5万亿美元，10-20年约3000亿美元，而20年期以上约5000亿美元（图表14）。因此，联储计划购买的约1200亿美元（4000亿美元的29%）的20-30年期国债相当于现有市场上存量的25%。这突然的需求增长将对此类长期国债的收益率构成一定的压力。相对而言，由于10-20年期国债的存量约3000亿美元，但联储的购买量占比仅4%（约160亿），因此联储的操作对10-20年期国债收益率的影响较小。

购买机构MBS有助于进一步压低首次按揭贷款利率

同时，委员会决定将到期的联邦机构债券（Agency Debt）和机构MBS再投资于机构MBS市场，而不是之前的国债市场。购买机构MBS的措施为按揭贷款机构的新做贷款提供一个深化及更具流动性的市场，有助于进一步压低首次按揭贷款利率。这也表明联储对房贷市场持续不振的关注。

图表 14: 4000 亿美元长债购买计划的到期结构和私人部门持有国债存量的期限结构

需求：联储总购买量4000亿美元					
剩余到期期限	-	6-8年	8-10年 ¹	10-20年	20-30年
购买量（亿美元）	-	1,280	1,280	160	1,160
占比（%）	-	32	32	4	29
供给：私人部门持有国债存量7.7万亿美元 ²					
剩余到期期限	1年期以下	1-5年	5-10年	10-20年	20年以上
存量（亿美元）	24,743	29,616	14,869	3,154	4,684
占比（%）	32	38	19	4	6

注：1. 8-10年包括10年期国债，2. 数据截至2011年6月，3. 联储购买计划中还有3%是通胀保护国债（TIPS）

资料来源：纽约联储、美国财政部、中金公司研究部

“扭曲操作”会降低银行的借贷利润

“扭曲操作”会降低银行的借贷利润，增加银行营运的压力。银行借贷利润主要通过借入短期资金并借出长期贷款来实现，因此利润的高低取决于市场长短期利率之差。“扭曲操作”预计使收益曲线更平，结果是令短期利率可能上升，长期利率将会下降，长短期利率差变窄。目前美国银行业利润并不如意，最近 FDIC 报告显示 2 季度美国 10 大银行中有 9 家净利差边际利润下跌。此外，美国银行业正面临着监管改革的压力。9 月 22 日，穆迪下调了三家美国大银行的债务评级，理由是在新的监管制度下，美国政府在必要的情况下援助这些具有系统性风险的银行的可能性将会下降。

本次“扭曲操作”对整体经济影响应该有限

我们认为联储此次质化宽松政策对整体经济影响应该有限。对于国债市场而言，长期国债利率已经很低，并没有太大压制空间，而且政策影响大部分在资产价格上已经有所反映；房贷利率也处于历史低点，继续向下的空间有限。此外，现在实体经济的问题主要是信心，而不是借贷成本。基于上述因素，我们预计本次“扭曲操作”的效果也相对有限。如欲刺激美国经济，目前看财政上作为空间可能更大一些。

央行做“准财政”的事情存在争议

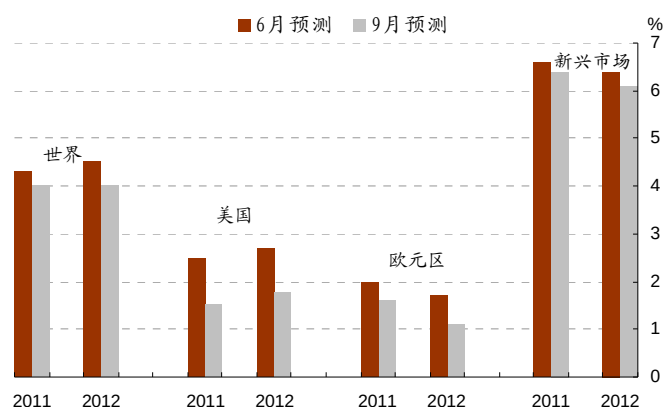
需要指出的一点是，危机时候大家越来越多地期待央行做“准财政”的事情，这是有争议的期待。扭曲操作上次推行时是与财政政策并行的：60 年代美国希望通过低利率刺激经济，但又不希望压低短期利率。但是央行做这些事情，会引来用货币手段解决财政问题的批评，存在很大争议性。于此同时，与 QE1 和 QE2 时全票通过的情况不同，FOMC 委员会成员对此次宽松政策意见不一，这或将对联储未来进一步采取宽松货币政策造成压力。

