

中国宏观经济月度手册 (2012 年 1 月)

宏观经济月报

这是我们每月发布的上月宏观数据全面回顾，帮助您跟踪宏观经济最新动态的方方面面。本期报告囊括了截止至 2012 年 1 月末发布的宏观经济数据。

◆本月新动态:

2011 年 12 月通胀继续回落，经济增速回升，信贷投放平稳。12 月 CPI 同比从 11 月的 4.2% 继续回落至 4.1%，同时低基数效应的迅速消失令 12 月 PPI 同比数字明显走低至 1.7%。2011 年 4 季度 GDP 同比增长 8.9%，季调环比增速（折年率）已相比 3 季度小幅加速。12 月规模以上工业增加值同比增速从 11 月的 12.4% 小幅回升至 12.8%，月环比季调折年率则从 11 月的 12.5% 上升到 14.0%。按可比口径计算，12 月单月投资名义同比增长 19.0%，是今年以来的最低增速。分项来看，制造业投资小幅回升，房地产投资大幅走低，基建投资继续低位徘徊。2011 年全年新增信贷 7.47 万亿，与我们之前预期的 7.5 万亿相差无几。2011 年最后三月，新增外汇占款连续负增长，加之商行节日备付金需求增加，这些因素导致春节前资金面趋紧。央行在春节前一周通过大规模逆回购，而不是进一步下调存款准备金率，来平抑货币市场流动性。

◆近几月走势述评:

分析未来数月的中国经济，需要在通胀和增长的“此消彼长”中理清脉络。一方面，当前经济增速持续走低、货币信贷条件仍未实质宽松、输入性通胀压力未起，来自宏观层面的通胀压力仍在减弱。另一方面，去年 4 季度经济环比增速已经企稳回升，就业市场仍然平稳。因此，政府会在通胀和增长间谋求平衡，近期政策大规模松动的可能性不大。不过，经济增长中的风险仍若隐若现：房地产投资明显失速，基建投资低位徘徊，小微企业景气低迷，一旦遇到不利冲击（例如欧债危机再度发酵），将会给宏观调控带来很大挑战。所以，政府可能会在微调预调的框架之内，加大对重点行业和领域的财政金融支持力度，已实现“维持经济平稳较快发展”的目标。

◆前景展望:

春节过后食品价格环比涨幅将会逐渐收窄，CPI 同比也将进一步回落。预计 2012 年 1、2 月 CPI 同比数字会继续平稳回落，上半年通胀趋势仍将下行。

今年 2 月公开市场到期较少。再加之今年 1 季度在“早投放，早受益”影响之下，商行信贷投放规模不会太少。因此短期资金面仍将承压。不过，鉴于目前人民币升值预期再起，去年 4 季度外汇占款持续走低态势可能逆转，为货币市场带来增量流动性。央行会在平抑货币市场流动性与加强对实体经济的信贷支持上继续谋求平衡，在是否进行进一步降低存款准备金率的决策时仍会非常谨慎。

联系人:

徐高

010-56513082

gaoxu@ebcn.com

联系人:

钟正生

010-56513077

zhongzs@ebcn.com

分析师:

何媛媛

(执业证书编号: S0930511010008)

宏观团队成员:

徐高, 钟正生, 谢亚, 王艺伟

内容目录

GDP	1
经济景气指数	2
工业生产	3
工业企业利润	4
投资	5
房地产	6
零售与消费	7
劳动力市场	8
通货膨胀	9
货币与信贷	10
利率	11
财政收支	12
对外贸易	13
汇率	15
股票市场	16
大宗商品	17
每月猜图	19
上期猜图答案	20
数据表格	21

表格目录

表格 1. 中国月度宏观数据	21
表格 2. 中国年度及季度宏观数据	22

GDP

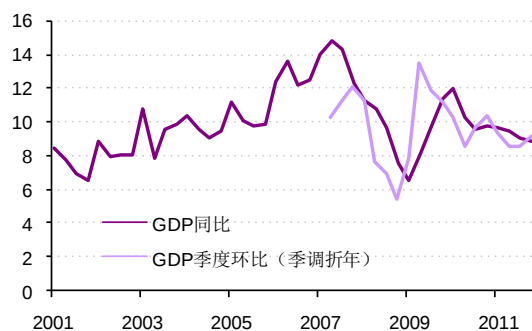
本月新动态：2011 年全年国内生产总值为 47 万亿元，比上年增长 9.2%。其中 11 年 4 季度 GDP 同比增长 8.9%，比 3 季度略低 0.2 个百分点。这一数字高于市场预测均值 8.6%。根据我们推算，4 季度季调环比 GDP 增速（折年率）已从 3 季度的 8.6% 略为加速到 9.2%（统计局测算的 4 季度环比 GDP 增速为负。但我们认为统计局所采用的季调方法存在问题，其测算数据不能采信）。

近几月走势述评：2011 年全年，在抗通胀政策的持续影响下，经济增速持续温和放缓。整体而言，2011 年 4 季度信贷投放尚属平稳，政策放松力度有限。因此，虽然 4 季度经济环比增速已经企稳甚至略有回升，但经济同比增速逐季回落的态势没有改变。2011 年全年，净出口对 GDP 的拉动转负，投资对 GDP 的拉动逐渐放缓，而消费对 GDP 的拉动较上年有所提升。

前景展望：目前政策重心已从通胀转向增长，但由于经济增长势头平稳，因此仍会沿着预调微调路径行进，政策放松的时点和力度可能不及预期。虽然去年 4 季度经济环比增速就已止跌回升，但今年 1 季度环比增速难以进一步加速，预计将与去年 4 季度大致持平。预计今年 1 季度 GDP 同比增速为 8.5%。

图 1. GDP 增长率

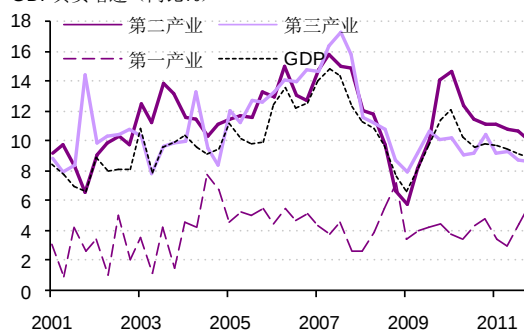
GDP 真实增速 (%)



数据来源：CEIC

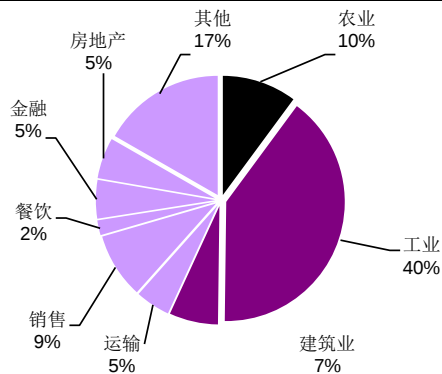
图 2. 分行业 GDP 增长率

GDP 真实增速 (同比%)



数据来源：CEIC

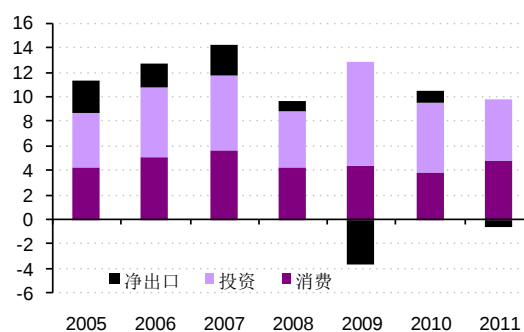
图 3. 生产法 GDP 构成



数据来源：CEIC

图 4. 对 GDP 增长的拉动

对 GDP 增长的贡献 (%)



数据来源：CEIC

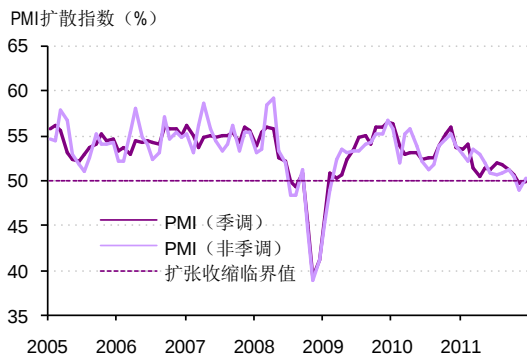
经济景气指数

本月新动态: 12 年 1 月汇丰中国制造业 PMI 初值为 48.8, 较上月终值 48.7 小幅回升, 达到三个月以来的最高值, 不过仍明显低于 2006-11 年间 1 月均值 51.6% (2009 年 1 月在国际金融危机冲击下汇丰中国 PMI 曾下探到 42.2%, 除去这一异常值后均值会更高)。11 年 12 月企业家信心指数和企业景气指数均小幅回落。

近几月走势述评: 11 年 12 月中国制造业 PMI 从上月 49.0% 小幅回升至 50.3%, 重回扩张收缩临界点之上。季节调整后, 12 月 PMI 为 49.9%, 较上月上涨 0.2 个百分点。12 月 PMI 指数重回荣枯临界点之上, 极大地缓解了市场对经济加速滑坡的担忧。特别是, 今年 1 月汇丰 PMI 微升, 这与去年 4 季度 GDP 和 12 月规模以上工业增加值环比上升的大背景是一致的, 与去年 12 月制造业投资增速小幅回升亦有关联。不过, 最近数月汇丰 PMI 持续处于景气扩张收缩临界点之下, 反映了目前信贷松动的积极效应仍未在中小企业上充分体现出来。

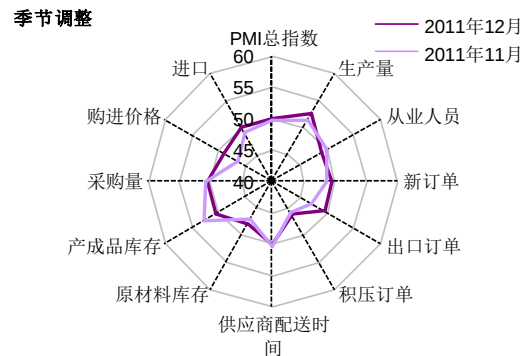
前景展望: 考虑到去年 12 月基建投资增速仍在低位徘徊, 而 12 月交运、机械和设备等行业景气度明显下挫, 可以看出, 目前实体经济中亟需支持的两个领域, 即基建投资和小微企业, 在本轮信贷松动后并未得到应有提振。由于前者关系到整体投资增速的平稳, 后者关系到就业市场的稳健, 两者要求央行在信贷规模和结构上做更多的微调预调。预计随着今年 1 季度信贷的集中投放, 以及前期信贷投放效应的逐渐体现, 未来数月经济景气程度仍将延续目前小幅回升的态势。

图 5. PMI 走势



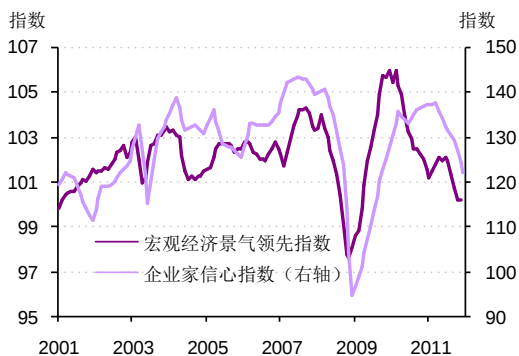
数据来源: CEIC

图 6. PMI 分项指数



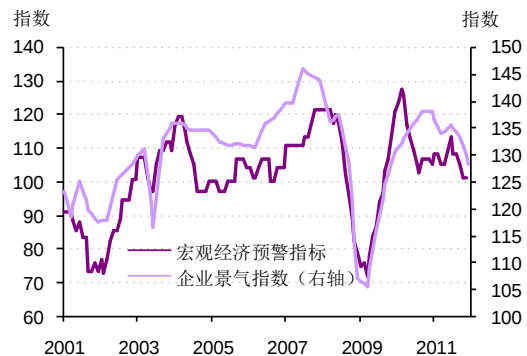
数据来源: CEIC

图 6. 领先指标



数据来源: CEIC

图 7. 同步指标



数据来源: CEIC

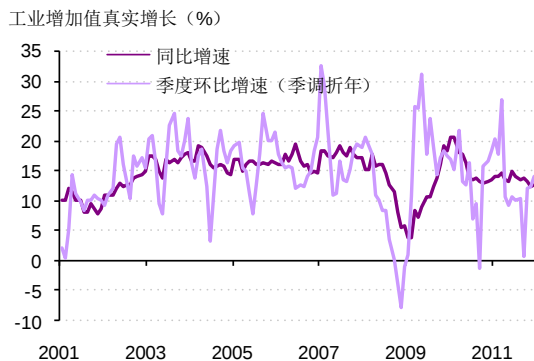
工业生产

本月新动态：2011年12月规模以上工业增加值同比增速从11月的12.4%小幅回升至12.8%，月环比季调折年率从11月的12.5%上升到14.0%。工业增加值环比增速加快，打消了市场对经济加速滑坡的担忧。2011年12月电力消耗同比增长9.8%，较上月回升2.3个百分点；粗钢产量同比增速则从11月的-0.6%上升到1.2%。

近几月走势述评：2011年，在偏紧政策基调下，工业生产一直难有起色。去年11月工业增加值增速更是降至2009年9月以来最低。但去年12月工业增加值增速小幅回升，特别是季调后月环比略为上扬，表明现在还不必太过担心经济增长的加速滑坡。去年12月制造业PMI和今年1月汇丰PMI初值都微幅上升，也表明整体而言我国经济仍处在温和放缓的轨道上。

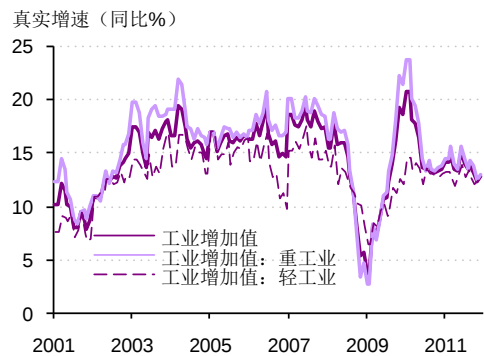
前景展望：目前经济增长势头仍较平稳，而通胀再度反弹担忧仍未消除，政府会进一步观察宏观经济形势的变化，近期难见政策的实质性松动。去年4季度经济环比增速有所回升，但回升势头仍较微弱，回升幅度亦不明显。今年财政货币刺激规模有限，外围经济仍在持续动荡之中，国内经济增长中又有新的不确定性产生（比如房地产市场的走势），增速的全面回升可能仍需假以时日。

图 8. 工业增加值



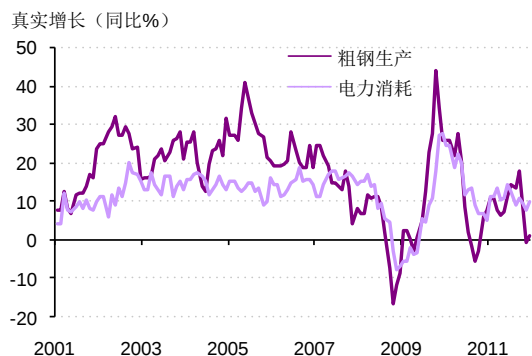
数据来源：CEIC

图 9. 工业增加值：行业



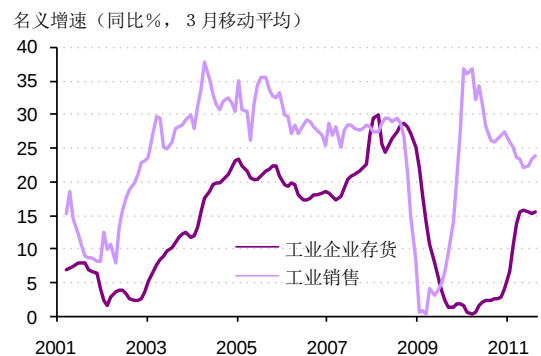
数据来源：CEIC

图 10. 粗钢与发电量



数据来源：CEIC

图 11. 工业企业存货



数据来源：CEIC

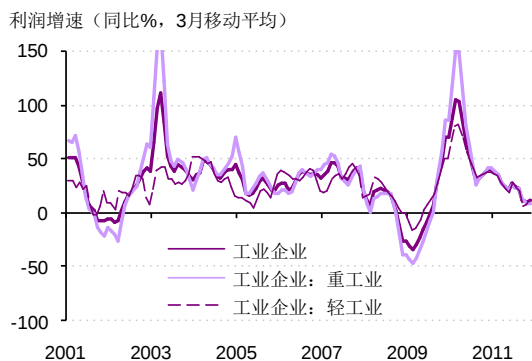
工业企业利润

本月新动态：本月无动态（国家统计局将于2月3日发布2011年全年规模以上工业企业效益数据）。

近几月走势述评：根据我们估算，2011年11月单月工业企业利润同比增速从10月的12.5%上涨至17.9%。受益于原材料购进价格明显走低带来的成本节约，11月工业企业利润率从前一月的6%升至7%。工业企业利润率在去年7月大幅下滑后，随后4月稳步回升，对工业企业利润大滑坡的担忧逐渐减弱。分行业来看，2011年11月重工业中的采掘业继续保持最高的利润率（15%），但仍明显低于2008年之前的水平；原材料及水电气行业利润率仍处低位（3.7%），不过已接近2011年上半年的平均水平；制造业利润率明显回升至8%，超过10年全年均值（7%）。

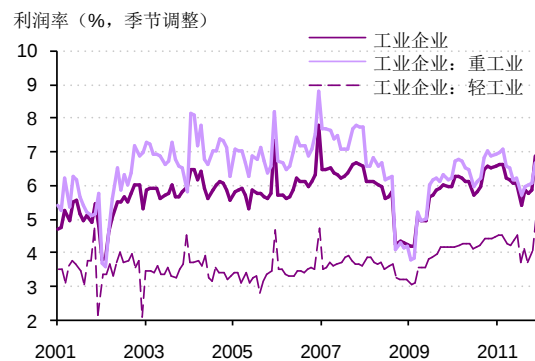
前景展望：当前经济增速仍在温和放缓，这势必会继续抑制工业企业的利润增速。我们预计，随着预调微调政策效应的逐渐显现，以及经济环比增速的企稳回升，工业企业盈利状况也将逐渐改善。

图 12. 工业企业利润增长



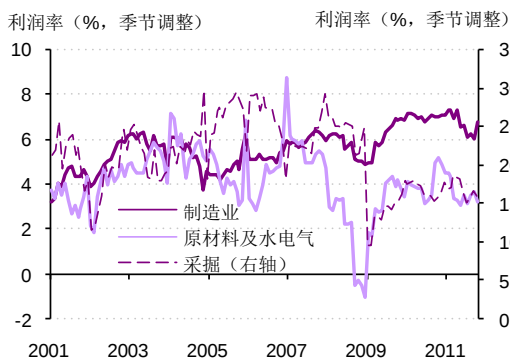
数据来源：CEIC

图 13. 工业企业利润率



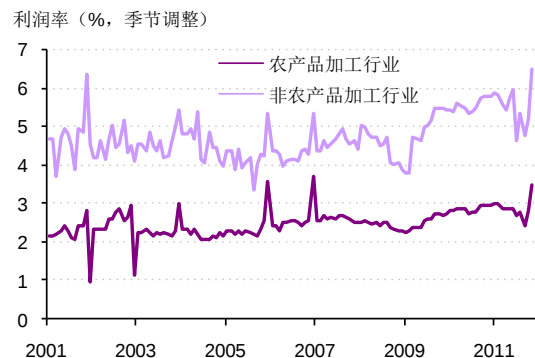
数据来源：CEIC

图 14. 重工业子行业利润率



数据来源：CEIC

图 15. 轻工业子行业利润率



数据来源：CEIC

投资

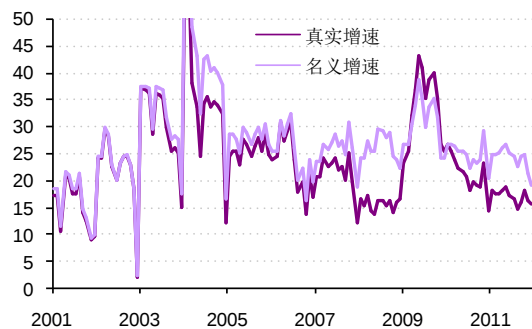
本月新动态：按可比口径计算，2011年12月固定资产投资增速从11月21.3%下滑至19.0%。分项来看，12月制造业投资增速11月的30.7%回升到34.1%，这与12月制造业PMI的小幅回升是一致的；房地产投资增速从11月的20.1%明显下滑到12月的12.3%，相对2011年7月的峰值下跌超过20个百分点；基建投资增速从11月的6.8%进一步下滑至12月的3.3%，未能对房地产投资下滑起到明显对冲作用。基建投资中，12月公路投资明显加速（从11月的5.3%跃升至13.0%），但铁路投资深度下滑（从11月的-3.7%骤降至-31.5%）。

近几月走势述评：去年12月，在房地产投资明显减速影响下，固定资产投资增速降至20%之下。最重要的是，我们之前预计的投资发动机的交接——房地产及制造业投资下行，基建投资上行——在去年底仍未出现。基建投资不仅未能发挥对房地产投资下滑的对冲作用，其实际增速下探为负，已成整体投资的一个拖累。未来数月，严厉房地产调控政策难见松动，房地产投资明显下滑已是一个大概率事件；而在国外经济持续低迷和动荡的情形下，我们对去年12月制造业投资增速小幅回升之势能能否持续也持谨慎态度。因此，经济增长中的亮色毫无疑问仍有赖于基建投资的适度加速。应该说，房地产投资下滑的程度，将决定基建投资需要提振的程度，以及政策（特别是信贷政策）进一步松动的程度。

前景展望：我们认为，为维持投资总体稳健格局，避免经济滑坡速度失控，投资接力棒需要逐步交接给基建投资上。但目前房地产投资明显减速，基建投资却“启而不动”，投资接力棒仍悬在半空中。预计今年政府将会进一步加大信贷对重点在建和续建工程的支持力度，以基建投资的“适度”加速实现整体投资的“适度”减速。

图 16. 固定资产投资增速

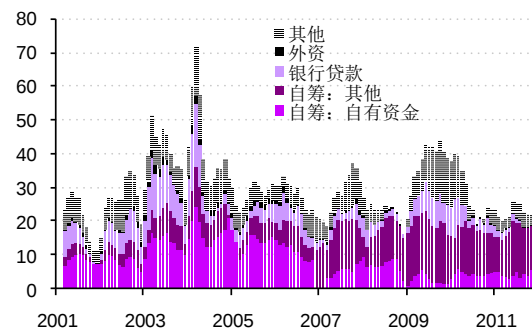
固定资产投资增速（同比%）



数据来源：CEIC

图 17. 固定资产投资资金来源

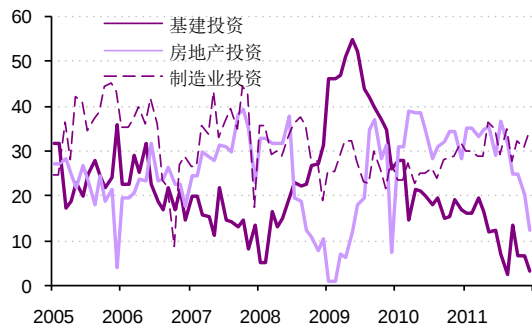
固定资产投资资金来源增长（同比%，3月移动平均）



数据来源：CEIC

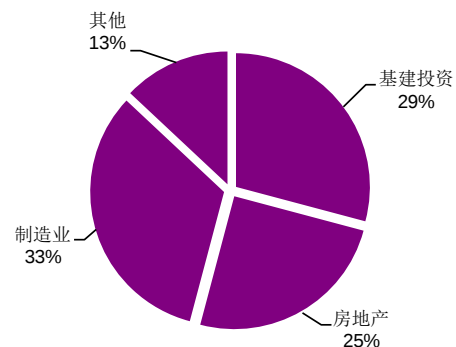
图 18. 分大类固定资产投资增速

名义增长（同比%）



数据来源：CEIC

图 19. 固定资产投资构成



数据来源：CEIC

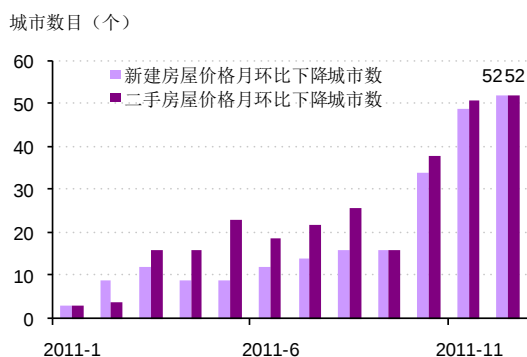
房地产

本月新动态：2011年12月全国70个大中城市中，新房房价环比跌幅继续扩大，二手房房价环比跌幅有所收窄。其中，新房房价环比上涨的仅有2个（11月5个），持平的有16个（11月16个），下跌的有52个（11月49个）。根据我们估算，12月一线城市新房房价平均涨幅为-0.38%，二线城市为-0.38%，三线城市为-0.29%，跌幅均有所扩大。二手房房价环比上升的城市有3个（11月7个），持平的有16个（11月12个），下降的有51个（11月为51个）。二手房一、二、三线城市的平均环比涨幅分别为-0.50%，-0.54%和-0.21%，跌幅均有所收窄。12月房地产投资同比增速明显下降至12.3%，呈现加速下滑的态势。12月房屋开工面积也显著回落，预示着未来几月房地产投资还可能进一步下滑，甚至在个别月份滑向零增长或负增长。

近几月走势述评：2011年12月房地产总资金来源同比已降至-6%，其中预付款增速更是下滑到-18%。考虑到今年上半年房地产信托集中到期，届时房企（特别是中小房企）的资金链将愈益脆弱。加之去年末全国商品房待售面积高达2.7亿平方米，楼市去库存压力增加。在资金逼仄和库存消耗的双重影响下，未来数月房价仍将处于下行通道之中。

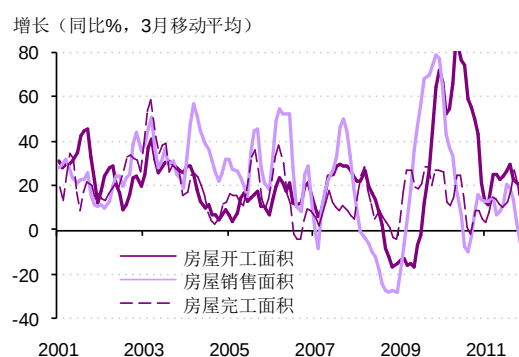
前景展望：鉴于目前仍较平稳经济增长势头，以及维持房地产市场健康发展在政治上的优先性，房地产调控松动的可能性很小。放眼未来，为减缓房地产投资放缓带来的不利影响，政府需要在保障房和基建投资上加大对冲力度，但这应该属于政策微调预调框架下的适时的、非完全的对冲。只要海外经济不一落千丈，只要保障房和基建投资不“启而不动”或“动而不坚”，国内房地产调控仍难言实质性松动。

图 20. 房价环比下降城市数



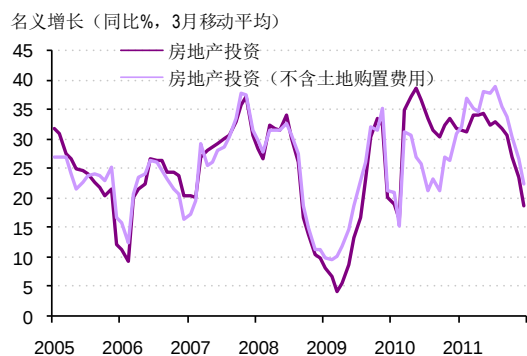
数据来源：CEIC

图 21. 房屋销售、完工及开工面积增速



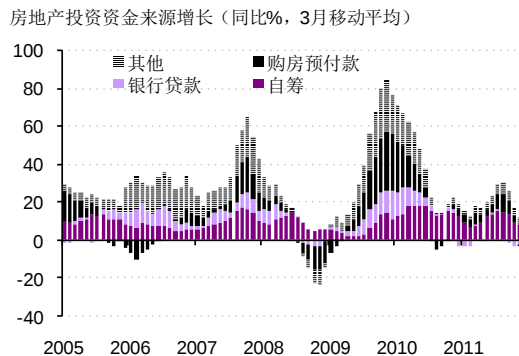
数据来源：CEIC

图 22. 房地产投资增速



数据来源：CEIC

图 23. 房地产投资资金来源



数据来源：CEIC

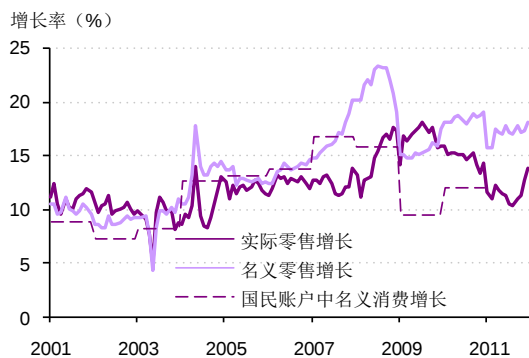
零售与消费

本月新动态：2011年12月，社会消费品零售总额17740亿元，同比名义增长18.1%，较上月回升0.8个百分点。其中，与大件商品销售更为相关的大型零售商（年销售额超过500万元人民币）零售额同比实际增长27.7%，较上月略涨0.6个百分点；汽车销售同比实际增速从11月的-2.4%回升至12月的1.4%。

近几月走势述评：社会零售总额数据不包括服务类的支出，但同时又含有出售给政府机构的产品，因此与居民消费的口径并不相符。因此，我们仅能从社会零售总额数据中间接推测消费走势。2010年，在房地产调控、汽车限购和通货膨胀的影响下，居民购买力受到较大侵蚀，到12月份零售增速才达到2010年全年平均水平（18%）。不过，去年12月消费者信心指数和预期指数均小幅回升，逆转了去年下半年以来的回落态势。不过，今年“财政支出要以保障和改善民生为重点”，加之通胀仍在平稳回落，让我们对未来数月消费增长的前景增添了一份信心。

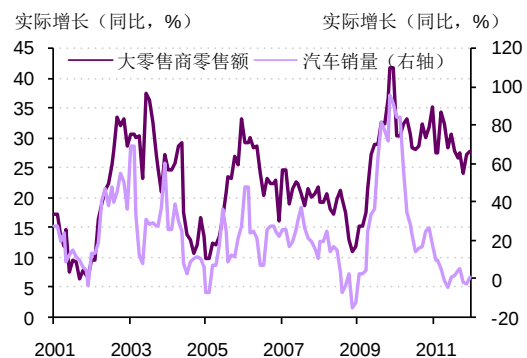
前景展望：我国消费增长一直具有很强的韧劲，消费对GDP增长的贡献率从2010全年的3.84%上升到2011全年的4.75%。但在收入差距日益扩大，社会保障制度尚待完善的背景下，转向消费引领的内源性增长模式仍前路漫漫，靠巨额信贷支撑的、政府投资主导的保增长老路暂时还不会退出历史舞台。

图 24. 消费品零售增长



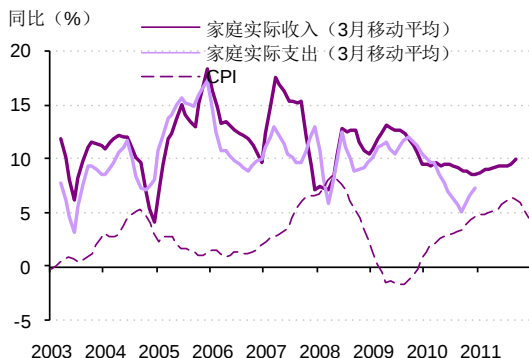
数据来源：CEIC

图 25. 大零售商零售增长



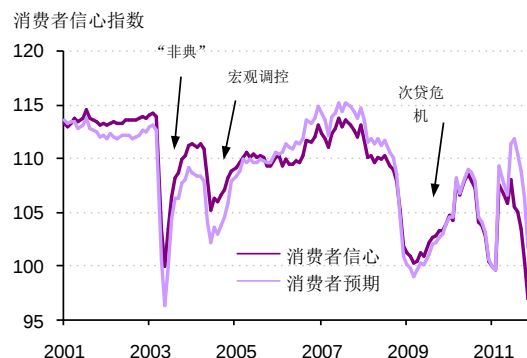
数据来源：CEIC

图 26. 估计的家庭收入和支出



数据来源：CEIC

图 27. 消费者信心指数



数据来源：CEIC

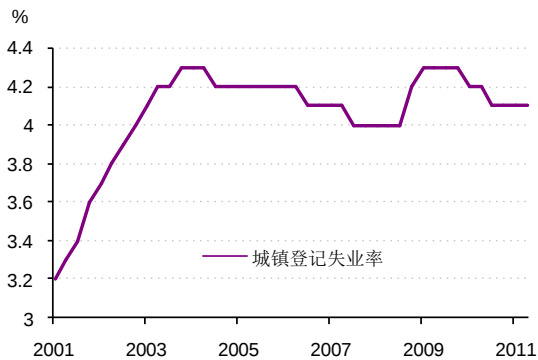
劳动力市场

本月新动态：2011 年 4 季度城镇登记失业率仍维持在 4.1% 的水平上。4 季度城镇劳动力供需比率 1.04，与 3 季度持平，显示劳动力市场仍处于供不应求的状态。

近几月走势述评：劳动力市场数据滞后于宏观经济形势的变化。我们需特别关注 4 季度城镇劳动力供需比率，这一比率与 3 季度持平于 1.04，显示经济持续温和放缓并没有带来就业市场的进一步恶化，就业市场仍比较平稳。由于就业是政府最为关心的指标，因此我们需要持续关注就业形势的变化，以研判未来政策走向。

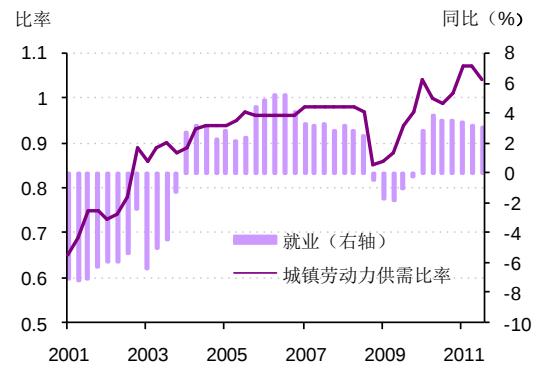
前景展望：我们认为，随着经济环比增速的企稳回升，就业市场数据仍会延续当前的稳健表现。我们一再强调，政府之所以关注增长，最重要的还是关注就业。考虑到目前就业状况尚属稳健，近期政策大幅放松的可能性仍然不大。政府会在政策微调预调上多做文章，避免出现结构和区域性的经济严重放缓趋势。

图 28. 城镇失业率



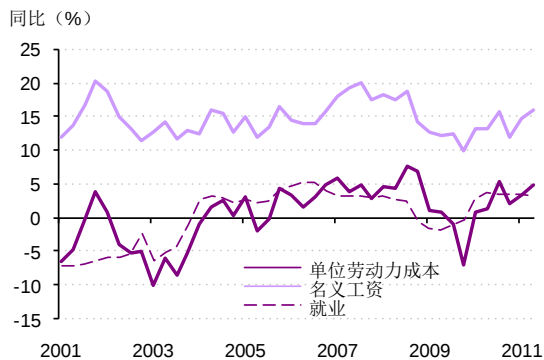
数据来源：CEIC

图 29. 城镇劳动力市场和就业



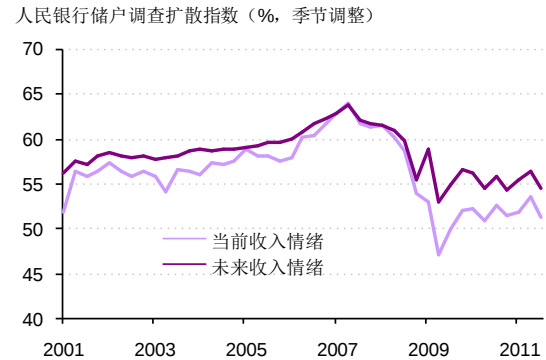
数据来源：CEIC

图 30. 工资和单位劳动力成本



数据来源：CEIC

图 31. 劳动收入情绪



数据来源：CEIC

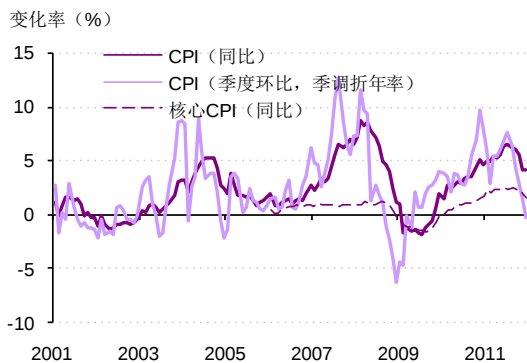
通货膨胀

本月新动态: 2011年12月通胀继续回落。CPI同比从11月的4.2%下滑至4.1%，季环比季调折年率从11月的1.6%降至12月的-0.2%。12月食品价格环比上涨1.2%（11月为环比下降0.8%）；非食品价格环比下降0.1%（11月为环比上涨0.1%）。由于去年基数较高，12月PPI同比仍明显走低至1.7%，季环比季调折年率从11月的-3.5%收窄至12月的-3.0%。

近几月走势述评: 由于春节前食品价格上涨迅速，去年12月CPI同比只略微下降。不过，春节前食品价格的快速上涨难以改变通胀平稳回落的态势。预计2012年1月CPI同比应与2011年12月相差不多，接近4%。PPI走势则会因为基数原因，在今年1月份进一步走低至1%左右。

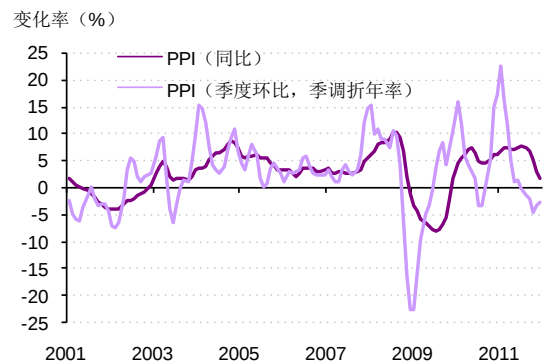
前景展望: 我们综合需求拉动、成本推动、货币和输入性通胀因素的线性回归模型显示，从宏观层面看，去年底明年初通胀仍将平稳回落。截至目前，食品价格走势不会改变CPI同比下行的趋势。预计春节过后食品价格环比涨幅将会逐渐收窄，CPI同比也将进一步回落。但除食品价格之外其他可能影响通胀走势的因素，比如资源和能源品价格改革逐渐提上议事日程，去年4季度以来的信贷松动可能带来通胀压力等，值得进一步的关注。

图 32. CPI 通胀率



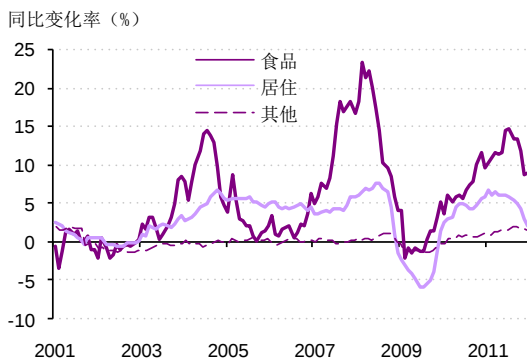
数据来源：CEIC

图 33. PPI 通胀率



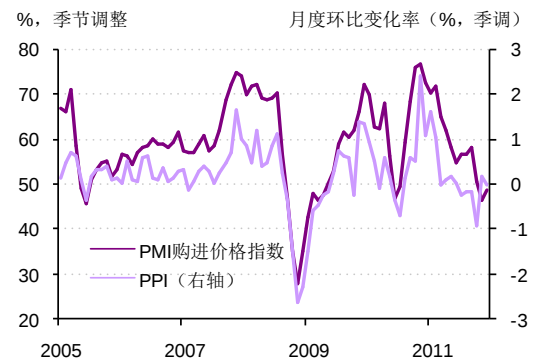
数据来源：CEIC

图 34. CPI 通胀率分解



数据来源：CEIC

图 35. PPI 和 PMI



数据来源：CEIC

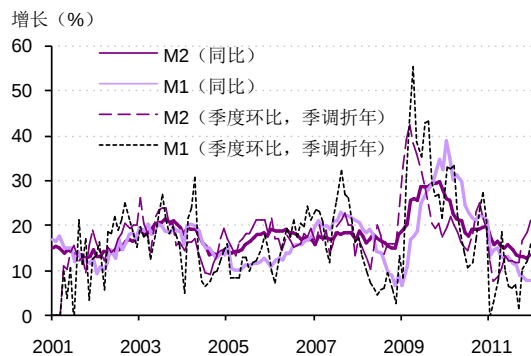
货币与信贷

本月新动态: 2011年12月末M1余额同比增长7.9%，较上月末微升0.1个百分点，季环比季调折年率从11月的12.1%升至12月的16.0%。M2同比增长13.6%，比上月上升0.9个百分点，季环比季调折年率从11月的18.4%升至12月的21.1%；12月新增人民币贷款6405亿，人民币贷款余额同比增速15.8%。

近几月走势述评: 2011年前3季度，信贷投放节奏基本滞后于正常年份；进入4季度后，在信贷持续反季节增长的情况下，全年新增信贷才达到7.47万亿，与之前市场预计的7.5万亿相差无几。全年M2增速13.6%也未超出央行年初制定的15%的上限目标。整体来看，去年4季度每月信贷投放基本维持在6000亿左右，只是由于不同时点商业银行存贷比考核的约束效应存在差异，单月信贷规模才出现波动。去年12月，在短期银行理财产品年前集中到期，以及一万多亿财政存款集中投放影响下，人民币存款迅猛增长，因而年末存贷比考核对商行放贷能力的约束缓解不少，这是去年12月新增信贷较上月增加800多亿的重要原因。

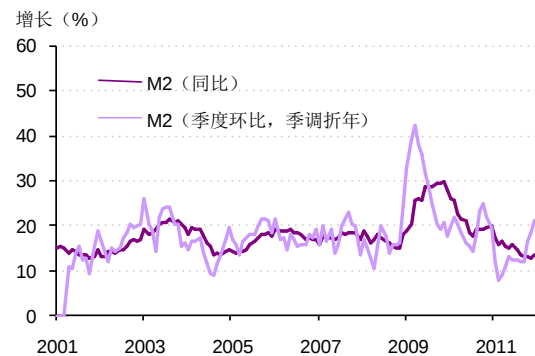
前景展望: 维持货币市场流动性的充裕，保证信贷对实体经济的支持力度仍是当前货币政策的首要目标。我们认为，去年4季度以来信贷松动的效果已逐渐体现。去年4季度GDP环比增速和去年12月规模以上工业增加值环比增速回升就是最明显的例证。信贷放松一方面可以进一步缓解实体经济（特别是中小企业）景气仍然低迷的状况，另一方面可以通过重点支持在建和续建工程，力求实现基建投资的触底回升，保证整体投资的平稳增长。

图 36. 货币增长



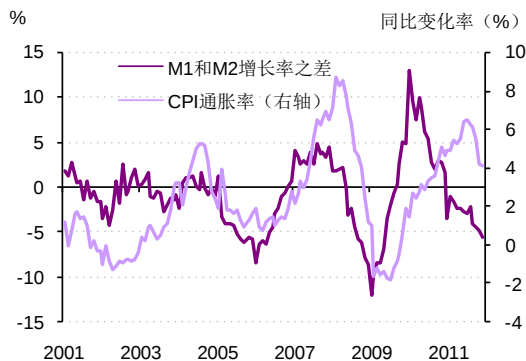
数据来源: CEIC

图 37. 贷款增长



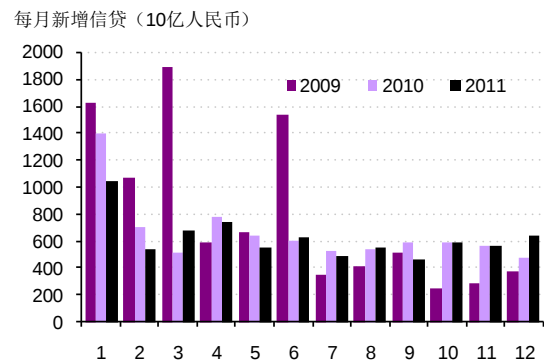
数据来源: CEIC

图 38. M1 和 M2 增长率之差 VS 通胀



数据来源: CEIC

图 39. 每月新增贷款



数据来源: CEIC

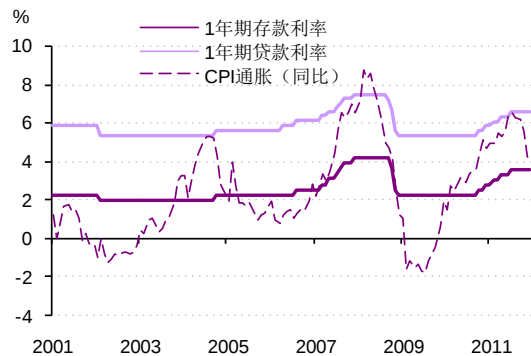
利率

本月新动态：本月无动态。截止至 2011 年 12 月的数据已经在上期周报进行了报告。

近几月走势述评：自 2011 年 7 月初人民银行上调存贷款基准利率 25 基点后，利率未再调整。目前，1 年期存款基准利率 3.5%，1 年期贷款基准利率 6.56%。2011 年 11 月 30 日晚央行下调存款准备金率 50 个基点，目前大型金融机构法定存款准备金率 21%，中小金融机构法定存款准备金率 19%。人民银行将保证金存款纳入存款准备金缴存范围，将在 2011 年 9 月至 2012 年 2 月期间逐步冻结 9000 亿的流动性。央行于春节前的 1 月 17 和 19 日分别进行了 1690 亿元和 1830 亿元的逆回购操作。除此之外，央行还对部分银行进行了定向逆回购操作。央行在春节前停止公开市场对冲，代之以进行逆回购操作，而不是如市场之前预期的那样进一步下调存款准备金率，彰显了央行调控通胀预期和保持货币政策灵活性的意图。

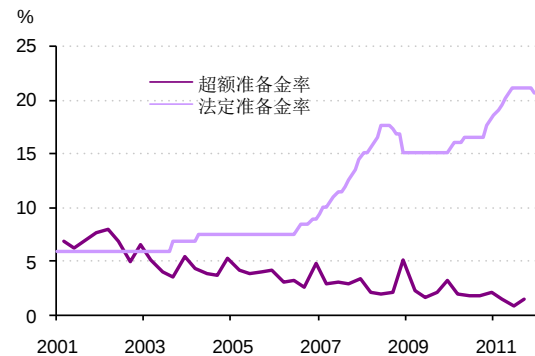
前景展望：今年 2 月份公开市场到期较少（规模仅 140 亿元人民币），货币市场资金面仍将承压。不过，鉴于目前人民币升值预期再起，去年 4 季度外汇占款持续走低的态势可能逆转，加之今年 1 季度在“早投放，早受益”影响之下，商行信贷投放规模不会太少，货币市场流动性较难出现大起大落的态势。央行会在平抑货币市场流动性与加强对实体经济的信贷支持上继续谋求平衡，在是否进行进一步降低存款准备金率的决策时仍会非常谨慎。

图 40. 基准存贷款利率



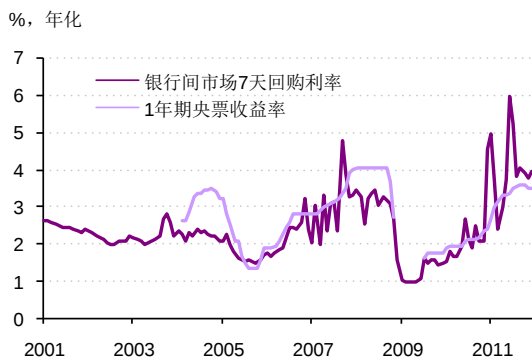
数据来源：CEIC

图 41. 准备金比率



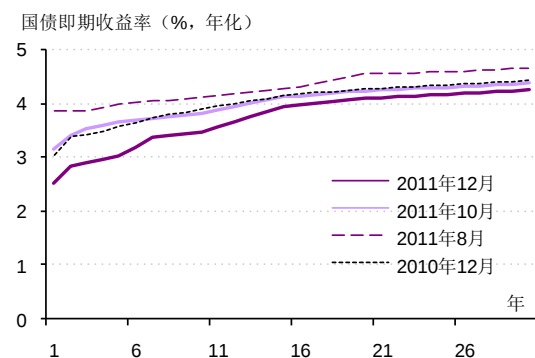
数据来源：CEIC

图 42. 货币市场利率



数据来源：CEIC

图 43. 国债收益率曲线



数据来源：CEIC

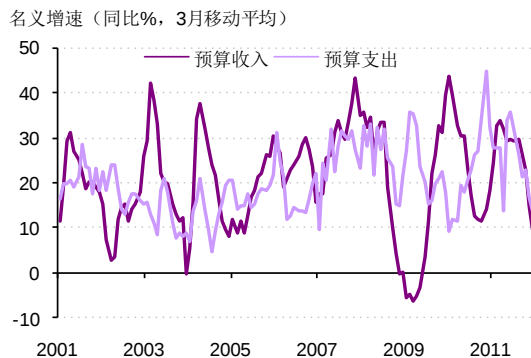
财政收支

本月新动态：2011年1-12月累计，全国财政收入10.4万亿元，同比增长24.8%；全国财政支出108930亿元，同比增长21.2%。单月财政赤字从11月的接近5000亿元增加到12月的13500多亿元，表明去年底财政支出力度明显加大。从12月移动平均财政赤字占GDP比重来看，12月从11月的0.8%进一步上升到1.1%，但仍不及2010年12月1.7%的水平，显示财政政策放松程度仍较有限。

近几月走势述评：从2011年全年经济财政走势看，一季度受经济增长较快、进口大幅增长以及部分2010年末收入在年初集中入库等因素带动，全国财政收入增长33.1%；二季度受经济增长较快、汇算清缴2010年企业所得税入库较多等因素带动，全国财政收入增长29.6%；三季度受经济增速趋缓、但物价处于年内高位等因素影响，全国财政收入增长25.9%；四季度受经济增长放缓、个人所得税改革、物价高位回落以及汽车和房地产成交量下降等因素影响，全国财政收入增长10%。在高企通胀逐渐侵蚀居民实际购买力的背景下，财政政策惠及民生的力度不断加大。2011年全年住房保障、交通运输以及医疗卫生支出增长较快，分别达到60.8%、36.1%和32.5%。

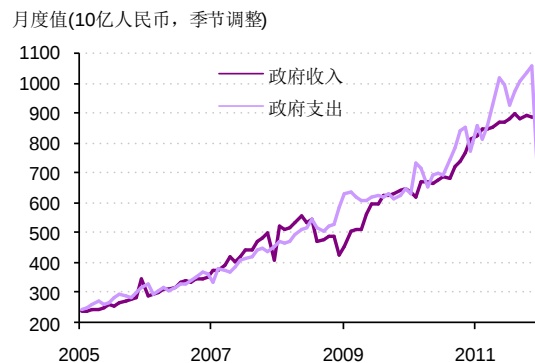
前景展望：从去年底全国财政工作会议精神来看，减税和基建将成今年财政工作的关键词。预计今年预算赤字可能低于去年，但这是预算赤字的角度来看。看实际实现的赤字规模，2012年赤字水平应该会高于2011年。这意味着2012年财政有望走向实质性的“积极”。特别是，财政资金将在继续推进保障房建设、加强基础实施建设、大力发展农田水利以及积极培育战略性新兴产业上发挥引导和撬动作用。

图 44. 财政收入与支出增长



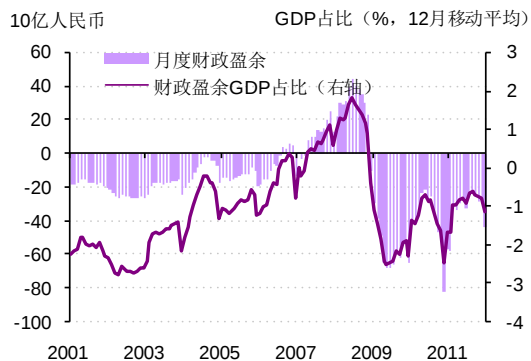
数据来源：CEIC

图 45. 财政收入与支出



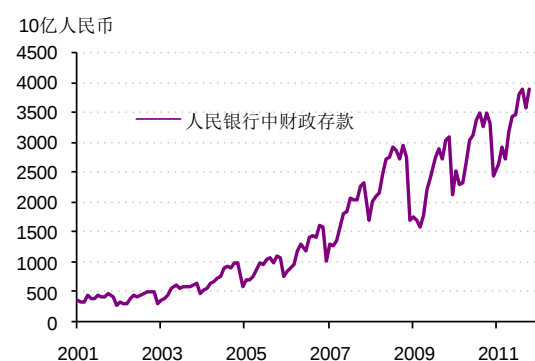
数据来源：CEIC

图 46. 财政收支平衡情况



数据来源：CEIC

图 47. 财政存款



数据来源：CEIC

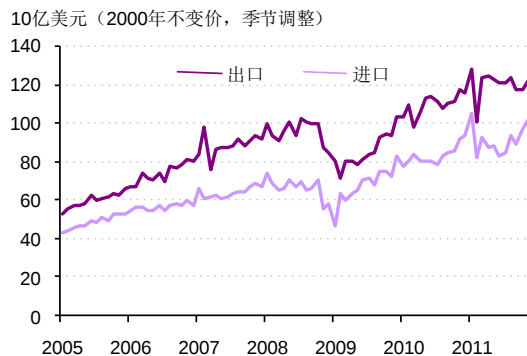
对外贸易

本月新动态: 2011年12月出口同比增速13.4%，增速较11月放缓0.4个百分点；进口同比增速11.8%，较11月回落超过10个百分点。经季节调整后，12月出口月环比增速转负，此前连续两个月小幅正增长态势未能延续。进口月环比增速下跌接近7个百分点至3.7%。12月贸易顺差165亿美元。

近几月走势述评: 季调后出口月环比增速由正转负，显示持续动荡的外围经济仍是我国出口的一个拖累。季调后进口月环比增速大幅下跌，近期进口价格的明显走低是一个主要原因，不宜理解成是我国内需已全面走弱的一个信号。事实上，从去年4季度GDP和12月规模以上工业增加值环比增速均有所加快来看，在前期信贷放松刺激下我国内需疲弱不振状况已经有所改观。

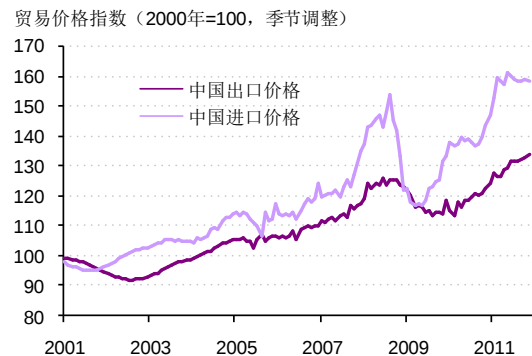
前景展望: 由于西方发达经济体复苏进程缓慢而曲折，未来我国出口增速还会继续放缓。但出口出现断崖式滑坡的可能性不大，对我国经济增长的拖累效应也不会太过严重。目前，经济环比增速已经加快，加之预调微调政策对经济增长的助推效应逐步显现，这些会令未来数月的进口增速不致下滑太多。

图 48. 实际外贸增长



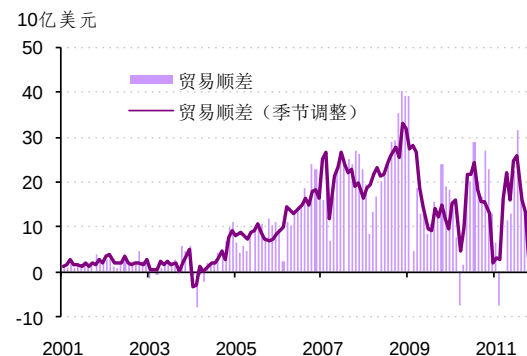
数据来源：CEIC

图 49. 外贸价格



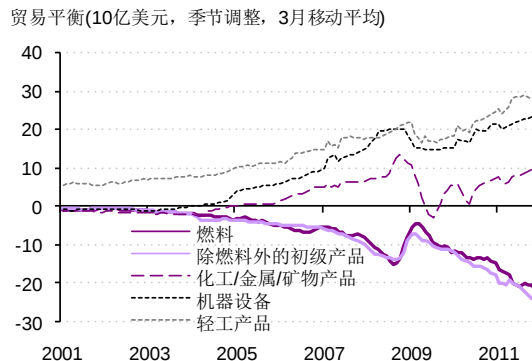
数据来源：CEIC

图 50. 贸易顺差



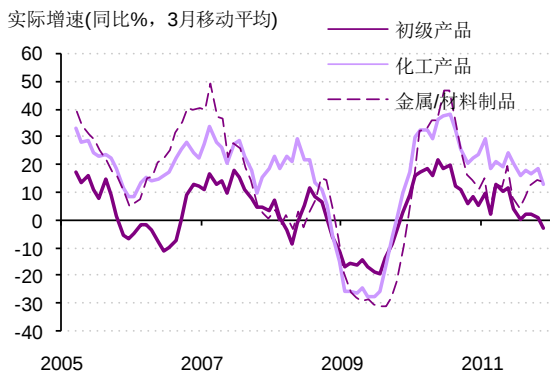
数据来源：CEIC

图 51. 分类贸易顺差



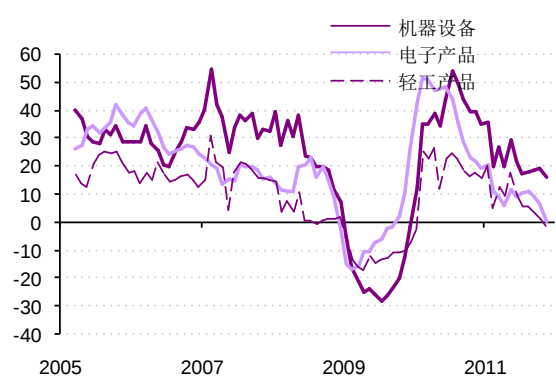
数据来源：CEIC

图 52. 分类别出口实际增速 (I)



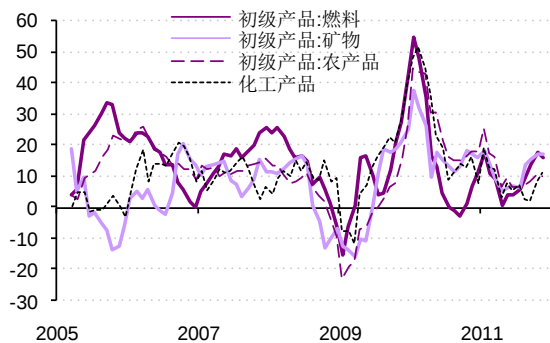
数据来源：CEIC

图 53. 分类别出口实际增速 (II)



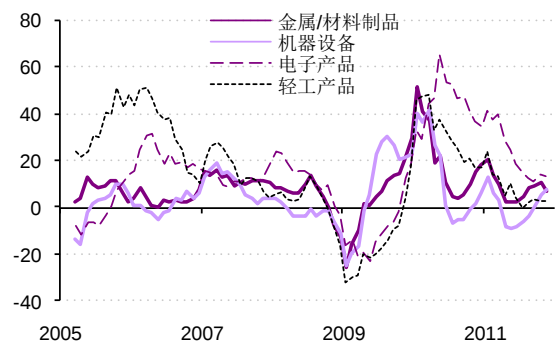
数据来源：CEIC

图 54. 分类别进口实际增速 (I)



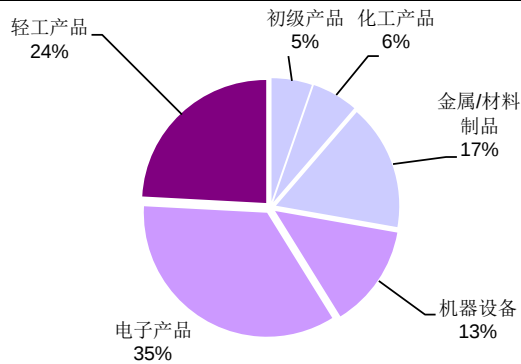
数据来源：CEIC

图 55. 分类别进口实际增速 (II)



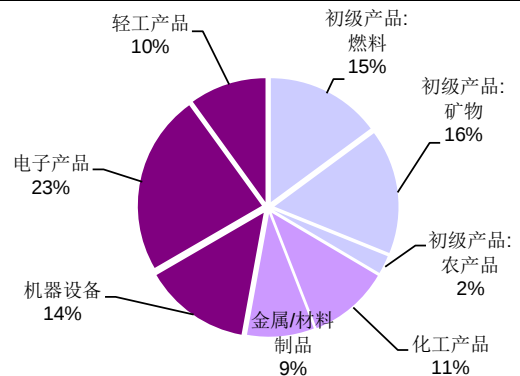
数据来源：CEIC

图 56. 中国出口构成



数据来源：CEIC

图 57. 中国进口构成



数据来源：CEIC

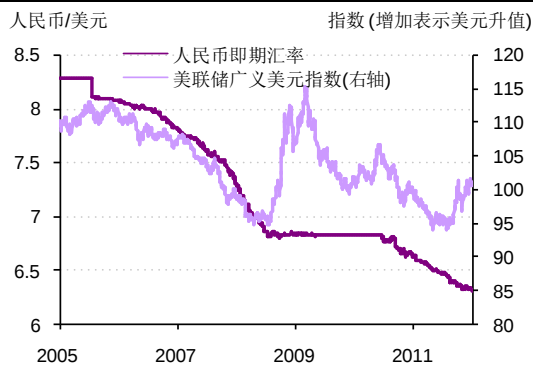
汇率

本月新动态: 2011 年人民币对美元汇率升值 5.11%。目前人民币对美元即期汇价维持在 1 美元对 6.3 元人民币左右。2012 年元旦过后，NDF 市场人民币对美元已经由贬值预期转为升值预期。

近几月走势述评: 人民币汇率预期与资本流动之间的关系引人关注。去年最后三月，外汇占款连续三月负增长，短期资本流出导致 NDF 市场上人民币对美元贬值预期渐趋浓厚。不过，春节前人民币升值预期再起。我们推测这可能是短期资本流出减弱，甚至开始重新流入国内的一个征兆。资本流动规模或方向的变化，既与目前国际金融市场动荡程度趋弱，资本避险动机亦有所减弱有关，也与中国经济增速相对较高，中长期内人民币仍存升值压力有关。

前景展望: 人民币汇率从来就不是一个纯粹的经济问题，中美政府在政治上的讨价还价可以说是一道永恒的风景。抛开人民币均衡实际汇率究竟位于何处的争论，人民币汇率已逐渐趋近均衡水平却是一个不争的事实。当前，人民币快速升值会极大损害我国劳动密集型产品出口竞争力的担忧仍挥之不去。因此，人民币对美元仍将延续目前小幅渐进升值的态势，短期内汇率双向波动的区间甚至会有所扩大。预计 2012 年人民币对美元升值幅度会略低于 2011 年。

图 58. 即期汇率（人民币/美元）



数据来源：CEIC

图 59. 人民币有效汇率



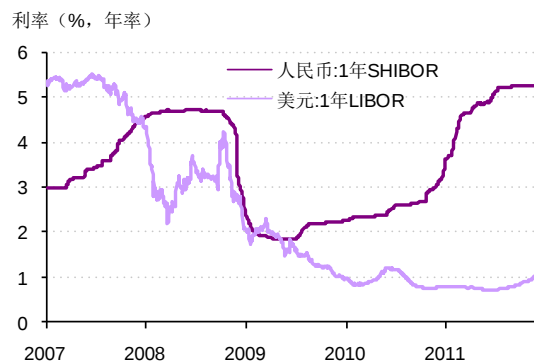
数据来源：CEIC

图 60. 人民币兑美元外汇掉期隐含升值率



数据来源：CEIC

图 61. 中美货币市场利率



数据来源：CEIC

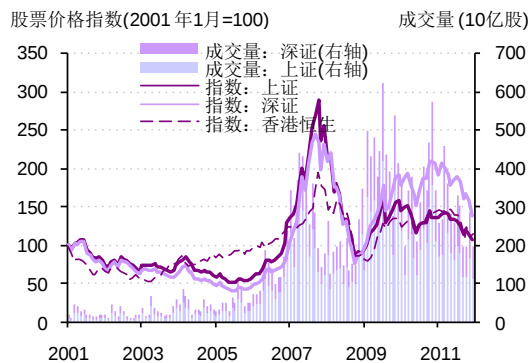
股票市场

本月新动态： 2011年12月上证综指下跌6%，跌幅与上月大致相当。信息技术和必需消费行业领跌。

近几月走势述评： 2011年10月24-25日，温总理在天津滨海新区调研时指出，要“适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长。”温总理此番表态明确释放出了政策松动的信号，10月最后一周信贷井喷也极大地助推了市场信心，由此我们看到10月难能可贵的一拨上涨行情。但进入11月后，欧债危机波澜起伏，国内经济持续放缓，政策放松力度和节奏不及市场预期，临近年末资金面紧张状况加剧，在这些因素的叠加影响之下，11月和12月股市大幅下挫。今年1月初召开的第四次全国金融工作会议，以及随后一系列宏观经济数据好于市场预期，曾极大地提振了市场情绪，但截至春节前股市仍然乏善可陈。

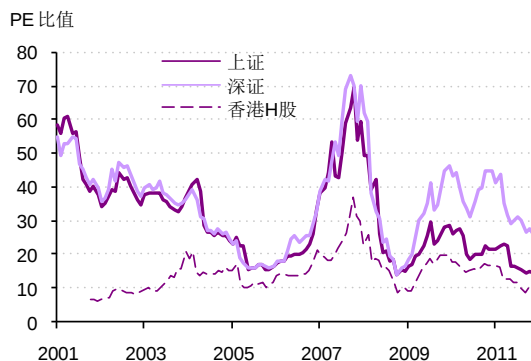
前景展望： 今年政策最有可能的发力点仍是信贷和基建：一方面通过更多投放信贷来缓解实体经济资金面的紧张，另一方面通过加快基建投资来保持投资的平稳增长。目前，随着微调预调的持续推进，通胀平稳回落，经济企稳回升。只要没有新的不确定性产生（例如房地产投资加速下滑、通胀反弹担忧再起、政策维持“空窗期”过久等），近期市场应有不错的机会。

图 62. 股票价格与成交量



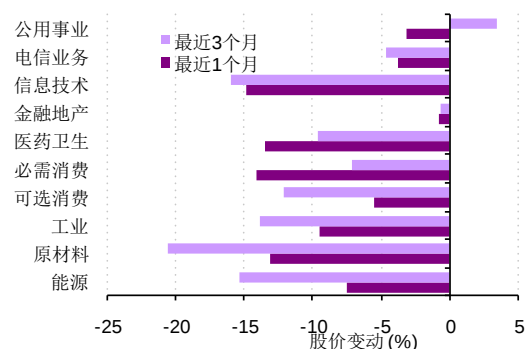
数据来源：CEIC

图 64. PE 比值



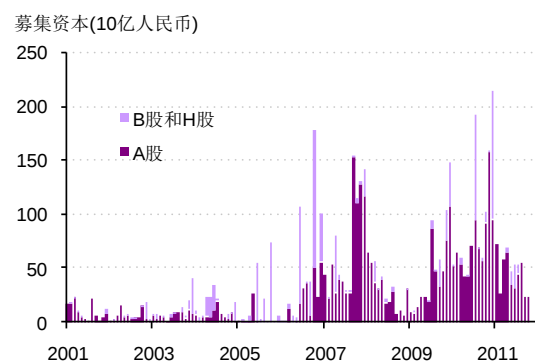
数据来源：CEIC

图 63. 各行业股价变动



数据来源：CEIC

图 65. 股市募集资金



数据来源：CEIC

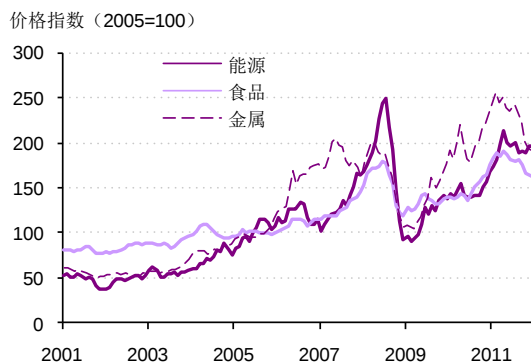
大宗商品

本月新动态：2011年12月，国际能源、食品和金属价格全面走低。能源价格走低令中国进口价格在同月下行，这是去年12月我国进口增速明显下滑的主要原因之一。

近几月走势述评：2009年，各国竞相释放流动性，加之各国经济复苏带来的需求增加，大宗商品价格迎来了一波上涨，直至2010年上半年涨幅才有所回落。2010年下半年美国实行第二轮量化宽松政策，在世界经济复苏与流动性充裕的双重影响下，大宗商品价格开始新一轮上涨，原油、汽油等能源价格尤甚。2011年4月末美联储明确宣称QE2在今年6月结束之后，大宗商品价格已现阶段性高点。不过，近期伊朗形势的扑朔迷离，给大宗商品价格（特别是石油价格）平添新的变数。

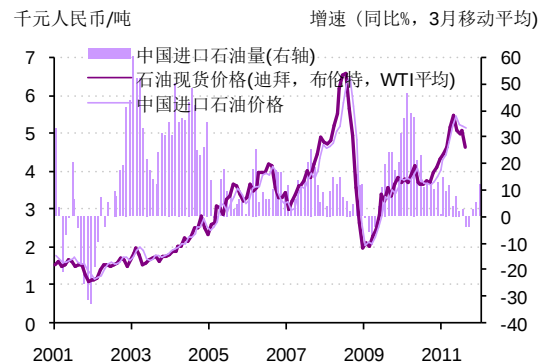
前景展望：今年国际经济增长前景不容乐观，欧洲会在财政紧缩和信贷紧缩的双重压力下陷入温和衰退。而近期美国经济增长稳健，令美联储推出QE3的概率降低，在最近一次的联储议息上只是重申将超低利率保持更长时间。我们认为，从实体经济和资金面来看，近期大宗商品价格不存在大幅上涨的空间。但地缘政治的紧张局势（伊朗）可能加剧大宗商品价格的波动。

图 66. 商品价格指数



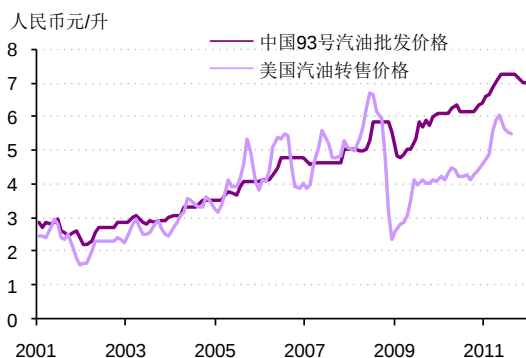
数据来源：IMF, CEIC

图 67. 原油价格



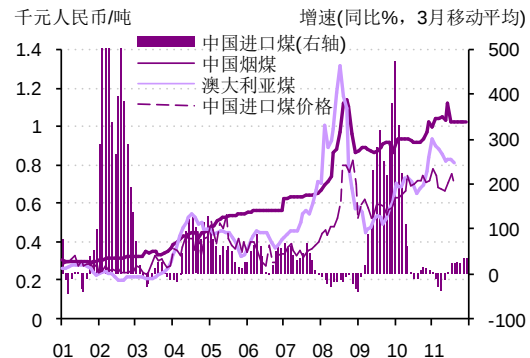
数据来源：IMF, CEIC

图 68. 汽油价格



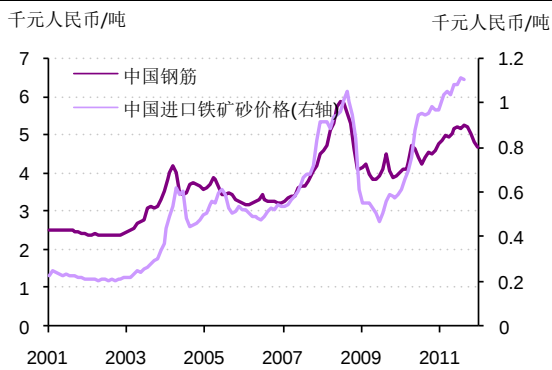
数据来源：IMF, CEIC

图 69. 煤价



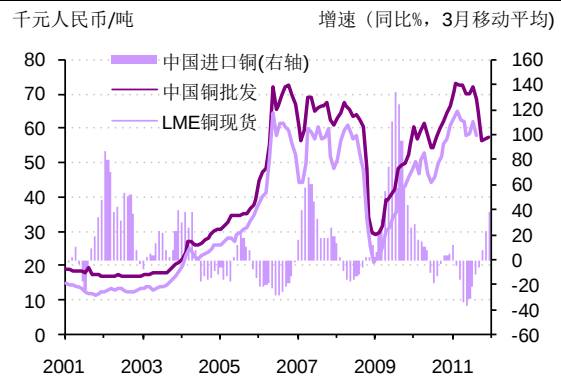
数据来源：IMF, CEIC

图 70. 钢价



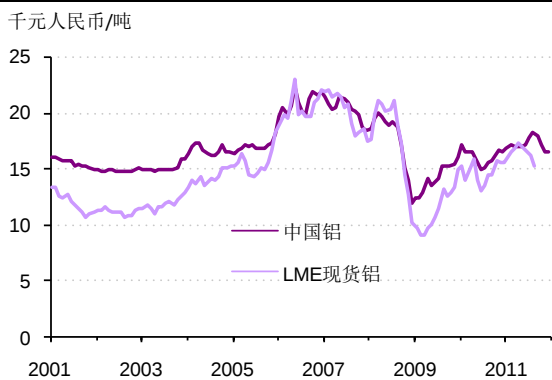
数据来源：IMF, CEIC

图 71. 铜价



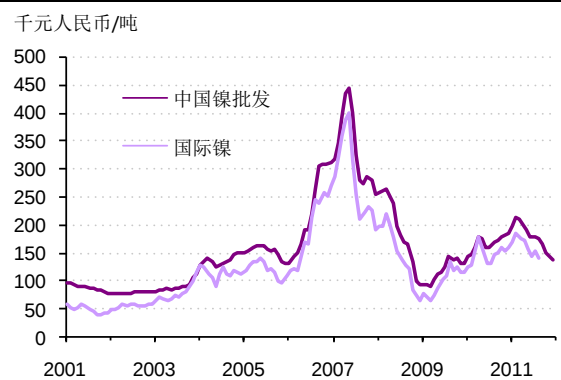
数据来源：IMF, CEIC

图 72. 铝价



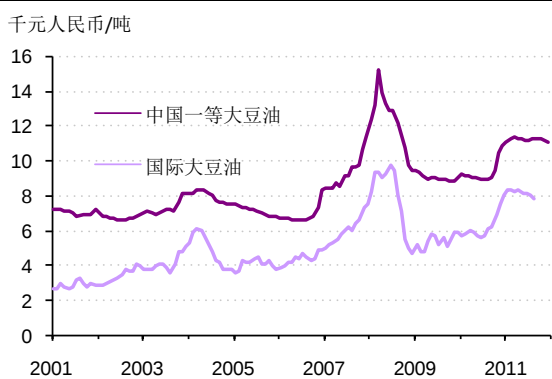
数据来源：IMF, CEIC

图 73. 镍价



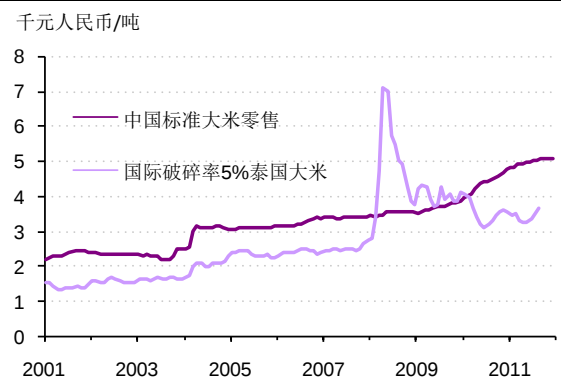
数据来源：IMF, CEIC

图 74. 大豆油价格



数据来源：IMF, CEIC

图 75. 米价



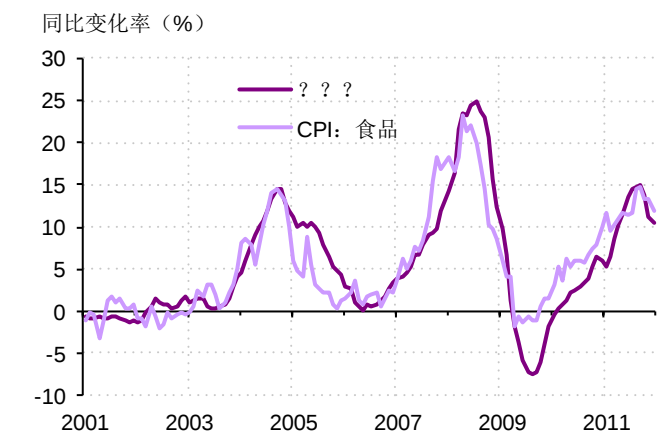
数据来源：IMF, CEIC

每月猜图

按惯例，这里是我们的猜图环节。为了降低难度，我们将之前的两幅图改成一幅，请大家试着猜一猜我们列出的是什么数据。请读者将答案发送到 gaoxu@ebcn.com。我们将在下月月报中公布前 3 位给出正确答案的人（以我们收到的邮件为准），并向他们赠送精美小礼品。

图 76 提示：这幅图中的深色线显示的是我国的一个价格指数。从图中可以看出，这一价格指数与 CPI 中食品价格的变化高度同步，亦步亦趋。2011 年 12 月，这一指数的同比变化率是 10.4%。

图 76. ???



数据来源：光大证券

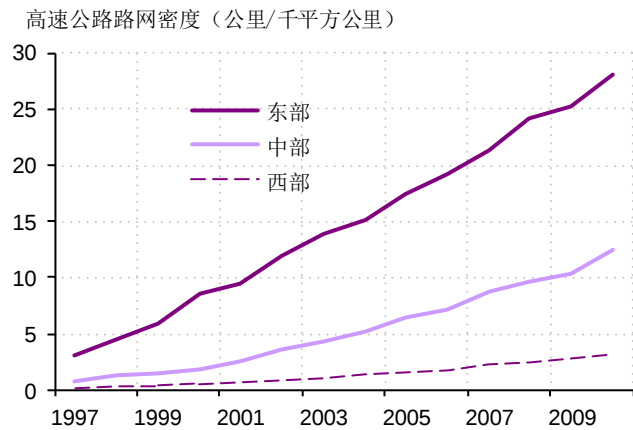
上期猜图答案

图 78: 图中所示的数据是我国东部、中部、和西部的高速公路路网密度。区域之间巨大的差异令人吃惊。我国地区间基础设施的巨大差异可见一斑。当然，中部和西部的基础设施水平没有必要完全向东部看齐。但如此之大的差异显然也不利于区域间的协调发展和人民的共同富裕。因此，我国的基础设施投资不仅大有空间，也大有必要。

图 79: 图中实线所示的是北京过去 10 多年的房地产完工面积。在这段时间里，北京的房地产完工量走出了个清晰的倒 V 型。年完工面积从 2005 年峰值时的接近 3000 万平方米，已下降到目前的不足 1500 万平方米。短短数年间，新房的供应已减半都不止。至少以我个人的经验，对北京房地产的需求在过去几年并没有减半。面对如此不平衡的供需状况，房价自 2005 年开始快速上涨也就是情理之中的事情了。

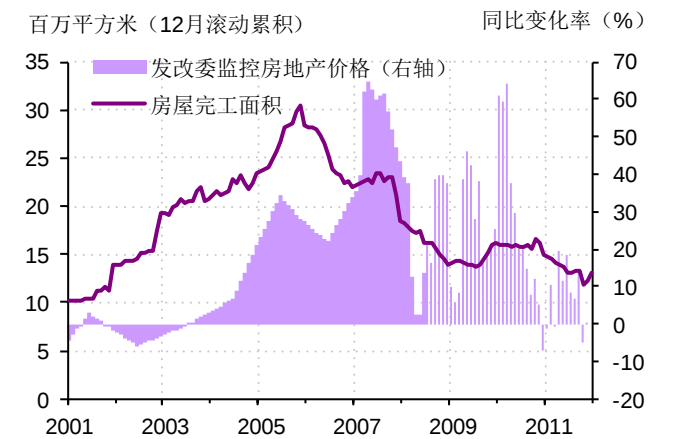
上期仅潘更一人正确猜出答案。这次的这两幅图看起来具有相当的难度。仅有社保基金理事会的潘更一人给出了正确答案。我们祝贺潘更获得本期“宏观数据达人”称号，并将送上精美礼品以作纪念。

图 77. 高速公路路网密度



数据来源: CEIC

图 78. 北京房屋完工面积 vs. 房价



数据来源: CEIC

数据表格

表格 1. 中国月度宏观数据

		11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10	11-11	11-12
工业生产											
工业增加值（真实增长）	同比%	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8
工业销售	10亿人民币	6700	6682	6941	7685	7023	7158	7588	7348	7555	8123
（真实增速）	同比%	15.5	13.2	13.6	16.1	15.5	14.3	14.1	13.7	13.4	12.9
发电量	同比%	13.7	10.5	10.9	14.5	12.6	9.1	10.7	9.4	7.5	9.8
运输	同比%	14.9	15.0	16.3	16.8	15.2	14.0	18.8	15.2	13.1	...
投资											
固定资产投资	10亿人民币	2099	2137	2612	3841	2716	2593	3092	2709	2806	3655
（真实增速）	同比%	17.4	18.3	18.8	17.3	16.5	14.6	15.9	17.0	14.2	12.6
消费											
社会消费品零售	10亿人民币	1359	1365	1470	1457	1441	1471	1587	1655	1613	1774
（真实增速）	同比%	12.8	12.4	12.0	11.9	11.1	11.0	11.7	11.9	13.3	14.3
通胀											
CPI	同比%	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1
核心CPI	同比%	2.3	2.3	2.4	2.5	2.4	2.5	2.4	2.3	1.9	1.6
PPI	同比%	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.7
货币											
M2	10亿人民币	75813	75738	76341	78082	77292	78085	78741	81683	82549	85159
M1	10亿人民币	26383	26406	26649	27198	26848	27171	26540	27464	27958	28755
M0	10亿人民币	4486	4550	4462	4449	4520	4579	4716	4659	4734	5077
人民币贷款	10亿人民币	49474	50217	50769	51403	51894	52443	52912	53499	54062	54794
人民币存款	10亿人民币	75284	75626	76734	78643	77973	78680	79410	79188	79511	80937
M2（增长）	同比%	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.6	13.0	12.9	12.7	13.6
M1（增长）	同比%	15.0	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2	8.9	8.4	7.8	7.9
M0（增长）	同比%	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9	12.0	13.8
人民币贷款（增长）	同比%	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8	15.6	15.8
人民币存款（增长）	同比%	18.0	16.4	16.1	16.7	15.4	14.6	13.3	12.7	12.2	12.7
储备货币	10亿人民币，季调	19062	19510	20073	20439	20646	21191	21615	21957	...	...
（增长，存款准备金率调整）	同比%	11.4	11.8	13.4	10.0	9.6	11.0	10.4	7.7	...	...
存款准备金率（大银行）	%	20.0	20.5	21.0	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.0
超额准备金率	%	1.5	0.8	0.8	0.8	1.4	1.4	1.4	...	...	...
贷款利率：1年期	%，折年率	6.06	6.31	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款利率：1年期	%，折年率	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
银行间拆借利率：7天	%，折年率	2.42	3.01	3.72	5.95	5.20	3.83	4.06	3.92	3.78	3.94
10年期国债回报率	%，折年率	3.98	3.95	3.91	3.99	4.10	4.13	3.85	3.82	3.68	3.48
央票利率：3月	%，折年率	2.76	2.92	2.92	2.98	3.08	3.12	3.16	3.16	3.16	3.16
财政											
财政收入	10亿人民币	763	1008	1061	1006	986	755	738	919	646	643
（增长）	同比%	26.7	27.2	34.0	27.6	26.7	34.3	17.3	16.9	10.6	1.1
财政支出	10亿人民币	757	730	827	1081	695	808	1002	808	1140	1997
（增长）	同比%	27.8	31.0	42.9	33.1	19.6	25.9	18.3	24.5	7.5	9.3
财政盈余	10亿人民币	6	278	234	-75	291	-53	-264	111	-494	-1354
外部											
出口	10亿美元	1826	1868	1886	1944	2102	2080	2036	1890	2094	2097
（真实增速）	同比%	26.4	17.1	9.1	6.3	9.2	14.0	6.9	5.8	3.9	...
进口	10亿美元	1825	1731	1729	1676	1724	1867	1862	1685	1919	1898
（真实增速）	同比%	10.2	7.9	10.1	3.1	6.9	12.6	5.3	13.3	10.5	6.8
贸易顺差	10亿美元	2	137	157	267	378	213	174	204	174	198
外汇储备	10亿美元	3045	3146	3166	3197	3245	3262	3202	3274	3221	3181
利用外资（年初至今累计）	10亿美元	30	39	48	61	69	78	87	95	104	116
人民币兑美元汇率	人民币/美元	6.566	6.529	6.499	6.478	6.461	6.409	6.383	6.357	6.341	6.328
货币互换隐含升值率：3月	%	0.6	0.9	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	-0.1	0.2
货币互换隐含升值率：1年	%	1.7	2.1	1.6	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.1	-0.2
名义有效汇率（NEER）	指数 2010年=100	99.6	98.9	100.1	99.3	99.7	102.1	106.2	107.4	106.6	108.0
实际有效汇率（REER）	指数 2010年=100	98.6	97.9	98.1	98.2	98.1	98.7	101.5	102.7	103.5	104.8
金融市场											
上证综指	指数	2928	2912	2743	2762	2702	2567	2359	2468	2333	2199
上交所成交量	10亿人民币	3703	2737	2049	1854	2306	1919	1213	1118	1633	1029
上交所PE	倍数	22.8	22.7	16.3	16.5	16.1	15.4	14.2	15.0	14.2	13.4
资本市场融资额	10亿人民币	84.2	85.2	51.9	78.6	64.4	78.8	41.8	40.0	...	...

数据来源：CEIC

表格 2. 中国年度及季度宏观数据

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
实体经济（除非特别指明，数据均为真实增长率）														
生产法GDP														
生产法GDP（自年初累计，现价值）	10亿人民币	18494	21631	26581	30067	34090	40151	47156	27217	40151	9698	20578	32069	47156
生产法GDP	同比%	11.3	12.7	14.2	9.0	9.2	10.4	9.2	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9
第一产业	同比%	5.2	5.0	3.7	5.5	4.2	4.3	4.5	4.4	4.8	3.5	3.0	4.4	5.7
第二产业	同比%	12.1	13.4	15.1	9.3	9.9	12.3	10.6	11.5	11.2	11.1	10.8	10.7	10.0
工业	同比%	11.6	12.9	14.9	9.9	8.7	12.2	...	...	...	...	...	...	...
建筑业	同比%	16.0	17.2	16.2	9.5	18.6	13.7	...	...	...	...	...	...	...
第三产业	同比%	12.2	14.1	16.0	9.5	9.6	9.8	8.9	9.2	10.4	9.1	9.3	8.7	8.7
支出法GDP														
支出法GDP（现价值）	10亿人民币	18713	22224	26583	31490	34632	39431	...	...	...	...	...	...	...
国内需求	同比%	8.6	12.0	9.6	11.2	14.7	7.1	...	...	...	...	...	...	...
消费	同比%	8.9	9.6	8.5	7.5	10.2	5.0	...	...	...	...	...	...	...
私人消费	同比%	7.2	8.9	8.2	7.3	10.2	3.1	...	...	...	...	...	...	...
政府消费	同比%	13.7	11.4	9.3	7.9	10.1	10.0	...	...	...	...	...	...	...
固定资产投资	同比%	8.3	15.0	10.9	15.7	19.6	9.3	...	...	...	...	...	...	...
净出口（对GDP增长的贡献）	%	2.8	2.6	1.7	0.2	-3.1	0.1	...	...	...	...	...	...	...
出口	同比%	25.0	24.0	20.2	8.5	-10.3	29.5	...	...	...	...	...	...	...
进口	同比%	13.8	16.8	13.4	3.8	3.3	24.4	...	...	...	...	...	...	...
工业企业利润														
工业企业利润（名义增长，自年初累计）	同比%	24.1	31.8	38.8	4.9	7.6	50.0	20.1	55.3	50.0	32.6	24.7	24.1	20.1
利润率	%	5.96	6.22	6.47	5.48	5.46	6.22	6.14	6.03	6.22	6.03	6.17	6.07	6.14
劳动力市场														
城市登记失业率（%）	%	4.2	4.1	4.0	4.2	4.3	4.1	...	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
城市工资增长	同比%	12.3	12.9	13.1	10.4	12.4	9.7	...	...	...	...	...	...	...
城市居民可支配收入	同比%	9.6	10.4	12.2	8.4	9.8	7.8	8.4	7.5	8.8	7.1	8.1	8.4	10.3
城市居民消费支出	同比%	8.9	7.9	10.0	6.5	10.1	6.4	6.9	4.7	6.5	5.5	6.2	8.5	7.4
农村居民现金收入	同比%	18.5	8.2	9.4	8.6	9.6	9.1	...	9.8	7.5	14.2	13.1	13.4	...
农村居民现金支出	同比%	21.9	8.6	9.4	8.9	8.6	6.9	...	4.3	8.2	...	...	...	...
通胀														
GDP缩减指数（自年初累计）	同比%	3.9	3.8	7.6	7.8	-0.6	6.7	7.6	...	...	...	...	...	...
CPI（期内平均）	同比%	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.5	4.7	5.1	5.7	6.3	4.6
PPI（期内平均）	同比%	4.9	3.0	3.1	6.9	-5.4	5.5	6.0	4.5	5.7	7.1	6.9	7.1	3.1
外部														
国际收支														
国际收支差额	10亿美元	251	285	461	480	398	472	...	...	...	...	...	...	...
经常账户	10亿美元	134	233	354	412	261	305	...	...	...	...	...	...	...
出口	10亿美元	762	969	1220	1431	1202	1578	1899	...	...	...	...	...	...
进口	10亿美元	660	791	956	1133	1006	1396	1743	...	...	...	...	...	...
资本与金融账户	10亿美元	101	53	95	46	181	226	...	...	...	...	...	...	...
误差与遗漏	10亿美元	16	-1	12	21	-44	-60	...	...	...	...	...	...	...
经常账户（GDP占比）	GDP占比%	5.9	8.6	10.1	9.1	5.2	5.1	...	...	...	...	...	...	...
国际收支差额（GDP占比）	GDP占比%	11.1	10.5	13.2	10.6	8.0	8.0	...	...	...	...	...	...	...
国际投资头寸														
净资产	10亿美元	408	640	1188	1494	1511	1791	...	...	...	...	...	...	...
资产	10亿美元	1223	1691	2416	2957	3457	4126	...	...	...	...	...	...	...
负债	10亿美元	816	1050	1228	1463	1946	2335	...	...	...	...	...	...	...
汇率														
美元兑人民币即期汇率（期末值）	人民币/美元	8.076	7.824	7.368	6.842	6.828	6.652	6.328	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率（NEER，期末值）	指数	90.8	89.2	90.4	103.6	97.8	99.9	104.8	99.9	99.9	98.6	98.2	101.5	104.8
实际有效汇率（REER，期末值）	指数	87.9	86.9	90.8	103.0	97.5	101.7	108.0	101.5	101.7	99.6	99.3	106.2	108.0
货币与金融（期末值）														
M2增长	同比%	16.3	17.0	16.7	17.8	28.4	18.9	17.3	19.0	19.7	16.6	15.9	13.0	13.6
M1增长	同比%	11.8	17.5	21.0	9.0	33.2	20.4	8.7	20.9	21.2	15.0	13.1	8.9	7.9
信贷增长	同比%	9.3	15.7	16.1	15.9	31.7	19.9	14.3	18.5	19.9	17.9	16.9	15.9	15.8
存款准备金率	%	7.5	9.0	14.5	15.0	15.0	18.0	20.5	17.0	18.5	20.0	21.5	21.5	21.0
1年期贷款利率	%	5.6	6.1	7.5	5.3	5.3	5.8	6.6	5.3	5.8	6.1	6.3	6.6	6.6
1年期存款利率	%	2.3	2.5	4.1	2.3	2.3	2.8	3.5	2.3	2.8	3.0	3.3	3.5	3.5
上证指数	指数	1161	2675	5262	1821	3277.1	2808.1	2199.4	2656	2808	2928	2762	2359	2199
PE值（上海证券交易所）	倍数	16.3	33.3	59.2	14.8	28.7	21.6	13.4	20.0	21.6	22.8	16.5	14.2	13.4
公共财政														
政府收入增长	同比%	20	22	32	20	12	21	25	...	...	...	...	...	...
政府支出增长	同比%	19	19	23	26	22	18	21	...	...	...	...	...	...
财政盈余	10亿人民币	-228	-216	51	-236	-950	-677	-519	...	...	...	...	...	...
（GDP占比）	GDP占比%	-1.2	-1.0	0.2	-0.8	-2.8	-1.7	-1.1	...	...	...	...	...	...
备注项														
GDP（美元计价）	10亿美元	2290.0	2764.8	3607.8	4394.2	4992.8	6036.4	7451.9	...	...	...	...	...	...
人均GDP（美元计价）	美元	1732	2070	2652	3414	3749	4430	...	...	...	...	...	...	...
外汇储备（期末值）	10亿美元	819	1066	1528	1946	2399	2847	3181	2648	2847	3045	3197	3202	3181

数据来源：CEIC

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。

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

上海市新闻路 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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
企业客户	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebcn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebcn.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。