

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

宏观经济周报

2013 年 2 月 25 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**分析员, SAC 执业证书编号: S0080512100003
lintun@cicc.com.cn**赵扬**联系人, SAC 执业证书编号: S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

第 227 期

货币宽松的纠结增大

国内：流动性改善，推动总需求扩张

1 月货币增速和融资总量大幅反弹，显示总需求增长较快。个人贷款显示住房按揭和居民消费的扩张较快；企业中长期贷款和非信贷融资体现固定资产投资的需求较旺。企业存款的反季节上升，则反映了需求回暖带来的企业经营收入的改善。

银行间市场利率、企业贷款利率和民间融资利率都环比下降，显示流动性供给相对于需求改善。货币供给的扩张暗示 1 月的外汇占款可能较多，但总体上还是反映了政策中性偏松的取向。但是，贷款利率和民间融资利率显示资金成本的绝对水平仍然比长期均值的经济增速高。

CPI 通胀步入上升通道，但总体上仍较温和，不足以带来货币政策短期内紧缩的压力。同时，总需求的较强回升和流动性的相对宽松降低了进一步放松的可能。加上房地产市场调控的需要以及外国货币宽松的持续，预计货币政策从中性偏松向中性转变的可能性有所增加。

国际：全球“货币纠纷”深化

上周全球金融市场对美国 and 英国央行的两个议息会议纪要反应强烈。对于市场担心的 QE3 提早结束的问题，我们认为不必过于担心。总体上，我们认为发达国家极度宽松的货币政策仍将维持一段时间，未来货币政策收紧的风险很小。近期英镑的下挫主要是受英国脆弱经济增长和欧债危机风险下降的影响，即不论是否扩大 QE 的规模，弱势英镑都将持续一段时间。

与英美的量化宽松一样，日本极度宽松的货币政策也同样搅动了全球金融市场。有投资者担心，如果亚洲新兴市场国家也陆续推出极度宽松的货币政策，追随日元贬值，这是否会引发所谓的“货币战争”。

我们认为，亚洲新兴市场不会出现大规模的“货币战争”，但接下来以资本账户管制、政策难紧的“货币纠纷”会在部分亚洲经济体出现，尤其是受日元贬值影响较大的韩国、台湾和新加坡。

近期中金宏观研究报告一览

1 月 18 日：经济增长见底回升、结构改善——2012 年和 4 季度国民经济数据点评
 1 月 21 日：中国经济软着陆（#224 期周报）
 1 月 28 日：促进人口均衡发展迫在眉睫（#225 期周报）
 2 月 4 日：看不见的城市，看不见和看得见的手
 2 月 18 日：日元贬值对中国经济影响有限（#226 期周报）

本周主要经济数据及事件公布预告

国内

2 月 25 日（星期一）：汇丰 PMI 预览指数
 3 月 1 日（星期五）：官方制造业 PMI 数据

海外

2 月 25 日（星期一）：新加坡 1 月 CPI
 2 月 26 日（星期二）：美国 12 月 Case-Shiller 房价指数和 FHFA 房价指数，1 月新屋销售数据，2 月咨商局消费者信心指数
 2 月 27 日（星期三）：美国 1 月耐用品订单和待交成屋数据，英国 4 季度 GDP，香港 4 季度 GDP
 2 月 28 日（星期四）：美国 4 季度 GDP 第二次估计值，德国 2 月 CPI，印度 4 季度 GDP

目录

国内：流动性改善，推动总需求扩张.....	3
全球“货币纠纷”深化	8
宏观数据评论和前瞻	13

图表

图表 1: 1 月份 M2 增速快	3
图表 2: 企业存款反季节上升	3
图表 3: 券商受托资产大幅扩张	4
图表 4: 居民贷款显著增长	4
图表 5: 人民币即期汇率处于强边	5
图表 6: 银行间资金利率回归历史均值，且波幅收窄	5
图表 7: 债券融资成本环比回落，但绝对水平不低	5
图表 8: 温州民间利率创新低	5
图表 9: 经济增长领先 CPI	6
图表 10: CPI 与 GDP 的线性关系	6
图表 11: 猪存栏量处在高位	7
图表 12: 粮食产量充足	7
图表 13: 美国高收益债券总回报率指数（2008 年=100）	9
图表 14: 美国高收益债券发行量（十亿美元）	9
图表 15: 英镑汇率（2009 年 3 月 2 日=100）	10
图表 16: 其他投资净流入量（2009 年 4 季度以来累计值，十亿英镑）	10
图表 17: 资金持续大量流入新兴市场股市基金	11
图表 18: 目前新兴市场的通胀压力还不大	11
图表 19: 印度和印尼经常账户持续赤字	12
图表 20: 韩国、台湾、新加坡和日本人工成本差别最小	12
图表 21: 国内主要经济指标	15
图表 22: 海外主要经济指标	16

赵扬¹

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

朱维佳

联系人，SAC 执业证书编号：
S0080111120042
zhuwj@cicc.com.cn

刘之意

分析员，SAC 执业证书编号：
S0080512120002
zhiyi.liu@cicc.com.cn

国内：流动性改善，推动总需求扩张

1 月份中国的货币增速大幅反弹，社会融资总量创纪录地达到 2.54 万亿元。货币金融数据的显著反弹，反映了当前经济中什么样的特征？如何解读当前广义流动性的状况？货币增速的回升是否会导致通胀迅速上升，从而迫使货币政策短期内出现紧缩？本期周报，我们就这些市场关心的问题提出我们的解读。

需求和供给共同推动流动性扩张

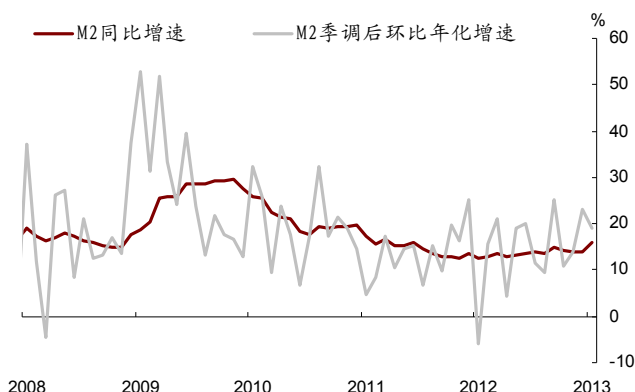
企业存款反季节的上升，推动 1 月货币供应量显著增加。M2 同比增长 15.9%，增速较过去几个月显著上升；季调后环比增速（年化）较 12 月尽管小幅回落，但仍保持在 19% 的高位（图表 1）。值得关注的是，1 月存款增加 1.11 万亿元，这是过去两年所不曾出现的。从存款的部门结构来看，今年 1 月存款的大幅扩张主要源于企业存款的反季节上升。过去两年非金融企业存款在 1 月都是大幅下降，今年在居民和财政存款上升的同时，企业存款不降反升（图表 2）。

企业存款的反季节上升主要有三方面可能的原因。首先，金融部门对非金融企业部门的融资大幅上升。1 月的社会融资总量达到创纪录的 2.54 万亿元，较去年 12 月环比多增 9 千多亿元，同比多增 1.6 万亿元。其中 1.07 万亿元的新增贷款中有近 6 千亿元流向企业部门。在社会融资总量中，未贴现的银行承兑汇票，环比大幅上升，较去年 12 月多增 3 千多亿元，较去年同期多增逾 6 千亿。在社会融资总量统计口径之外，仅就券商受托资产来看，2012 年存量规模从 2720 亿增加到 1.89 万亿元，今年 1 月再增近 3000 亿元（图表 3）。这些受托资产大部分转化为对企业融资。而所有对企业的融资，绝大部分都将转化为企业在银行的存款。因此，1 月份广义金融部门对企业融资的大幅增加，直接导致了企业存款反季节增加。

其次，融资结构显示经济复苏的态势比较平稳，需求的改善有利于企业收入和存款的增长。

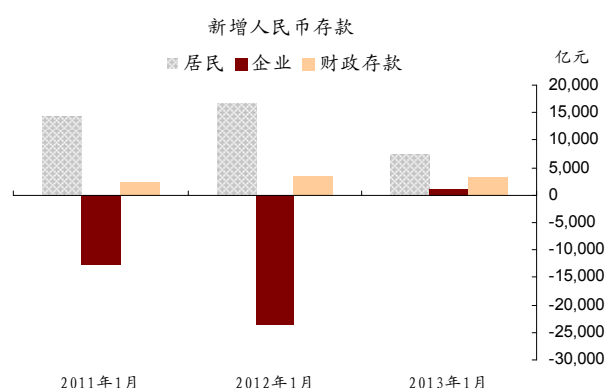
- 就企业而言，随着商品价格的回升和毛利率的扩大，库存投资和中长期投资增加了信贷需求。从新增贷款的结构中我们不难看出企业出于缓解流动性紧张目的的短期贷款比重明显下降，中长期贷款所占比重则显著上升。在社会融资总量的结构中，贴现银行承兑汇票的放量，也说明了企业信用需求的强劲。

图表 1: 1 月份 M2 增速快



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 2: 企业存款反季节上升

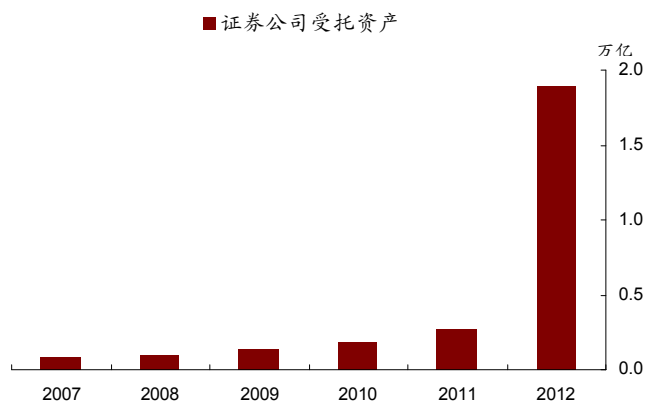


资料来源：Wind、中金公司研究部

¹ 报告贡献人：刘鑒、刘博

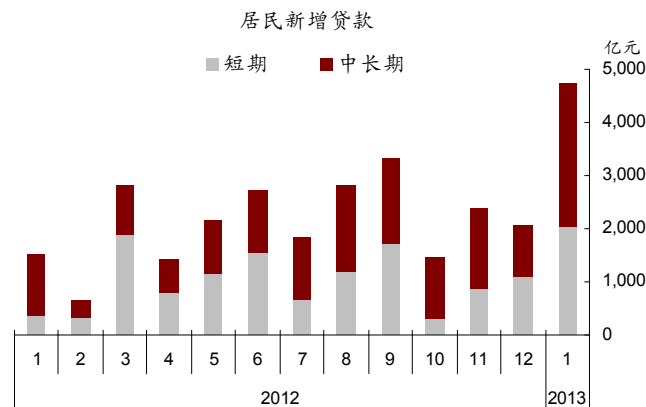
- 就居民部门而言，居民短期贷款和中长期贷款都出现了显著地增长（图表 4）。其中，中长期贷款的增长和春节前房地产销售旺盛是一致的；而短期贷款则体现为汽车等信用销售的快速扩张，也预示着社会消费品零售总额可能并不是中微观数据所表明的那么不如人意。

图表 3：券商受托资产大幅扩张



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 4：居民贷款显著增长



资料来源：Wind、中金公司研究部

第三，贸易顺差和短期资本流入的增加也是企业存款增加的一个可能原因。在货币乘数没有显著上升的情况下，信贷和广义流动性的大幅扩张通常意味着基础货币的扩张。1月央行在公开市场上净回笼 3000 亿元，财政存款上升 3000 多亿元，除非外汇占款显著回升，基础货币难以扩张。以此来看，1 月的外汇占款可能大幅上升。从 1 月贸易增速大幅反弹和国内资本市场回升来看，存在着外汇占款大幅回升的基础。1 月人民币即期汇率基本上位于央行中间价上浮 1% 的强边，意味着外汇市场上人民币处于供不应求状态（图表 5）。1 月的 FDI 流入较 12 月略有下降，因此如果有较大的资本流入，主要是短期资本流入。

综上所述，1 月信贷和货币数据的较大幅上升，体现了货币需求和货币供给的同时扩大。前者主要来自于经济中总需求回升所带来的固定资产投资、消费和住房销售等实体经济活动的扩张。后者反映货币政策总体上稳健偏宽松；虽然外汇占款带来货币被动投放，但货币总量的扩张显示了政策的容忍度。

资金价格环比改善，但绝对水平仍高

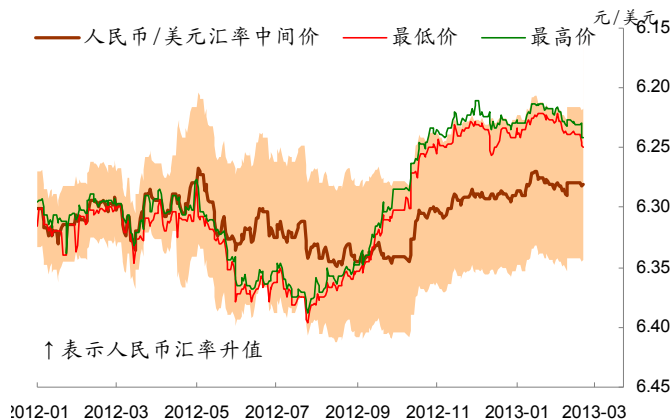
判断当前流动性的松紧水平，除了看货币总量的扩张速度，还要看资金的价格。因为总量的扩张反映了供求的同时变动，而价格走势则反映了供求变动的相对力量。

近期银行间市场利率呈现出两大特点。一是资金利率处于低位，基本在历史均值水平。二是银行间市场利率波幅明显收窄，比起以前 7 天回购利率动辄上冲至 10%，2012 年下半年以来，7 天回购利率最高不过 5%，向上波幅减半（图表 6）。而且，今年春节期间资金市场利率没有象往年那样大起大落。这与 2012 年下半年以来逆回购成为公开市场常用工具有关，显示逆回购对平滑银行间资金利率的作用显著。预计随着公开市场工具的增多（逆回购、正回购、SLO 工具的灵活使用），将有助于引导一个更为平稳的银行间资金利率水平。

银行间资金利率的平滑与下行，加之央行去年年中的两次降息，传导至银行信贷，则表现为名义贷款加权平均利率环比持续改善。2012 年 4 季度名义利率 6.78%，较 3 季度回落近 0.2 个百分点。用 PPI 消胀后的实际利率在去年 4 季度，出现了自 2011 年 2 季度以来的首次下降，从 3 季度的 10.6% 降至 9.3%。但另一方面，相对于银行间市场利率

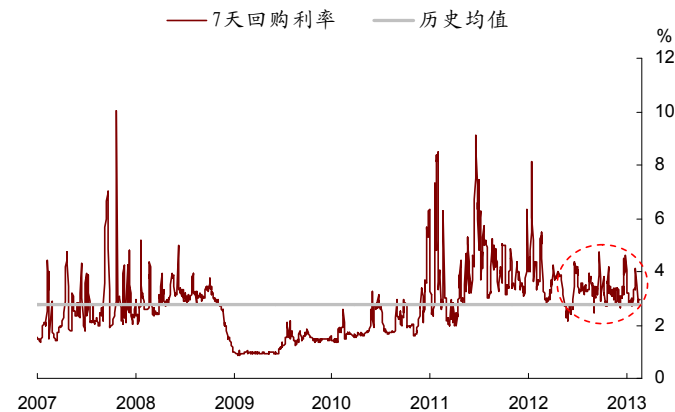
已经向均值回归，实际贷款加权平均利率仍远高于历史均值。如果考虑到当前 GDP 增速显著低于过去十年的平均水平，则 9.3% 的实际贷款利率相对于 7.9% 的 GDP 增速，仍显偏高²。

图表 5: 人民币即期汇率处于强边



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 6: 银行间资金利率回归历史均值，且波幅收窄



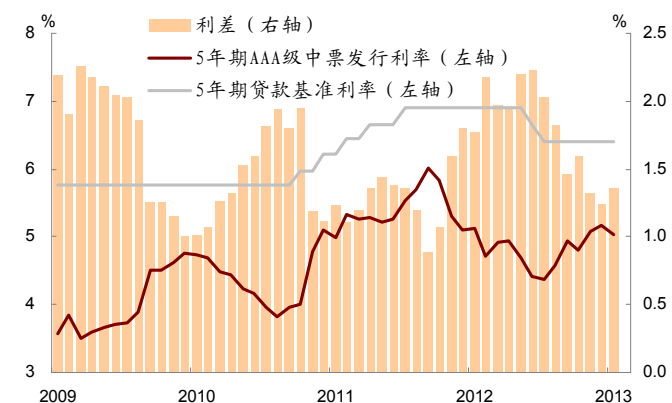
资料来源: Wind、中金公司研究部

同样，企业债券融资成本也存在这样的问题。2013 年 1 月份，5 年期 AAA 级中票平均发行利率环比回落，但仍高于历史均值，较同期基准利率的利差也显示债券融资成本依然不低（图表 7）。

除了官方利率（银行信贷、债券发行），民间利率也在环比改善。温州金融办的温州指数显示截至 2013 年 2 月中旬的民间融资综合利率为 20.66%，创去年 9 月份有数据以来的新低（图表 8）。温州利率的稳中有降受益于近期正式渠道融资成本的改善。但平均年息超过 20% 的民间资金价格，相较于当前企业的利润率（截至 2012 年前 3 季度，非金融上市公司平均利润率仅 4.3%）显得仍然偏高。

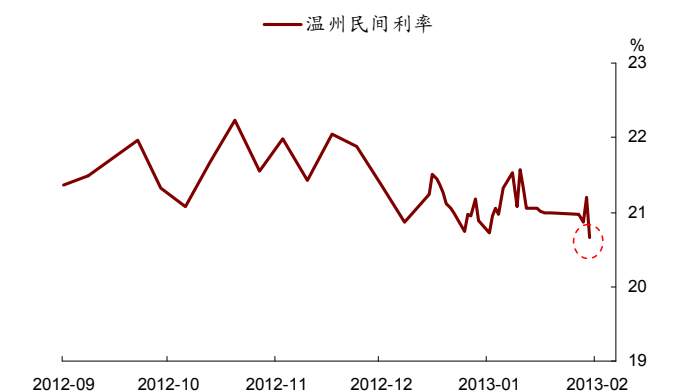
因此，从资金价格来看，虽然当前流动性的改善已经引导资金价格下行，但是企业的融资成本仍然偏高，要实现去年底中央经济工作会议所提出的“切实降低实体经济融资成本”的目标，货币政策显著紧缩的可能性不大。

图表 7: 债券融资成本环比回落，但绝对水平不低



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 8: 温州民间利率创新低



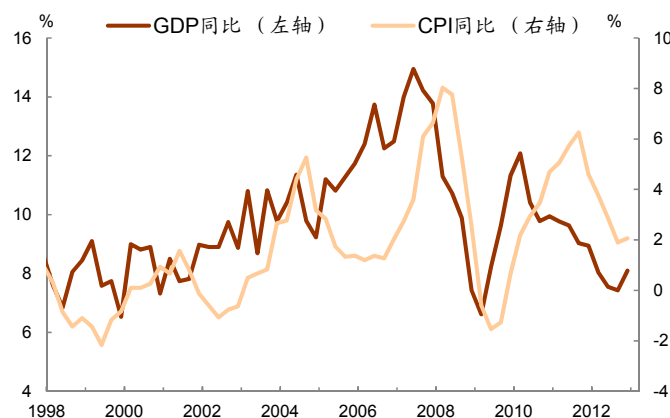
资料来源: Wind、中金公司研究部

² 真实的实际贷款利率应该是名义利率扣除未来通胀率的预期。所以真实的实际贷款利率下降幅度可能比我们文中估算的实际贷款利率的降幅大。但即便考虑此因素，实际贷款利率的绝对水平也还是偏高的。

通胀步入上升通道，但仍然温和

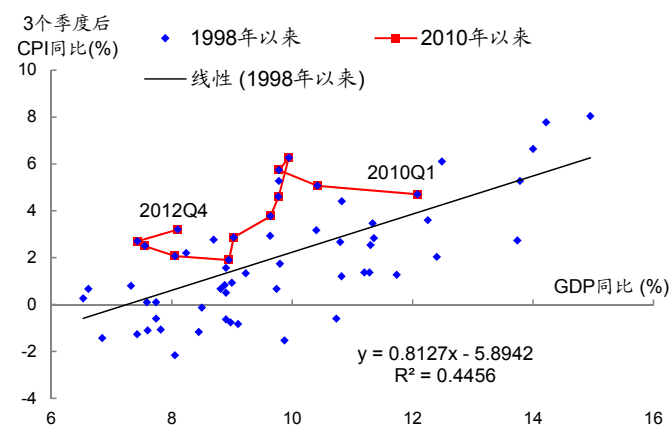
通胀主要取决于总需求。通货膨胀归根结底是个货币现象，但在货币扩张向通货膨胀的传导过程，总需求回升是一个必要条件。因此，通胀一般滞后于经济增长。从历史数据关系看，中国经济增长和通货膨胀之间具有菲利普斯曲线关系，经济增长变化领先于通胀变化。过去 15 年 GDP 平均领先 CPI 三个季度左右（图表 9），GDP 上升 1 个百分点，3 个季度后的 CPI 平均上升 0.8 个百分点。2010 年起“经济增长—通胀”组合沿着菲利普斯曲线向左下方移动。2012 年下半年经济增长企稳回升，通胀也出现上升势头。（图表 10）当前经济中总需求回升的态势已经逐步得到了数据验证，预计短期内经济增长和通胀组合将沿着菲力普斯曲线向右上方移动，但通胀的回升将滞后于经济增长。

图表 9: 经济增长领先 CPI



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 10: CPI 与 GDP 的线性关系

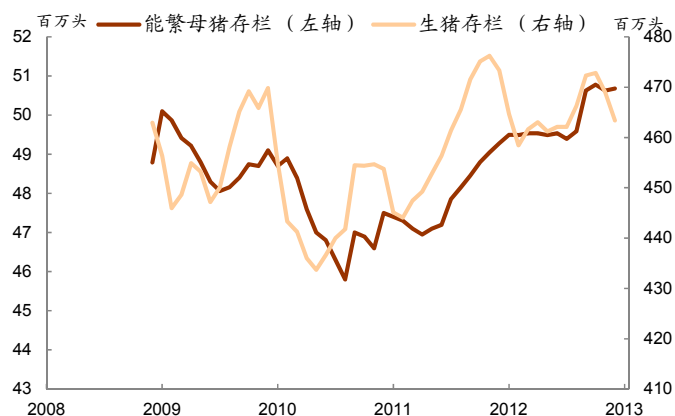


资料来源：CEIC、中金公司研究部

在需求波动以外，通胀有可能受到供给面的冲击。比如，国际大宗商品价格波动，农业生产灾害，非市场因素导致的工资上涨等。但是，当前这些因素并没有带来显著的通胀压力。

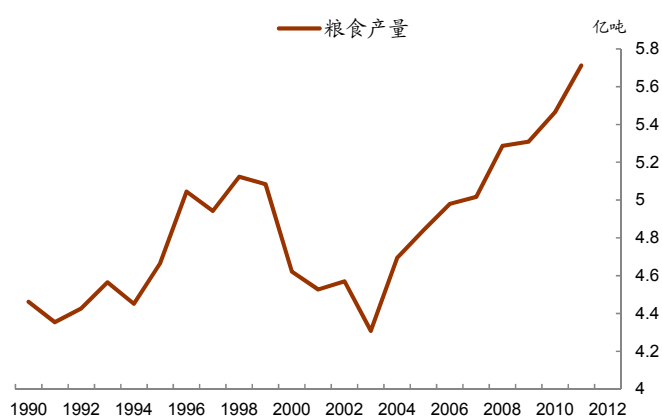
- **大宗商品供给改善。**中金大宗商品组此前预测，大多数商品供应增长幅度或超越需求复苏程度（参见 2012 年 11 月 27 日大宗商品展望“政策东风可借，供给逆风尚存”）。石油方面，非欧佩克国家石油供应增长出现复苏迹象，供应端持续改善将成为未来两年石油市场的最显著变化。有色金属方面，铅锌矿供给在未来数年将由于主要矿区关闭而增速下降，但铜矿供给增速将较之前提升。总体上，大宗商品供给并没有明显的不利因素。
- **农产品供给良好。**食品价格上涨通常是总需求扩张的表现，但是在遭受自然灾害或者牲畜疫情时，供给减少会给物价造成额外的上升压力。目前生猪和能繁母猪的存栏处于较高水平（图表 11），短期内未来猪肉供给将比较充足。2012 年粮食产量继续保持增长（图表 12），粮食供给遇到大的负面冲击的可能性也不大。因此农产品供给面的风险较小。

图表 11: 猪存栏量处在高位



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 12: 粮食产量充足



资料来源: CEIC、中金公司研究部

市场对通胀的一个担忧是工资的持续上涨。如果工资涨幅超过劳动生产率,企业利润相对减少,由此会抑制投资需求,导致资本品价格相对下降。因此,工资上涨主要带来的是消费品相对于投资品的相对价格调整,对总体物价的推升作用有限。物价总水平主要还是取决于货币政策和总需求。

综合考虑总需求和供给面的因素,我们认为当前通胀位于温和上升阶段,但是总体压力不大。根据最新的农产品价格走势,我们预计 1 季度 CPI 同比上涨 2.5% 左右。通胀的温和回升,尚不足以在短期内引起货币政策的紧缩。但是,当前经济增长回升的势头较好,流动性相对宽松,因此货币政策进一步放松的可能性也不大。未来是否还会有降准,主要取决于外汇占款的走势。基于我们前文的分析,1 月的外汇占款可能大幅上升,短期内流动性相对宽松的局面将持续,降准的可能性在降低。

林曦

分析员，SAC 执业证书编号：
S0080512100003
lintun@cicc.com.cn

赵雪

联系人，SAC 执业证书编号：
S0080111100047
xue.zhao@cicc.com.cn

吴杰云

分析员，SAC 执业证书编号：
S0080512110002
wujy@cicc.com.cn

全球“货币纠纷”深化

上周全球金融市场对英国和美国央行的两个议息会议纪要反应强烈。英格兰银行 2 月的议息会议纪要显示，9 个货币政策委员会中，包括行长在内的 3 个委员更倾向于增加目前的资产购买规模，即规模更大的 QE。这使得英镑对美元汇率一度跌至 2011 年 7 月的低位。美联储 1 月的议息会议纪要显示，一些委员开始担心进一步的资产购买可能会危及金融市场稳定。市场普遍将其解读为 QE3 可能会比此前预计的更早结束。受此影响，全球股市普遍下跌，其中标普 500 指数 2 月 20 日单日就下跌了 1.2%。

对于 QE3 的持续时间，我们仍旧维持此前的观点，即 QE3 短期内结束的概率很低，如果风险资产价格继续大幅上升，美联储每月资产购买的规模可能会有所减小。英国方面，我们认为英镑的下挫主要是受英国脆弱经济增长和欧债危机风险下降的影响，即不论英格兰银行是否会扩大 QE 的规模，弱势英镑都将持续一段时间。

与英美的量化宽松一样，日本极度宽松的货币政策也同样搅动了全球金融市场，尤其是亚洲金融市场。投资者关心，亚洲新兴市场国家是否也会陆续推出极度宽松的货币政策，加入所谓的“货币战争”，追随日元贬值。我们总体的看法是，亚洲新兴市场不会出现大规模的“货币战争”，但接下来以资本账户管制、政策难紧的“货币纠纷”会在部分亚洲经济体出现，尤其是受日元贬值影响较大的韩国、台湾和新加坡。

美联储：今年“宽货币”不变，下半年有可能宽松力度减小

市场为何对美联储 FOMC 纪要反应如此强烈？主要是一些投资者担心 QE3 可能会提早结束或者提早减少资产购买规模，这主要是基于会议纪要中下面的文字：

- ▶ 一些与会者（a few）担心进一步资产购买对某些金融市场的潜在负面影响；
- ▶ 一些委员（several）强调，FOMC 委员会应该为不同资产购买速度做好准备；
- ▶ 数位与会者（a number of）表示，目前正在进行的对资产购买计划效用、成本和风险的评估，可能使得委员会在其判断劳动力市场前景出现显著改善之前，开始淡出或是停止该计划。

虽然有一些委员担心 QE3 的负面影响，但多数委员认为资产购买计划是有效的

需要注意的是，大多数委员会的观点才是主导 FOMC 决策的观点。尽管会议纪要提到了一些委员对 QE3 的担忧（注意，并非所有委员都有投票权的），其中也强调了“**大多数与会者（most）**认为资产购买计划是有效的”，以及“高失业率的经济和社会成本”。同时，也有一些委员（several）表示，“过早减少或者结束资产购买的潜在成本是非常高的”。

我们仍旧预计 QE3 将贯穿今年全年，但下半年资产购买规模可能减小

我们预计 QE3 将贯穿今年全年，但到下半年资产购买的规模可能会有所减小。最近几年，在伯南克的领导下，美联储非常强调货币政策的沟通问题。在花费大量时间设计出这个开放式 QE 后，FOMC 委员会不大可能在这个时候突然结束 QE3。这次会议纪要中也暗示了，委员会需要更多的时间来评价 QE3 的收益和成本：“就继续进行资产购买这个问题，委员会将在以后的会议上提供更详尽的分析”。假若下半年经济稳步复苏，美联储有可能在下半年适当减小资产购买的规模。就未来美联储退出宽松货币政策的路径而言，减少资产购买的增量，减少资产存量，加息将是合理的“三部曲”。

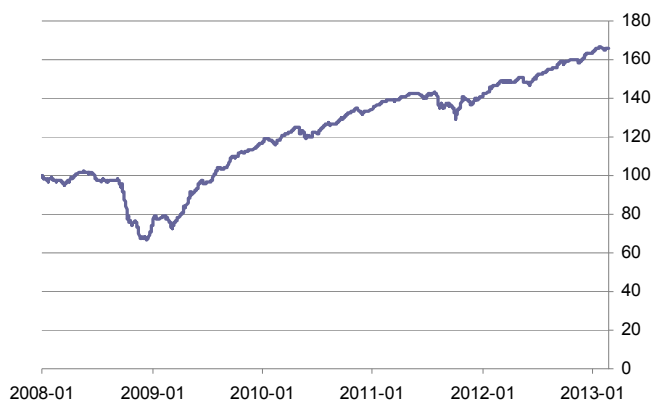
须密切关注高收益债券市场的走势

若美国高收益债券市场过热，QE3 的资产购买规模可能会下降。在美联储会议纪要中，委员们担忧的 QE 各种成本与风险包括通胀压力、资本损益和金融稳定性。在这些风险因素中，我们认为通胀压力和资本损益风险不是目前的主要担忧。在这次会议纪要中，“几乎所有的与会者都预计中期内通胀将维持在 2% 的通胀目标附近”。同时，美联储近

期也不会抛售所持资产，因此目前还无需过于担心资本损失的问题。

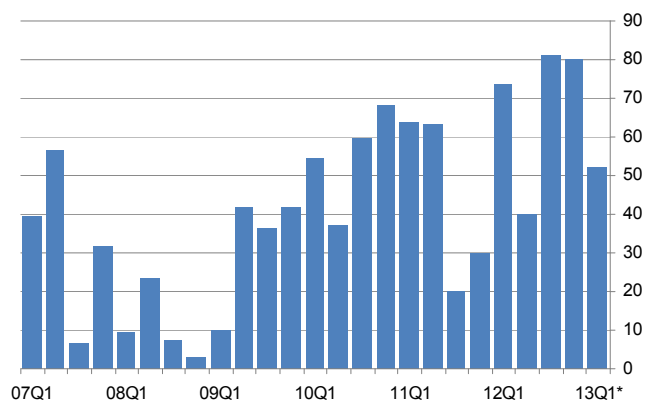
不过，一个可能使得 FOMC 委员会决定减少资产购买规模的因素是，由于美联储的大力干预市场，使得投资者“过度”冒险。一个值得密切监测的市场是美国高收益公司债券市场。从 2008 年初至今，美国高收益债总回报率近 70%（图表 13），同时 2012 年下半年高收益债的发行量已经超过了危机前的水平（图表 14）。尽管风险资产价格的上升与推出 QE 的本意是一致的，但如果任其发展，风险资产价格过度上升，最终可能会因一次价格的大幅调整而危及整个金融系统的安全。

图表 13: 美国高收益债券总回报率指数 (2008 年=100)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 14: 美国高收益债券发行量 (十亿美元)



资料来源: Dealogic, 中金公司研究部 注: *数据截至 2013 年 2 月 22 日。

英国：欧债风险消退与量化宽松刺激英镑贬值

进一步宽松的预期只是加大了英镑下跌的压力，而非主因

英国央行可能扩大 QE 规模的消息只是加大了英镑的下行压力，但这并非英镑持续下挫的主因。2 月英国央行货币政策委员会决定将量化宽松规模维持在 3750 亿英镑。虽然资产购买规模没有扩大，但是央行行长金恩在投票时支持将资产购买规模增加 250 亿英镑的消息还是引发英镑在日内交易中剧烈下跌。然而，进一步宽松的预期并非英镑下跌的主因。实际上，英格兰银行行长金恩的投票也不是第一次被否决，2012 年 6 月金恩也支持扩大资产购买规模，他的投票同样被否决，但那时外汇市场反应没有这么大。

进一步看，自英国央行在 2009 年 3 月推出量化宽松以来，英镑汇率更多的是上下波动，而非持续贬值（图表 15），例如从 2009 年 3 月到 2012 年 7 月中旬英镑对欧元反而升值了 15%。从 2012 年 7 月中旬以后，英镑对欧元才开始贬值，2013 年后贬值速度加快。这是因为，在欧债危机高峰期，一些欧洲投资者把英镑视为避险货币，资金从欧洲大陆流入英国，在欧债风险下降时资金流出，英镑汇率的走势印证了这种看法。事实上，从 2009 年 1 季度到 2012 年 3 季度，英国国际收支平衡表下的其他投资项（主要是与银行相关的资金流）录得超过 2700 亿英镑的累计净流入（图表 16）。从 2012 年 4 季度开始，欧债危机持续消退，市场开始越来越多地讨论资金从英国流向欧洲其他国家。此外，英镑走弱的另一个原因是英国脆弱的经济增长前景。2 月 22 日穆迪将英国主权债务评级从 Aaa 下调一级至 Aa1，中期暗淡的经济增长前景是评级被下调的首要原因。

预计弱势英镑仍将持续一段时间

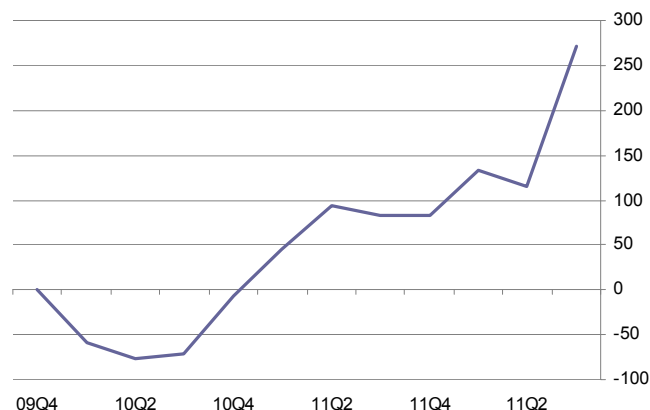
除非欧债危机再次恶化，我们预期英镑的下行压力将持续。即便量化宽松扩大，也只是加大了英镑的下行压力。不过，在新行长今年夏天就职之前，我们预期英国央行的货币政策不会有重大改变。至于新行长可能实施的政策，市场猜测他会对以通胀为目标的货币政策框架进行重大调整，以帮助英国经济复苏。

图表 15: 英镑汇率 (2009 年 3 月 2 日=100)



资料来源：英格兰银行，中金公司研究部

图表 16: 其他投资净流入量 (2009 年 4 季度以来累计值, 十亿英镑)



资料来源：英国国家统计局，中金公司研究部

亚洲：日元贬值凸显亚洲新兴市场的“货币纠纷”

有投资者担心亚洲新兴市场国家是否会加入所谓的“货币战争”

与英美的量化宽松一样，日本极度宽松的货币政策也同样搅动了全球金融市场。在上期周报中，我们阐述了安倍经济学对日本以及其他国家的影响，尤其是日元贬值对中国经济的影响，我们指出在中国外贸上，总量影响不大，行业影响存在。但一种担心是，如果亚洲新兴市场国家也陆续推出极度宽松的货币政策，加入所谓的“货币战争”，追随日元贬值，这是否会对中国外贸形成很大冲击。考虑到亚洲新兴市场占中国出口总量的比重接近 40%，这是一个合理的担忧。对于亚洲新兴市场会不会出现大规模的“货币战争”，我们总体的看法是不会，但接下来以资本管制、政策难紧的“货币纠纷”会在部分亚洲经济体出现，尤其是受日元贬值影响较大的韩国、台湾和新加坡。

新兴市场国家有进一步货币宽松的动力

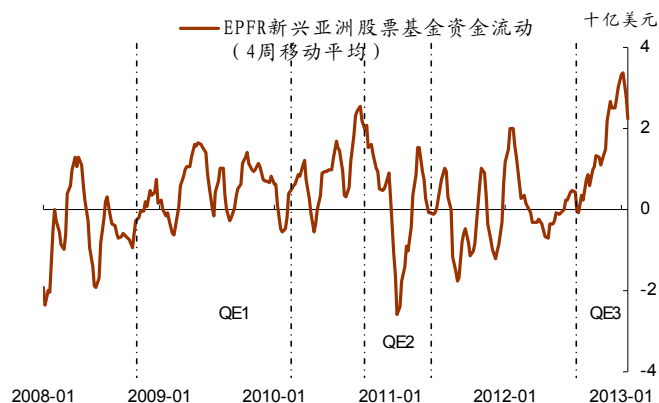
亚洲新兴市场“货币纠纷”的动力增加。这回围绕汇率展开的“纠纷”，其背景是：国际主流思潮对资本流动管制采取了更加同情的态度，美国新一轮量化宽松以来，过去两个月流入亚洲股市债市资金显著上升，但国内通胀还没有显著起来。这为亚洲部分国家采取政策行动（资本账户管制或者增加央行购汇），抑制本国汇率升值提供了背景空间。具体来说：

- ▶ “货币战争”的国际约束发生了很大转变。典型的体现有两个，一个是金融危机后，IMF 对“资本管制”的态度发生了很大转变，支持“宏观审慎性措施”。另一个体现就是刚刚开完的 G7 和 G20 会议上，日本各贸易伙伴国对日元贬值没有达成实质性约束。英美量化宽松在前，德法意见分歧在后，政策协调难上加难，各国根据自身情况自行其事的概率加大。
- ▶ 新兴亚洲的资金流入过去两月迅猛上升。过去两个月流入亚洲股市、债市的“热钱”越来越多——从 EPFR 的数据来看，对亚洲股市已经连续 23 个周的显著流入，历史上较为罕见（图表 17）。从近期亚洲汇市多为贬值的情况看，这个趋势可能会有短期回调。但是金融渠道热钱涌入，已经构成政策行动的背景。
- ▶ 新兴亚洲的通胀压力还不小。目前亚洲新兴市场总体通胀压力相对温和，我们跟踪的新兴市场 12 国³CPI 指数近期一直维持在 4.0%左右，低于过去 5 年 5.2%的均值（图表 18）。这很大程度是受益于大宗商品价格涨幅温和，食品/能源通胀都不高。

³ 新兴市场 12 国包括中国、巴西、香港、印度、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、俄国、新加坡、台湾、和泰国。综合 CPI 指数是各国 CPI 按 GDP（PPP 价格）加权所得。

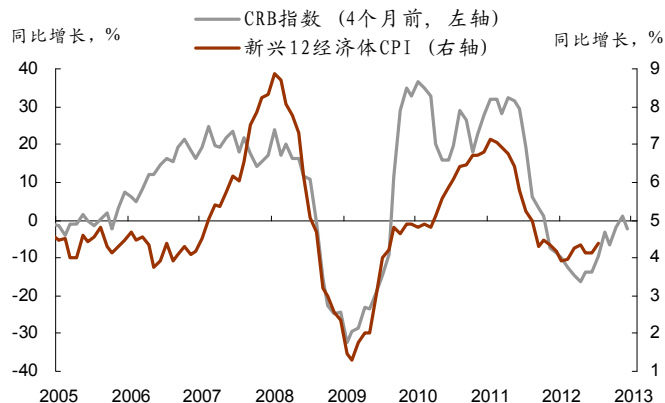
随着下半年产出缺口逐步缩小，核心通胀有望上升，央行容忍国内货币环境宽松来抑制汇率升值的空间就会变小。

图表 17: 资金持续大量流入新兴市场股市基金



资料来源：EPFR、中金公司研究部

图表 18: 目前新兴市场的通胀压力还不大



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

但出现“货币战争”的可能性小

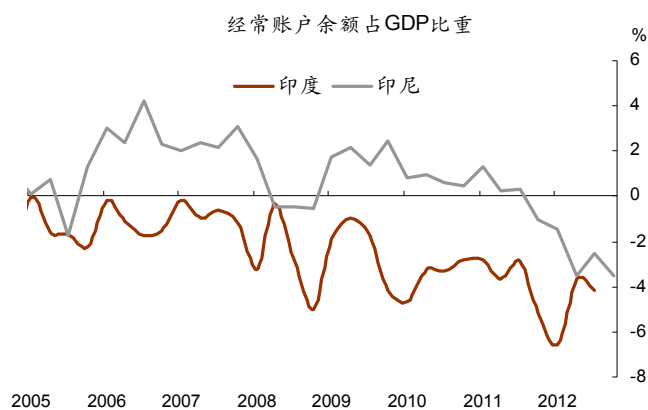
各国情况不同，造成大规模“货币战争”的可能性较小。然而现实情况是，亚洲各国的情况差别很大，我们预计不会形成汇率大规模的竞争性贬值的“货币战争”。具体来看：

- ▶ **经常账户赤字国容忍度较高。**亚洲的经常账户赤字国（例如印尼、印度）需要资金流入，汇率还有中长期贬值压力，它们对短期内资本流入、汇率升值容忍度较高（图表 19）。
- ▶ **韩国、台湾、新加坡受害较深。**在亚洲范围内，这三个经济体一方面与日本贸易相似度相对较高（韩国达到 60% 以上），人工成本差别最小（图表 20），最容易成为受害者，可能最先有政策反应。
- ▶ **国内外情况也不允许其大幅放松应对。**从国内因素来看，上述三个经济体都还有资产泡沫、金融稳定问题（例如新加坡）以及下半年通胀压力的顾虑，因此不太可能大规模放松，刺激其汇率贬值。同时，从海外因素看，外需的逐步恢复（中国与美国的复苏），都一定程度缓解了汇率升值对其出口的危害。

可能会出现以资本管制、政策难紧的“货币纠纷”

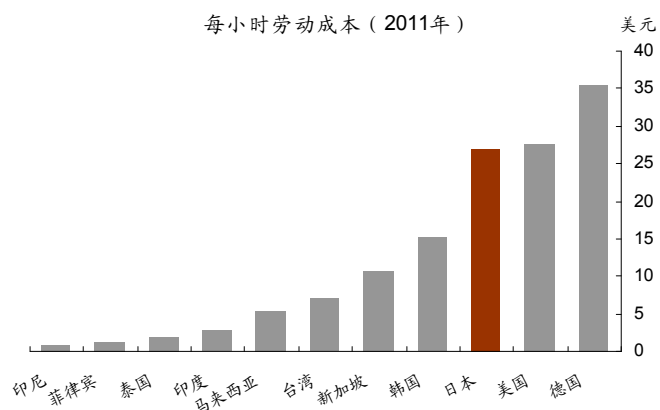
我们觉得更可能的是，部分受日元贬值、外资流入影响较大的亚洲新兴市场会采取三类手段加以应对：第一类手段是干涉外汇市场，积累外汇储备，以抑制汇率升值的幅度。从历史上看，韩国、中国、台湾等货币当局都不乏干预外汇市场的先例。第二类手段是部分国家降息或推迟加息时点。如韩国的降息周期因为 12 月的大选中断了 5 个月，有可能在下月重启降息周期。其他的一些国家（例如泰国），本来因为通胀上行，负利率的情况，可以加息，现在因为资本流入可能也会推迟一点时间。第三类手段是资本流入管制。韩国和菲律宾都宣称要采取“宏观审慎性措施”（例如韩国不断讨论的托宾税），来缓解资本流入的压力。台湾、泰国也有可能采取一定的资本管制措施。

图表 19: 印度和印尼经常账户持续赤字



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 20: 韩国、台湾、新加坡和日本人工成本差别最小



资料来源: EIU、中金公司研究部

宏观数据评论和前瞻

中国：本周 PMI 前瞻

预计 2 月份 PMI 反季节小幅走高。从历史趋势看，2 月份 PMI 平均有 0.2 个百分点的小幅回落，主要反映春节因素对制造业的影响。今年春节同样在 2 月份，从生产角度看，也会部分抵消制造业扩张动力。但 1 月份社会融资总量大幅跃升，新增贷款突破万亿元，2 月份上半月四大行信贷投放已超过去年同期全月水平。近期基建项目投资保持强劲增速、房地产投资也有所回暖，企业利润增长持续转好，也将扩大库存增加和原材料储备的动力。在总需求上升和金融支持力度加大的共同影响下，2 月份 PMI 可能出现反季节性上升，达到 50.6% 的水平。

美国：上周数据回顾

1 月份美国通胀维持温和。整体 CPI 连续第 2 个月环比零增长，其中食品价格与前月持平，而能源价格连续第 3 个月环比下跌。1 月份整体 CPI 同比 1.6% 的涨幅低于前月。自去年 11 月份以来，整体 CPI 同比通胀逐月下降，并持续低于 2% 的水平。除去食品和能源外的核心 CPI 通胀环比增加 0.3%，为 2011 年 5 月份以来最高。房屋相关、服装、交通服务、娱乐、医疗等的价格上涨超过了居民家居等价格下跌。但从同比来看，核心 CPI 涨幅维持在 1.9%，与前两个月相同。自去年 8 月份开始，该指标一直在 1.9%-2.0% 的窄幅区间。短期内尚没有迹象显示这种态势会发生明显改变。PPI 方面，1 月份整体 PPI 通胀环比上涨 0.2%，逆转了此前连续 3 个月的环比下跌态势。食品价格上涨较快（例如蔬菜价格环比上涨 39.0%）和能源价格下降变缓是主要

原因。从同比来看，上个月整体 PPI 增速为 1.4%，自去年 11 月以来没有明显变化。除去食品和能源外的核心 PPI 环比上涨 0.2%，与前两个月基本处于同一水平。往前看，过去几个星期汽油价格回升显著将推动整体 CPI 和 PPI 小幅攀升，但核心通胀预计仍将继续维持在目前的水平。通胀维持温和使得美联储的宽松货币政策短期内不会面临通胀快速上行的风险。

房地产市场继续回暖。美国新建独户型房屋主要用于出售，而多户型房屋多用于出租。1 月份 61.3 万的独户型新屋开工数量为 2008 年 7 月以来最高，从侧面反映了购房需求回暖仍在持续。而前瞻性较强的独户型建筑许可发放数量也同时升至 2008 年 7 月以来最高。多户型房屋的开工数量略有下降，但建筑许可发放数量继续增长，显示出建筑商依然看好美国租房市场的前景。房屋销售方面，1 月份二手房年化季调后的销售量为 492 万栋，略高于去年 12 月的 490 万。这是 2009 年 11 月以来的第二高值（最高值为去年 11 月的 496 万）。4 个地理区域中的 3 个录得销售环比增长。主要供出售的单户型房屋销售连续第 3 个月保持在 430 万以上。房屋库存则继续下降，按照目前的销售速度，消化现有库存需要 4.3 个月，为 2005 年 5 月份以来最低。这也是房价持续回升的重要原因之一。1 月份二手房销售中位价格同比上涨 12.3%，连续 11 个月增长。而在最近 4 个月，房价同比涨幅都接近或超过 10%，回暖态势明确。整体而言，近期一些列相关指标进一步证实美国房地产市场仍旧处于持续恢复的阶段。

费城费城地区制造业活动有所恶化，但企业预期继续改善。2 月份费城联储商业前景调查指数从 1 月份的 -5.8 下降至 -12.5，低于市场预期的 +1.0。但分项指数变化各不相同。新订单指数小幅下降，但交运指数则连续第 3 个维持在扩张区间。就业指标则结束了此前 8 个月的持续收缩状态。企业对 6 个月后的经济前景继续改善，该指标在过去 3 个月持续回升。这显示受访企业认为 2 月份的活动恶化仅是暂时现象。接近 54% 的企业预计

1 季度生产将增加，而只有约 25%的企业预计生产将下降。结合此前纽约地区制造业调查结果非常正面来看，2 月份 ISM 制造业指数仍有较大可能继续维持在扩张区间。

劳动力市场小幅改善持续。2 月 16 日结束当周首次申请失业救济金（“首申”）人数为 36.2 万，高于前周的 34.2 万。这主要是因为前周美国东北部遭受严重的暴风雪，因此首申人数大幅下降。但上周的数据与此前数月相比，仍维持了趋势下行的态势。持续申请失业救济金人数 4 周平均人数则继续下降，与危机时最高值相比已经减少了超过 50%。

美国：本周数据前瞻

本周美国将要公布的重要经济数据包括 Case-Shiller 房价指数、消费者信心指数、新屋销售量、耐用品新订单、去年 4 季度 GDP 第二次修正值、个人收入与消费支出、密西根大学消费者情绪指数和 ISM 制造业指数。

2 月 26 日（周二）美国将公布去年 12 月 Case-Shiller 房价指数。20 个大城市房价指数预计环比上升 0.60%，略低于去年 11 月的 0.63%。

2 月 26 日（周二）2 月份消费者信心指数将公布，市场预期中值为 62.0，高于前期的 58.6。

2 月 26 日（周二）美国将公布 1 月份新屋销售量，预计该指标将从去年 12 月的 36.9 万栋上升至 38.0 万栋。

2 月 27 日（周三）1 月份耐用品新订单数据将公布，市场预期中值环比下降 4.6%，低于去年 12 月修正后的环比上升 4.3%。除飞机外非国防资本品订单预计将环比上升 0.5%，高于此前的 0.2%。

2 月 28 日（周四）去年 4 季度 GDP 第二次修正值将公布，市场预期实际 GDP 年化环比增速为 0.5%，高于第一次估计值的-0.1%。

2 月 29 日（周五）美国将公布 1 月份个人收入与消费支出数据。市场预期个人收入环比下降 2.4%，低于前月的上升 2.6%；个人消费支出将环比增长 0.2%，增速与前月持平。

2 月 29 日（周五）2 月份密西根大学消费者情绪指数将发布，预计该指标将维持在 76.3，与前值相同。

2 月 29 日（周五）1 月份 ISM 制造业指数将发布，市场预期该指标将从去年 12 月的 53.1 回落至 52.5。

图表 21: 国内主要经济指标

				月度							年度		
				2012-7	2012-8	2012-9	2012-10	2012-11	2012-12	2013-1	2013-2E	2011	2012
经济增长													
GDP	当期	亿元	-	-	125,689	-	-	165,599	-		472,882	519,322	
GDP	同比	%	-	-	7.4	-	-	7.9	-		9.3	7.8	8.1
GDP	季调环比	%	-	-	2.1	-	-	2.0	-		-	-	
对GDP的拉动													
最终消费支出	累计	百分点	-	-	4.2	-	-	4.1	-		5.2	4.1	4.5
资本形成总额	累计	百分点	-	-	3.9	-	-	3.9	-		4.5	3.9	3.9
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-	-0.4	-	-	-0.2	-		-0.4	-0.2	-0.3
通货膨胀													
CPI	同比	%	1.8	2.0	1.9	1.7	2.0	2.5	2.0		5.4	2.6	2.7
食品CPI	同比	%	2.4	3.4	2.5	1.8	3.0	4.2	2.9		11.8	4.8	
非食品CPI	同比	%	1.5	1.4	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6		2.6	1.6	
PPI	同比	%	-2.9	-3.5	-3.6	-2.8	-2.2	-1.9	-1.6		6.0	-1.7	0.7
PMI													
PMI	指数	%	50.1	49.2	49.8	50.2	50.6	50.6	50.4	50.6	-	-	
汇丰PMI	指数	%	49.3	47.6	47.9	49.5	50.5	51.5	52.3		-	-	
工业													
工业增加值	同比	%	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1	10.3	-		13.9	10.0	10.8
工业增加值	季调环比	%	0.74	0.78	0.86	0.85	0.88	0.87	-		-	-	
工业企业利润													
利润总额	累计同比	%	-2.7	-3.1	-1.8	0.5	3.0	5.3	-		25.4	5.3	
零售													
社会消费品零售	同比	%	13.1	13.2	14.2	14.5	14.9	15.2	-		17.1	14.3	15.2
社会消费品零售	季调环比	%	1.28	1.38	1.68	1.38	1.52	1.53	-		-	-	
投资													
固定资产投资	累计同比	%	20.4	20.2	20.5	20.7	20.7	20.6	-		23.8	20.6	20.3
固定资产投资	季调环比	%	1.47	1.37	1.74	1.86	1.26	1.53	-		-	-	
房地产													
房地产开发投资	累计同比	%	15.4	15.6	15.4	15.4	16.7	16.2	-		27.9	16.2	
商品房销售额	累计同比	%	-0.5	2.2	2.7	5.6	9.1	10.0	-		12.1	10.0	
新开工面积	累计同比	%	-9.8	-6.8	-8.6	-8.5	-7.2	-7.3	-		16.2	-7.3	
施工面积	累计同比	%	15.3	15.6	14.0	13.3	13.3	13.2	-		25.3	13.2	
对外贸易和投资													
出口	同比	%	1.0	2.7	9.8	11.6	2.9	14.1	25.0		20.3	7.9	8.1
进口	同比	%	4.5	-2.5	2.4	2.3	0.0	6.0	28.8		24.9	4.3	9.3
贸易盈余	当期	亿美元	253	264	274	321	196	316	291		1,551	2,311	2,280
FDI	当期	亿美元	76	83	83	83	83	117			1,160	1,116	
国际收支													
经常账户	当期	亿美元	-	-	708	-	-	658	-		2,011		
外汇储备余额	余额	亿美元	32,400	32,729	32,851	32,874	32,977	33,116			31,811	33,116	
财政													
财政收入	同比	%	8.2	4.2	11.9	13.7	21.9	29.2			24.8	12.8	
财政支出	同比	%	37.1	11.7	16.6	6.7	6.7	4.2			21.2	15.1	
财政收支差额	当期	亿元	1,144	-1,157	-3,421	1,827	-4,289	-12,510			-5,190	-8,502	-13,000
货币													
M2	同比	%	13.9	13.5	14.8	14.1	13.9	13.8	15.9		13.6	13.8	13-14
M1	同比	%	4.6	4.5	7.3	6.1	5.5	6.5	15.3		7.9	6.5	
M0	同比	%	10.0	9.7	13.3	10.5	10.7	7.7	4.4		13.8	7.7	
人民币存贷款													
新增存款	增量	亿元	-5,006	5,044	16,500	-2,799	4,739	15,800	11,100		96,300	108,100	
新增贷款	增量	亿元	5,401	7,039	6,226	5,054	5,220	4,543	10,700		74,700	82,000	90,000
新增财政存款	增量	亿元	4,274	406	-3,698	4,806	-1,149	-11,927	3,353		-300	-1,974	
外汇占款变动	增量	亿元	-38	-174	1,307	216	-736	1,346			27,792	4,946	10,000
利率和准备金率													
1年期存款利率	期末	%	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00		3.50	3.00	3.00
1年期贷款利率	期末	%	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00		6.56	6.00	6.00
法定存款准备金率	期末	%	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0		21.0	20.0	19.5
汇率													
人民币美元汇率	期末	元/美元	6.332	6.345	6.341	6.300	6.289	6.286	6.280		6.301	6.286	6.27
名义有效汇率	当期	2010=100	106.3	105.8	105.0	105.7	106.9	106.6	107.5	[新]	-	-	
实际有效汇率	当期	2010=100	108.7	108.3	107.4	107.9	109.6	110.2	111.8	[新]	-	-	

资料来源：国家统计局、海关总署、中国人民银行、外汇管理局、财政部、商务部、中国物流与采购联合会、Markit、CEIC、Wind、中金公司研究部

图表 22: 海外主要经济指标

	2012-06	2012-07	2012-08	2012-09	2012-10	2012-11	2012-12	2013-01	2013-02	2011	2012E	2013E
美国												
经济增长												
GDP (年化环比, %)	1.3	-	-	3.1	-	-	-0.1	-		1.8	2.2	1.6
通货膨胀												
CPI (同比, %)	1.7	1.4	1.7	2.0	2.2	1.8	1.7	1.6		3.2	2.2	2.1
核心CPI (同比, %)	2.2	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9		1.7	2.1	
就业市场												
非农就业人数月度变化 (千人)	87	153	165	138	160	247	196	157		2103	2170	
失业率 (%)	8.2	8.2	8.1	7.8	7.9	7.8	7.8	7.9		8.9	7.8	7.5
消费												
私人收入 (环比, %)	0.3	0.1	0.1	0.4	0.1	1.0	2.6			5.1	3.5	
私人支出 (环比, %)	0.0	0.4	0.3	0.8	-0.1	0.4	0.2			5.0	3.6	
零售额 (环比, %)	-0.7	0.7	1.0	1.2	-0.2	0.5	0.5	0.1		8.0	5.0	
投资												
耐用品订单 (环比, %)	1.6	3.3	-13.1	9.1	1.1	0.6	4.3			9.8	3.7	
住房建设投资 (环比, %)	0.8	0.2	1.1	0.7	1.6	0.1	0.9			-3.1	9.1	
对外贸易												
出口 (同比, %)	7.5	2.8	1.7	3.6	1.0	3.3	4.9			14.2	4.4	
进口 (同比, %)	1.6	0.5	0.5	1.1	-0.7	2.5	-2.0			13.9	2.7	
余额 (十亿美元)	-40.9	-41.7	-42.7	-40.4	-42.2	-48.6	-38.5			-560.0	-540.0	
领先指标												
PMI制造业指数	50.2	50.5	50.7	51.6	51.7	49.9	50.2	53.1				
PMI服务业指数	52.7	52.9	54.3	55.2	54.8	54.8	55.7	55.2				
金融市场												
联邦基金基准利率 (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25		0-0.25	0-0.25	0-0.25
M2 (同比, %)	9.2	8	6.2	6.7	7.3	7.2	7.9	7.5				
欧元区												
GDP (环比, %)	-0.2	-	-	-0.1	-	-	-	-		1.5	-0.4	0.0
CPI (同比, %)	2.4	2.4	2.6	2.6	2.5	2.2	2.2	2.0		2.7	2.5	2.0
核心CPI (同比, %)	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5			1.4	1.5	
失业率 (%)	11.4	11.4	11.5	11.6	11.7	11.7	11.7			10.2	11.4	
贸易余额 (十亿欧元)	12.7	13.6	4.2	8.3	9	13	11.7			-15.7	81.8	
工业产出 (同比, %)	-1.8	-2.6	-1.3	-2.8	-3.4	-4	-2.4			3.4	-2.4	
PMI制造业指数	45.1	44.0	45.1	46.1	45.5	46.2	46.1	47.9	47.8			
PMI服务业指数	47.1	47.9	47.2	46.2	46.0	46.7	47.8	48.6	47.3			
欧央行主要再融资利率 (%)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75
M3 (同比, %)	2.9	3.2	2.5	2.4	3.3	3.2	2.8			2.1	2.8	
德国												
GDP (环比, %)	0.3	-	-	0.2	-	-	-0.6	-		3.0	0.7	0.5
CPI (同比, %)	2.1	1.9	2.2	2.1	2.1	1.9	2.0			2.5	2.1	2.3
英国												
GDP (环比, %)	-0.4	-	-	0.9	-	-	-0.3	-		0.9	0.0	1.0
CPI (同比, %)	2.4	2.6	2.5	2.2	2.6	2.6	2.7	2.7		4.5	2.7	2.2
日本												
GDP (年化环比, %)	-1.0	-	-	-3.9	-	-	-0.4	-		-0.6	2.0	1.5
CPI (同比, %)	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1			-0.3	0.0	-0.1
巴西												
GDP (同比, %)	0.0	-	-	1.0	-	-	-	-		2.8	1.5	3.9
CPI (同比, %)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.0	6.0	6.0		6.6	5.3	5.4
印度												
GDP (同比, %)	5.5	-	-	5.3	-	-	-	-		7.5	5.4	6.0
WPI (同比, %)	7.6	7.5	8.0	8.1	7.3	7.2	7.2	6.6		9.5	7.9	7.0
俄罗斯												
GDP (同比, %)	4.0	-	-	3.0	-	-	-	-		4.3	3.9	3.9
CPI (同比, %)	4.3	5.6	5.9	6.6	6.5	6.5	6.6	7.1		8.5	5.1	6.6
马来西亚												
GDP (同比, %)	6.0	-	-	5.0	-	-	6.0	-		5.1	4.7	5.0
CPI (同比, %)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		3.2	1.8	2.2
印尼												
GDP (同比, %)	6.0	-	-	6.0	-	-	6.0	-		6.5	6.0	6.1
CPI (同比, %)	5.0	5.0	5.0	4.0	5.0	4.0	4.0	5.0		5.4	4.4	4.9
泰国												
GDP (同比, %)	4.0	-	-	3.0	-	-	19.0	-		0.1	5.5	4.3
CPI (同比, %)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.0	3.0		3.8	2.9	3.1
菲律宾												
GDP (同比, %)	6.0	-	-	7.0	-	-	7.0	-		3.9	6.6	5.3
CPI (同比, %)	3.0	3.0	4.0	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0		4.7	3.3	3.9
韩国												
GDP (同比, %)	2.3	-	-	1.5	-	-	1.5	-		3.6	2.0	3.2
CPI (同比, %)	2.2	1.5	1.2	2.0	2.1	1.6	1.4	1.5		4.0	2.2	2.7
台湾												
GDP (同比, %)	-0.1	-	-	0.7	-	-	3.7	-		4.1	1.3	3.6
CPI (同比, %)	1.8	2.5	3.4	3.0	2.3	1.6	1.6	1.1		1.4	1.9	2.0

资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

法律声明

一般声明

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

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

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

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

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

北京

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

Singapore

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海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

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

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3层
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