经济展望下调对金融市场造成很大冲击

美联储警告显著下行风险，IMF 下调增长预测

美联储、IMF 和英格兰银行等官方机构对增长展望的观点引发全球股价大幅下滑。美联储在其 FOMC 特别指出，美国经济展望有“显著的下行风险，包括全球金融市场的紧张情况”——上一次美联储用到“显著的下行风险”一词是 2009 年 1 月。IMF 也在 9 月份最新的《世界经济展望》中将 2011 年的全球经济增长由 6 月份的预测下调 0.3% 至 4.0%；特别是 2011 年美国经济增长由 6 月份的预测大幅下调至 1.5%（图表 15）。IMF 更表示，世界经济增长的主要风险有两个：欧债危机及美国财政调整方案的政治风险。如果上述两个风险恶化，很有可能会令欧元区和美国经济再次陷入衰退。IMF 呼吁发达国家要进一步实施财政紧缩计划，并敦促欧元区各国尽快实施 7 月 21 日欧盟首脑会议上达成的协议。此外，英格兰银行的货币政策委员会会议息纪录也反映了一些委员对经济前景的担忧，主张实行新的量化宽松政策。这些悲观的预测令投资者信心大跌，欧美股市一周内跌幅约 6%。

图表 15: IMF《世界经济展望》最新预测



资料来源：IMF WEO、中金公司研究部

图表 16: 2011 年以来欧元/美元汇率及基准掉期息差



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

欧元区：3000 亿欧元的风险敞口？

在最近发布的《全球金融稳定报告》中，IMF 估计自 2010 年 1 月以来，欧元区债务危机对欧洲银行的直接影响达 2000 亿欧元。IMF 的这个报告刚好在市场情绪脆弱、对欧洲银行的生存前景持续担忧的时候发布，在此，我们认为有必要对 IMF 这个报告进一步分析，看看该报告否对欧洲银行的健康状态提供了更多的信息。

如何解读 IMF 的估算

IMF 强调其估算并不是银行的资金缺口

IMF 强调其估算的并不是银行的资金缺口。在 IMF 官方发布这个报告之前，欧央行行长特里谢淡化 IMF 的初步结论，认为欧央行不认同 IMF 对欧洲银行资本需求的评价方法¹。IMF 认为对银行资本需求的评价要一个全面的压力测试，这个测试需要综合判断宏观经济、融资压力等各个方面的情况，并覆盖银行的所有资产、负债、利润和损失等方面。

IMF 估算从 2010 年来所选国家及其银行受主权债务危机的累积影响

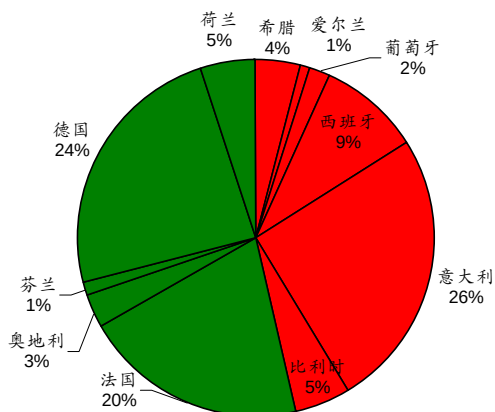
IMF 的报告估算了自从 2010 年来所选国家及其银行受主权债务危机的累积影响。这个估算涵盖希腊、爱尔兰、葡萄牙、比利时、意大利和西班牙这 6 个国家，其国债几乎占据了欧元区 6.5 万亿的总国债存量的一半（图表 17）。某个国家的信用风险的变化以不同期限国债 CDS 息差的平均变化生成的虚拟价格进行模拟。IMF 估算了过去 20 个月信用风险的变化，结果发现：

