



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 11 月 15 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

杜彬

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111070003
dubin@cicc.com.cn

2012 是终点还是起点: 中国经济周期的逻辑

要点:

本轮增长放缓是一个短周期的现象, 还是增长长期趋势下降的开始? 宏观经济政策在近期微调的基础上, 将如何在保增长和防止通胀反弹之间取得平衡? 本文回顾改革开放以来中国经济的增长和波动, 试图从中总结一些规律和特征, 以帮助我们判断未来的经济走势。

当前我国经济处于长周期增长趋势性放缓和短周期总需求紧缩的叠加状态。从长周期看, 潜在增长率正处于放缓的开始阶段。从短周期看, 外需不振和投资放缓将拖累 GDP 增长在 2012 年继续下滑至 8.4%; 2013 年随着政策内在的周期性扩张, 经济增速将温和回升至 9% 左右。

我国经济长期增长的主要源泉是生产效率的提高, 而改革是驱动效率提高的主要动力。观察过去 30 多年的经济增长历史, 三次全要素生产率的显著提升, 均与体制改革有关。目前潜在增长率已经放缓到 9% 附近, 未来 10 年将有明显下降:

- ▶ 放缓主要反映加入 WTO 的全球化红利在逐渐消失, 农村劳动力转移的空间缩小, 房地产泡沫对实体经济的挤压;
- ▶ 未来生产效率的提高取决于体制和结构改革的深化, 视改革的进展程度, 我们估算 2020 年潜在增长率将下降到 5.5-7.5% 左右。

九十年代中期以来, 我国从短缺型过渡到供给充分型经济, 制约增长的主要因素不再是供给短缺, 而是需求不足。经济的短周期波动主要反映需求的自主增长, 和以逆周期为导向的宏观政策对投资的影响。预计 2012 年将经历短周期的一个拐点, 增长见底后小幅反弹:

- ▶ 外需疲弱导致出口增速下降, 房地产的去泡沫化和产业投资的去杠杆化带动投资增速放缓, 从而对需求的自主增长形成下行压力;
- ▶ 但近期通胀回落, 增加了宏观政策支持增长的空间, 硬着陆风险小。政策的逆周期操作和十二五规划带动的政府主导的投资将推动经济增速在 2013 年继续温和回升。但受制于潜在增长率下降, 控通胀的需要将使得经济难以回到过去的高速增长。

* 报告贡献人: 刘蓼

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

改革驱动中国经济的长周期	3
生产效率的提高是高速增长的主要驱动因素	3
潜在增长率已经放缓	5
体制改革可以防止未来增长率大幅下降	6
中国正处在一个增长放缓的长周期的开始阶段	8
外部冲击和宏观调控主导短周期	10
短周期波动的市场经济特征增加	10
短期内总需求增长动能放缓	12
政策支持增长的空间增加	15
2012 年处于短周期的什么位置?	15

图表

图表 1: 全要素生产率增长是中国经济增长的重要因素	4
图表 2: 全要素生产率驱动经济三个快速增长期	4
图表 3: 潜在增长率三次显著提升与改革有关	5
图表 4: WTO 带来的全球化红利空间已经有限	5
图表 5: 农业青壮年可转移劳动力显著下降	6
图表 6: 土地价格快速上涨	6
图表 7: 中国人均资本存量仍然较低	7
图表 8: 人口结构造成高储蓄率, 从而维持高投资率	7
图表 9: 劳动年龄人口增速放缓	8
图表 10: 就全要素生产率的影响因素而言, 中国仍落后	8
图表 11: 改革力度决定全要素生产率增速	9
图表 12: 中国未来十年潜在增长率测算	9
图表 13: 不同人均 GDP 下的经济增速比较	9
图表 14: 市场经济体制下经济波动减小	9
图表 15: 经济波动主要来自投资和外需	11
图表 16: 基础设施投资与政治周期一致	11
图表 17: 扩大基础设施投资应对外生冲击	11
图表 18: 信贷增速领先经济增长 1-2 个季度	11
图表 19: 经济增长领先通胀 3-4 个季度	12
图表 20: OECD 领先指数预示出口增速将进一步放缓	12
图表 21: 商品房销售领先新开工房屋增长	13
图表 22: 商品房施工面积和房地产开发投资高度相关	13
图表 23: 房地产施工面积增速可能显著下降	13
图表 24: 投资资金杠杆率目前处于历史高位	13
图表 25: 企业库存长期呈下降趋势	14
图表 26: 重点行业产能利用率仍然偏低	14
图表 27: 贸易顺差和固定资本形成的此消彼长关系	14
图表 28: 产业转移和整体制造业投资不显著相关	14

近期通胀下行态势基本确立，增长继续放缓。受欧债危机的影响，明年的外部需求不容乐观，内需方面受房地产的拖累，固定资产投资增长下降是大概率事件。市场关心的一个关键问题是本轮增长放缓的深度和持续时间，它是一个短周期的现象，还是增长长期趋势下降的开始？与此相关，宏观经济政策在近期微调的基础上，将如何在保增长和防止通胀反弹之间取得平衡？

本文回顾改革开放以来，尤其是 90 年代中期市场经济体制确立以来，中国经济的增长和波动，试图从中总结一些规律和特征，以帮助我们判断未来的经济走势。我们考虑长期增长趋势和短期周期波动两个方面。短周期主要反映总需求的自主增长和以总需求管理为导向的宏观调控政策的影响，长期增长趋势则主要取决于经济的供给潜力，更多地与结构性因素以及相关的政策相联系。和成熟的市场经济不同，在快速增长的新兴市场，经济的供给能力的变动对增长的波动往往有较大的影响。

改革驱动中国经济的长周期

对中国经济长周期的理解，有三个关键问题：改革开放以来高速增长的主要驱动因素是什么？这些因素的近期变化是否导致潜在增长率在放缓以及放缓的程度有多大？判断中国经济未来增长趋势需要关注那些新的因素？本章试图对这三个问题进行梳理，提出我们的看法。

- 通过对中国过去 30 多年的经济增长的分解与滤波，我们可以看出，与同期其他国家比较，中国的增长更多地依赖了生产效率的提高（全要素生产率增长）；而历史上三次全要素生产率的大幅提升，均与体制和结构改革有关。
- 我们的分析显示，中国经济的潜在增长率已经由十一五期间的 10% 以上放缓到目前的 9% 附近。下降的主要原因是：加入 WTO 的全球化红利在逐渐消失，房地产泡沫对实体经济的挤压，以及由于农业富余劳动力越来越少，通过劳动力转移提高效率的空间缩小。
- 展望未来，中国正处在一个增速放缓的长周期的开始阶段。劳动力转移减慢将会更显著地限制全要素生产率的增长，经济增长需要更多地依靠体制改革。我们描述了未来增长的两种情形：基准情形与改革情形——改革情形下，科研、教育、政府效率等有大幅的改善，限制劳动力转移的体制与政策因素消除。两种情形下，到 2020 年潜在增长率分别下降到 5.5% 和 7.5% 左右。

生产效率的提高是高速增长的主要驱动因素

从结构上看，全要素生产率增长是驱动中国经济增长的重要因素。根据增长会计法（Growth Accounting），从供给面可以把一个国家经济增长解构为三个基本部分：劳动力的增长、资本的增长和全要素生产率的提高¹，通过比较这三个部分的贡献我们可以窥测增长的驱动力。在 Park 和 Park（2010）的研究结果基础上，我们分解并对比了世界各国从 1992 年到 2007 年的增长。结果显示，全要素生产率增长对中国 GDP 增长的贡献达到一半左右（此外劳动力贡献了 6%，资本贡献了 43%），占比显著超过同时期的发达国家和亚洲新兴国家（图表 1）。亚洲四小龙在同期全要素生产率只贡献了约三分之一，其他 7 个亚洲发展中国家只贡献了约五分之一。这说明过去 20 年，全要素生产率的增长对中国经济的贡献率很大²。

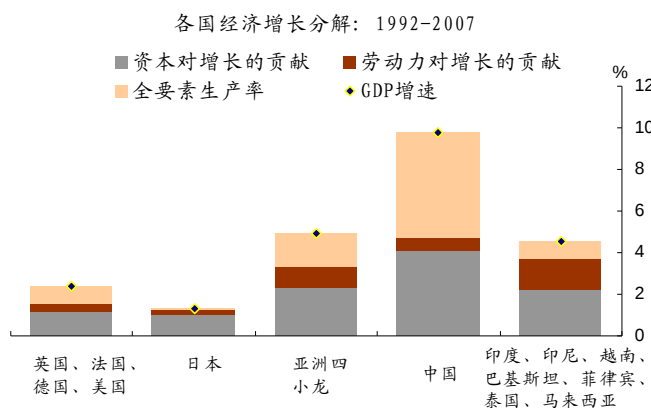
¹ 一般来说，全要素生产率从经济意义上反映技术进步与效率提高，受到技术研发、知识存量、社会资本、政府效率、经济制度、文化等诸多因素的影响。从数学上说，它是增长会计法中的一个残余项，是经济增长扣除劳动力和资本的增长贡献外的剩余部分。

² Park and Park（2010）的文章数据主要来源于 Penn World Table 6.3 和 ILO Laborsta 数据库，GDP 和投资是基于 PPP 的测算；我

除了跨国比较，我们也逐年分解了中国经济增长的驱动力（图表 2）。从图表中可以看出，过去 30 多年，中国经济有三次明显的加速：第一次是在 80 年代初；第二次是在 90 年代初；第三次是在 21 世纪初至全球金融危机前。这三次明显的加速期间，劳动力与资本的增速都是相对稳定的，全要素生产率增长是主要贡献因素。

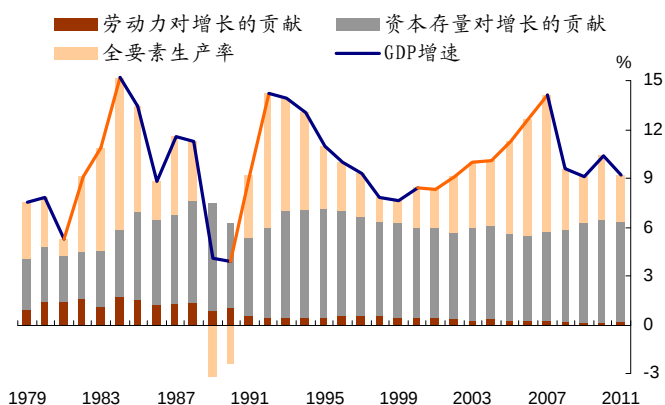
从技术上讲，这样估算的全要素生产率增长是个残差，也就是 GDP 增长中劳动力和资本存量变化不能解释的所有部分，而 GDP 的年增长率受需求变化的影响大。也就是说，TFP 的年增长率部分反映短期总需求变动，而不完全是生产效率的变化。为了消除需求波动的影响，经济分析中往往采取滤波（平滑）方法取得 TFP 增长的趋势，并在此基础上结合劳动力和资本变化估算经济的潜在增长率。

图表 1: 全要素生产率增长是中国经济增长的重要因素



资料来源：Park and Park(2010)、中金公司研究部

图表 2: 全要素生产率驱动经济三个快速增长期



资料来源：CEIC、中金公司研究部

潜在增长率的三次显著提升均与改革有关。图表 3 利用 HP 滤波对过去 30 多年的中国经济增长的潜在增长率做了测算。结果显示潜在增长率有三个快速增长期，而且都与全要素生产率的提高相吻合，这背后主要体现的是体制改革的红利。而随着改革红利的释放完毕，三个快速增长期后，都伴随着潜在增长率的下降：

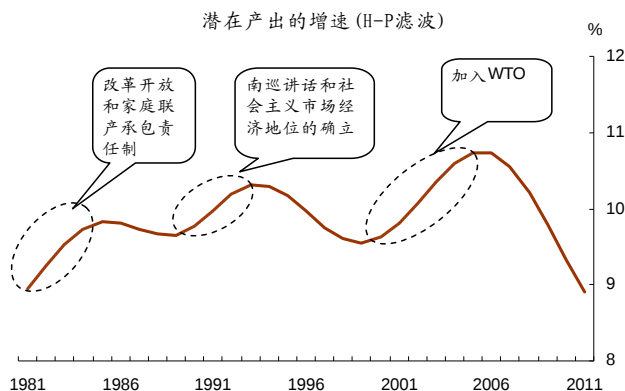
- ▶ 八十年代初，以家庭联产承包责任制为核心的农村改革开始，带来农业生产效率的大幅提高，在此期间，潜在经济增长率从 1980 年的 8.7% 快速上升到 1986 年的 9.8%。这 7 年平均增速达 9.4%，其中全要素生产率的贡献率为 41%。
- ▶ 九十年代初，邓小平南巡讲话和“建立社会主义市场经济体制”改革目标确立³，改革开放的力度加大，潜在经济增长率从 90 年代初的 9.8% 上升到 1994 年的 10.3%。这 5 年潜在增长率年均均为 10.1%，在此期间全要素生产率贡献了 30%。
- ▶ 二十一世纪初，我国加入世贸组织，进一步提高了我国对外开放的水平，潜在经济增长率从 2001 年的 9.8% 上升到 2006 年的 10.7%。这 6 年平均增速为 10.4%，全要素生产率贡献了 37%。（图表 3）

们也用了国家统计局公布的 GDP、就业人数和投资数据对中国经济增长进行分解，其中资本存量按照永续盘存法估算（折旧率为 4%），1990 年以前的就业人数做了平滑处理。我们计算的结果与上述文献结果大同小异：全要素生产率对中国经济增长的贡献约 43%，另外劳动力贡献率为 4%，资本贡献率为 53%。此外，劳动力对经济增长的弹性是该方法的重要参数，我们实际测算值为 0.4（参考 Chow and Li, 2002 的算法），敏感性分析显示，这个参数在文献范围内的变化（0.4-0.6），可能造成劳动力贡献微小上升，对总结果没有显著影响。

³ 根据吴敬琏（2010）的研究，中国在 90 年代初中国政府在财税、金融、外汇管理、企业制度、社会保障等方面采取了重大措施来推进改革，在宏观经济体系的建立和所有制改革取得重大进展。

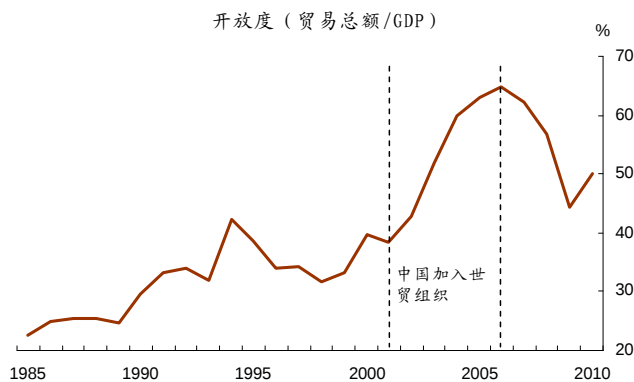
需要强调是，加入世贸组织从两个方面提高了全要素生产率。第一，随着进出口规模的扩大，外商投资的相应增加，中国企业全面参与了全球竞争，从技术、管理等方面提高了生产效率。第二，出口的扩大为农村富余劳动力的转移创造了条件，提高了劳动生产率。从 1990 年代中期开始，我国人口中处于生产年龄阶段的人数逐渐超过净消费人口，加上农村的大量富余劳动力，经济面临内部需求相对于潜在生产能力严重不足，和大量人口失业的双重挑战，加入 WTO 就是在这个关键的时期为中国经济供给潜能的释放提供了机遇。

图表 3：潜在增长率三次显著提升与改革有关



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 4：WTO 带来的全球化红利空间已经有限



资料来源：CEIC、中金公司研究部

潜在增长率已经放缓

潜在增长率明显放缓，由十一五期间的 10% 以上回落到目前的 9% 左右。从我们的测算结果看，2008 年以来潜在增长率下降比较明显。我们认为这主要由三大诱因造成：

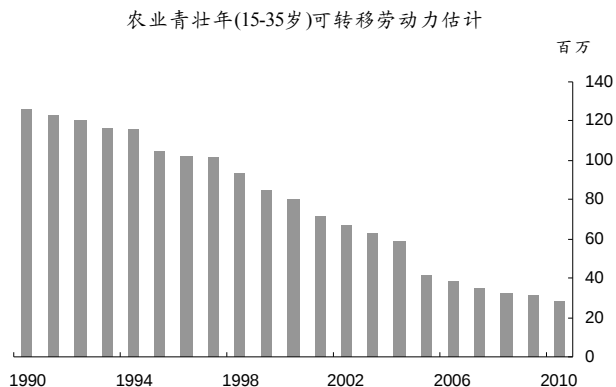
- ▶ **入世带来的全球化红利已经逐渐释放。**中国的开放度（外贸总额/GDP）在入世后明显上升，从 90 年代末不到 40% 攀升到全球金融危机前的 60% 以上的水平，显著超过其他大型经济体，继续上升空间已经有限⁴。同时，反映金融危机的冲击，外需疲弱，过去几年贸易开放度有显著下降，已经回落到 50% 左右，这当然是中国回归大陆型经济的必然现象，代表需求方面更平衡的增长。但另一方面，也说明来自国际市场竞争的效率的提高对总体经济增长的贡献度降低，生产效率的上升更多地要依赖良好的内部竞争环境（图表 4）。
- ▶ **农村可转移的富余青壮年劳动力越来越少。**一个证据是，目前在农村从事农业生产的半闲置和完全闲置的 15-35 岁劳动力显著减少。根据我们的估算⁵，目前这部分人口已经从 1990 年的 1.3 亿下降到目前的 0.3 亿，说明农村可以转移到非农产业的青壮年劳动力已经所剩不多（图表 5）。过去 20 年劳动力在部门间、城乡间转移是全要素生产率增长的重要载体，因此全要素生产率增速必然受到限制。
- ▶ **房地产泡沫对实体经济的挤压。**近几年地价、房价过快上涨，推高了地租价格，挤压了消费，对房地产的过大的投资性需求降低了资源的配置效率，加剧了财富分配

⁴ 如果看开放度，美、日、英、法、印、俄等国家远远低于中国，只有德国比中国高。如果从贸易总额占全世界比例看，中国占比已经很大：过去 30 年德国的峰值为 11%，日本为 8%，美国为 15%，中国目前约为 9%。

⁵ 我们根据国家公布的乡村就业人员推算出农业从业人数，然后根据文献估测的从事农业中青壮年人口比重，计算出农村从事农业的青壮年人数。这部分青壮年中的很大一部分，需要投入到农业生产中，可转移部分（即半闲置的农业青壮年）根据马晓河和马建雷（2007）估算仅占约 40%。此外我们估算了完全闲置（因此不计入农村就业人数）的农村青壮年。半闲置和完全闲置青壮年两者之和为农村总的可转移青壮年人数。

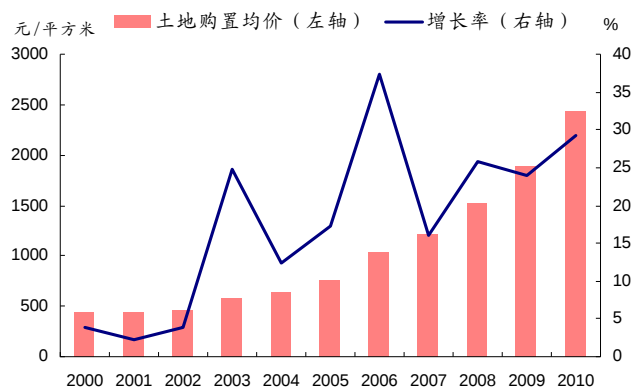
的不合理，尤其是城乡之间的差距。这些因素对实体经济的挤压效应随着房价的上升而逐渐累积（图表 6）。

图表 5：农业青壮年可转移劳动力显著下降



资料来源：杨晓敏（2009），CEIC、中金公司研究部

图表 6：土地价格快速上涨



资料来源：CEIC、中金公司研究部

体制改革可以防止未来增长率大幅下降

判断中国经济未来的增长，需要对驱动增长的各个要素（资本、劳动力和全要素生产率）的走势作出分析。总的来说，我们认为，投资增速不会大幅急降，对增长形成支撑；劳动力增速会随着人口老化而逐渐降低，但对增长的影响主要体现在由于农村富余劳动力减少造成的劳动力转移速度的下降，劳动生产率提升将受到限制；但是针对科研、教育和政府效率的改革，可以对全要素生产率提升起正面作用。

投资不会大幅急降，对增长形成支撑。中国在过去 30 多年的快速增长过程中累积了大量的资本，随着资本存量的增加，投资的边际回报递减⁶，但会不会出现未来十年投资增速大幅下降呢？我们认为有两个主要理由支持这样的情况不会发生，从而对经济增长形成一定的支撑。

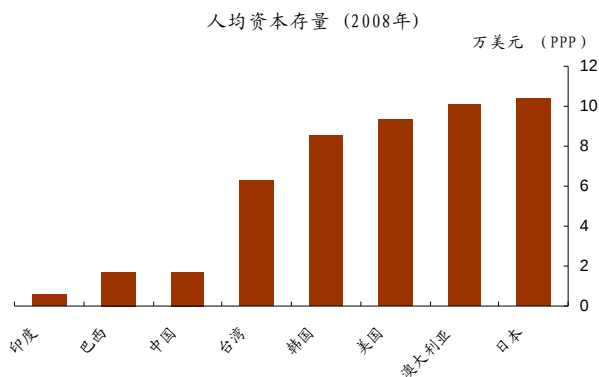
- ▶ **人均资本存量尚低，追赶效应还在。**目前中国的人均资本存量与发达国家相比尚存较大的差距，例如 2008 年，中国的人均资本存量仅为日本的 17%、美国的 18% 左右，也比我国台湾地区、韩国的人均水平都要低⁷，这说明和经济追赶效应相关的投资需求仍然较强（图表 7）。
- ▶ **人口结构造成高储蓄率，从供给方支持投资。**我国生产者（25-64 岁）/净消费者（除 25-64 岁以外的人口）的比例目前为 128% 左右，到 2015 年前仍处于上升的阶段，这样的人口结构意味着储蓄率在未来不会大幅下降，仍将维持在较高的水平。而 Feldstein-Horioka 之谜（Feldstein and Horioka, 1980）提出，即便在国际资本充分流动的情况下，发达国家的储蓄率与投资率之间仍然相关；这对于人口众多⁸、资本账户不充分开放的中国就更加如此（图表 8）。

⁶ 判断资本效率的一个指标是 Incremental Capital Output Ratio，一般来说这个指标越低，投资效率就越高。2010 年中国每一个单位的 GDP 需要的投资大约是 3.4 个单位，低于亚洲其他发展中国家（菲律宾 1.9，马来西亚 1.9，印尼 2.5，印度 2.5），与欧美或者亚洲发达国家比较类似（德国 4.2，美国 3.9，加拿大 3.8，英国 3.5，韩国 3.2，台湾 2.7，香港 3.1），说明中国的投资效率大致介于可比的发展中国家与发达国家之间。

⁷ 对资本存量的计算参考了 Harberger (1978) 的假设：一个经济体初始处于稳态（steady state），资本存量的增速与经济增速相同。为便于国际比较，我们利用 Penn World Table 7.0，以 1950-1960 的平均增长率作为稳态的增长率，计算了各个国家的初始资本存量，然后按照永续盘存法估算资本存量。

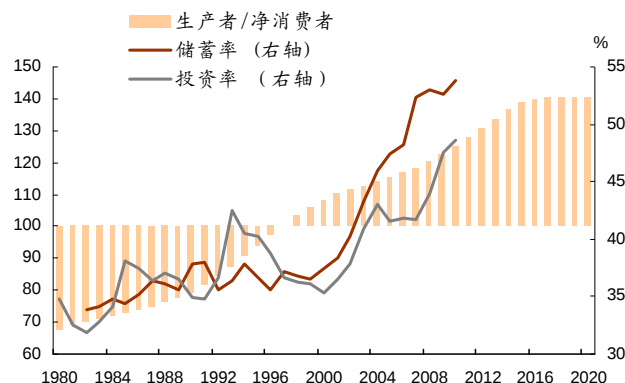
⁸ Shioji and Khai (2011) 分析了各国的投资储蓄率关系，发现人口众多的大国这种关系尤其明显。

图表 7：中国人均资本存量仍然较低



资料来源：Penn World Table 7.0 (2010)、中金公司研究部

图表 8：人口结构造成高储蓄率，从而维持高投资率



资料来源：Haver Analytics、CEIC、中金公司研究部

劳动力增速下降对经济增长影响有限，但劳动力转移减缓将限制全要素生产率提升。从劳动力供给的情况看，劳动年龄人口的变化将使劳动力增速下降。我国劳动年龄人口增速在 80 年代的平均增速为 2.7%，90 年代和 2000 年以来均为 1.3%，但未来 10 年平均增速只有不到 0.2%，预计到 2016 年左右，我国劳动力年龄人口的增速将逐步下降到 0（图表 9）。劳动力总量的变化有些外延的影响，其对经济增长的作用可能超过简单的模型所能估算的。但总体来讲，对未来经济增长有更大影响的，可能还是劳动力从农业到第二、三产业的转移速度放慢。

根据我们前面粗略的测算，1990 年农村可转移青壮年劳动力还有 1.3 亿，2000 年减少到 0.8 亿，到 2010 年仅有 0.3 亿。随着青壮年人口比重的下降，未来农村可转移劳动力的数量还将下滑，而且转移的空间会越来越小，因为农业生产对劳动力有最低的需求。劳动力转移的速度和空间当然不仅仅和劳动力总量以及劳动力的年龄结构有关，城乡户籍管理、民营企业经营环境、进城农民工的社会保障、城镇的住居成本等都会有影响。非劳动力供给本身的因素要看未来相关政策的演变。

量化劳动力转移放缓对未来经济增长的负面影响，既存在数据上的困难，也存在体制与政策上的不确定性。但是我们可以从过去的劳动力转移历史得到一定的启发。中国过去三十年的劳动力转移大致有两个政策偏紧期，两个政策宽松期：第一个政策偏紧期是改革开放最初期（1978-1981），那时农村改革刚刚起步，农村户籍管制还很严；第一个政策偏松期是 1982-1993 年，期间随着乡镇企业发展，政策放宽城乡移居，劳动力大量在部门间与城乡间转移；第二个政策偏紧期是 1994-1998 年，期间诸多省份对农民工进城新设限制⁹；第二个政策偏松期是 1999 年至 2005 年，期间地方限制进城的措施取消，劳动力加速从农业和农村转移出来。根据我们的观察，这两个政策偏松期的全要素生产率平均增速为 3.4%，比两个政策偏紧期的全要素生产率增速大约高 0.4%。如果扣除其他因素（如教育、科研、政府效率等）的影响，两者差别大约为 0.3%。

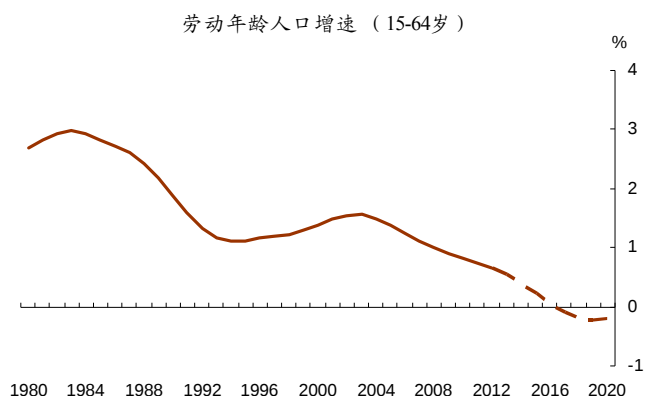
改革可以提升全要素生产率。对其他国家经验的研究文献显示，研发资本存量的增长、人均受教育年限的提高、政府效能指数等在统计上都显著影响全要素生产率的增长 (Lee and Hong, 2010 和 Park and Park, 2010)。而中国与发达国家相比，这些方面都存在较大差距（图表 10）：

- **研发投入与存量低。**2007 年中国研发投入占 GDP 比重只有 1.4%，低于德国（2.5%）、日本（3.4%）、美国（2.7%）等国家，由于过去每年的投入比较低，中国研发资本的存量和发达国家比差距更大。

⁹ 根据杨聪敏（2009）的研究，1994-1999 年为限制流动人口阶段，政策上提倡民工本地化就近流动，即“离乡不离土”。许多地方推出了保护城镇居民的利益的措施，例如上海在 1995 年、北京和广州在 1997 年均出台了正对雇佣外地工的工种和数量的限制。

- ▶ **人口教育程度仍然较低。**2010 我国 15 岁以上人口受教育平均年限为 8.2 年，显著低于美国（12.2 年）、日本（11.6 年）、韩国（11.8 年）等国家。
- ▶ **政府和相关的公共服务的效率较低。**根据世界银行测算的政府效能指数¹⁰，在-2.5 至 2.5 评分尺度中，2010 年中国得分仅为 0.12，远低于发达国家 1.4-1.5 左右的水平。

图表 9: 劳动年龄人口增速放缓



资料来源：Haver Analytics、中金公司研究部

图表 10: 就全要素生产率的影响因素而言，中国仍落后

	R&D 支出占 GDP 比重 (2007 年)	年龄 15 岁以上人口受教育年限 (2010 年)	政府效能指数 (2010 年)
中国	1.4	8.2	0.12
印度	0.8	5.1	-0.01
美国	2.7	12.2	1.44
日本	3.4	11.6	1.40
德国	2.5	11.8	1.55
英国	1.8	9.6	1.56
韩国	3.2	11.8	1.19

资料来源：WDI、Barro and Lee (2010)、Haver Analytics、中金公司研究部

中国正处在一个增长放缓的长周期的开始阶段

中国未来的增长：基准情形与改革情形。我们按照未来 10 年劳动力年龄人口的增速的预测，同时参照过去 10 年资本存量增长的趋势，加上对 TFP 两种情形的假设，对未来 10 年经济增长的可能区间作出研判。TFP 的预测分为基准和改革两种情形，主要差别在于对影响全要素生产率的主要因素（劳动力转移、科研、教育、和政府效率）的未来发展之假设不同：基准情形下，影响全要素生产率的科研、教育、和政府效率等因素，按照历史速度（2001-2007）增长；改革的情形下，这些因素在未来 10 年加速追赶美国¹¹（图表 11）。而且，改革情形下，限制劳动力转移的体制/政策因素逐步消除¹²。两种情形的结果是（图表 12）：

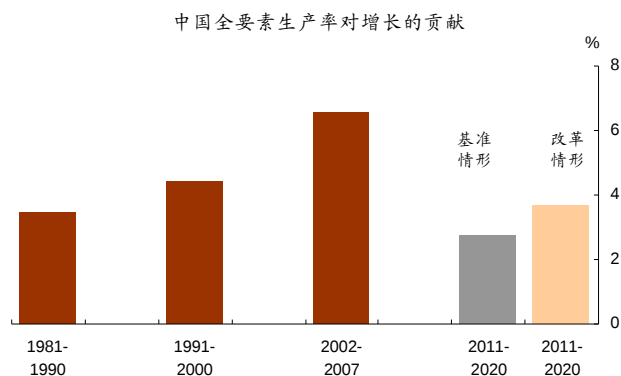
- ▶ **基准情形：**“十二五”期间的潜在增长率的均值为 8.0% 左右，“十三五”为 6.0% 左右，到 2020 年下降到 5.5%。
- ▶ **改革情形：**“十二五”期间的潜在增长率的均值为 9.0% 左右，“十三五”为 8.0% 左右，到 2020 年下降到 7.5%。

¹⁰ 世界银行编制的政府效能（Government effectiveness）指数考虑了政府公共服务的质量、公务员的素质、政策的决策和执行力以及政府的公信度等因素。该指数服从标准正态分布，范围大约从-2.5 至 2.5，指数越高表示政府效率越高。

¹¹ 具体为人均研发资本存量与美国人均研发资本存量之差每年缩小 2%；各个阶段的教育入学率按照指数增长。

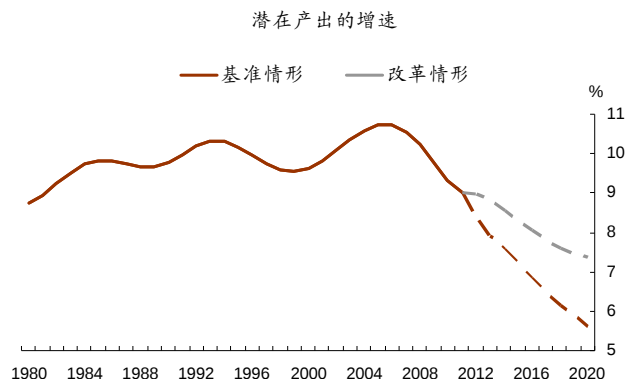
¹² 本文没有具体假设哪些影响劳动力转移的政策/体制限制因素以什么样方式、在什么时间放松，只是把这些因素对全要素生产率增长的影响，根据历史经验值的 0.5%，在基准情形与改革情形之间平均分配。

图表 11: 改革力度决定全要素生产率增速



资料来源: Lee and Hong(2010)、中金公司研究部

图表 12: 中国未来十年潜在增长率测算

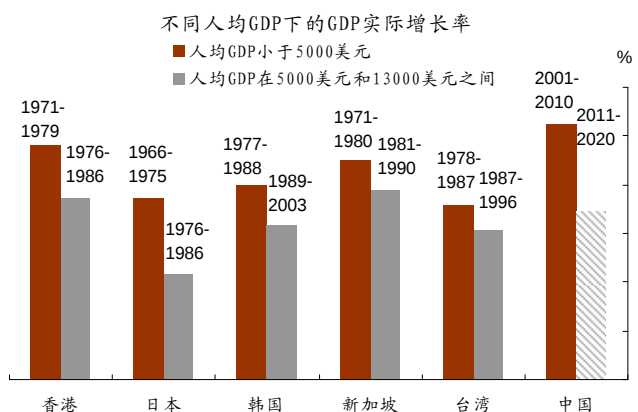


资料来源: Lee and Hong(2010)、CEIC、中金公司研究部

这既说明中国增长放缓不可避免,也说明改革空间还比较大。这种对未来的情景假设有很大的不确定性,但这种看似简单的模拟说明了两个问题。第一,经济增长的放缓趋势不可避免,这里面有人口结构的根本性因素,也有进入中等收入国家发展阶段后追赶效应的递减。第二,通过体制和结构改革提高效率的空间还比较大,虽然不能避免增长率放缓,但可以防止大幅下降。如果说过去 10 年,加入全球化竞争和劳动力转移是生产效率提高的主要来源,未来 10 年更多需要依靠降低内部的一些体制性束缚,提高竞争,改善资源的配置效率。

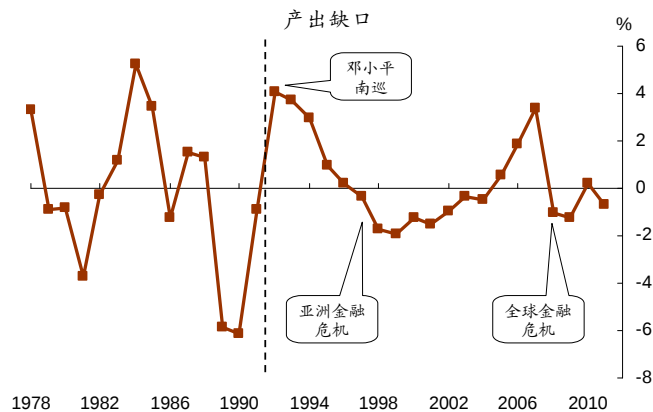
未来十年,中国增速下降符合国际经验。2010 年中国的人均 GDP 名义值已经达到 4300 美元,估计 2011 年将超过 5000 美元。根据香港、日本、韩国、新加坡和台湾的历史经验,在人均 GDP 达到 5000 美元与 13000 美元之间增速下降 1-3 个百分点。相比之下,我们的基准情形下降 3.4 个百分点,改革情形下降 2 个百分点。说明我们的模拟基本符合国际经验。

图表 13: 不同人均 GDP 下的经济增速比较



资料来源: WEO、中金公司研究部

图表 14: 市场经济体制下经济波动减小



资料来源: Lee and Hong(2010)、CEIC、中金公司研究部

外部冲击和宏观调控主导短周期

短周期波动的市场经济特征增加

改革开放后我国经济围绕长期增长趋势的短周期波动呈现几个鲜明的特征，总结 90 年代中期市场经济体制确立以来的短周期的驱动因素对我们判断未来走势有帮助。

第一，市场经济体制下短期波动幅度和过去比较显著下降。

1992 年的邓小平南巡讲话将改革开放以来我国的宏观经济运行分为两个显著不同的阶段：前者是仍以政府计划为主导的“有计划的商品经济”阶段，后者则是全面建设“社会主义市场经济”的阶段。第一阶段我国经济波动幅度较大，GDP 增速高点在 15.2%，低点为 3.8%；波动周期较短，主要受政府经济计划影响，呈现出“一抓就死，一放就乱”的“治乱循环”。第二阶段我国经济波动幅度大为降低，GDP 增速最高 14.2%，最低 7.6%；经济波动的频率也有所降低（图表 14）。

对于计划主导和市场体制下经济周期截然不同的表现形式，我们认为主要原因有两个：

- ▶ **市场价格对资源配置的作用加大。**1992 年以前，我国经济中资源配置仍然以政府计划为主导，国有企业并不面对市场，因此造成政策一放松，企业的投资和生产热情就高涨，但资源价格缺乏弹性使得企业的扩张活动缺乏约束，直到宏观经济扩张受到资源瓶颈的制约难以继，政府的指导性计划被迫转向，于是国有企业生产出现急剧下滑，经济呈现大起大落。1992 年确立市场经济体制以来，主要产品价格基本由市场决定，价格体系的灵活性大大增加。在面对供给或需求变化时，价格的弹性变动调节了消费和投资行为，吸收了部分冲击，降低了经济活动的大起大落。
- ▶ **增长的制约因素从供给向需求转化。**1990 年代中期以后，我国从短缺型经济过渡到供给充分型经济，制约增长的主要因素不再是供给短缺，而是需求不足。因此，以总需求管理为导向的反周期宏观政策有了较大的操作空间，对经济的周期波动起到抑制作用。如前一章所述，经济供给能力的扩张得益于两个主要因素：经济体制改革提高了生产效率；同时，劳动年龄人口数量大幅超过处于净消费年龄阶段的人数，以及农村富余劳动力的转移，都增加了宏观经济的总量供给能力。

第二，出口和投资成为短周期波动的主导因素。

当经济从供给不足转变为需求不足，经济的短周期波动主要体现为总需求的变动。而从拉动总需求的三驾马车看，出口和投资的波动性较大，消费对 GDP 增长的贡献则相对稳定（图表 15）。1995 年以来消费对 GDP 增速的拉动平均为 4.6 个百分点，高点和低点分别为 6.0 和 3.4，其对增长波动的影响远远小于出口和投资。

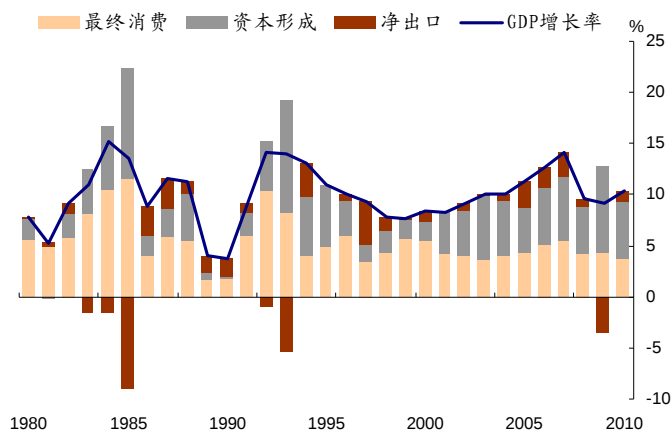
- ▶ **外需冲击造成经济增长探底。**1995 年以来，净出口对我国 GDP 的平均贡献为 0.9 个百分点，在 GDP 平均增长率 9.9% 中占比并不高，但是波动很大：最高达到 4.2，最低则为 -3.6。1995 年以来我国 GDP 增长的两度低位分别位于 1999 年和 2009 年，均受到了外部冲击的影响；1997-98 年的亚洲金融危机和 2008-09 年的全球金融危机均造成出口大幅下滑。
- ▶ **投资对 GDP 增长的贡献波动大。**1995 年以来，投资对 GDP 增速的贡献平均为 4.5 个百分点，最高达到 8.4，最低为 1.7。相对于出口主要受外部冲击影响，投资波动的原因则更为复杂，其中房地产和制造业投资主要由企业进行，其波动既有自身内在的周期性因素，也受到宏观政策特别是货币政策的影响，而基础设施投资则主要由政府进行，受财政政策的影响比较大。

第三，宏观政策既有逆周期的特征也受政治周期的影响。

市场经济环境下宏观调控政策主要由财政政策和货币政策构成，着力点是总需求管理，在我国主要体现为对投资的影响。财政政策直接影响到政府主管的基础设施建设投资，而货币政策通过调节货币和信贷条件影响更广泛的投资。1995 年以来的宏观调控的轨迹显示，投资波动既反映政策对于外部冲击的逆周期反应，同时也受政治周期的影响。

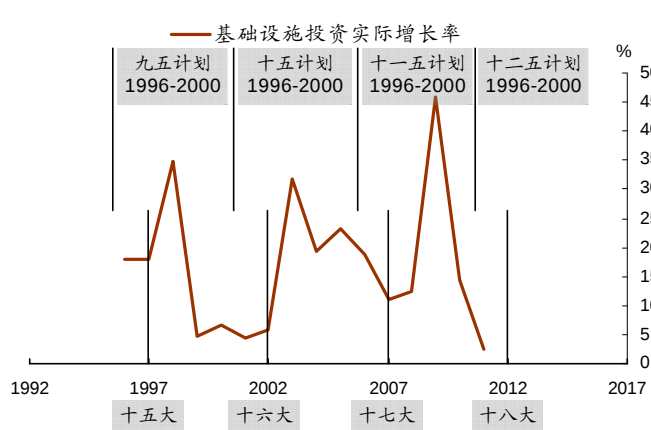
- ▶ **政府主导的投资存在一定的政治周期。**基建投资主体以政府为主，其增速主要取决于财政政策。1995 年以来的基建投资增速显示，财政政策存在一定的政治周期（图表 16）。这种政治周期体现为政府换届和五年计划对基建投资的影响，其特征是每届政府任期内，或每个五年计划期内，都存在一次基建投资大规模加速的现象，一般发生在每届政府的第一年或五年计划的中期。
- ▶ **但货币政策有明显的逆周期特征，尤其是对外部冲击的反应。**1995 年以来三次大的宏观经济刺激政策，都起因于经济在外生冲击下有大幅下行的风险（图表 17）。在面对外生冲击时，为了避免经济增长大幅下降，货币政策显著放松，支持内部需求，其影响主要体现在投资上。相反，在总需求增长过快，通胀压力加大时，货币政策则紧缩，主要传导渠道也是通过投资的放缓来抑制总需求过快增长。

图表 15: 经济波动主要来自投资和外需



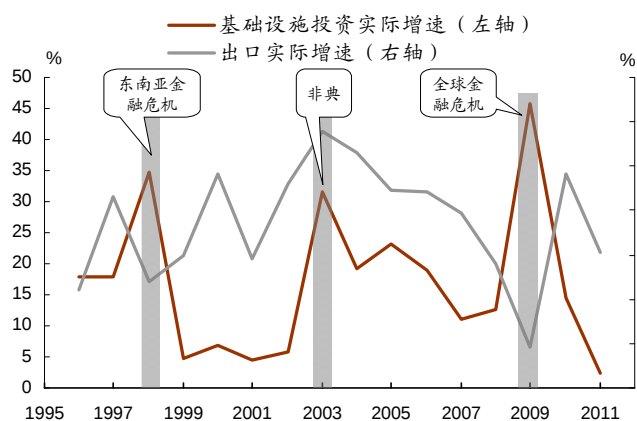
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 16: 基础设施投资与政治周期一致



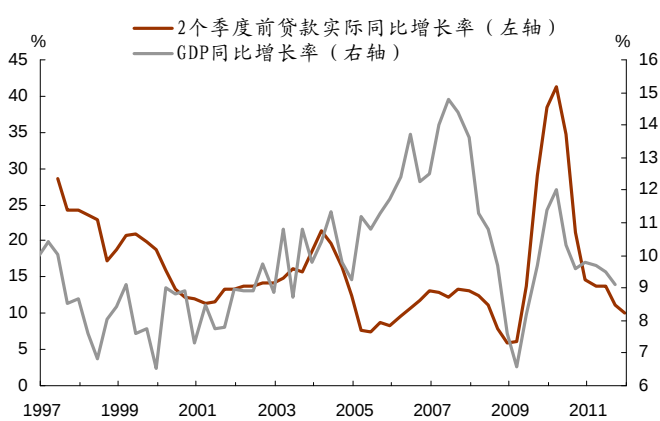
资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

图表 17: 扩大基础设施投资应对外生冲击



资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

图表 18: 信贷增速领先经济增长 1-2 个季度



资料来源：CEIC、中金公司研究部

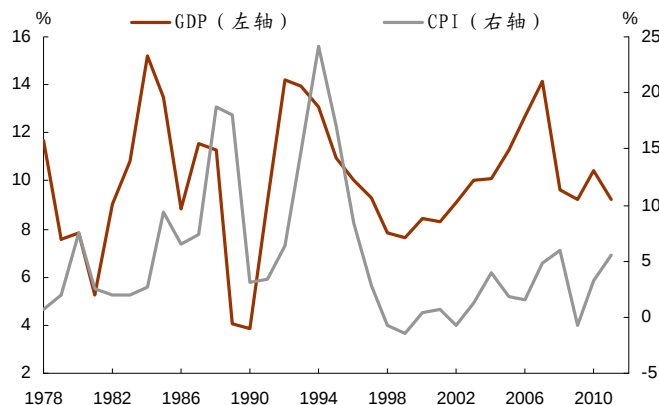
- **宏观政策对增长和通胀的滞后影响是经济周期波动的内在原因之一。**历史数据显示，货币政策对经济增长和通胀存在显著的滞后作用：一般信贷增速领先经济增长 1-2 个季度（图表 18），而经济增长领先通货膨胀 3-4 个季度（图表 19）。政策的滞后影响若和新的外生冲击在同一方向叠加时—比如政策紧缩加上外部需求突然下降—经济的波动幅度就会超过政策调控的意图，反之亦然。

短期内总需求增长动能放缓

基于以上分析，结合近期的内外部环境的变化，我们对短周期增长的总体看法是，外需疲弱和房地产投资放缓最终也会影响制造业投资，抑制总需求增长的内在动能。

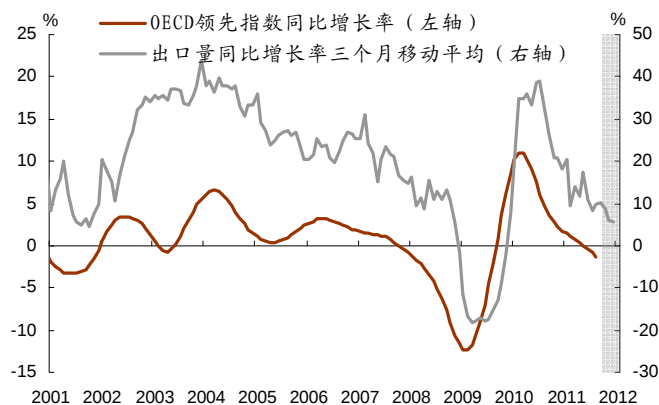
首先，外需增长乏力预示出口对 GDP 增长贡献下降。从短周期的角度看，出口增长主要取决于外需的增长，而全球经济尤其是发达国家受欧元区主权债务危机的影响，前景不乐观。衡量 OECD 国家经济景气度的领先指标与我国出口增速存在高度相关性（图表 20），该指标近期连续走低，显示短期内我国出口增长面临失速的风险。我们在今年年初的宏观经济展望中即做出全年净出口对 GDP 增长负贡献的判断。近期我国出口增速的走势基本符合我们的预期，我们维持明年出口增速下降至 10%、净出口对 GDP 增长贡献-0.6 个百分点的预测。

图表 19: 经济增长领先通胀 3-4 个季度



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 20: OECD 领先指数预示出口增速将进一步放缓



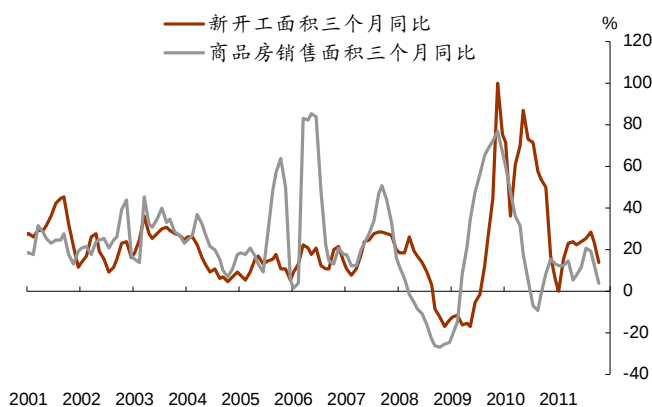
资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

其次，去杠杆化减弱投资增长的内在动能。我国投资主要由四部分构成：基础设施建设、房地产、制造业和其他，2011 年以来上述四部分在固定资产投资中的占比分别为 22%，25%，34%和 19%。其中，基础设施建设的主体主要是政府，其增速主要取决于政策；其余三部分投资的主体主要是企业，在既有的宏观政策条件下，更多受到市场环境和经济运行周期的影响。从投资的内在动能看，2012 年投资增速趋于放缓。

- **去泡沫化带动房地产投资增速下滑。**房地产调控的效果逐渐显现，今年房地产销售面积增速的大幅下滑预示着明年商品房新开工面积可能显著下降（图表 21）。今年的房屋新开工中有相当比例是保障房（1000 万套出头），而根据住建部对人大常委会的说明，明年保障房开工目标约在 600-800 万套，保障房的新开工面积将有较大幅度的下降，可能拖累明年总体房屋新开工面积负增长。依据施工面积和新开工面积的关系，我们估算明年的施工面积增速将大幅放缓，但不会负增长。根据房地产开发投资和施工面积之间的稳定关系（图表 22），我们预计明年的房地产开发投资仍有 15%左右的增长，而今年前 10 个月累计增速为 31%（图表 23）。

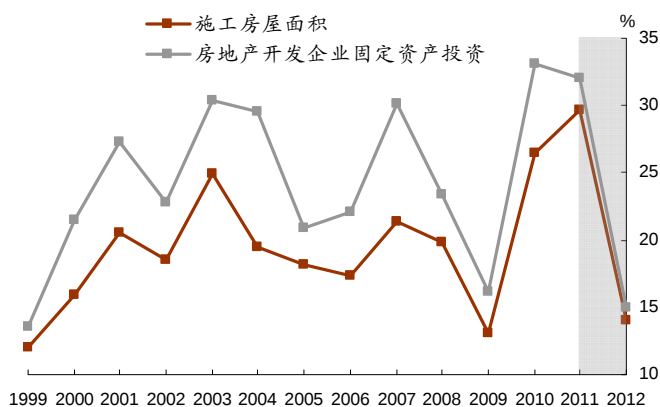
- ▶ 去杠杆化使得制造业投资面临放缓的压力。今年制造业的固定资产投资仍然维持了较快增长，主要是前两年宽松货币条件下企业投资扩张的延续，也反映早前房地产投资和出口较快增长的滞后拉动。制造业投资的杠杆率目前处于历史高位（图表 24），而随着今年以来货币条件的紧缩，出口和房地产的冷却对制造业投资的负面影响终将体现出来。这已经对企业利润造成影响，近期工业企业利润增速呈现下滑态势。从影响企业投资行为的角度看，利润增长预期短期内难有显著改善。
- ▶ 除了固定资产投资外，企业库存的变化也是资本形成的一部分，往往影响经济短周期的波动。由于库存是企业为了生产和销售的顺利进行而不得不储备的投入品和产成品，对企业而言意味着资金的占用，企业会尽可能的减少不必要的库存。随着管理技术水平的不断提高，我国的库存销售比呈现长期下降的趋势（图表 25）。从短周期角度来看，2008-2010 年由金融危机引发的一波库存调整已经结束，近期库存调整应该不构成投资增长的重要因素。

图表 21: 商品房销售领先新开工房屋增长



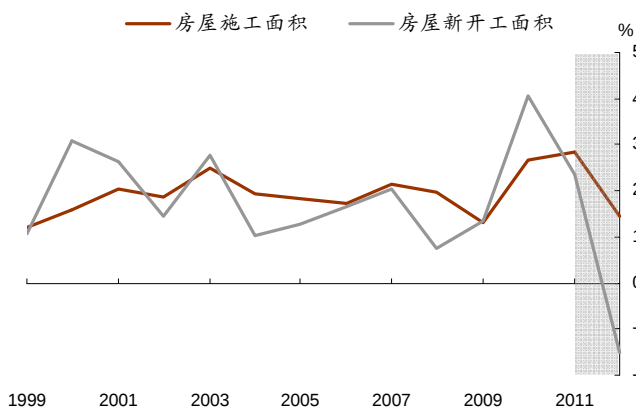
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 22: 商品房施工面积和房地产开发投资高度相关



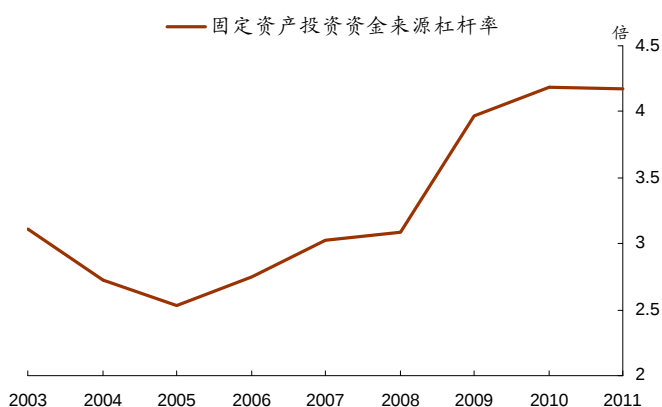
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 23: 房地产施工面积增速可能显著下降



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 24: 投资资金杠杆率目前处于历史高位



资料来源：CEIC、中金公司研究部

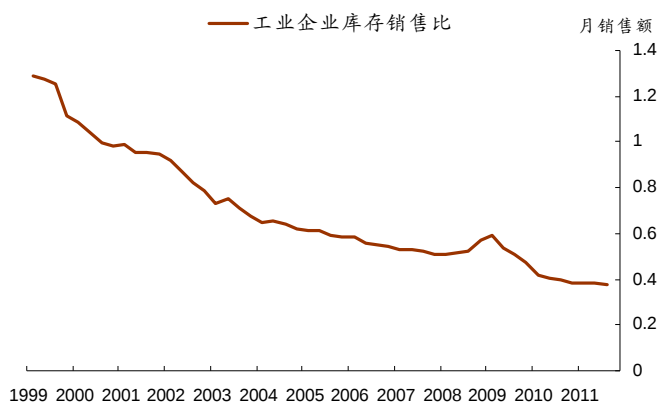
产能短缺不是新一轮投资周期的起点。除了以上的周期性因素，在分析固定资产投资时，一个经常被引用的结构性因素是产能的短缺或过剩。首先，产能的利用率本身是个周期性现象，需求强时产能利用率高，增长弱时产能利用率低，所以只有超出经济周期上下波动的产能短缺才会导致企业新的投资周期。我国现在是否面临持续的超越经济周期的产能短缺？我们的答案是否定的。我国固定资产投资中比例较大的电气机械制造业、黑

色及有色金属冶炼等行业的产能利用率目前都处于相对低位（图表 26）。重点行业的产能过剩或没有明显短缺，并不支持新一轮大规模投资的开始。

从更宏观的角度看，有些分析引用我国贸易顺差近几年大幅下降作为产能短缺的证据，其基本的逻辑是贸易顺差是总产出减去国内消耗（消费和投资），顺差减少显示产出能力相对于内部需求下降（图表 27）。但这样的逻辑有两个误区。第一，要看顺差减少的原因，主要是外部需求减少还是内部需求增加？2007 年以来我国顺差的减少主要反映出口放缓，内需增长并没有明显加快。第二，从内部需求看，投资比消费增长快，过去几年差距更是扩大，而投资导致未来的产能增加。

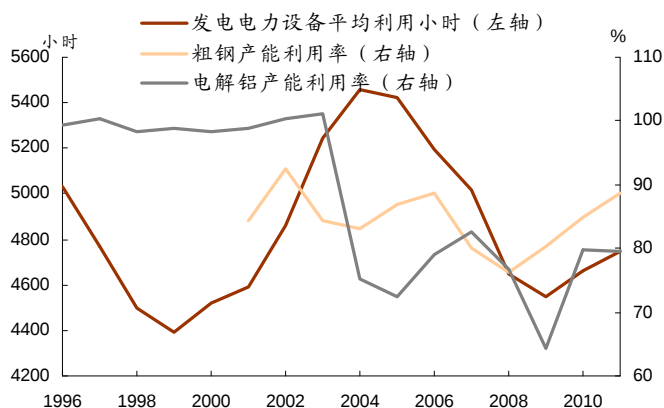
另一个可能影响固定资产投资的结构因素是制造业从东部沿海地区向中西部地区的转移，在一定程度上支撑了制造业的投资增长。但是这个因素已经存在了几年，恐怕难以抵销出口和房地产放缓对制造业投资的影响。从数据来看，产业转移的速度和整体制造业投资增速的相关度并不显著（图表 28）。

图表 25：企业库存长期呈下降趋势



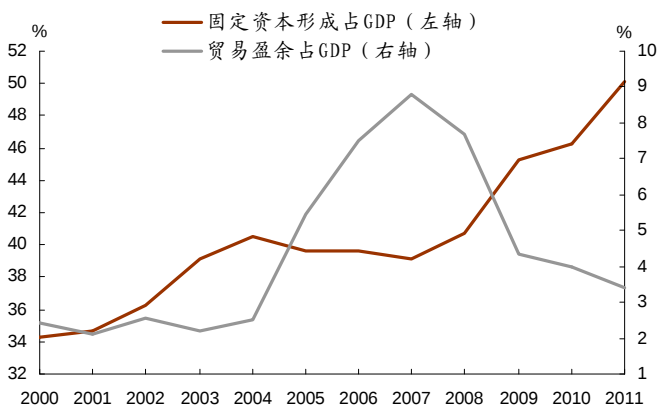
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 26：重点行业产能利用率仍然偏低



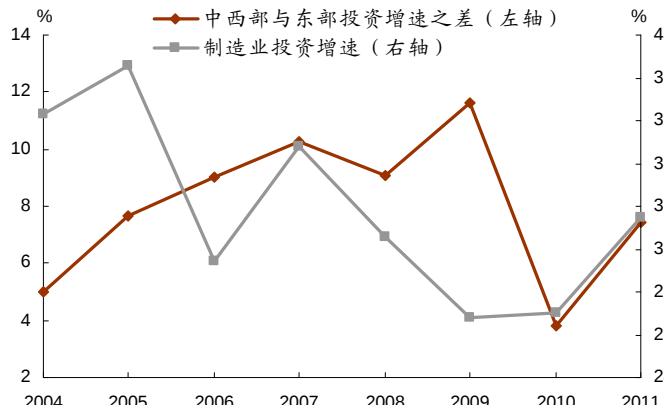
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 27：贸易顺差和固定资本形成的此消彼长关系



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 28：产业转移和整体制造业投资不显著相关



资料来源：CEIC、中金公司研究部

政策支持增长的空间增加

以上分析显示需求增长的动能较弱，但宏观政策已经开始微调，如果外部冲击扩大，政策调整的力度还会加强，对经济增长起到一定的支撑作用。

- 通胀下行为宏观调控支持增长提供了空间。从历史数据显示的政治周期来看，明年基建投资大规模扩张的可能性不大，但是宏观政策逆周期的态势不会改变，过去几个月的一个正面发展是通胀下行的态势基本确立，为支持增长的政策操作提供了空间。
- 从货币政策来看，法定存款准备金率处于 21.5% 的历史高位，对国有大银行的信贷控制也处于偏紧的状态，因此，如果需要，货币政策存在放松的空间。过去一年宏观审慎管理（比如监管机构对银行贷存比和资本充足率等指标的要求）在抑制信贷扩张方面也发挥了作用。但宏观审慎管理本身也是逆周期的，其与宏观调控发生大的冲突的可能性低。
- 从财政政策来看，结构性减税将是新看点。由于过去几年政府的税收收入增长较快，结合十二五规划促进民生，调整经济结构的目标，政府的结构性减税政策存在较大空间。近期的一系列税收改革试点虽然短期内对于整体税负影响不大，但是预示了减税的政策方向。我们预期未来会有进一步的税收改革举措，给企业和私人部门带来实质性的税负降低。

政策调控有空间，但大规模扩张刺激的可能性不大。2008-09 年的极度宽松的货币和财政政策带来了一系列的负面影响，尤其是货币和信贷存量相对于经济规模的大幅扩张构成影响未来物价和资产泡沫的隐患因素。另外，房地产调控处在关键时期，放松的可能性小。虽然现在对一些行政性的控制手段有争议，但我们认为对房地产的调控将是长期性的。一方面高储蓄容易导致对房地产的投资性需求，另一方面，城乡的二元结构意味着房价的上升在中国未来的城市化过程中有独特的社会公平的影响。长远看，存在市场化调控手段尤其是税收政策取代限购、限价政策的空间。短期看，对货币和信贷的放松意味着行政性措施放松的可能性更小；否则，货币条件的放松很容易传导到房地产的投资和投机性需求，引发房地产泡沫化的反弹。

2012 年处于短周期的什么位置？

上述分析的一个基本结论是：外需疲弱和投资去杠杆化，将导致 2012 年出口和投资（尤其是房地产投资）等经济增长引擎动能减弱，经济增速将较 2011 年放缓是大概率事件。但是，逆周期的宏观调控将限制增长下降的幅度，经济硬着陆风险不大。在我们的基本假设情形下，经济增长将从 2011 年的 9.2% 降到 8.4%，环比增速呈现前低后高的走势，但同比增速的低点将于年中前后出现。2013 年增长维持小幅上行的态势，全年达到 9%。这可能比当时的潜在增长率稍高，但需求过热的程度不会很大。

首先，按照过去的规律，预计政府主导的基建投资将在 2013 年（十二规划的中期）有较大的提速。地方政府换届完成对投资的拉动影响可能在 2013 年有充分的体现。

其次，房地产的去泡沫化会持续一段时间，形成对相关投资的负面压力，持续多长时间有较大的不确定性。但我们的基本判断是房地产投资大幅下降和以逆周期为导向的宏观政策的紧缩不大可能重叠。如果房地产投资对经济增长构成较大的负面影响，政策对总需求的支持有空间。

最后，从外部需求看，虽有很大的不确定性，但我们的总体判断是欧债危机对全球经济构成的下行风险 2012 年比 2013 年大。近期的发展显示，市场给与欧洲主要政府化解欧债危机的时间不会很长。美国 2013 年面临财政紧缩的压力，但紧缩的程度还要取决于

当时的增长情况。新兴市场方面，我们的基本判断是，在经历最近一轮的通胀压力后，政策支持增长的空间不会很快消失。

总之，我们认为中国经济现在处在一个长期增长放缓和短周期下行的交织阶段。从长周期的角度看，由于 1) 农村劳动力转移的空间大幅降低；2) 加入 WTO 带来的开放效应的消退，经济的潜在增长率未来 10 年将有明显的放缓。从短周期的角度看，外需的疲弱导致出口增速下降，形成增长放缓的外部因素，房地产的去泡沫化和产业投资去杠杆化压力构成增长放缓的内部因素，但政策支持增长的余地增加。预计 2012 年将经历本轮短周期中增长的低点，2013 年将小幅反弹。但受制于增长潜力的放缓，回到过去超过 10% 的高速增长的可能性不大。

参考文献

蔡昉, 2010, “城市化与农民工的贡献——后危机时期中国经济增长潜力的思考”, 《中国人口科学》, 2010 (1)

刘世锦等, 2011, “陷阱还是高墙: 中国经济面临的真实挑战与战略选择”, 《比较》, 2011 第 54 辑

马晓河、马建蕾, 2007, “中国农村劳动力到底剩余多少”, 《中国农村经济》, 2007 (12)

吴敬琏, 2010, “中国经济六十年”, 《四川改革》, 2010 (2)

杨聪敏, 2009, “改革开放以来农民工流动规模考察”, 《探索》, 2009 (4)

Barro, R. and J-W. Lee., 2010, “A New Data Set of Educational Attainment in the World”, 1950-2010. *NBER Working Paper No. 15902*, National Bureau of Economics Research, Massachusetts.

Chow, Gregory C. and Kui-Wai Li., 2002, “China’s Economic Growth: 1952–2010”, *Economic Development and Cultural Change*, 51 (1) October: 247-256.

Feldstein, M., and C. Horioka, 1980, “Domestic Saving and International Capital Flows”, *Economic Journal*, 90 (2):314–29.

Fischer, S., 1993, “The Role of Macroeconomic Factors in Growth”, *Journal of Monetary Economics*, 32: 485-512

Harberger, A., 1978, “Perspectives on Capital and Technology in Less Developed Countries,” in. M.J. Artis and A.R. Nobay, eds., *Contemporary Economic Analysis*, London: Croom Helm

Lee, J-W and Kiseok Hong, 2010, “Economic Growth in Asia: Determinants and Prospects”. *ADB Economics Working Paper Series No. 220*, Asian Development Bank, Manila.

Park, Donghyun and Jungsoo Park, 2010, “Drivers of Developing Asia’s Growth: Past and Future”. *ADB Economics Working Paper Series No. 235*, Asian Development Bank, Manila.

Shioji, Etsuro and Vu Tuan Khai, 2011, “Physical Capital Accumulation in Asia-12: Past Trends and Future Projections”. *ADB Economics Working Paper Series No. 240*, Asian Development Bank, Manila.

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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：分析师估测 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
上海市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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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