

署名人：邢微微

S0960511020009

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

署名人：李云洁

S0960511020013

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人：刘莉华

S0960111090011

010-63222951

liulihua@cjis.cn

参与人：张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

国内宏观经济年度报告

经济及地方债风险倒逼政策转向

——2012 年中国经济展望

未来两年世界经济的减速，以及欧债危机的困扰。外部的不确定性已经动摇了中央关于紧缩的决心。明年一方面有房地产投资大幅下滑，另一方面地方债务风险也渐行渐近。我们预计 2012 年经济下滑和中长期风险将超出政府容忍底线，从而倒逼政策实现由紧到松的拐点

投资要点：

- 2010 年地方债务余额 10.7 万亿，其中政府直接责任达 9 万亿，占可支配收入 86%。高额地方债务成为中国经济中期最大系统性风险
- 2011-2013 年到期本息合计 6.7 万亿，若按照银监会要求为地方政府到期债务展期，保守估计 2012 年将有 2 万亿本金利息到期；土地收入的下滑将进一步削弱地方财政健康程度
- 2012 年中国经济面临持续下滑和增长乏力风险，紧缩政策面临转向
- 从 2009 年 7 月算起紧缩政策已实行 2 年半，2010 年 7-10 月在欧债危机为谢辞有过短暂松动但随后加码，2011 年 8 月份后政策进入观察期，10 月政策开始微调。预计 2012 年 2 季度政策将转向
- 地方债务危机风险倒逼政策转向：信贷会松动、地方债发行试点扩大，最终扩大债券购买人范围
- 房地产市场存在急剧恶化可能并加大地方债务风险。根据 08 年经验，预计 2012 年 6、7 月份房地产调控政策将出现微调
- 在信贷控制和地方政府财政困难背景下，基建投资有惯性下滑风险。因此我们预计 2012 年二季度信贷将明显松动，从而带动基建投资
- 社会融资量出现明显回落；2012 年原油价格大幅上涨可能性较小，PPI 回落导致非食品价格下行；生猪存栏量恢复与秋粮丰产都预示 CPI 将趋势性回落预计全年 3.5%，处温和通胀。CPI 呈“前高后低”走势，各季度 CPI 在 4.5%、3.7%、3%与 2.5%

风险提示：

- 美国经济复苏持续低于预期，欧债危机再度恶化

	%	2011	2012F
GDP		9.2	8.4-8.5
工业增加值		13.6	12.4
城镇固定资产投资		23	19
社会消费品零售		17	17
CPI		5.2	3.5
PPI		6.5	2
出口		21	13
进口		24	16
贸易顺差（亿美元）		1777	1488
贷款（万亿元）		7.5	8.5
贷款增速		15.6	15.3
M2		14	14.5
1 年期存款利率		3.50	3.00
存款准备金率		21	19
人民币兑美元汇率		6.31	6.15

注：外贸与 CPI、PPI 当季值

相关报告

国内宏观经济点评报告－货币政策微调期 倾向“保增长与稳物价”

2011-11-17

经济隐现“内外交困”-三季度经济运行简评 2011-10-18

信贷维持收紧 货币延续回落走势-9 月份金融运行简评 2011-10-17

目录

一、 经济通胀双向下 地方债风险出现.....	5
二、 地方债务危机渐行渐近.....	6
2.1 未来 2-3 年地方政府债务面临偿债高峰期	6
2.2 地方债务和银行坏账风险倒逼信贷和地产政策放松.....	8
三、 2012 年经济 3 季度见底	10
3.1 2012 年中期后地产政策松动 投资三季度或“触底”	10
3.1.1 2012 年中期地产政策松动 成交量见底回升	10
3.1.2 2012 年保障性住房投资加快	12
3.2 二季度信贷松动将拉动基建投资	13
3.3 出口对经济影响力减弱 2012 年前低后高	14
3.4 耐用消费品“前低后高” 消费温和回升	16
3.4.1 汽车消费温和回升 房地产类消费“前低后高”	17
3.4.2 增值税改革与降低消费税促消费稳定增长	18
四、 通胀压力回落 2012 年 3.5%.....	18
4.1 下半年通胀货币压力明显下行 减弱 2012 年通胀担忧.....	19
4.2 原油涨幅回落 PPI 下行趋势确立	21
4.3 供给因素明显改善 食品价格上升动力减弱	22
4.3.1 生猪供给明显上升 猪肉价格呈下行走势	22
4.3.2 国内粮食价格上涨将放缓 但总体呈高位运行.....	23
五、 货币政策以量松为主，价调或现 2012 年中期后	25

图表

图 1: 前三季度 GDP 同比回落, 环比较去年回落	5
图 2: 2011 年前三季度 CPI 环比与同比都处于高位	5
图 3: 2011、2012 地方债务还本付息压力最大	6
图 4: 2012、2013 年地方政府债务负担最沉重	6
图 5: 目前债务中 2011 年到期的占 24.5%	7
图 6: 土地出让金下滑大幅拖累地方收入增长	7
图 7: 2011、2012 地方债务还本付息压力最大	7
图 8: 2011、2012 地方债务还本付息压力最大	8
图 9: 2011-2015 地方地方政府资金缺口越来越大	8
图 10: 土地出让收入与财政收入之比超过 32.6%	10
图 11: 2011 年 9、10 月份土地出让金大幅下降	10
图 12: 5 月住宅销售见顶后近期加速下滑	10
图 13: 房地产贷款占比大幅下降	11
图 14: 房地产贷款增速接近 08 年的低点	11
图 15: 2011 年中开始土地购置面积负增长	11
图 16: 房地产销售面积下行势必导致投资下滑	11
图 17: 2011 年保障性住房低于预期	12
图 18: 2012 年存加快可能	12
图 19: 基建类投资下行加快, 并降至低位	13
图 20: 货币政策的放松伴随着基建投资的迅速增加	13
图 21: 铁路投资下降较快, 道路与城市交通稳定	14
图 22: 水利投资稳步回升	14
图 23: 中国工业行业出口依存度呈逐年下降走势	14
图 24: 出口增速开始回落	15
图 25: 新兴和发展中国家成为出口新增长点	15
图 26: 对美国出口增速未来将回升	15
图 27: 对欧洲出口增速将缓慢下滑	15
图 28: 美日经济将维持温和增长	16
图 29: 亚洲国家经济增速温和回落	16
图 30: 进口维持高速增长	16
图 31: 2012 年进出口呈现前低后高的走势	16
图 32: 2011 年国内消费呈疲软走势	17
图 33: 汽车消费低速增长造成整体消费疲软	17
图 34: 限额以上消费中汽车与房地产消费占比高	17
图 35: 汽车销售低迷, 商用车下滑快于乘用车	17
图 36: 经济增速回落也将抑制汽车销售	18
图 37: 商品房成交量下滑将抑制房地产类消费	18
图 38: 2012 年 CPI 翘尾因素呈前高后低走势	19
图 39: 2012 年 CPI 水平将出现明显回落	19
图 40: 三季度社会融资月度新增量急剧下降	19

图 41: 2011 年社会融资余额增速出现持续回落.....	19
图 42: 8 月份以来可比口径 M2 降至 16% 以下.....	20
图 43: 2011 年信贷增速降至 00-08 年均值附近.....	20
图 44: 2011 年 8 月份以来可比口径 M2 跌破 16%.....	21
图 45: 2012 年二、三季度信贷投放相对较快.....	21
图 46: 原油价格涨幅回落促 PPI 趋势下行.....	21
图 47: PPI 回落将缓解非食品与居住上涨压力.....	21
图 48: 猪粮比降至 7: 1.....	22
图 49: 2011 年生猪存栏量或创历史新高.....	22
图 50: 年中以来能繁母猪存栏量回升, 接近 09 年.....	23
图 51: 近期生猪存栏量已经恢复至 09 年较高水平.....	23
图 52: 9 月以来国际市场玉米价格涨幅明显回落.....	24
图 53: 美国农业部预测中国秋粮丰产 4.1%.....	24
图 54: 大豆价格回落.....	24
图 55: 国际大豆价格下滑减弱国内大豆上升压力.....	24
图 56: 稻谷与玉米库存消费比低位运行.....	25
图 57: 粳稻与籼稻价格涨幅高位运行.....	25
图 58: 预计 2012 年中国财政赤字率将有所上升.....	25
图 59: 预计 2012 年上半年 CPI 预计 4%.....	25
图 60: 中小企业票据融资利率高位回落.....	26
图 61: 9 月差额准备金率出现反弹.....	26
图 62: 2011 年年底公开市场到期量急剧缩减.....	26
图 63: 近期银行间市场利率有所下行.....	26
图 64: 欧债危机以来美元走强人民币升值放缓.....	27
图 65: 远期市场人民币升值预期弱化.....	27
表格 1: 中国主要进境物品进口税率表.....	18
表格 2: 2012 年中国经济预测.....	27

一、经济通胀双向下 地方债风险出现

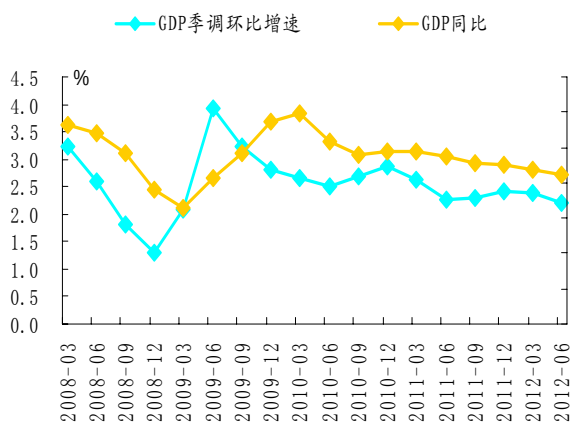
2008 年为应对全球金融危机，中国大幅减息、放松信贷、降低汽车购置税、全面放松并刺激房地产业并推出“4 万亿投资”刺激政策从而实现了中国经济“V”型反转。过度的刺激一方面带来了产能过剩通胀高企的后遗症，另一方面也造成了地方政府债务高企的风险。如果以 2009 年 7 月银监会严控信贷为政策由松到紧的拐点来算，紧缩政策已经实施了 2 年半。信贷紧缩、房地产限购、汽车恢复购置税以及节能减排等调控政策主导了 2011 年经济的下行趋势。可以说到目前为止的经济下滑都是政府乐见其成的。

随着全球经济结束为期 3 年的超跌反弹期，明后两年海外经济将减速，而这个关口又出现了欧债危机。外部的不确定性已经动摇了中央关于紧缩的决心。另一方面房地产投资大幅下滑近在眼前，而过度投资带来的地方债务风险的暴露也在逼近。我们预计 2012 年经济下滑风险将超出政府容忍底线，从而倒逼政策实现由紧到松的拐点。

2012 年影响经济回落的因素将更加复杂。除了前期受财政刺激政策退出所导致的汽车销售低迷和基建类投资下滑外，房地产成交量下滑加快与出口下行加速等因素对经济影响将更加显著。因此，中国经济在 2012 年三季度见底可能性较大，各季度同比增速分别在 8.5%、8.3%、8%与 8.6%（图 1）。

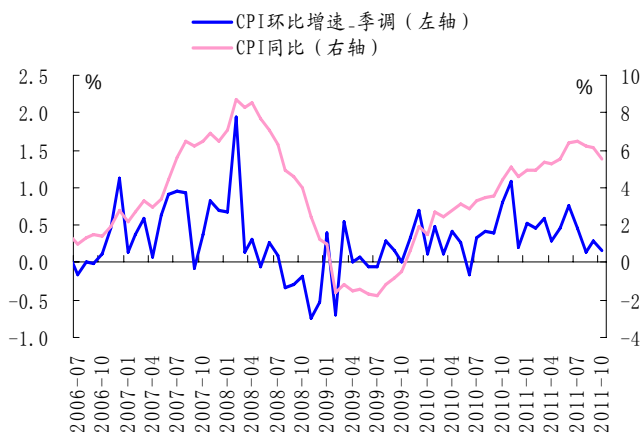
随着经济的下滑和长达一年的货币紧缩政策的见效，通胀将持续下行，全年 3.5%（图 2）。我们预计 1 季度 CPI 由于翘尾因素仍有 4.7%，此间政策是“控物价”与“稳增长”并举，以信贷与财政政策结构性松动为主。随着 2 季度 CPI 降至 3.7%，二季度信贷或大幅松动，下半年或减息。