- ▶ 欧洲银行受希腊主权债务的累积影响高达 600 亿欧元；
- ▶ 如果爱尔兰和葡萄牙的主权债务也考虑进来，风险敞口升至 800 亿欧元；
- ▶ 如果再加上比利时、意大利和西班牙，敞口进一步扩大到 2000 亿欧元；
- ▶ 如果再考虑欧洲银行对上述 6 国银行持有的敞口，总额将达 3000 亿欧元（图表 18）。

估算的结果是欧洲银行对此风险敞口累积达到 3000 亿欧元

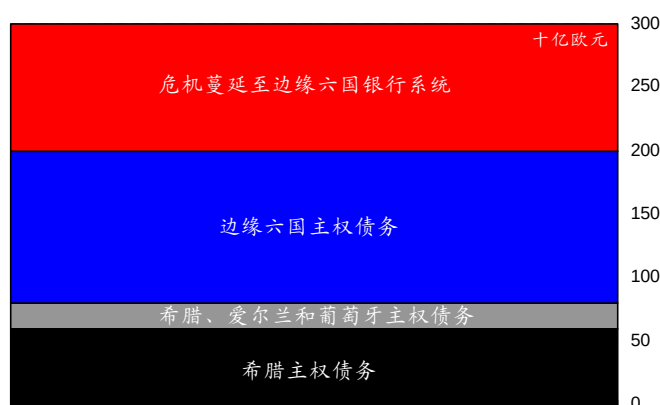
总之，自从 2010 年 1 月以来，由于上述 6 国的国债和银行资产信用风险的增加，欧洲银行对此风险敞口累积达到 3000 亿欧元。我们也注意到 IMF 并未称之为“损失”，因为主权债务风险的增加也是影响国债价格的因素之一。然而，这种说法也许是从政治的准确性方面进行考虑，而非从经济的重要性。

图表 17: 各国国债市场规模占欧元区总规模比重



资料来源：IMF Global Financial Stability Report、中金公司研究部

图表 18: 边缘国家主权债务危机的累积溢出效应



资料来源：IMF Global Financial Stability Report、中金公司研究部

¹ 参考路透社记者 Daniel Flynn 和 Vicky Buffery 2011 年 9 月 5 日的报道。此外，IMF 的初稿会发给相关的央行和政府部门的经济学家，以供评论。所反馈的评论和建议会在终稿发布前讨论和解决。

注：红色表示该国主权 CDS 息差大于 200 个基点，绿色表示小于 200 个基点

在什么情况下估算会变成实际损失？

对银行账户的会计规定会使银行低估它们的损失

由于会计和监管标准的差别，风险敞口的变化可能不会直接导致实际的收益或损失。该估计的第一个问题与银行账户（banking book，即打算在到期前一直持有的金融工具）中的国债持有量有关。根据欧洲银行管理局的数据，欧洲银行持有的 39% 的国债风险敞口被记录在银行账户里。根据欧盟的会计准则，只要没有真正实际损失发生，则不需要对该损失进行确认，也不需要减少损益账户中的拨备。因此，对于即将参与希腊国债展期与回购计划的那部分资产，大多数银行已经将其面值减记了 21%。这意味着很多银行低估了所持希腊国债的损失。

交易账簿工具的定价也可能导致估计存在偏差

第二个可能的偏差在交易账簿工具（比如因交易目的持有的国债）的定价上。根据国际会计准则（International Accounting Standards Board, IASB），交易账簿上持有的工具要根据市场价格定价。但是，在市场不活跃的情况下，金融工具的市场价格只能通过现值模型将未来现金流折现而估计出来。很多银行表示，由于希腊国债市场的流动性太差，他们只能用“估值计价（mark to model）”的方法确定希腊国债的持有量。近期，IASB 已经开始公开质疑一些欧洲银行估值计价方法的不一致性，并表示这导致了很多银行在减记希腊国债持有量时存在较大偏差。

进一步看，正如近期市场发展的那样，银行信贷紧张的问题已经蔓延到边缘六国以外的欧元区国家了。如果考虑到间接风险敞口（即与银行间交易相关的敞口），那主权债务危机导致的信用风险可能比 3000 亿欧元高很多。

欧洲银行的资本需求有多少？

我们估计欧洲银行潜在资金缺口达 1670 亿欧元

正如上面提到的，如果要准确估计银行的资本需求，那需要在一系列可能的宏观和市场条件假设下实施一次全面的银行压力测试。不过，我们可以比较上一次全球金融危机时欧洲银行遭受的损失及资本注入数据，以此粗略估计欧洲银行现在的资本需求量。根据彭博资讯的数据，2007 年 3 季度至 2009 年 4 季度，欧洲银行累计损失达 4350 亿欧元。但是，银行同期新筹集了 4220 亿欧元的资金，这与累计损失量差不多。如果参考该历史经验，假设 2000 亿欧元的直接风险敞口变成了现实损失（暂时不考虑银行间的敞口），2010 年 1 月至今欧洲银行本应该筹集到 2000 亿欧元的资本金。但是，截至今年 2 季度，欧洲银行仅筹集了 330 亿欧元资金，潜在资金缺口达 1670 亿欧元！

近期美元兑欧元升值反映欧元区美元供求失衡和预期欧元区货币政策转向

欧元区银行的风险影响了欧元兑美元的走势。美元近期的升值，反映了两个因素：首先，随着市场对欧洲银行危机的忧虑日益加深，美国货币市场基金减少了欧洲银行的风险敞口，欧元区银行对美元的供求出现失衡（图表 3）；其次，由于市场预期欧元区货币政策在转向（上半年的加息紧缩目前已经停止，年底有望减息），令欧美息差在短期内缩小。由于这两个因素在短期内难有重大变化，美元兑欧元的强势预计会在一段时间内得以保持。

上周美国数据回顾

上周美国公布的重要数据显示出房地产市场形势没有恶化,但短期内大幅改善的可能性较低。一是因为对房贷申请的审查标准偏高,导致部分购房者无法获得贷款;二是由于近期欧洲主权债务问题缺乏全面解决的方案,美国奥巴马就业刺激计划通过与否尚未得知,抑制了购房者的消费意愿;三是一些前瞻指标如预售屋指数近期持续低迷,成屋销售比率仍然高于6,预示房地产市场不会在短期有显著改善。二战以来美国经济走出历次衰退均伴随房地产市场的改善,目前的低迷态势不利于美国经济全面复苏。

- ▶ **新屋开工数为近三个月最低。**8月美国新屋开工数为57.1万套,低于市场预期的59万套,为最近3个月以来的最低值。其中东北部的新屋开工数下降较多,从7月的8.6万套下降至8月的6.1万套。房屋建造许可数则从7月的60.1万套上升至62万套,但仍低于6月的水平。
- ▶ **成屋销售量反弹,但预计不会持续很长时间。**美国8月份成屋销售量经季调后为503万套,高于7月修正后的467万,也高于市场预期的475万,环比增长为7.7%,同比增长为18.6%。房屋存量销售率下降为8.5(上月为9.5),接近2月份的水平(该比率大于6一般表示房屋市场疲软,价格可能继续下行)。成屋销售价格则延续了6月以来的颓势,环比下降5.1%。
- ▶ **7月FHFA房价指数上升,但仍低于危机前的水平。**7月美国FHFA房价指数环比增长0.8%,略高于6月的0.7%,维持3月以来的上升势头。该指标高于市场预期的-0.1%。同比增长则为-3.3%,为去年10月以来的最高值。