图 1：前三季度 GDP 同比回落，环比较去年回落



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2：2011 年前三季度 CPI 环比与同比都处于高位

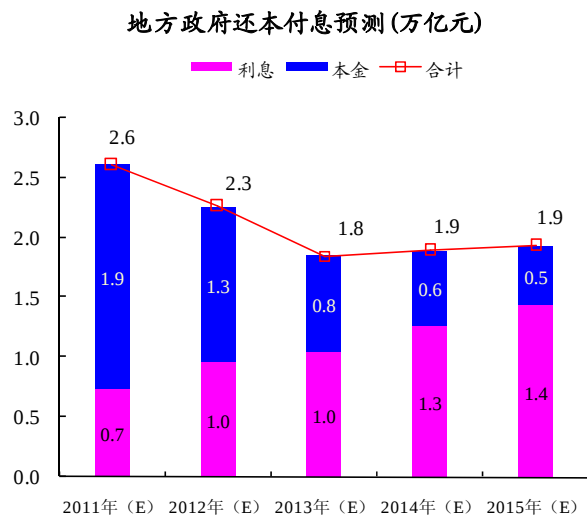


资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2011 年年初市场对中国地方政府债务的担忧就开始甚嚣尘上。我们也在 7 月份专题报告《地方债危机解决方案猜想-放开地方债&房地产政策微调》中预测地方债务问题将是未来 5 年中国金融安全和经济增长最大的潜在风险。而这巨大的风险 2012 年 2013 年就将显现（图 3、图 4），或倒逼政府放开地方债以及微调房地产政策以保证未来几年地方政府的还本付息。

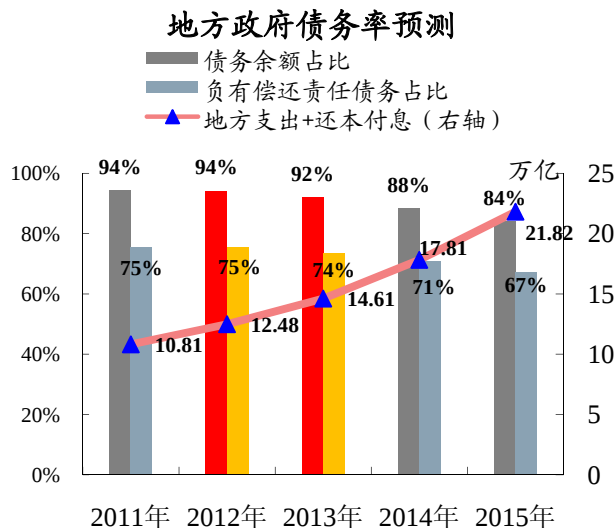
实际上 2011 年 10 月 20 日财政部下发《2011 年地方政府自行发债试点办法》¹，地方债试水正式开启。2011 年 10 月 24 日银监会副主席表示地方融资平台贷款经批准可适当延长还款期限或展期一次。我们认为这些政策的出台预示着政府已近意识到地方债务的困难，开始为未来的风险未雨绸缪。

图 3：2011、2012 地方债务还本付息压力最大



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

图 4：2012、2013 年地方政府债务负担最沉重



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

二、地方债务危机渐行渐近

2010 年末全国地方本级财政收入 4 万亿元，加上中央税收返还和转移支付的 3.2 万亿元，地方财政收入总量达 7.3 万亿元。2010 年末地方债务余额 10.7 万亿元，占财政收入的 147%。如果加上 3.3 万亿基金收入（主要是土地收入），有政府代偿义务的债务余额占可支配收入的比率将由 124%降至 86%（表 1）。土地出让金是影响地方政府债务率的重要变量。

表 1：2010 年地方债务情况

项目	金额 (万亿)	项目	金额 (万亿)
地方本级收入	4	财政部代发地方债	0.4
中央转移支付	3.2	地方债务余额	10.7
基金收入	3.3		
其中：土地出让金	2.9		
可支配收入	10.5		
涉及政府代偿的地方债务余额		9.05	
涉及政府代偿地方债务余额/可支配收入		86%	

数据来源：中投证券研究所

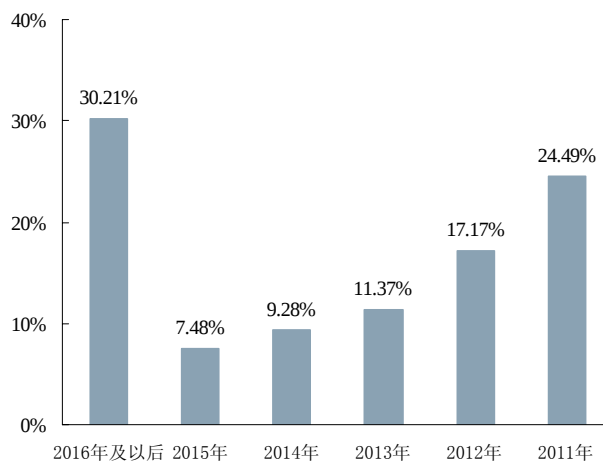
2.1 未来 2-3 年地方政府债务面临偿债高峰期

¹ 财政部公布，经国务院批准，2011 年上海市（71 亿）、浙江省（67 亿）、广东省（69 亿）、深圳市（22 亿）开展地方政府自行发债试点，合计 229 亿元。上述额度计入 2011 年 2000 亿元地方政府债券发行额度内

2011、2012 年将有大量贷款到期，这两年地方政府还本压力最大，即使银监会准许部分地方债务展期一次也无法解决根本问题。按照审计署披露的数据，地方政府贷款中 54% 的期限在 5 年以上，2011 年到 2015 年期间，大量地方债将进入还本付息期，2011-2013 年比较集中（图 5）。

图 5：目前债务中 2011 年到期的占 24.5%

2010 年底我国地方债务余额偿还分布



资料来源：审计署 EDB 中投证券研究所

为分析中国地方政府何时面临债务危机风险，我们通过模型预测了未来五年地方财政收支以及债务负担的状况。

首先，我们预测地方可支配收入的增长。地方可支配收入=地方财政一般预算收入+中央政府转移支付和税收返还+地方政府基金性收入=地方财政一般预算收入+中央财政收入* α +国有土地出让金收入+地方政府其他基金性收入。这里， α =中央政府转移支付和税收返还/中央财政收入。中央财政和地方财政收入分别用过去 5 年的平均增长率进行预测。若房地产调控政策不变，2011 年土地出让金收入下降 10%，2012-2015 年均下降 20%。这样地方可支配收入的增速将由过去两年的 28% 降至 13% 左右。

支出方面，考虑到“十二五”期间地方政府民生支出的增长，假设未来 5 年地方财政支出增速略高于 00-07 年（21%）²。

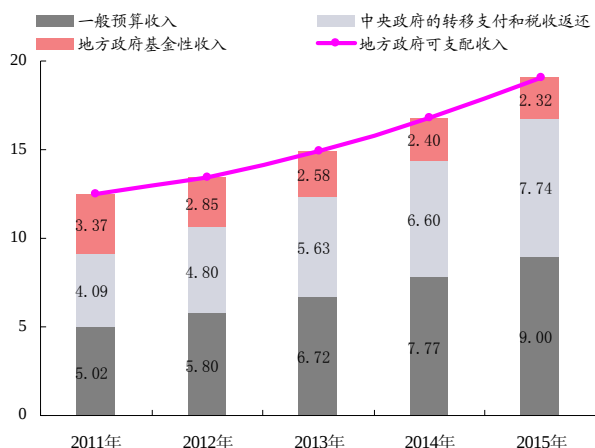
假设地方债务按照 13% 速度增长，在 2015 年以后偿还（即新增债务没有还本压力）。利率按照当年 5 年期金融机构贷款利率，2011-2015 年假设分别为 7.05%、6.80%、7.30%、7.30%、7.30%，根据年底的债务余额计算出每年需要还本付息的金额。

图 6：土地出让金下滑大幅拖累地方收入增长

图 7：2011、2012 地方债务还本付息压力最大

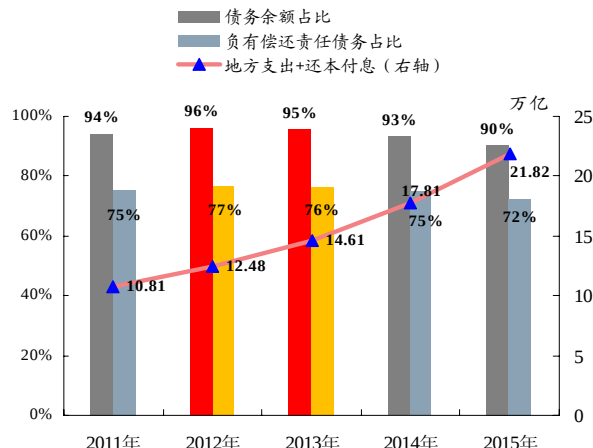
² 实际上考虑到“十二五”期间地方政府民生支出的增长，这是对地方财政支出增加相对保守的估计

地方政府收入增长预测 (万亿元)



资料来源: 审计署 EDB 中投证券研究所

地方政府债务率预测

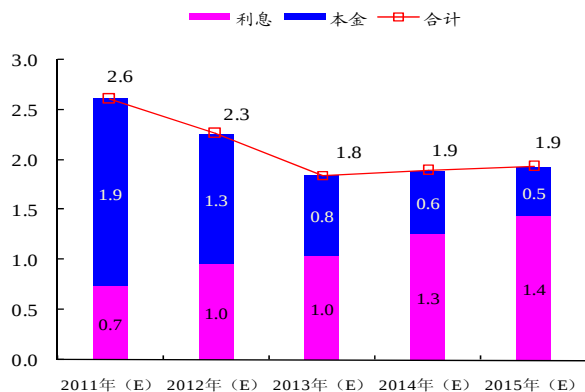


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

从图 8 中我们可以看出, 2011 年-13 年地方政府到期的本金和利息的数字分别为 2.6、2.3 和 1.8 万亿。从资金缺口来看 (地方可支配收入-地方支出-还本付息), 2014 年开始地方政府的资金缺口逐步增大。即使考虑到借新还旧, 即部分资金缺口可由银行新增信贷进行弥补, 2015 年后, 地方政府将会出现绝对资金缺口 (地方可支配收入+新增债务融资-地方支出-还本付息)。根据债务率计算的债务负担来看, 即使按照地方政府负有偿债责任的债务率, 2012、2013 也将超过 80%。

图 8: 2011、2012 地方债务还本付息压力最大

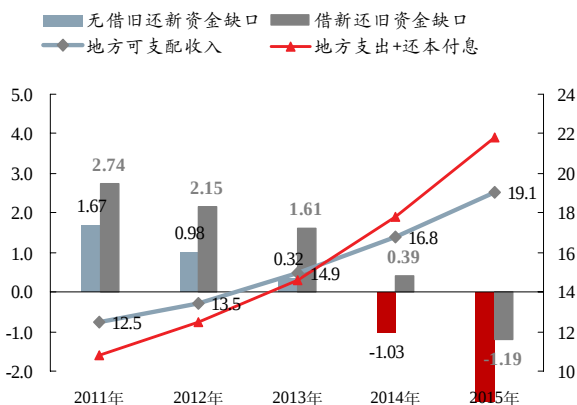
地方政府还本付息预测 (万亿元)



资料来源: 审计署 EDB 中投证券研究所

图 9: 2011-2015 地方地方政府资金缺口越来越大

地方收入和支出及资金缺口预测 (万亿元)



资料来源: CEIC 中投证券研究所

2.2 地方债务和银行坏账风险倒逼信贷和地产政策放松

2010 年, 土地出让金占 2010 年地方财政收入 32.6% (图 10)。在地方政府负有偿还责任的债务中, 有 2.55 万亿元承诺用土地出让收入作为偿债来源, 占 23.8%。随着债务到期的临近, 一旦土地出让金持续下滑将使地方政府面临较严重还本付息压力, 部分地方政府面临资金链断裂的债务危机。

2011 年前三季度, 在房地产的持续调控政策下, 中国土地市场呈现流拍率

上升、溢价率下降的态势。130 个城市 1-10 月的土地出让金收入同比降 12%，其中住宅用地降 18%（图 11）。展望 2012 年，房地产开发商的资金压力加大，销供比下降会带动土地溢价率和平均地价进一步下滑，预计 2012 年地方政府土地出让金收入将会下降 20%。

若大量地方政府陷入债务危机，中国经济面临较大风险。从债务循环链条来看，一旦出现地方政府债务危机，银行呆坏账等不良贷款激增；偿债压力加重地方政府压缩预算开支，减少投资、烂尾工程增长，就业下降、经济增长放缓。地方政府和银行债务最终由中央财政买单则会增加中国整体信用风险。

2010 年中国银行存量贷款 39.4 万亿，10.7 万亿地方债务余额占比高达 27%。按照最乐观的方法计算，仅假设这些贷款中半覆盖和无覆盖的 1.76 万亿中的 10%会违约，也就是 1766 亿，将会使得目前 1%左右的银行不良贷款率上升 0.42%（表 2）。

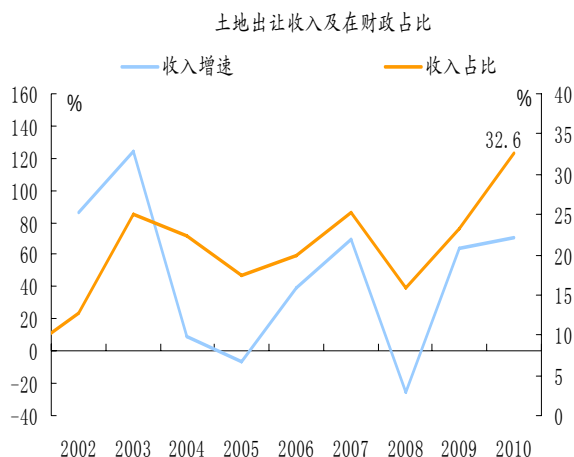
表 2：中国银行业对地方债务风险敞口（亿）

	贷款余额	占比	风险权重	折算风险资产	新增风险资产
全覆盖	51100	56.23%	100%	51100	0
基本覆盖	22100	24.29%	140%	30940	8840
半覆盖	7663	8.43%	250%	19158	11495
无覆盖	10000	11.05%	300%	30000	20000
半覆盖、无覆盖合计	17663	19.48%	278%	49158	31495
合计	90863	100%	144.46%	131198	40335

正是由于地方债务风险对经济和金融的潜在风险过于巨大，我们认为政府会改变政策加以应对。

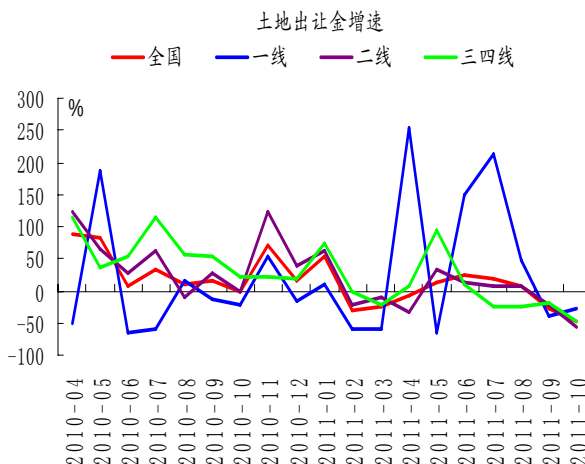
1. **让银行展期、放松信贷控制。**2011-2013 年到期本息合计 6.7 万亿，若 2012 年银行按照银监会要求为地方政府到期债务展期，保守估计将带来 2 万亿的新增贷款需求。若信贷控制和 2011 年一样严厉，势必导致政府贷款对民间投资的挤出效应，加大经济下滑风险。中央势必择机放松信贷按照这种路径看。
2. **加大地方政府直接发债试点，并最终放开购买人限制。**从银行资产长期安全考虑，展期就是一个期限很短的“庞氏骗局”。而通过发行债券延长地方还本付息期限，则能推后银行系统性风险 3-5 年。如果放开地方债券的购买人，甚至可以实现银行负担的地方债务的转嫁。短期看，一是可以避免债务危机和银行风险；二是可以推动地方政府保障房等民生投资增长，成为拉动未来经济增长的新亮点。
3. **房地产政策微调。**和欧债危机相比，方案一、二都没有要求地方政府紧缩财政、裁员、出售资产，只是为了避免当期出现坏账而命令债权人展期的救急措施（按照国际标准实际就是违约）。为了比较迅速的改善地方政府财政状况，提升土地出让收入是一个无奈之举。因此我们预计 2012 年中期当土地出让收入大幅下滑，地方政府的抱怨鼎沸的时候，中央的房地产调控政策或微调。

图 10: 土地出让收入与财政收入之比超过 32.6%



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 11: 2011 年 9、10 月份土地出让金大幅下降



资料来源: CEIC、中投证券研究所

三、2012 年经济 3 季度见底

我们预计, 2012 年二季度信贷将松动并将带动基建投资; 中期在投资下滑及地方财政压力下房地产政策将松动, 并将带动住房销售和地产投资“见底回升”; 汽车销售“前低后高”并可能面临再刺激。我们预计上半年国内经济惯性下滑, 并在三季度“见底”: 前三季度 GDP 分别增长 8.5%、8.3%与 8%, 四季度升至 8.6%。其中, 固定资产投资增长 19%, 社会消费品零售额 17%, 出口与进口分别增长 13%与 16%。

3.1 2012 年中期后地产政策松动 投资三季度或“触底”

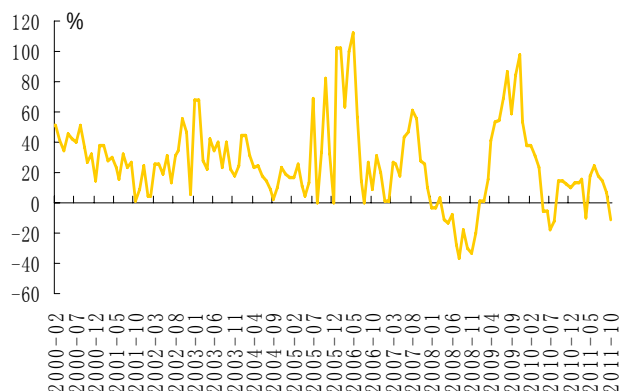
我们预计, 2012 年中期, 地产调控政策松动, 住房成交量将率先“见底回升”, 考虑其领先房地产投资 3-6 个月, 房地产投资将在三季度末“触底”。因此, 2012 年各季度房地产投资分别增长 15%、10%、8%与 13% (累计)。

3.1.1 2012 年中期地产政策松动 成交量见底回升

房地产销售下滑加快, 并存在继续恶化的可能。2011 年 4 月份开始, 全国住宅销售明显放缓, 10 月份首次同比下降 11%。借鉴 2008 年经验, 住宅销售连续 8-9 个月负增长且不断恶化, 最终导致地产调控政策松动。这样来看, 此轮地产调控政策松动或在 2012 年中期松动。

图 12: 5 月住宅销售见顶后近期加速下滑

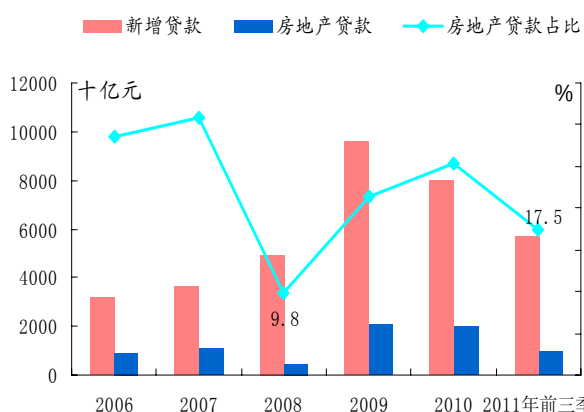
住宅销售面积月度增速



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

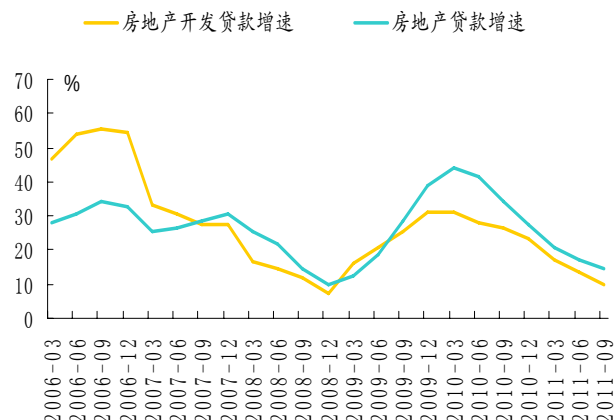
房地产贷款增速接近历史低点，开发商资金压力增大。2011 年前三季度，房地产贷款累计增加 9923 亿元，占同期人民币贷款增量 17.5%，比 2010 年大幅减少 7.8 个百分点，高于 08 年 9.8% 的水平（图 13）。截止 2011 年 9 月末，房地产贷款增速降至 14.6%，接近 08 年底 10% 的水平（图 14）。目前开发商资金短缺程度接近 08 年，其资金链断裂风险增大。

图 13：房地产贷款占比大幅下降



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 14：房地产贷款增速接近 08 年的低点



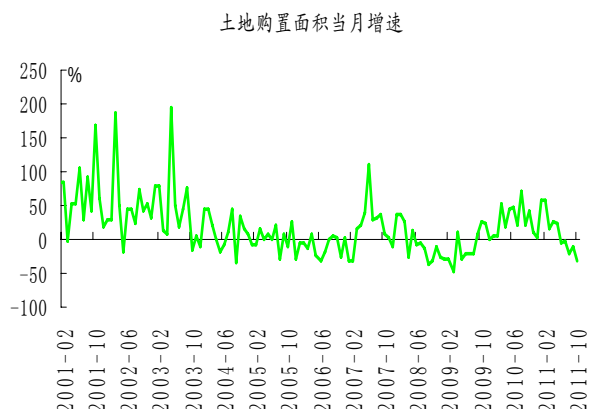
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

开发商购地积极性大幅减退，土地收益出现急剧下降。从土地购置面积来看，2011 年 6 月份开始连续 5 个月负增长，10 月份同比降幅达 30.6%。2008 年在土地购置面积连续 6 个月负增长后，中央放松地产调控政策。

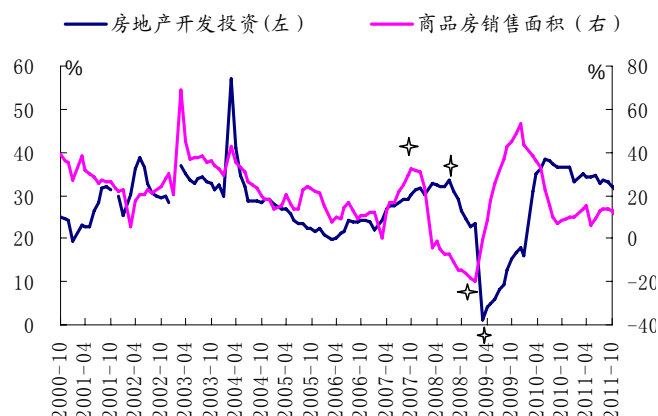
住宅销售面积下滑加快与资金来源增速下行预示 2012 年上半年房地产投资将大幅下行。我们预计，2011 年底地产投资下滑至 25%（累计），考虑私人地产投资大幅下行与保障性住房投资或有加快，2012 年一、二季度房地产投资 18% 与 15%（累计）。

图 15：2011 年中开始土地购置面积负增长

图 16：房地产销售面积下行势必导致投资下滑



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

因此，从房地产销售、银行贷款增速、土地成交面积与滞后指标房地产投资来看，国内房地产市场正在变差，且在进一步类似 08 年恶化的可能。我们将前三大因素与 08 年房地产市场衰退时进行比照，发现在经历 7-8 个月的剧烈调整之后，地产调控政策将明显松动，因此，我们预计 2012 年中期房地产调控政策（限贷与限购政策等）将出现松动。

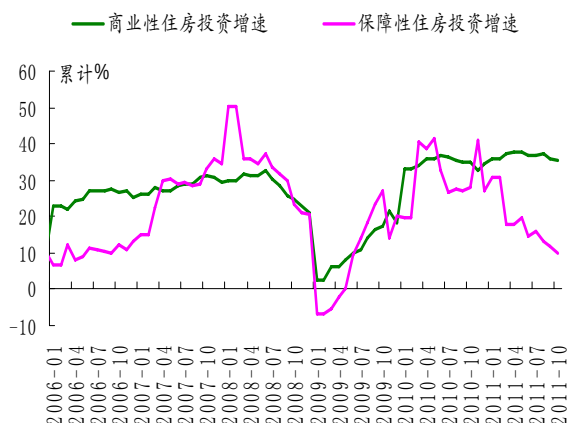
3.1.2 2012 年保障性住房投资加快

2011 年保障性住房投资低于预期。一方面，据我们估算，1-10 份，保障性住房投资 7030 亿元，增速进一步下滑至 10%，全年预计 9000 亿元（增长 14%），低于年初 1.3-1.4 万亿元的市场预测。此外，2011 年前三季度保障性住房开发贷款累计增加 1150 亿元，全年预计达 1400 亿元，仅完成 1000 万套保障性住房 4000-5000 亿贷款缺口的 35%（图 17）。

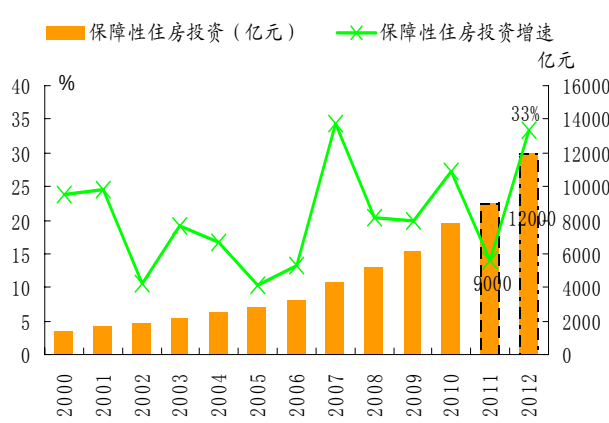
2011 年下半年保障性住房开工率的快速提升或预示 2012 年上半年其投资加快，这将部分抵消私人房地产投资下滑。根据住建部公告，截至 2011 年 10 月底，全国城镇保障性安居工程开工已超过 100%。而我们预计其投资仅完成全年 1.3-1.4 万亿元的 70%，因此，我们可以推测，2012 年保障性安居工程投资将有 1.2 万亿元上下，增长 33%（图 18）。

图 17: 2011 年保障性住房低于预期

图 18: 2012 年存加快可能



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所



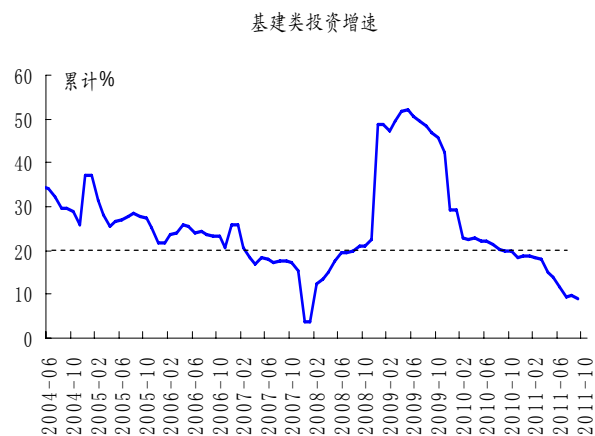
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.2 二季度信贷松动将拉动基建投资

2011 年以来,中国基建类投资不断下行,而且下行速度较 2010 年明显加快。10 月末,基建类投资降至 9% 的低位(图 19)。“4 万亿投资”效果递减与政府严控“新开工项目”成为主因,而“723 动车事故”加剧了这一下行态势。

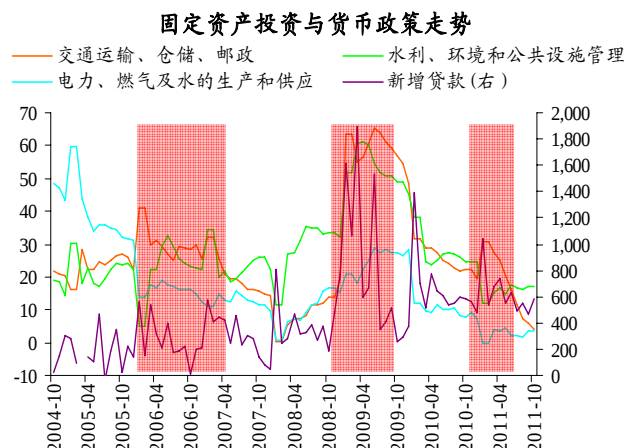
2012 年二季度,随着 CPI 降至 4% 以下与经济下行加快,信贷将明显松动,基建投资将“见底回升”。从历史上看,在政府对经济下行风险担忧度增大的背景下,货币政策松动首先将刺激基建投资,08-09 年的货币政策转向与 10 年下半年的信贷松动都表明基建投资对利率或信贷有较强敏感性(图 20)。

图 19: 基建类投资下行加快,并降至低位



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 20: 货币政策的放松伴随着基建投资的迅速增加



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

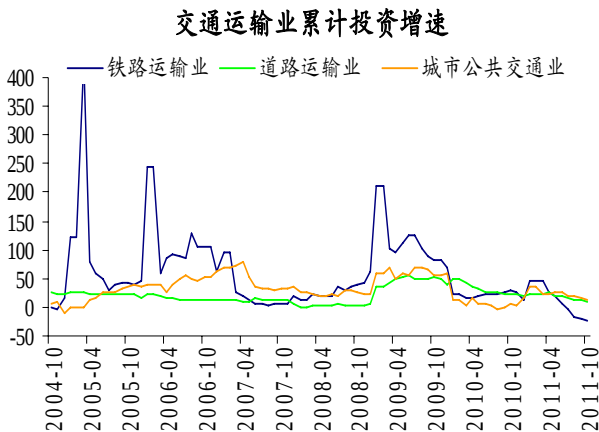
交通运输业方面,前 10 个月由于铁路建设投资下降近 22% 拖累整个运输类投资仅增长 4.1% (图 21)。随着信贷松动与铁路融资紧张度改善,铁路运输业投资有望“见底回升”,同时公共设施管理业仍有较大投资空间。

水利、环境和公共设施管理业存在投资空间。一是,水利投资稳步回升。2011 年 10 月末,水利管理业投资 2605 亿元,增长 28%,预计全年至少 3500 亿元。按照 2011 年中央 1 号文件,今后 10 年水利年均投资 4000 亿元左右,预计 2012

年水利投资 4500-5000 亿元，增长 30%以上。二是，占比超过 50%的公共设施管理将“见底回升”（图 22）。

电力投资方面，由于煤电价格关系至今未能理清，我们预计未来电力投资仍将处于低位运行的状态。

图 21: 铁路投资下降较快，道路与城市交通稳定



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 22: 水利投资稳步回升

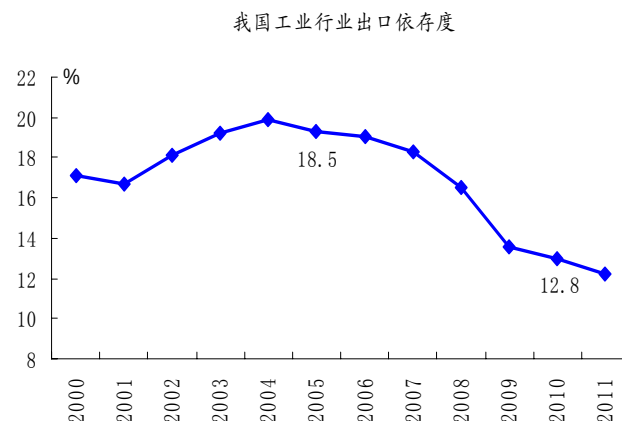


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.3 出口对经济影响力减弱 2012 年前低后高

目前外需对中国经济影响力下降。中国对出口的依存度呈逐年下降走势，出口在整体工业销售中比重已由 03-06 年繁荣时期的 19.4% 下降至近两年 13% 左右的水平（图 23）。从 08-09 年金融危机来看，如果中国内需有足够的刺激空间，外需并不能拖累经济复苏。

图 23: 中国工业行业出口依存度呈逐年下降走势

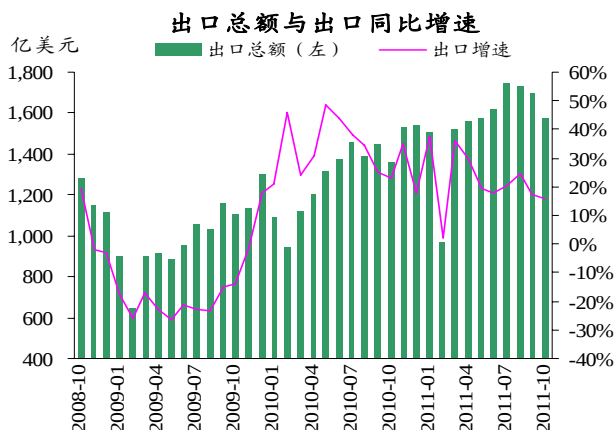


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

中国出口在经历 2010 年高速反弹后，2011 年前 3 个季度继续维持稳定增长，累计同比增长 23.6%，出口总额也屡创新高，但是随着欧美经济的放缓，出口增速从 7 月开始回落，其中 9 月和 10 月出口回落幅度较大（图 24）。发达国家依然是中国出口主要目的地，在中国出口总占比中仍高达 54%，不过出口增速已经由年初的 25% 以上下降到现在的 10% 左右或更低；发展中国家出口占比持续上

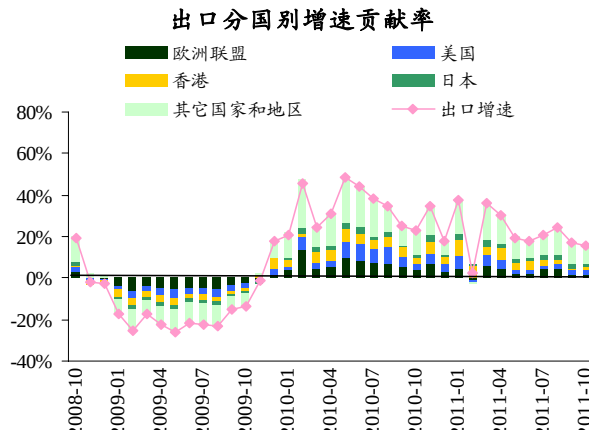
升，出口增速也一直明显高于对发达国家出口（图 25）。

图 24: 出口增速开始回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 25: 新兴和发展中国家成为出口新增长点

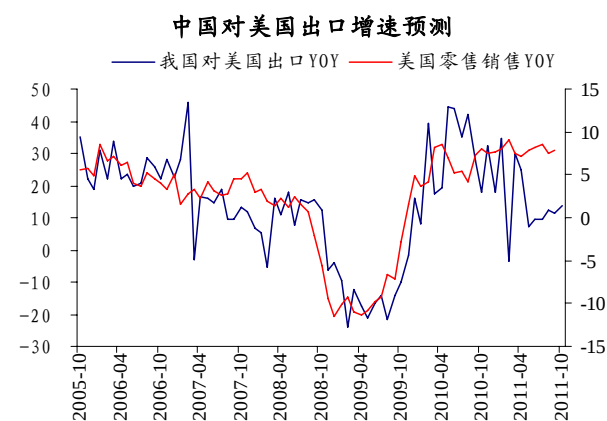


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2011 年入夏后欧美经济复苏呈现放缓迹象，各方对中国出口前景的持续性开始存疑，我们认为 2012 年出口增速仍将达到 13%，全年呈现前低后高态势。一季度出口增速最低，将降至 5%，二、三、四季度分别为 11%，16% 和 18%。

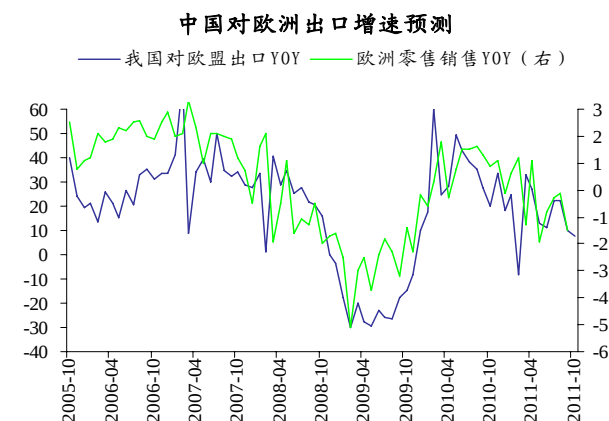
我们以欧盟和美国的零售数据来预测未来中国对欧盟、美国的出口增速。如图 3、4 所示，欧洲和美国的零售销售对中国对该国的出口增速大约有 5 个月的领先性，从最新零售数据可以得出 2012 年一季度之前，中国对美国出口增速将不会低于 10%，并且会持续回升（图 26），而对欧洲出口将维持缓慢下滑至 5% 以下甚至负增长（图 27）。

图 26: 对美国出口增速未来将回升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 27: 对欧洲出口增速将缓慢下滑



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

海外经济方面，美国经济自入秋以来生产消费就业都呈现改善加快的迹象，进入四季度后复苏步伐有望加快，美联储 11 月的议息声明也确认了这一趋势；日本 2012 年将开启大规模的重建工作，经济增长有望被拉快，对部分商品的需求也会增加；而欧洲经济由于欧债危机的恶化虽然已经出现明显的放缓。

我们预计，2012 年美国 and 欧洲经济增速将分别为 2.3% 和 0.7%（图 28）。亚洲新兴市场增速也面临温和下滑（图 29）。

图 28: 美日经济将维持温和增长

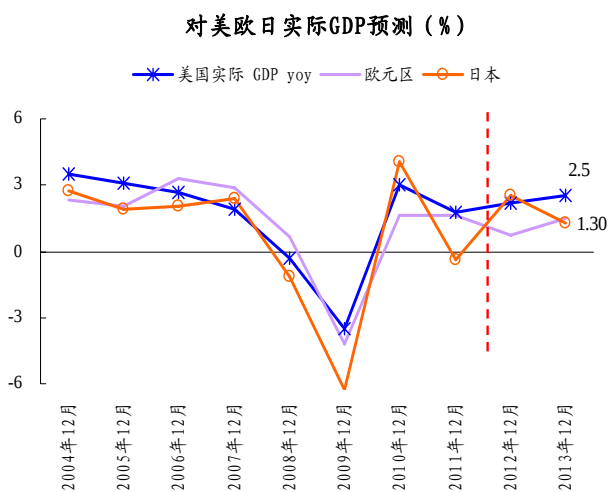
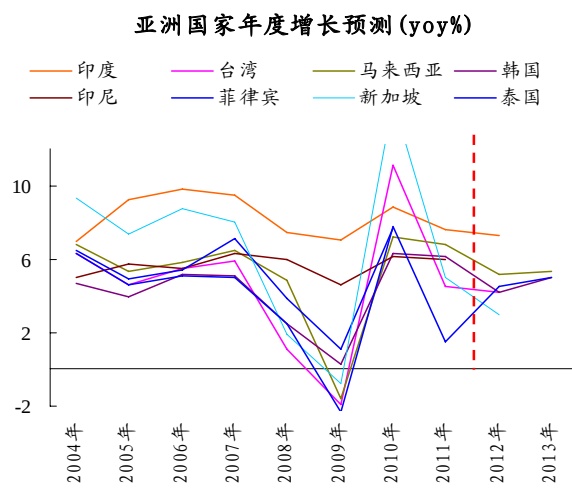


图 29: 亚洲国家经济增速温和回落



进口方面,2011 年前 10 个月进口基本维持高速增长,但实际增速已经放缓。随着国内经济下行速度加快,出口放缓与大宗商品价格涨幅回落,我们预计,进口名义增速将从四季度开始明显回落,随着中国经济在 2012 年三季度“见底”,出口增速也将开始回升,全年预计 16%。

2012 年,在出口 13%,进口 16%的预测下,贸易顺差 1488 亿美元,同比下降 16% (图 31)。

图 30: 进口维持高速增长

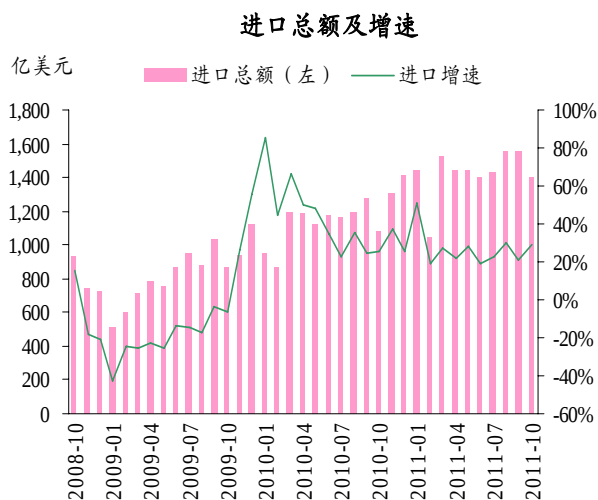
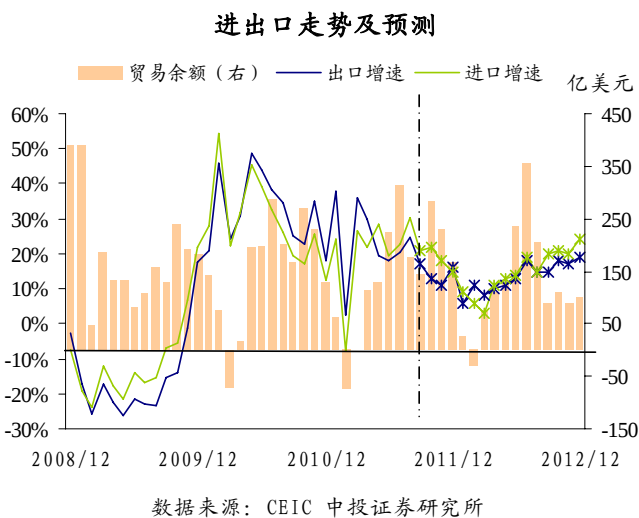


图 31: 2012 年进出口呈现前低后高的走势



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

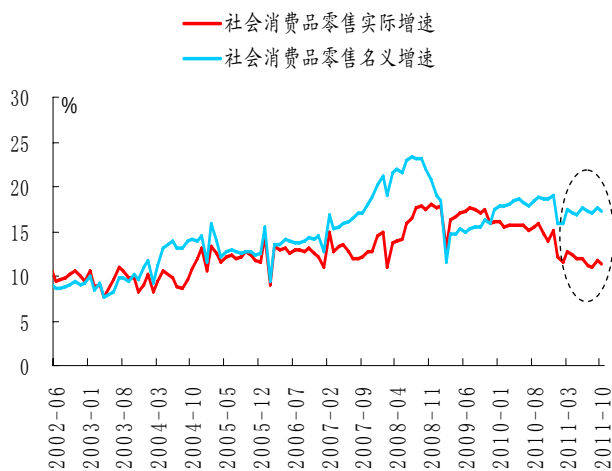
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.4 耐用消费品“前低后高” 消费温和回升

受汽车销售低速增长与房地产类消费下滑的影响,2011 年初以来国内消费呈疲软走势。1-10 月份,社会消费品零售额增长 17%,实际增长 11.2%,较 09-10 年明显下行(图 32)。其中,汽车销售增长 3.15%,结束前两年高增长并创历史新低,主要受 09-10 年购置税优惠政策等因素造成汽车透支性消费影响;房地产

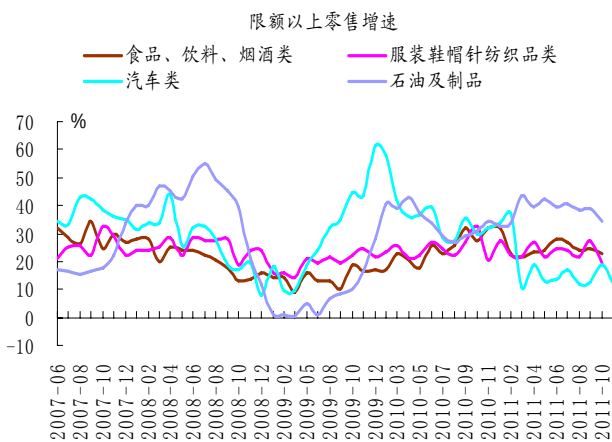
类消费中家用电器和音响器材增长 20%，比去年下降 8 个百分点。

图 32：2011 年国内消费呈疲软走势



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 33：汽车消费低速增长造成整体消费疲软



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

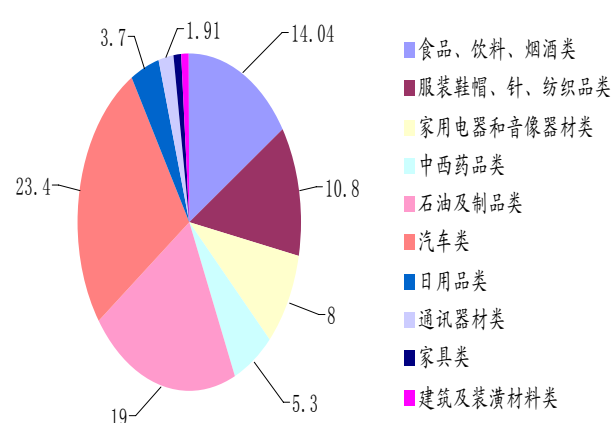
2012 年，在汽车消费温和回升、房地产类消费“前低后高”与增值税改革降低消费成本的背景下，消费实际增速比 2011 年将有所提升，预计名义增长 17%，实际增速升至 13.5%。

3.4.1 汽车消费温和回升 房地产类消费“前低后高”

在限额以上消费中，除必选消费品外，汽车、石油及制品与房地产类消费成为影响整体消费走势重要因素。

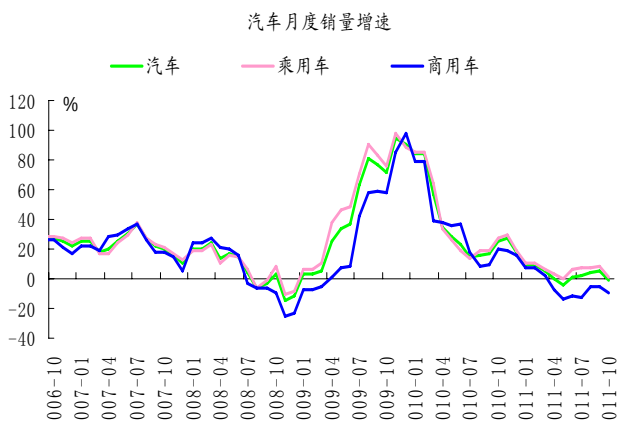
09-10 年汽车透支性消费仍将影响 2012 年的汽车销售，且经济回落也将成为抑制因素。我们预计，2012 年汽车销售小幅回升，增长 10% 上下，呈“前低后高”。其中，一季度 3-5%，二季度开始逐步回升。2011 年 1-10 月份，商用车销售下滑快于乘用车，其中，乘用车增长 6.1%，商用车同比下跌 4.8%。

图 34：限额以上消费中汽车与房地产消费占比高



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

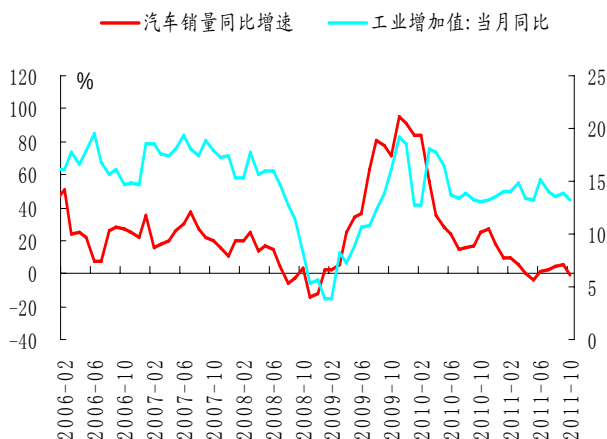
图 35：汽车销售低迷，商用车下滑快于乘用车



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

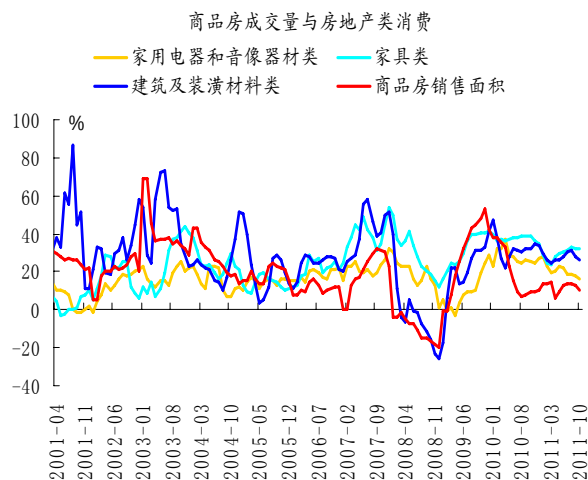
由于我们认为 2012 年中期住房成交量将“见底”，因此，房地产类消费将是“前低后高”走势。从与房地产相关的下游消费行业来看，其与建筑及装潢材料类的相关性最大，其次家用电器和音像器材类，而与家具类相关性并不显著。

图 36: 经济增速回落也将抑制汽车销售



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 37: 商品房成交量下滑将抑制房地产类消费



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.4.2 增值税改革与降低消费税促消费稳定增长

增值税改革营造良好市场流通环境。增值税的税率调整将降低流通环节成本，降低消费者的税收负担和消费成本，从而为中国居民消费增长营造良好的市场流通环境。在消费型增值税的试点逐步推开后，通过增值税的税率调整将是改革的一个可能方向。此次税改中，在现行增值税 17%标准税率和 13%低税率基础上，新增 11%和 6%两档低税率也体现了这一思路。

消费税调整促进高端消费增长。消费税是具有合理引导消费和间接调节收入分配功能的一个税种。随着中国居民消费结构和消费水平的变化，实施新一轮消费税调整势在必行。2011 年年初，中国对计算机等商品进口税率进行了调整。2011 年 1 月 27 日，财政部发布了《关于调整进境物品税目税率的通知》。我们预计，2012 年高端消费品进口消费税调整有望取得进展。这将拉动国内化妆品、贵重首饰及珠宝玉石等高端消费需求。

表格 1: 中国主要进境物品进口税率表

税 号	税 率 (%)	物品名称
1	10	书报、刊物、教育专用电影片、幻灯片、原版录音带、录像带、金、银及其制品、 计算机，视频摄录一体机，数字照相机等信息技术产品 、照相机、食品、饮料、本表税号 2、3、4 税号及备注不包含的其他商品
2	20	纺织品及其制成品、 电视 摄像机及其他电器用具、自行车、手表、钟表(含配件、附件)
3	30	高尔夫球及球具、高档手表
4	50	烟、酒、 化妆品

注: 黑体部分为 2011 年 1 月 27 日《进境物品税调整方案》及此次涉及调整项目。

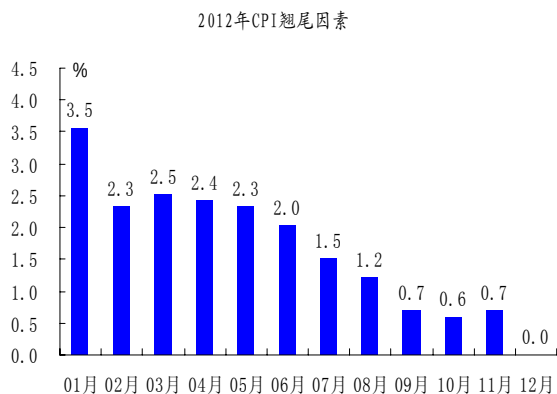
资料来源: 财政部网站、中投证券研究所

四、通胀压力回落 2012 年 3.5%

2012 年，国内通胀水平将回落，预计全年 3.5%上下，但仍处于温和通胀区间。CPI 呈“前高后低”走势，各季度 CPI 分别在 4.5%、3.7%、3%与 2.5%。

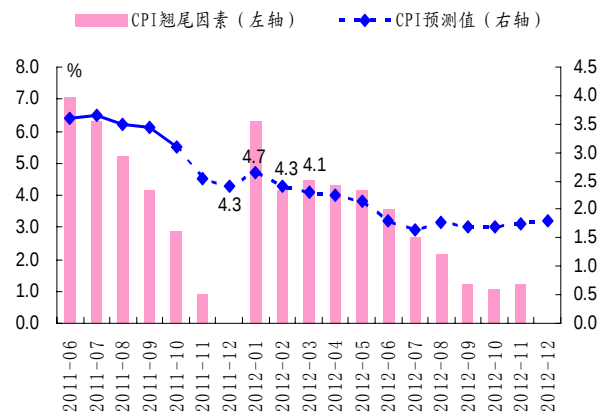
2011年下半年以来，国内通胀压力逐步下降，这导致2012年上半年CPI呈稳步回落走势。信贷收紧与银行表外资产扩张受到抑制导致货币增速以及更广义的社会融资量出现明显回落；2012年原油价格较2011年大幅上涨的可能性较小，PPI将呈回落走势，最终导致非食品价格下行；从食品供给因素来看，生猪存栏量恢复之09-10年水平与秋粮丰产都预示食品价格上涨动力减弱，甚至下行。

图 38: 2012 年 CPI 翘尾因素呈前高后低走势



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 39: 2012 年 CPI 水平将出现明显回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

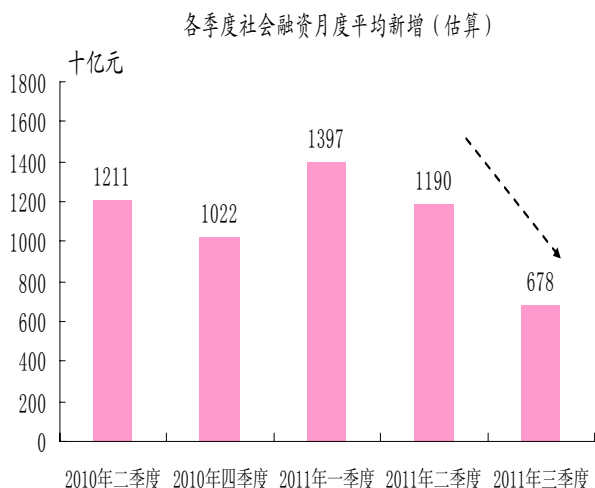
4.1 下半年通胀货币压力明显下行 减弱2012年通胀担忧

2011年三季度开始，通胀货币压力下降，这将缓解2012年上半年CPI上行压力。

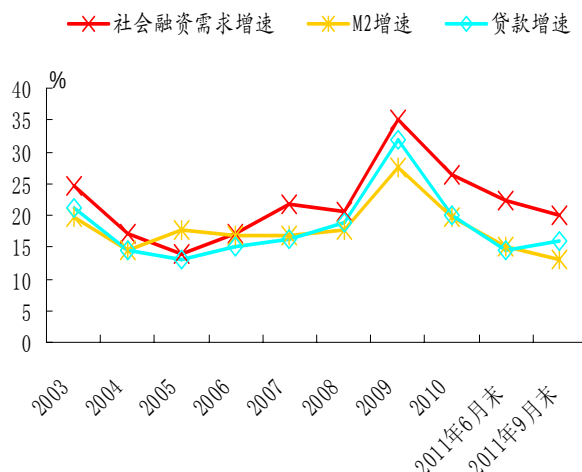
社会融资量与增速都出现明显回落。三季度，社会融资量新增2.03万亿元，较二季度的3.57万亿急剧下降43%，月度平均新增量也较2011年一、二季度大幅下降；三季度末，社会融资余额增长20%，回落速度快于M2与贷款，低于07与08年水平。

图 40: 三季度社会融资月度新增量急剧下降

图 41: 2011 年社会融资余额增速出现持续回落



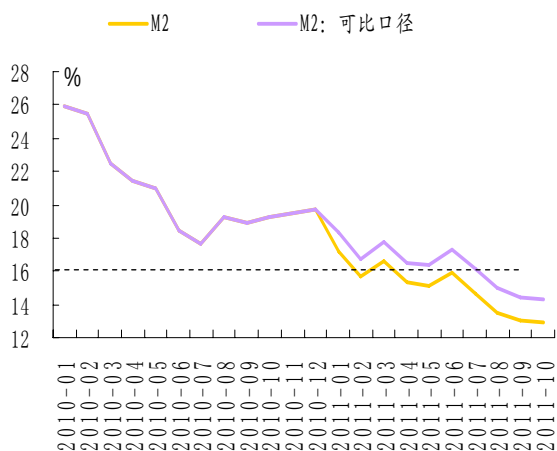
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

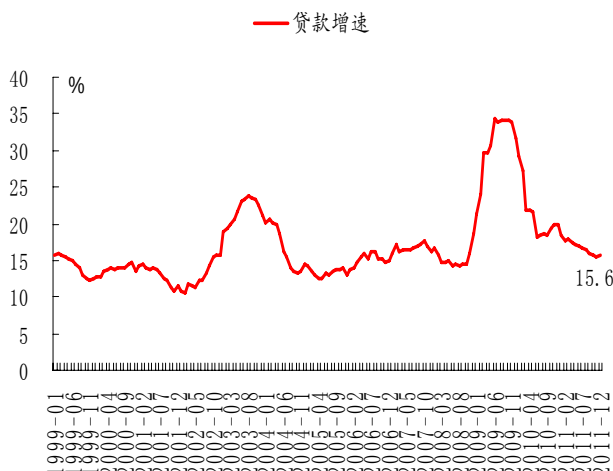
贷款维持收紧态势, 且 M2 增速出现持续下滑。2011 年 7 月份开始, 月均贷款回落至 5000 亿元上下, 预计 11、12 月份受货币政策微调影响信贷或升至 6000 亿元, 年底增长 15.6%, 接近 2000-2008 年平均水平。8 月份以来, 可比口径下 M2 连续 3 个月低于 16% 的调控目标。这都将抑制 2012 年上半年的通胀压力。

图 42: 8 月份以来可比口径 M2 降至 16% 以下



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 43: 2011 年信贷增速降至 00-08 年均值附近

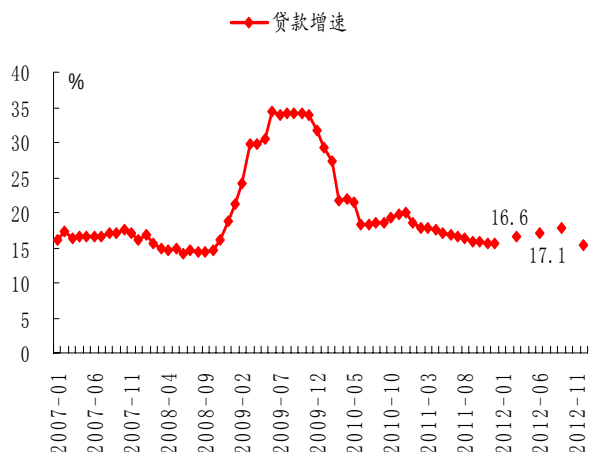


资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

我们认为, 2011 年 10 月份开始的货币政策微调是以货币市场利率下行引导市场利率下行与信贷小幅松动为主, 并不能造成信贷与货币大幅反弹。

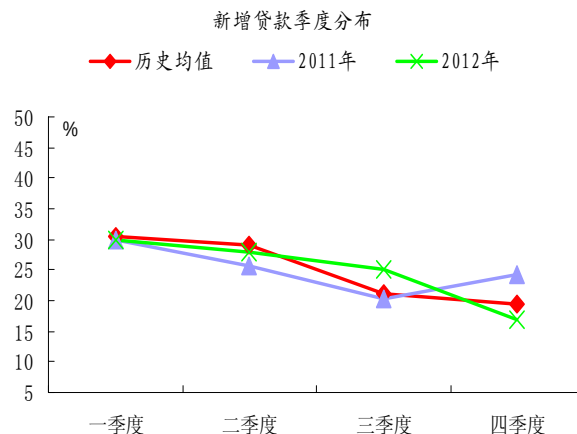
我们预计, 2012 年新增贷款 8.5 万亿元上下, 增长 15.3%, 仍属于稳健货币政策范畴, 各季度信贷投放节奏分别是 27%、29%、25%与 19%, 2012 年一、二季度的信贷增速分别在 16.6%与 17.1%, 并不能引发 2012 年下半年通胀压力明显上升。

图 44: 2011 年 8 月份以来可比口径 M2 跌破 16%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 45: 2012 年二、三季度信贷投放相对较快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

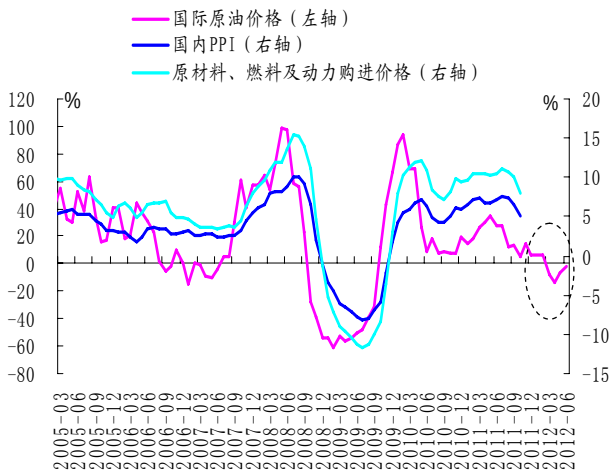
4.2 原油涨幅回落 PPI 下行趋势确立

国际原油价格是影响中国输入型通胀的重要因素,其显著领先国内 PPI 有 2-3 个月。2011 年 8-10 月份,WTI 原油均价降至 85\$/桶,这导致 8、9 月份原油价格同比涨幅由前期 27%高位降至 12%上下,且 10 月份进一步回落至 5.4%,这预示 11、12 月份 PPI 或回落至 5%与 4%。

我们预计,未来 2-3 季度内,随着欧美经济复苏放缓,原油价格出现大幅上涨可能性较小,WTI 原油均价维持 95\$/桶上下。这样来看,原油价格涨幅除 11 月份出现反弹外,其余时间则降至 5%上下,甚至在 2012 年二季度出现负增长。因此,我们预计,2011 年 7 月份 PPI 已经见顶,未来 2-3 个季度内将是持续下行走势,2012 年一、二季度在 3%与 1%。

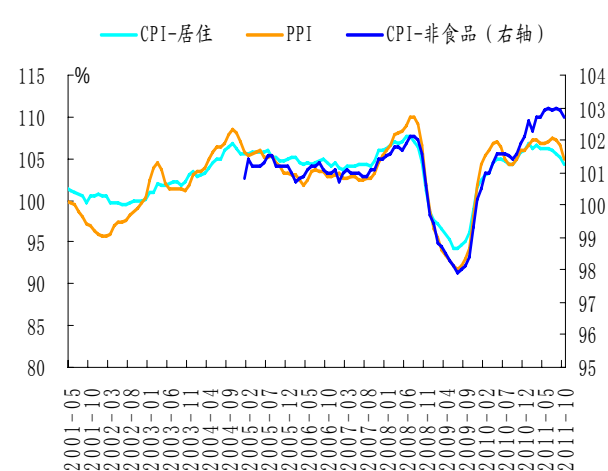
PPI 回落将造成 2012 年上半年 CPI 中非食品价格,尤其居住类价格下行。

图 46: 原油价格涨幅回落促 PPI 趋势下行



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 47: PPI 回落将缓解非食品与居住上涨压力



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4.3 供给因素明显改善 食品价格上升动力减弱

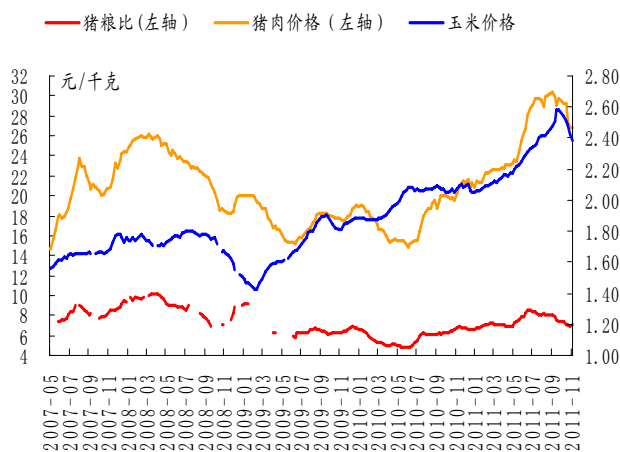
4.3.1 生猪供给明显上升 猪肉价格呈下行走势

生猪存栏量创历史新高，供给因素将导致未来半年内猪肉价格呈下行走势。2011年9、10月份生猪供给出现明显改善，已经高于09年生猪供给过剩时期的水平。从生猪供给与CPI中肉禽及其制品的运行来看，前一年高的生猪供给量必然造成来年生猪涨幅回落。但考虑2011年生猪存栏回升幅度小于08年，猪肉涨幅回落幅度将明显小于09年。

此外，能繁母猪存栏量明显回升，接近09年水平，这也预示未来生猪供应量的上升。

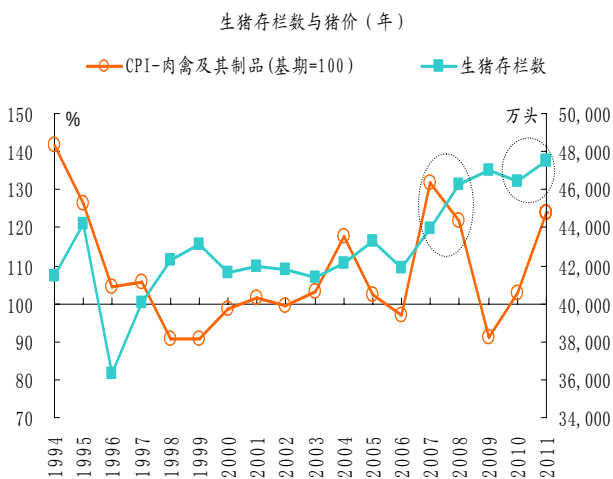
值得担忧的是，受玉米价格高位运行与猪肉价格回落的影响，猪粮比已经回落到7:1上下，低于08年水平，这将影响养猪积极性，为未来的通胀压力打下伏笔。

图 48: 猪粮比降至 7: 1



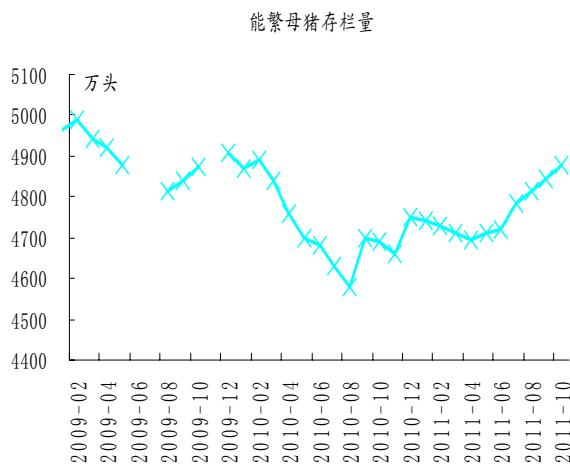
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 49: 2011 年生猪存栏量或创历史新高



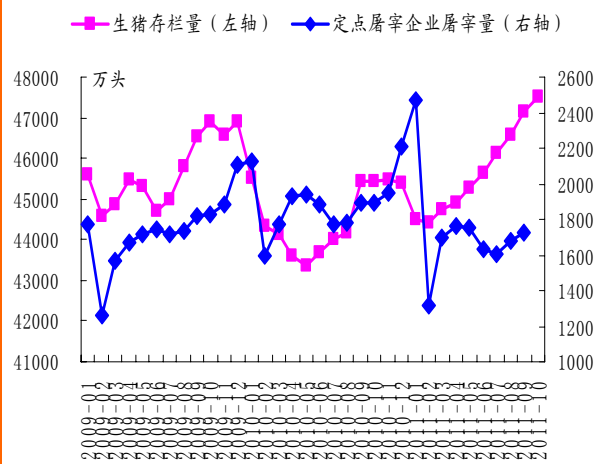
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 50: 年中以来能繁母猪存栏量回升, 接近 09 年



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 51: 近期生猪存栏量已经恢复至 09 年较高水平



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4.3.2 国内粮食价格上涨将放缓 但总体呈高位运行

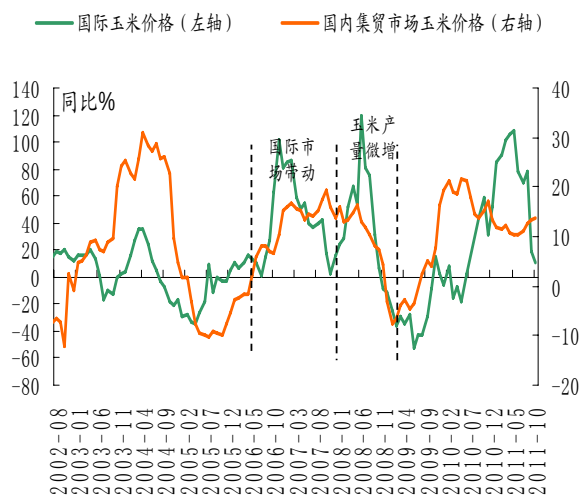
未来 3-6 个月内, 输入性通胀对国内粮食的影响减弱, 考虑国内供求紧平衡, 预计粮食价格将是稳步上升走势。

2012 年, 国内玉米价格将呈稳定增长态势, 涨幅 10% 上下。2011 年 9、10 月份, 国际市场玉米价格出现大幅回落, 将减弱输入型通胀压力, 因而, 国内秋量 (玉米) 产量将成为影响玉米价格的重要因素。根据美国农业部预测, 2011 年中国秋粮增产 4.1%, 低于去年 8.1% 的水平。我们预计, 2012 年玉米价格涨幅较 2011 年将有所回落, 预计在 10% 上下。

近期, 国际市场大豆价格明显回落将减缓国内大豆上行压力, 但考虑 2011/2012 年, 全球大豆库存消费比较前年出现回落, 我们预计, 2012 年国内大豆价格将是平稳增长态势。

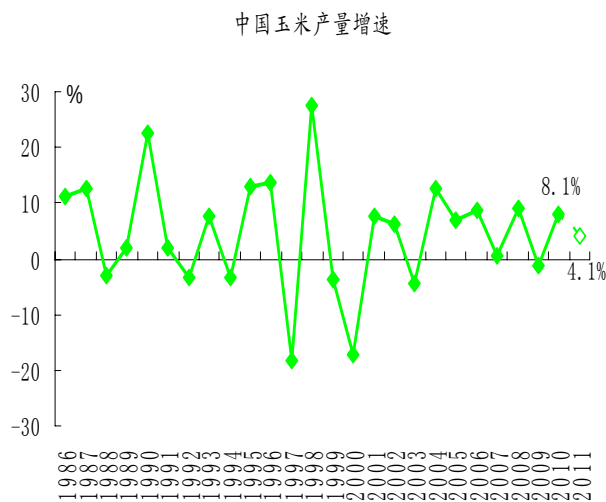
国内稻谷价格涨幅将高位运行。根据美国农业部预测, 近两年, 中国稻谷库存消费比大幅下降, 国内稻谷价格从 2010 年四季度开始呈现高位运行态势。尽管 2011 年早稻丰产 4.6%, 但其在全年产量中占比 20% 以下, 不能影响稻谷价格高位运行态势。

图 52: 9 月以来国际市场玉米价格涨幅明显回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 53: 美国农业部预测中国秋粮丰产 4.1%



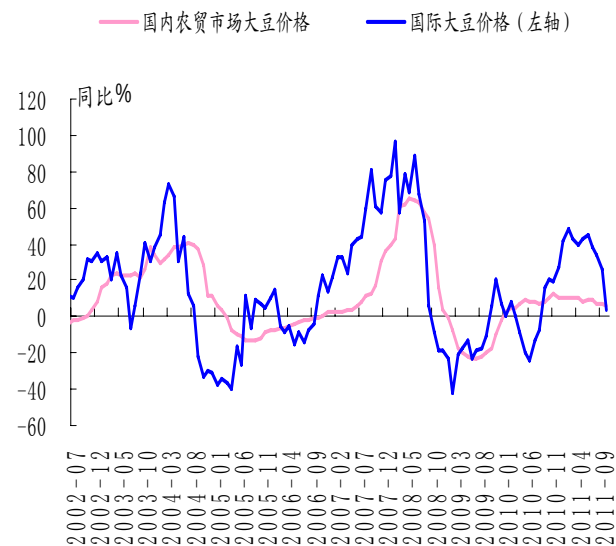
资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

图 54: 大豆价格回落



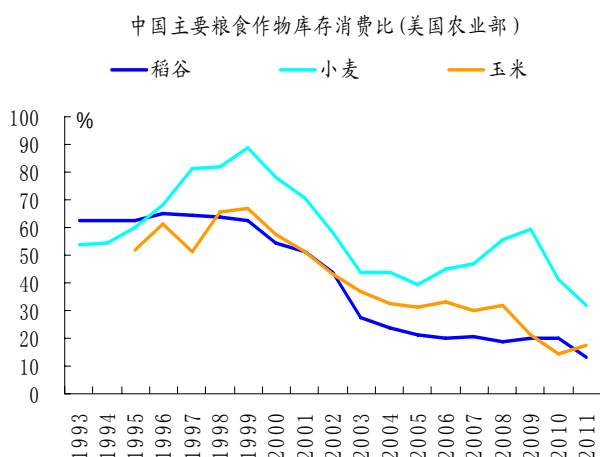
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 55: 国际大豆价格下滑减弱国内大豆上升压力



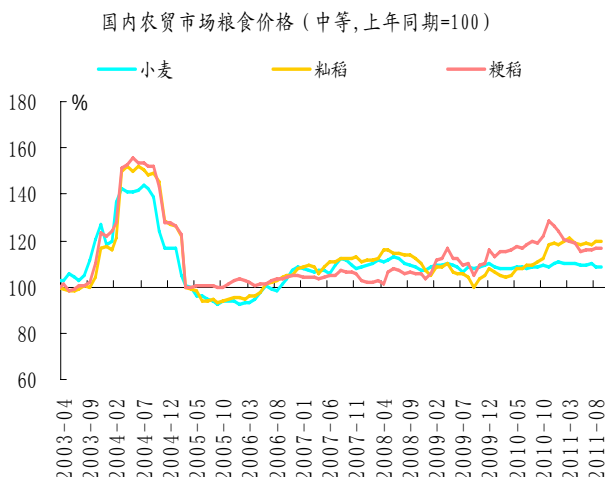
资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

图 56: 稻谷与玉米库存消费比低位运行



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 57: 粳稻与籼稻价格涨幅高位运行



资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

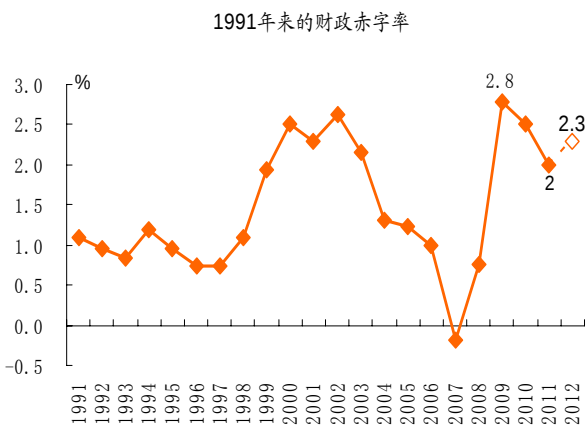
五、货币政策上半年量松下半年价调

货币政策微调确认，短期转向可能性较小。2012 年二季度前经济下行中通胀温和和回落，CPI 预计 4.5% 上下，此期间以货币政策微调与财政政策结构性松动为主。考虑近期货币市场利率下行与央票利率累计下行 10BP，其旨在引导市场利率下行，预计 12 月份准备金率将出现下调。

2012 年二季度，随着经济下行加快以及 CPI 降至 4% 以下，信贷将现明显松动，但降息可能在 2012 年中期之后。预计 2012 年新增贷款 8.5 万亿元上下，各季度信贷投放为 27%、29%、25% 与 19%，二、三季度信贷回升至 17.1% 与 17.7%。2012 年上半年 CPI 在 4% 上下，国内仍处于负利率状态，而且考虑地产调控政策延续性，预计降息将发生 2012 年下半年。

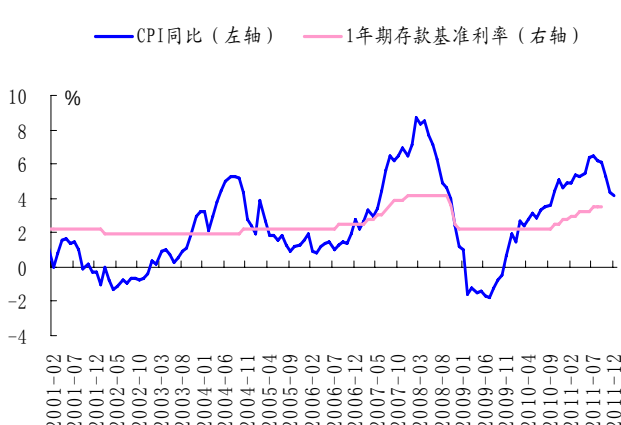
2012 年二季度信贷松动或以刺激基建与保障性住房投资为主，预计 2012 年的财政赤字率在 2.3%。

图 58: 预计 2012 年中国财政赤字率将有所上升



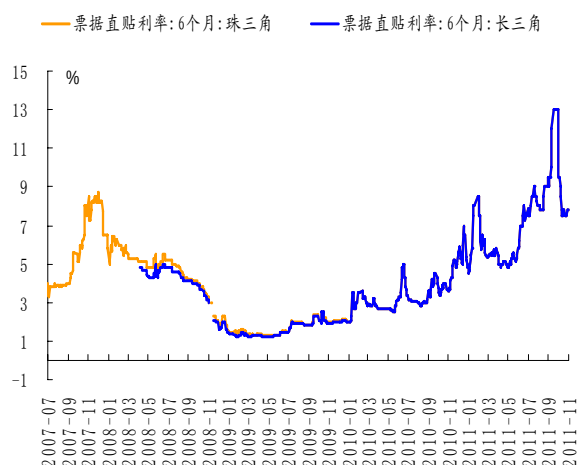
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 59: 预计 2012 年上半年 CPI 预计 4%



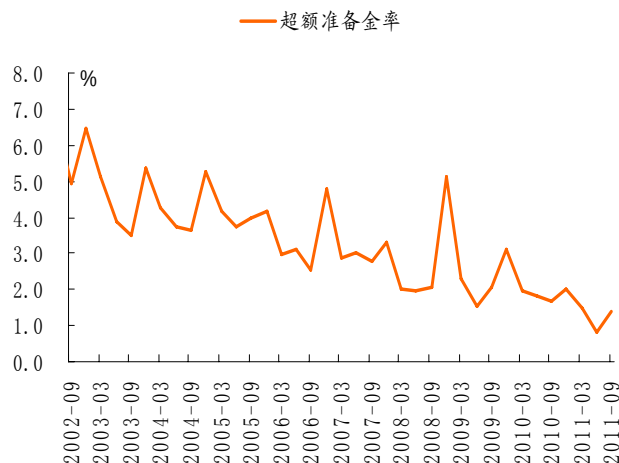
资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

图 60: 中小企业票据融资利率高位回落



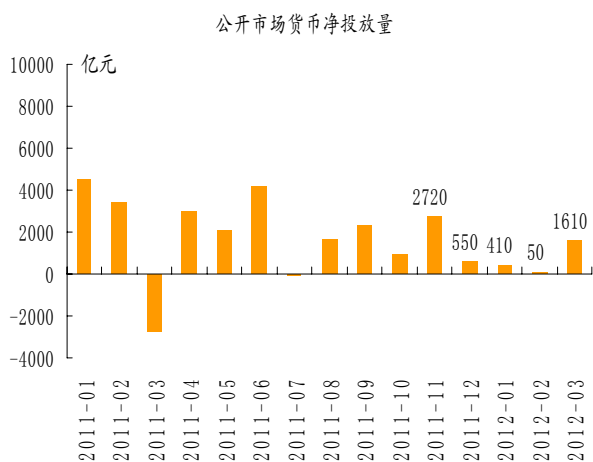
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 61: 9月超额准备金率出现反弹



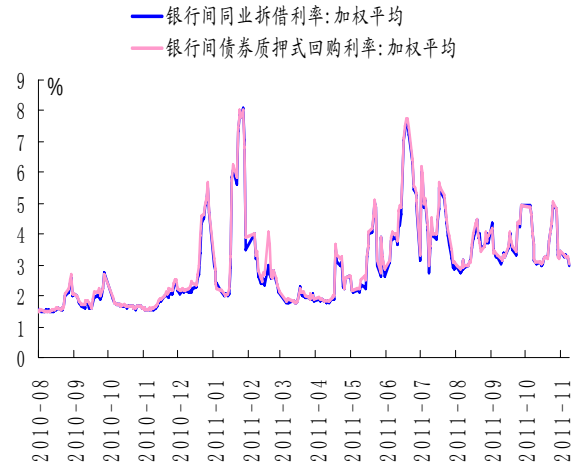
资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

图 62: 2011年年底公开市场到期量急剧缩减



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

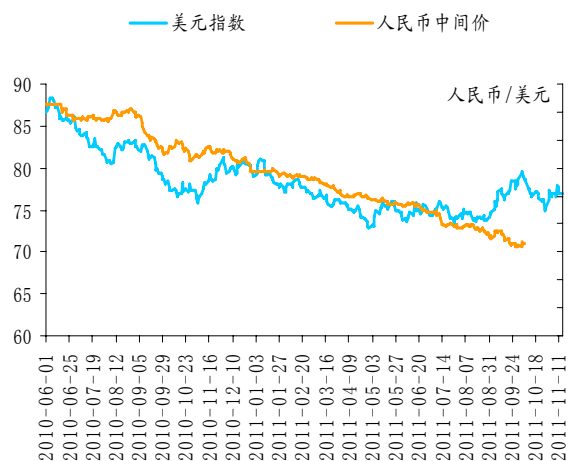
图 63: 近期银行间市场利率有所下行



资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

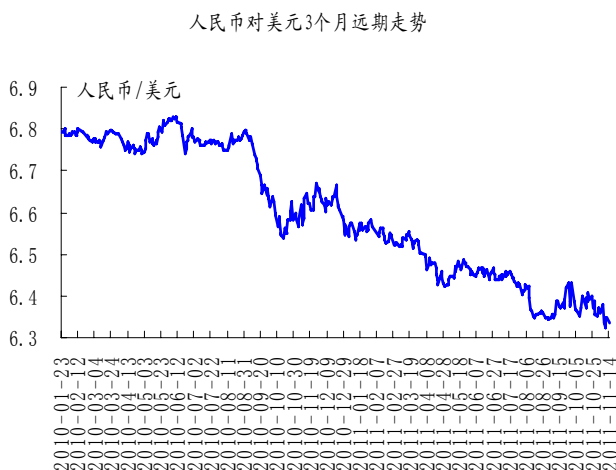
未来 3-6 个月内, 人民币升值将放缓。随着出口明显放缓与经济下滑, 预计未来半年内人民币升值 1.5-2%。近两个月来, 人民币升值有所放缓, 月升值速度 0.48%, 而且远期市场人民币对美元波动性增强。

图 64: 欧债危机以来美元走强人民币升值放缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 65: 远期市场人民币升值预期弱化



资料来源: 美国农业部 中投证券研究所

表格 2: 2012 年中国经济预测

%	2011F				2012F				2011F	2012F
	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F		
实际 GDP	9.7	9.5	9.1	8.5	8.5	8.3	8	8.6	9.2	8.4-8.5
工业增加值	14.4	13.9	13.7	12.7	12.5	12.3	12	12.8	13.6	12.4
社会消费品零售	16.3	17.2	17.3	17	17.2	16.6	16.8	17	17	17
城镇固定资产投资*	25	25.6	24.9	23	21	19	17	19	23	19
出口	25.3	22.4	20.7	15	5	11	16	18	21	13
进口	32.9	23.2	25	15	13	15	17	20	24	16
CPI	5.1	5.7	6.3	4.6	4.5	3.7	3	2.5	5.2	3.5
PPI	7.1	6.9	7	5	3	1	-2	0	6.5	2
M2*	16.6	15.9	13	14	15	14.8	15.3	14.5	14	14.5
人民币贷款增速*	17.9	16.3	15.9	15.6	16.6	17.1	17.7	15.3	15.6	15.3
1 年期存款利率*	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	3	3.50	3
1 年期贷款利率*	6.06	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.21	5.96	6.56	5.96
存款准备金率*	20	21.5	21.5	21	20.5	19.5	19	19	21.5	19
人民币对美元汇率*	6.56	6.47	6.35	6.31	6.25	6.23	6.20	6.15	6.31	6.15

资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-31	全球资金转守为攻
2011-10-24	欧盟周三公布救援计划 危机走势有望得到根本扭转
2011-10-21	财政部下发《通知》，地方政府自行组织发债正式试水
2011-10-17	G20 峰会讨论新的救援计划，欧债危机中期解决路线渐清晰
2011-09-30	德国投票通过 EFSF 调整方案，欧债危机进入相对平静期
2011-09-07	欧债危机系列专题报告-希腊救援计划微澜再起，欧洲共同债券道长且阻
2011-09-06	在等待中期待
2011-08-30	踟躇迟疑中的全球资金
2011-08-23	全球资金寻求避险、信奉“现金为王”的背后
2011-08-23	全球资金信奉“现金为王”
2011-08-11	出口贸易余额超预期增长
2011-08-08	资金大规模外流，新兴市场债券和贵金属成避风港
2011-08-01	全球资金涌向安全资产寻求庇护
2011-07-25	债务魅影挥之难去，全球资金撤守商品避险
2011-07-20	下半年中国财政政策调控走向及主要着力点
2011-07-11	全球资金保守情绪继续有所改善
2011-06-20	“滞”易控 胀难收-2011 年下半年国内经济展望
2011-04-11	全球市场走进资金的“春天里”
2011-01-17	通胀利剑高悬，新兴市场“逆回流”加速

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究

邢微微, 中投证券宏观经济分析师。中国人民大学经济学硕士, 5 年证券从业经验, 研究主要覆盖国内经济、货币与财政政策等

张捷, 中投证券研究所宏观研究员, 中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、产业政策等

刘莉华, 刘莉华, 中投证券研究所宏观经济分析师, 美国华盛顿大学经济学硕士, 武汉大学金融学、数学学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434