本周美国数据前瞻

下周美国将要公布的重要经济数据包括新屋销售量、标普Case-Shiller房价指数、咨商局消费者信心指数、耐用品订单、二季度GDP终值、待售屋销售指数、个人消费与支出以及密西根大学消费者情绪指数。

- ▶ 9月26日(周一)美国8月新屋销售数据将公布,市场预期环比将下跌1%,低于7月的下跌-0.7%。
- ▶ 9月27日(周二)7月标普Case-Shiller房价指数将发布。市场预期20城市综合指数季调后环比将上涨0.1%,高于6月的-0.06%。
- ▶ 9月27日(周二)9月咨商局消费者信心指数预计将有所回落,市场预期将从8月的44.5微升至46.5,但仍处于衰退结束以来较低的水平。
- ▶ 9月28日(周三)8月耐用品订单数将发布,市场预期环比将下降1%,显著低于7月的+4%。除去运输类的核心耐用品订单数环比增长将从7月的0.7%下降至0.2%。显示出市场预期美国制造业的扩张速度会有所放缓。
- ▶ 9月29日(周四)美国2季度GDP终值将公布。受居民消费较之前估计的更好,以及制造业扩张势头强劲,市场预期年化环比增速将从1%上调至1.2%。
- ▶ 9月29日(周四)美国将公布8月预售屋销售指数。市场预期该指标将环比下跌2.1%,低于7月的-1.3%。

9月30日(周五)8月美国个人消费与支出数据将公布。市场预期个人收入环比增速将从7月的0.3%下降至0.1%,个人消费支出从7月的环比增长0.8%下降至0.2%。PCE价格指数同比将上升至3.0%(7月为2.8%),核心PCE价格指数同比为1.7%,高于7月的1.6%。

图表 19: 海外主要经济指标

	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2010	2011E	2012E
美国												
经济增长												
GDP (年化环比, %)	-	-	0.4	-	-	1.0	-	-		3.0	1.6	2.0
通货膨胀												
CPI (同比, %)	1.6	2.1	2.7	3.2	3.6	3.6	3.6	3.8		1.6	3.0	2.0
核心CPI (同比, %)	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0		1.0		
PPI (同比, %)	3.6	5.4	5.6	6.6	7.3	7.0	7.2	6.5		4.2		
核心PPI	1.6	1.8	2.0	2.3	2.1	2.4	2.5	2.5		1.2		
就业市场												
非农就业人数月度变化 (千人)	68	235	194	217	53	20	85	0		940		
私人部门	94	261	219	241	99	75	156	17		1173		
政府部门	-26	-26	-25	-24	-46	-55	-71	-17		-233		
失业率 (%)	9.0	8.9	8.8	9.0	9.1	9.2	9.1	9.1		9.6	9.0	8.7
消费												
私人收入 (环比, %)	1.2	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3			3.1		
私人支出 (环比, %)	0.4	0.8	0.6	0.2	0.1	-0.1	0.8			3.5		
零售额 (环比, %)	0.8	1.3	0.8	0.2	0	0.2	0.3			6.4		
投资												
耐用品订单 (环比, %)	4.0	-1.1	4.6	-2.5	2.0	-1.1	4.1			15.4		
住房建设投资 (环比, %)	-1.4	-1.0	-0.2	0.7	2.5	1.6	-1.3			-10.4		
对外贸易												
出口 (同比, %)	16.9	15.1	16.8	19.3	15.5	13.5	15.1			16.8		
进口 (同比, %)	19.1	14.3	15.9	16.0	16.3	12.7	13.6			19.7		
余额 (十亿美元)	-47.9	-45.7	-46.4	-43.2	-50.2	-51.6	-44.8			-495.7		
金融市场												
联邦基金基准利率 (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
M2 (同比, %)	4.4	4.3	4.9	5.2	5.3	6.0	8.2	10.3				
欧元区												
GDP (环比, %)	-	-	0.8	-	-	0.2	-	-		1.8	1.6	0.9
CPI (同比, %)	2.3	2.4	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5		1.6	2.5	1.8
核心CPI (同比, %)	1.1	1.0	1.3	1.6	1.5	1.6	1.2	1.2		1.0		
失业率 (%)	10.0	10.0	10.0	9.9	10.0	10.0	10.0			10.1	9.9	9.6
出口 (同比, %)	24.9	24.4	15.2	16.7	17.6	5.1	7.1			19.9		
进口 (同比, %)	28.0	26.7	15.4	20.1	14.8	3.9	7.6			21.9		
贸易余额 (十亿欧元)	-3.6	-2.3	-1.4	-2.8	-1.2	-2.5	-2.5			-8.5		
工业产出 (同比, %)	6.2	7.8	5.7	5.2	4.3	2.6	4.2			7.4		
PMI制造业指数	57.3	59.0	57.5	58.0	54.6	52.0	50.4	49.0	48.4			
PMI服务业指数	55.9	56.8	57.2	56.7	56.0	53.7	51.6	51.5	49.1			
央行主要再融资利率 (%)	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.00	1.25	1.25
M3 (同比, %)	1.6	2.1	2.2	1.9	2.3	1.9	2.0			2.0		
德国												
GDP (环比, %)	-	-	1.3	-	-	0.1	-	-		3.6	3.0	1.5
CPI (同比, %)	2.0	2.2	2.3	2.7	2.4	2.4	2.6	2.5		1.2	2.3	1.8
核心CPI (同比, %)	0.7	0.9	0.8	0.9	1.6	1.1	1.3	1.3		0.6		
英国												
GDP (环比, %)	-	-	0.5	-	-	0.2	-	-		1.6	1.1	1.5
CPI (同比, %)	4.0	4.4	4.0	4.5	4.5	4.2	4.4	4.5		3.3	4.4	2.9
核心CPI (同比, %)	3.0	3.4	3.2	3.7	3.3	2.8	3.1	3.1		2.7		
日本												
GDP (年化环比, %)	-	-	-3.7	-	-	-2.1	-	-		4.0	-0.4	2.4
CPI (同比, %)	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	0.2			-0.7	0.0	-0.1
核心CPI (同比, %)	-1.3	-1.3	-1.4	-1.1	-0.8	-0.8	-0.5			-1.0		
香港												
实际GDP (同比, %)	-	-	7.5	-	-	5.1	-	-		7.0	5.6	4.6
CPI (同比, %)	3.4	3.6	4.4	4.6	5.2	5.6	7.9	5.7		2.4	5.1	4.7
政策利率 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5		0.5		
印度												
实际GDP (同比, %)	-	-	7.8	-	-	7.7	-	-		8.9	7.6	7.4
WPI (同比, %)	9.5	9.5	9.7	9.7	9.6	9.5	9.2	9.8		9.6	8.7	6.3
政策利率 (逆回购利率, %)	5.50	5.50	5.75	5.75	6.25	6.50	7.00	7.00	7.00	5.25		
韩国												
实际GDP (同比, %)	-	-	4.2	-	-	3.4	-	-		6.2	4.0	3.6
CPI (同比, %)	4.1	4.5	4.7	4.2	4.1	4.4	4.7	5.3		3.5	4.3	3.0
政策利率 (%)	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	2.50		
台湾												
实际GDP (同比, %)	-	-	6.2	-	-	5.0	-	-		10.9	4.9	4.5
CPI (同比, %)	1.1	1.3	1.4	1.3	1.7	1.9	1.3	1.3		1.0	1.9	1.9
政策利率 (%)	1.63	1.63	1.75	1.75	1.75	1.88	1.88	1.88	1.88	1.63		

资料来源: Bloomberg, Haver Analytics, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED