

探寻本轮通胀和加息周期的顶部

核心要点:

- 从周期角度观察，本轮通胀目前处于中后期。自 2009 年 7 月算起，CPI 上行的时间已持续 18 个月，预计还有 3—6 个月左右的上升期。
- 本轮通胀已非食品价格上涨导致的结构性通胀，而是全面通胀。其实历次通胀都是食品价格上涨最为突出。目前终端价格上涨在向非食品领域扩散，价格传导处于后期。粮食、蔬菜、副食品价格以及上游产品价格、劳动力成本等均存在上涨压力。
- 从成因上看，流动性过剩是本轮通胀的根源。货币超发的冲击已穿透工业产业链。粮食丰收、制造业产能过剩、整体商品市场供过于求或供求平衡，不能成为通胀上升的屏障。
- 本轮通胀的高点出现在 3 月份的可能性很大。准确预测本轮通胀的顶部具有一定的不确定性。全球流动性过剩，决定了明年国际商品价格上涨是大概率事件。如果输入性通胀局面进一步发展，9 月份 CPI 将可能成为年内高点。2011 年各月 CPI 总体呈现“前高后低”之势，高点可能接近或超过 6%。
- 面对严峻的通胀局面，继续加息几乎是必然的选择。基于对 CPI 的走势分析和对稳健货币政策周期的指标性考察，我们预计，2011 年可能加息 1—2 次，基准利率有 25—50 个基点的提升空间。加息的时间窗口应当在一季度春节之后和二季度的前中期。
- 考虑到央行历次加息的滞后性以及偏重使用数量型工具的特性，央行实际加息的时间可能与我们预计的时间窗口并不重合。在上、下半年各加息一次或只在一季度加息一次的可能性仍然存在。
- 3.25% 是本轮加息周期中一年期存款利率的中性水平。通过对历史上稳健货币政策周期的考察，一年期存贷款基准利率的中性水平分别为 3.05% 和 6.39%。基准利率达到这一水平后，利率政策将步入一个观察期，未来再次启动加息主要取决于通胀形势能否超预期恶化以及利率市场化改革能否深化。
- 从中长期来看，应对通胀水平上升应进一步推进利率市场化改革，尽早实行存款利率上浮。为冲破弱化负利率、保增长和贷存利差三者间的困境，利率政策需要有新突破。进一步推进利率市场化改革、实行存款利率上浮，变加息预期为商业银行的市场定价，是未来货币政策的必然选择。

分析师



张新法

☎: (8610) 6656 8535

✉: zhangxinfa@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200011530

目 录

一、本轮通胀预测及探源	1
（一）通胀下半场：CPI 运行处于中后期	1
（二）步入全面通胀：扩散进行时	2
（三）CPI 即将步入加速上升和寻顶阶段	3
（四）本轮通胀探源：货币超发与成本上升	6
（五）探寻本轮通胀的顶部	8
二、货币政策后撤：回归“稳健”进行时	11
（一）稳健货币政策的指标化度量	11
（二）宏观经济运行的指标化度量	12
（三）货币政策回归稳健过程中工具箱的运用	13
三、对本轮加息周期“时空”的预测	14
（一）加息货币政策回归“稳健”的应有之义	14
（二）加息空间预测：提升空间还有多大	16
（三）加息时点预测：时间窗口集中在上半年	17
（四）加息周期再认识与利率政策观察期	18
（五）加息困境的解决之道：存款基准利率上浮	18
插图目录	20
表格目录	20

一、本轮通胀预测及探源

每一轮通胀的来临，仿佛不速之客的造访，总在不经意间和主人做好迎接准备之前就飘然而至。本轮通胀真正引起人们的注意是从 2010 年 7 月，CPI 再次突破 3% 并达到 3.3%。尽管人们知道 2009 年以来实施的宽松货币政策将来必然会导致通货膨胀，但由于对爆发的时点难以准确预计，所以当通胀真的来临，起初还是将信将疑，甚至对其未来的走势估计不足。其实，结合环比、同比一起来看，此轮通胀早在一年前，即 2009 年 7 月，就已经进入上升周期。我们认为，在 2011 年上半年（尤其是一季度），经济处于偏冷的格局下，通货膨胀正处于“加速赶顶”的阶段，宏观经济政策尤其是货币政策在“稳定增长”和“抑制通胀”之间将面临艰难抉择。因此，尽可能准确地预测本轮通胀的运行趋势、厘清本轮通胀的根源，对于把握 2011 年宏观经济运行趋势、政策走向和市场方向均具有重要意义。

（一）通胀下半场：CPI 运行处于中后期

考察 1990 年代以来经历的四次通胀，我们判断，目前 CPI 运行正处本轮上涨周期的中后期。1990 年代前中期以来，中国 CPI 经历了四个完整的上行和下降周期，上升阶段和下行阶段平均历时均为 26 个月（表 1）。四次通胀当中，1990 年代中期的那次通胀历时最长，涨幅也最高。后三次通胀周期长短较为接近，涨幅也没有达到两位数（图 1）。

第一次通胀和后三次之所以存在上述差异，除了经济过热的程度有所不同之外，还与是否有资产市场、以及资产市场能够吸纳多大的过剩流动性有关。鉴于 1999 年以来房地产市场和证券市场不断发展的现实，我们倾向于认为，1999 年以来发生的三次通胀对于预测本轮通胀更具有借鉴意义。若以此计算，则 CPI 上行阶段平均历时 24 个月，下行阶段平均历时 17 个月。

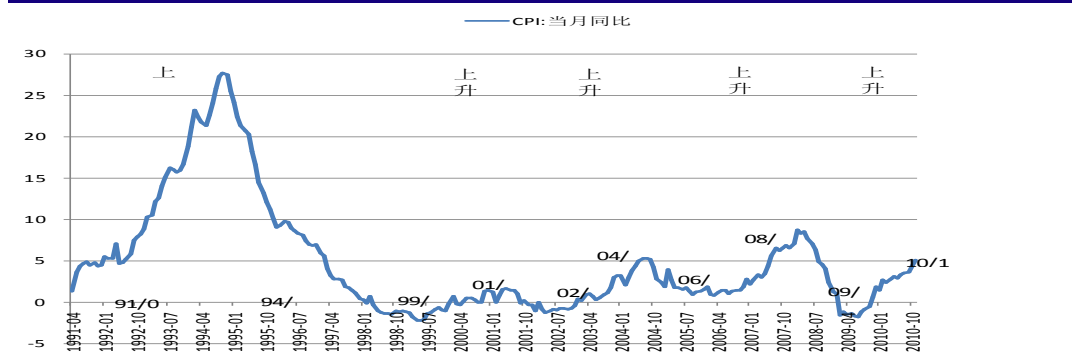
表 1：1990 年代以来四次 CPI 起落时间和跨度

1990 年代以来四次 CPI 起落时间和跨度						
	上升阶段			回落阶段		
	谷底	峰值	历时	峰值	谷底	历时
第一轮	1991 年 4 月	1994 年 10 月	43 个月	1994 年 10 月	1999 年 5 月	55 个月
第二轮	1999 年 5 月	2001 年 5 月	24 个月	2001 年 5 月	2002 年 7 月	14 个月
第三轮	2002 年 7 月	2004 年 8 月	25 个月	2004 年 8 月	2006 年 3 月	19 个月
第四轮	2006 年 3 月	2008 年 2 月	23 个月	2008 年 2 月	2009 年 7 月	17 个月
本轮	2009 年 7 月	-	已 18 个月			

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

本轮 CPI 上行开始于 2009 年 7 月，目前已上升了 18 个月，按正常状态计算，CPI 上行周期还有 3—6 个月时间；若按四次平均计算，上行周期还要持续 8 个月的时间。综合来考量，本轮 CPI 运行已处于中后期。

图 1: 四轮通胀 CPI 涨幅波动情况 (单位: %)



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部

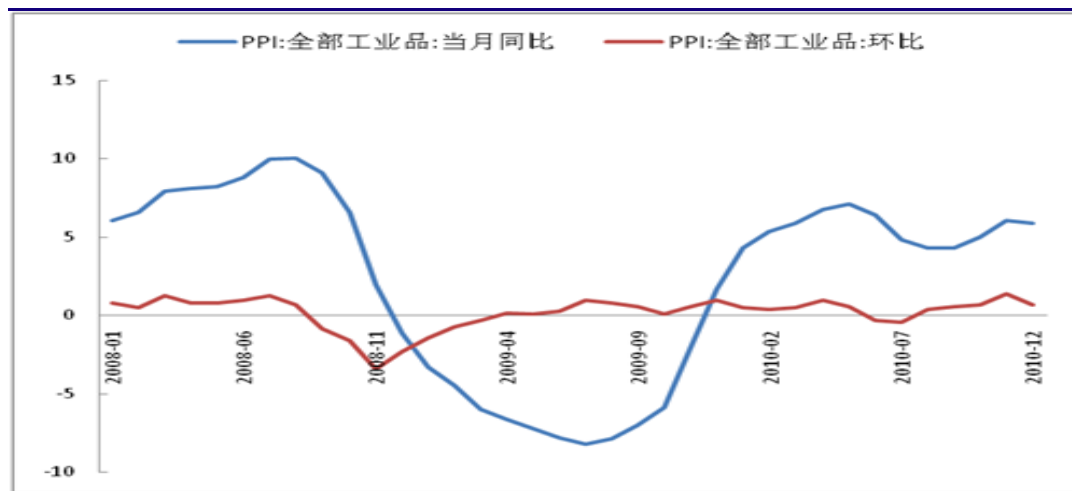
本轮 CPI 上行开始于 2009 年 7 月, 目前已上升了 18 个月, 按正常状态计算, CPI 上行周期还有 6 个月时间; 若按四次平均计算, 上行周期还要持续 8 个月的时间。综合来考量, 本轮 CPI 运行已处于中后期。

(二) 步入全面通胀: 扩散进行时

目前官学研各界, 仍有观点认为, 就 CPI 来看, 八大类别中只是食品价格上涨较多, 并据认定通胀仍是结构性的。我们对此不予赞同。其实, 观察历次通胀, 食品价格往往最先上涨, 涨幅也最大。可以说, 食品类价格上涨不一定引发全面通胀, 但全面通胀却一定是从食品价格上涨开始的。实际上, 目前的通胀已经发展为全面通胀。各环节价格指数均在上涨, 包括土地、矿产品、房地产、PPI、商品零售价格指数、劳动力成本、服务价格指数等均明显上行。

2010 年 8 月份以来, PPI 强劲反弹, 8-11 月, 其环比分别上涨 0.4%、0.6%、0.7%和 1.4%, 其中 11 月的涨幅创出近 10 多年历史新高; 同比涨幅趋缓的势头也被逆转, 再次上扬 (图 2)。这表明本轮通胀压力较为持久。

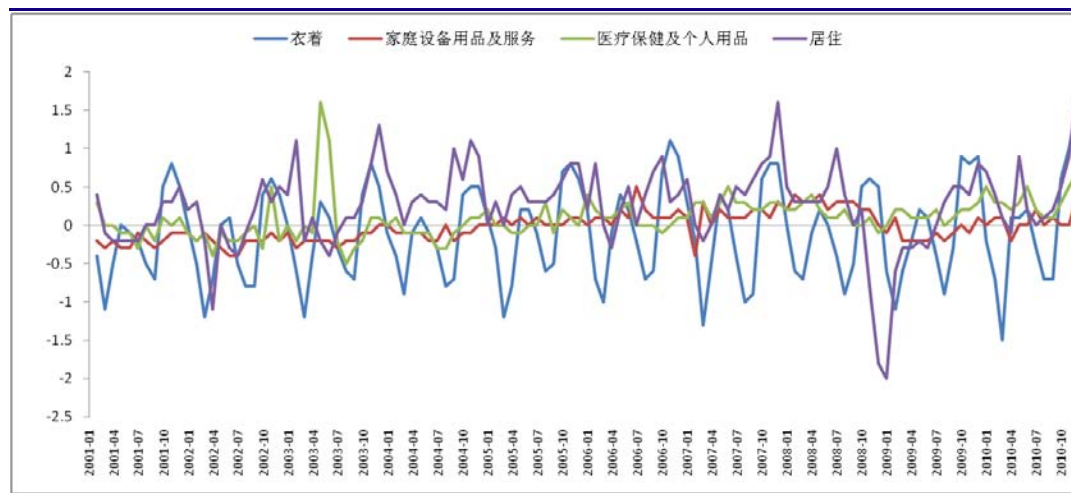
图 2: 工业出厂价格指数 (PPI) 近期加速上扬 (单位: %)



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

从CPI来观察，10月、11月连续两月跳涨后，CPI呈现出一个新的突出特点，即终端消费价格上涨在向非食品领域扩散。9月、10月、11月，居住、医疗保健、衣着和家庭设备与服务价格环比持续加快上涨。11月，三者的环比涨幅均明显超出了正常的波动范围（图3）。

图3：除食品之外的分类CPI环比在加速上行



资料来源：Wind 中国银河证券研究部

从价格传导的角度观察，目前通胀已呈全面扩散之势。上游产品传向下游传导的趋势非常明显：与以往历次通胀如出一辙，由于农业产业链较短，工业产业链较长，因此农产品价格上涨往往一马当先，而终端工业消费品价格上涨则成为价格传导的最后环节。在发生轻微通胀时，上游产品价格的传导压力在工业产业链中被基本消化，终端工业消费品价格最终并不一定会明显上涨。但是，最近几个月，工业消费品价格出现异动，说明工业产业链已无法完全缓冲和吸收货币流动性超发的冲击。

（三）CPI即将步入加速上升和寻顶阶段

1、农副产品将加速上扬

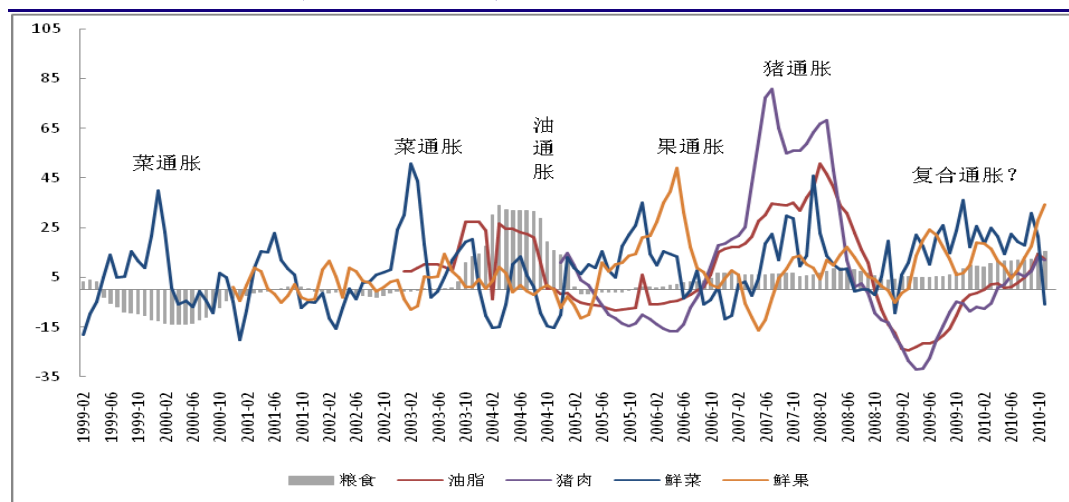
随着春节临近，粮食价格上涨可能摆脱温和上行态势进入加速阶段。粮价乃百价之基，其上涨最终必将带动肉禽蛋鱼等副食品价格一起上涨。目前，农副产品价格正在上涨中期（图4）。从蔬菜价格看，虽然最近受调控影响有所回落，但春节因素和异常天气有可能导致它新一轮更凌厉的上涨。若从生产成本角度看，化肥等农业生产资料价格在上涨，农村劳动力的机会成本也在上升。因此，农副产品价格上涨有其必然性。从历史上看，“粮通胀”曾出现在1999年和2004年，“菜通胀”在三次通胀中出现，2006—2008年“油通胀”和“猪通胀”表现最为突出（图5）。我们预计，本轮通胀则很可能表现为“菜、油、肉、水果”的复合型通胀，农副产品加速上扬的一幕即将上演。

图 4：一年来农产品价格批发价格总指数走势（单位：%）



资料来源：农业部 中国银河证券研究部

图 5：农副产品在历次通胀中往往涨幅巨大（单位：%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究部

2、粮食连年丰收不能阻碍粮价上涨

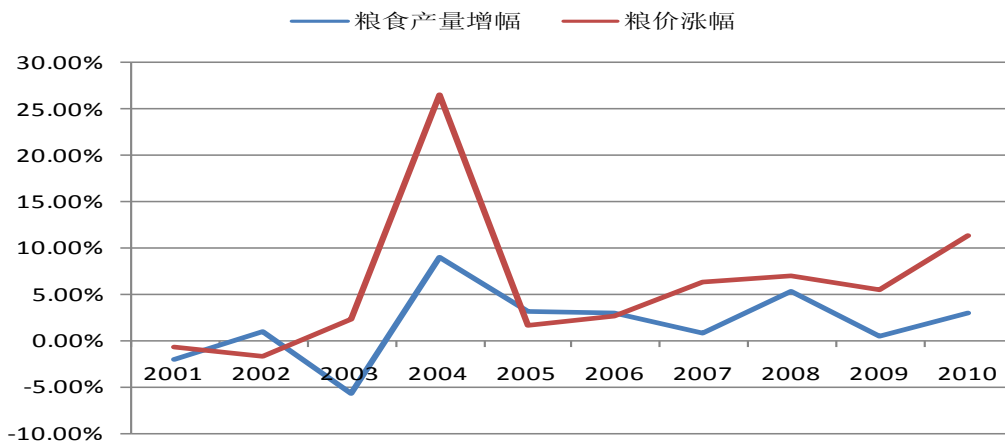
考察粮食产量和粮食价格之间的关系，我们发现，在通胀趋势形成的情况下，粮食产量增加并不导致粮价稳定或下降。近几年，我国粮食持续增产，但粮价却在持续上涨（图 6）。

从 2003 年到 2010 年的七年间，中国粮食产量从 8614 亿斤增加到 10800 亿斤以上，增加了约 2200 亿斤，年均增长率接近 3.3%，应当说是创造了一个了不起的奇迹。但是，粮食价格却一直稳中有升。

从目前的粮食供求总量看，似乎并不存在多大的问题：总产量 10800 亿斤左右、总需求 10500 亿斤左右，正常年景下，满足需求还略有结余。但是，粮食安全仍存在以下问题：其一，从粮食供求的地区结构看，粮食的产能越来越向主产区集中。2009 年，13 个粮食主产区（即冀、蒙、辽、吉、黑、苏、皖、赣、鲁、豫、鄂、湘、川）的产量占全国粮食总产的 77.1%；

11 个产销平衡区（即晋、桂、渝、黔、滇、藏、陕、甘、宁、青、新）粮食产量占全国粮食总产的 16.4%；7 个粮食主销区（即京、津、沪、浙、闽、粤、琼）占全国粮食总产的 6.5%。其中，7 个主销区 2009 年的自给率仅为 34.6%，比 2005 年又下降了 4.7 个百分点。粮食的产能越来越向水资源更为短缺的北方地区倾斜，建立在这样基础上的粮食供求平衡和国家粮食安全，其可持续性如何，令人忧虑。

图 6：粮食增产并不能导致粮价下跌（单位：%）



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部

其二，就粮食品种的供需结构而言，稻谷尤其是粳稻明显处于紧平衡，玉米基本平衡，小麦略有结余，但大豆的供求缺口在持续扩大。应该说，在中国现有的农业资源条件和生产水平之下，中国农产品的综合消费水平实际上已经超过了农产品的综合生产能力。

其三，从供求关系来看，连续增产的时间越长，可能离减产的拐点也就越近。未来中国粮食安全形势面临的挑战也越大。

除成本角度看，近几年种粮成本不断上升，国家持续提高粮食最低收购价，国内粮价受国际粮价影响在加大等，也是推动粮价上涨的重要因素。

2010 年粮价涨幅明显大于前几年，还与货币流动性过剩有关。绿豆、大蒜等小品种，除了产量的波动以外，正越来越成为游资炒作的对象，致使它们也越来越具有金融产品的属性。而生鲜产品的价格波动，则除了受自然灾害的影响之外，还在于城镇扩张对近郊土地的大量占用，迫使其产区越来越远离消费的中心市场，以至城区内普通菜市场 and 农贸市场的大幅减少乃至消失。

3、产能过剩和市场总体供过于求将抑制通胀上升的结论不成立

官方及部分学者认为，中国制造业存在明显的产能过剩，并且商品市场总体供过于求，这会在很大程度上抑制通胀水平上升。对此我们不予认同。

观察 2004 年以来国家行政主管部门对“产能过剩行业”的政策规定，其通常做法是：先列出当年某行业产能、产量，作对比，说明产能明显大于产量；之后指出该行业若再上投资项目、未来产能还要扩张，将来产能过剩问题就会进一步加剧。这种认定方法显然是机械地、僵化地看待经济，其结论自然是错误的。

事实上，产能适度过剩是一个行业甚至一个经济体正常运行的合理状态和必要条件。若一个行业的产能正好等于需求（或产量）时，这个行业就处于满负荷运行的紧平衡状态，这个状态是危险的。一旦有企业因故停产或减产，则整个行业的产品就将供不应求，市场就会出现波动。一个行业和一个企业也不可能一直满负荷运行。企业能做的是，尽量提高设备利用率到一个合理的较高水平。从整个行业看，存在一定的储备产能，是正常的，也是市场竞争和行业发展的前提。行业有新投资项目，并不等于将来会加剧产能过剩。企业新建产能是针对未来市场需求的。只要一个行业未来市场需求看好，企业就会投资和增加产能。

表 2：2008 年一些过剩行业的产能利用率

	产能	产量	产能利用率
粗钢	6 亿吨	5.01 亿吨	75.9
水泥	18.7 亿吨	14 亿吨	74.9
平板玻璃	6.5 亿重箱	5.52 亿重箱	84.9
电解铝	1800 万吨	1318 万吨	73.2

资料来源：发改委网站 中国银河证券研究部

从历史上看，很多被认定为产能过剩的行业，比如 2004 年以来一直贴着“产能严重过剩”标签的钢铁和水泥行业的产能一直在持续扩张，这两个行业盈利水平正常，并没有多少企业倒闭破产。在通胀趋势形成的情况下，这些所谓的“产能过剩行业”，在消化不了不断上升的成本时，会自动通过“设备检修”来降低产能利用率，宁可减产也不降价，所以，像宝钢等钢企屡屡“逆市提价”，也就不足为奇了。

（四）本轮通胀探源：货币超发与成本上升

1、货币超发酿通胀

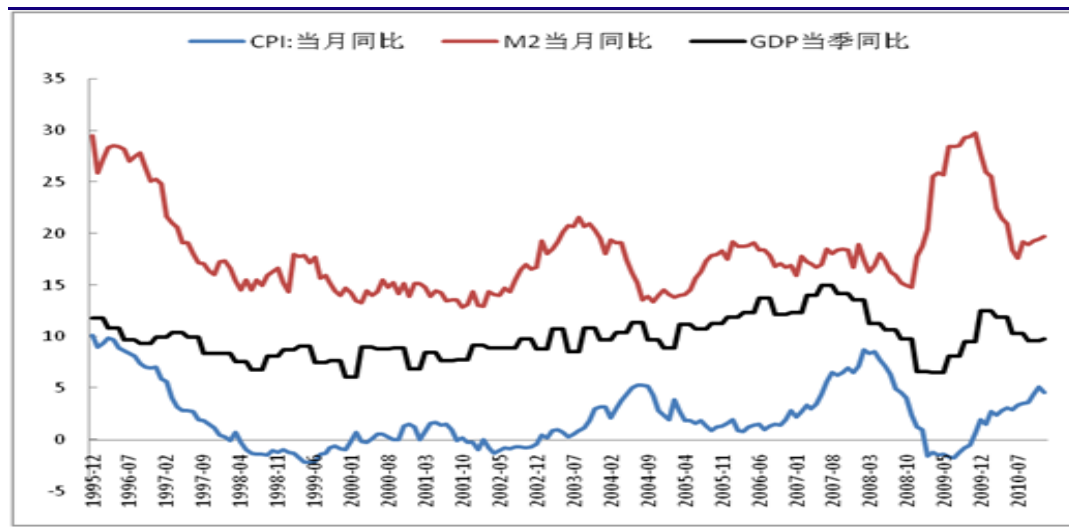
纵观 1990 年代以来的四轮通胀，我们发现，通货膨胀往往与经济过热、货币供应量增速呈以下正向关系：一，经济（GDP）增长率和货币供应量（M2）增速越高，通胀程度也越严重。如 1990 年代中期，GDP 增速超过 14%、货币供应量增速接近 30%，2007—2008 年 GDP 达到 14% 以上。二，经济和货币供应量高速增长持续时期越长，通胀程度越严重。九十年代前半期，货币供应量增速超过 25% 年份达到 6 年，2004 年和 2008 年两次通胀时期，货币供应量增速超过 18% 的月份分别为 1 年零 7 个月和 1 年 2 个月（图 7）。

考察本轮通胀，则有所不同，尽管 GDP 增速曾有两个季度在 12% 上下，却并未发生明显的经济过热。但是 M2 增速有 16 个月份在 20% 之上，高点接近 30%。我们由此断定，货币超发、流动性过剩是本轮通胀的根源。

2010 年年中以来的 CPI 上涨，从表象上看，主要推动力虽然表现为食品价格上涨，但主要原因还是 2009 年过度放贷导致的流动性过剩。因为，从总体上，粮食、蔬菜、肉类等食品供求并不紧张，消费品供求基本面没有出现大的变化。

货币理论认为，在商品供求平衡的条件下，若加大货币供应，则会导致物价上涨。换句话说，物价上涨完全可以发生在商品供求平衡的基础之上。在流动性增加时，并不是所有商品价格按同一幅度上涨。不同产品价格波动幅度主要取决于各自供给和需求的价格弹性。

图 7: CPI 涨幅与 GDP 和 M2 增速呈正向关系 (单位: %)



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

在流动性过剩的条件下,农产品和食品价格往往上涨较多。其原因是,相比工业消费品,农产品和食品的产量扩张受到较强的自然条件约束。当价格出现上涨时,工业消费品生产企业能够作出迅速反应,相关产品产量迅速扩张。在这种情况下,工业消费品价格上涨幅度就不会太大。而农产品则不然,土地是有限的(中国的耕地利用率很高),农产品亩产和总产量不可能迅速提高。因此,流动性过剩导致的农产品价格上涨往往表现出上涨时间长和上涨幅度大的特点。中国农产品的供需特性决定了农产品价格受流动性影响较大。同理,矿产品等上游产品价格受流动性的影响也较大。

我们认为,本轮价格上涨,是一个典型的货币现象,消费品价格、投资品价格、劳动力价格、不动产价格等都出现了普遍和明显的上涨。

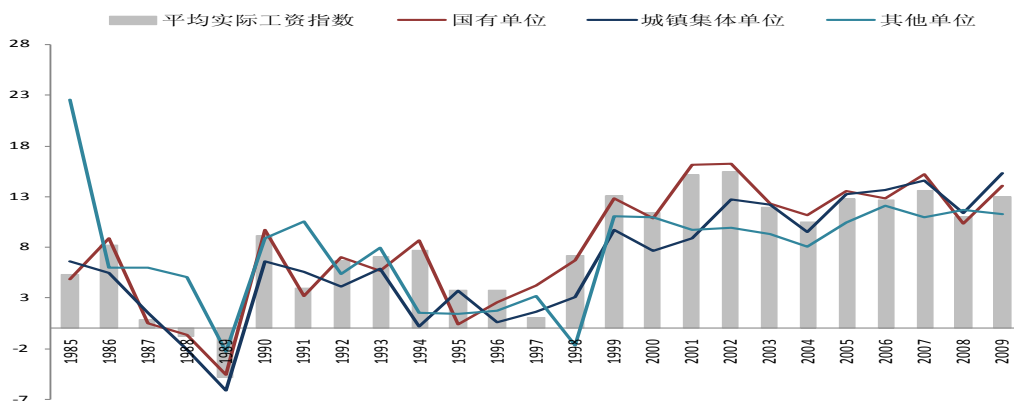
2、劳动力成本上升暗中助力

在经济偏冷格局背景下,通货膨胀与成本(尤其是劳动力成本)上升密切相关。其中,中国人口红利正在消失可能是主要原因。中国的劳动力,特别是低端中国的劳动力,正在变得越来越短缺。

近日,国际劳工组织(ILO)就公布了一份名为《2010/11 全球工资报告》的调查报告。这份报告分析了 115 个国家的工资数据,涵盖了全球 94%的劳动者,相当于全球工资总额的 98.5%。结果显示,2007 年,金融危机爆发前,全球工资平均增速(不包括中国)为 2.2%;而 2008 年和 2009 年,工资增速分别降至 0.8%和 0.7%。而囊括了世界主要经济体的二十国集团,工资平均增速(不计中国)降幅更为明显,由 2007 年的 1.8%,降至 2008 年和 2009 年的 0.5%。

这些还都是扣除通货膨胀因素后的实际工资增速,如不考虑通胀因素,2009 年名义工资增速降幅要更大,但是由于同期通货膨胀率下降较快,许多经济体通货膨胀率甚至为负值,使得实际工资勉强维持微弱增长。

图 8：中国的实际平均工资步入上升期



资料来源：Wind 中国银河证券研究部

报告还显示，中亚、东欧降幅最大，而中印工资表现不俗。而中国国家统计局提供的数据显示，2007 年中国扣除通胀因素后实际平均工资增速为 13.1%，2008 年为 11.7%，2009 年为 12.8%（图 8）。此外，国家统计局 2009 年对“私营单位”工资水平变动情况的初步调查结果显示，该领域工资平均增速为 6.6%。结合以上两点，不难推断，工资增速确实存在一定程度高估，但经过调整加入“私营单位”后的数字至少仍应高于 6.6%，显著超过全球平均。

瑞士信贷日前公布了一份长达 156 页的报告，预测中国未来 5 年发展变化，工资收入将增加 139%，年增速达 19%，超过 GDP 的增长速度。

报告称，中国的劳工供求形势正在发生变化，劳工短缺越来越突出。未来 5 年，中国的劳动力增长率将大幅减速，过去十年是每年平均增长 1.3%，今后 30 年，每年平均只有 0.3% 的增长。报告认为，到 2014 年以后，劳动力的供给就开始下降，而且下降速度会很快。

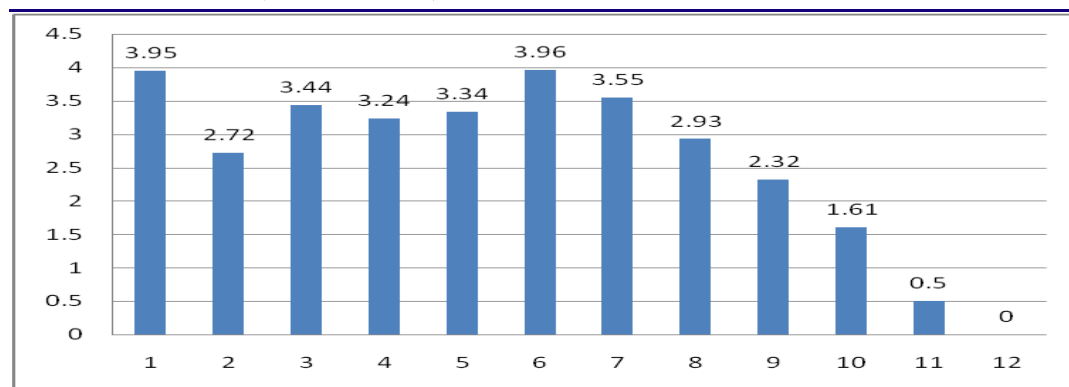
上述两份报告提供的数据和做出的预测如果正确，很可能预示着刘易斯拐点即将在中国出现。而一个国家在拐点之前也往往会出现工资上涨。

（五）探寻本轮通胀的顶部

按照我们前述关于“通胀周期”的预测，本轮通胀的上升周期还有 6 个月左右，这也意味着本轮 CPI 的顶部将在未来 6 个月内出现。如果考虑到春节因素、异常天气的不确定性对 CPI 的短期扰动，要准确预测 CPI 的高点值及其出现的时点有一定的难度。不过，综合考虑翘尾因素（2010 年 CPI 对 2011 年翘尾影响在 2.7% 左右（图 9），假定 2010 年 12 月份 CPI 环比上涨 0.6%）、政策调控以及通胀的运行惯性，我们判断 2011 年 CPI 总体在高位运行，呈现“前高后低”走势的可能性极大。

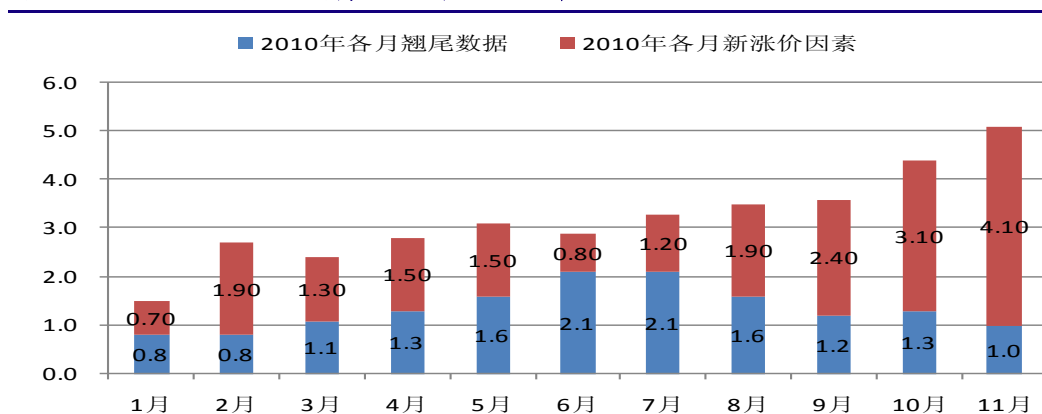
仅凭翘尾数据来推导 2011 年 CPI 的运行节奏，显然是过于简单和机械的做法，无异于刻舟求剑，其结论也往往是错误的（图 10），为此，以下我们用三种方法来预测和推算 2011 年全年及各月的 CPI 数值。

图 9: 2011 年各月 CPI 中的翘尾数据 (单位: %)



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

图 10: 翘尾数据与整体 CPI 的高点往往并不重合 (单位: %)



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

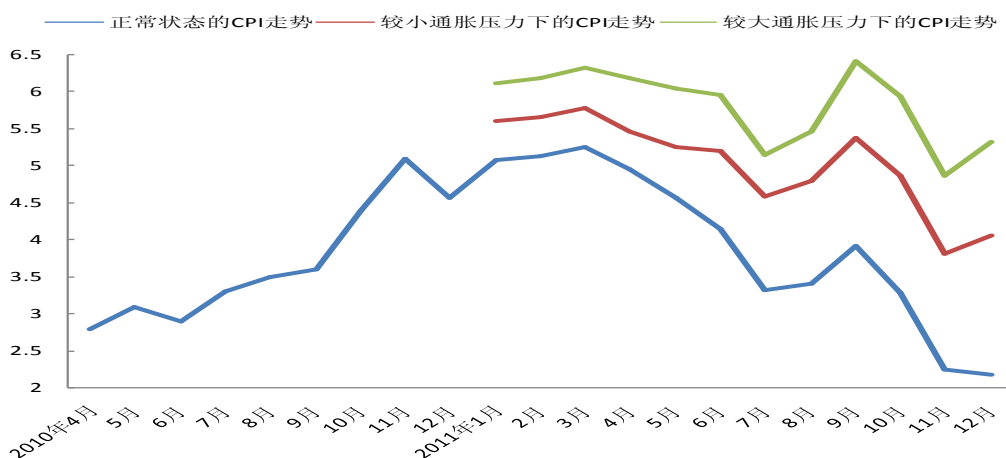
1、探寻CPI走势及其顶部

一, 正常计算方法: 若 2011 年各月 CPI 按常年正常规律运行, 即我们选取 1999—2010 年 12 年间各月 CPI 的环比值为样本, 以其均值作为 2011 年各月的环比增速, 以此计算出 2011 年全年 CPI 同比上涨 4.0%, CPI 1-3 月份达到高点, 分别为 5.1%、5.1%和 5.3%, 随后逐步回落 (图 11)。

二, 小幅上浮通胀压力情况下的预测: 即在正常情况基础上增加一定通胀压力 (环比值上浮 10%并适度考虑 CPI 跳涨)。以此计算出的 2011 年全年 CPI 同比上涨 4.7%, CPI 在一季度达到高点, 1-3 月份分别为 5.6%、5.7%和 5.8%, 随后逐步回落; 在 9 月份有小幅反弹, 然后继续回落 (图 10)。

三, 考虑较大通胀压力下的计算: 即在常年正常情况基础上增加考虑较大通胀压力 (环比值上浮 20%并考虑 CPI 跳涨), 则 2011 年全年 CPI 为 5.7%, 共有 6 个月份超过 6%, 9 月份是全年高点, CPI 同比上涨 6.4% (图 10)。

图 11: 2011 年各月 CPI 走势预测



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

2、2011 年CPI预测值的修正及风险因素

对于以上三种预测 CPI 的计算方法, 我们根据它们出现的机率进行调整。如果按正常状态 50%、较小压力测试下 30%、较大通胀压力下 20%进行加权, 则 2011 年 CPI 上涨 4.5%; 若分别按 40%、30%、30%进行加权计算, 则 2011 年 CPI 涨幅为 4.7%。

其实, 鉴于 2011 年国内经济形势、政策已经开始转向以及政府强力的行政干预抑制通胀等因素, 我们倾向于认为, 本轮通胀失控的可能性较小, 高于 2008 年的可能性不大 (2008 年 CPI5.9%)。

另外, 2011 年国家统计局将对 CPI 调查方案进行例行调整, 涉及对比基期、权数构成、调查网点和代表规格品的调整。其中 CPI 权数构成的调整最受关注。我们认为, 从理论上说, 这一调整自然会影响到价格总指数的计算, 但影响的方向和影响程度的大小, 既取决于权数构成的调整力度, 也受到分类价格指数高低的影响。因此, 从长期看, 这一影响基本上可以忽略不计。

由于预期食品价格的权重会下降, 因此, 只有在食品价格持续上涨、而权重提高的类别涨幅不大的情况下, 才会造成 CPI 的轻微低估。

综上, 我们预计 2011 年全年 CPI 在 4.5%左右。

至于风险因素, 我们认为在于两个不确定性: 一是 2011 年春节之后各月的 CPI 会不会再次出现跳涨。若再次出现 2010 年 10 月和 11 月份的跳涨, 则全年 CPI 走势还会有所变化。二是国际商品价格会不会大幅上涨。若国际油价大幅上涨, 则会对国内 CPI 形势上涨较大压力。

从全球角度看, 明年无论国际经济如何发展, 国际商品价格出现上涨是大概率事件。原因就在于美元、欧元、日元等主要货币流动性过于泛滥。如果欧美等发达经济体经济再次出现问题, 部分国家不得不延续宽松的货币政策, 甚至加大宽松力度, 最典型的是美联储会不会实施

第三次量化宽松 (QE3)，如果实施，国际商品价格必将借机大涨。相反，若全球经济加快复苏，则需求增加便会成为推动商品价格上涨的借口和机会。这些借口之所以能够成立，并不是因为供求关系出现了大问题，而是因为流动性太多。从目前情况看，2011 年全年美国失业率不会明显下降，因此，美联储在 2011 年很可能仍然不会加息。在这种情况下，炒作者可以放心使用廉价美元。

若我们的上述推断成立，中国将面临较为严重的输入性通胀局面，这将导致我们的预测结果与实际情况有较大的偏差。

二、货币政策后撤：回归“稳健”进行时

2010 年 12 月，央行及最高决策层宣布，中国的货币政策将从“适度宽松”转向“稳健”。这标志着实行了两年之久的宽松货币政策正式落幕，中国的货币政策自此步入回归稳健的轨道。

货币政策周期服从于经济周期，货币政策转向的动因是基于宏观经济基本面的变化而进行的“相机抉择”。货币政策其实是一种常态和中性的货币政策，货币政策回归稳健的过程就是货币正常化的过程。那么，什么是货币政策的常态呢？我们认为，是从 2009 年、2010 年过于宽松的状态适当后撤，并逐步恢复到 2009 年实施宽松货币政策之前的状态。

以下我们通过对货币政策工具和宏观经济进行指标化度量，来衡量经济和货币的中性状态。

（一）稳健货币政策的指标化度量

从货币政策周期的角度观察，我们发现，在 1999-2008 年的 10 年间，前 9 年都执行的是稳健的货币政策，只有 2007——2008 年间实施过 1 年左右的适度从紧的货币政策。我们据此选取这十年为样本区间，从数量型指标 (M2、信贷增速、人民币存款准备金率) 和价格型指标 (1 年期贷款基准利率、1 年期存款基准利率及贷存利差) 两个方面来度量货币政策的中性水平。

1、对数量型指标 (M2、信贷增速) 的度量

1999-2008 年，M2 各月增速在 12.9%-21.55% 之间波动，简单平均值 16.42%，标准差为 2.15%；一个标准差的区间是 14.27%-18.57%。1999-2008 年，年末人民币信贷余额由 9.4 万亿元增加到 30.3 万亿元，信贷余额年度增速在 10.60% 和 23.90% 之间波动，平均值为 15.30%，标准差 2.92%，一个标准差的区间是 12.38%-18.22% (表 3)。

表 3：稳健货币政策的指标度量 (单位：%)

		M2(月)	信贷增速(月)	人民币存款 准备金率	贷款利率 (6 月-1 年)	存款利率 (定期 1 年)	利差
1999-2008	平均数	16.42	15.30	8.30	5.91	2.33	3.58
	标准差	2.15	2.92	3.23	0.64	0.69	0.22

最小值	12.90	10.60	6.00	5.31	1.98	2.61
最大值	21.55	23.90	17.50	7.47	4.14	3.60
2010 年 12 月	19.72	19.90	18.50	5.81	2.75	3.06

资料来源: Wind 中国银河证券研究部

而目前的实际情况是,截止到 2010 年 12 月末, M2 的增速为 19.72%, 2010 年末信贷余额增速为 19.90%, 人民币存款准备金率为 18.50% (2011 年 1 月份进一步上调至 19%), 创出历史新高。

对过对比,我们发现,目前的 M2 增速高出中性水平 3.3 个百分点,表明货币供应量增速仍然较快,货币环境过于宽松;信贷余额增速高出中性水平 4.6 个百分点,表明信贷投放依然偏快;存款准备金率迭创新高,反映出这一数量型工具在控制货币信贷增长过快方面被赋予了过重的责任。

鉴于稳健的货币政策刚刚实施,数量型指标的实际值与中性水平有较大差距并不奇怪,这也意味着,货币政策回归稳健需要一个过程,并非朝夕之间就能完成。我们预计,2011 年 M2 和信贷增速相比于 2010 年均会有所下降,并逐步向常态水平回归,但是,不会在短时期之内快速下降。这主要是考虑到平稳货币政策是以保证经济正常平稳运行为前提,如果再考虑到 2011 年是“十二五”开局之年,许多新项目要开工这一客观情况,新增信贷并不会比 2010 年的 7.95 万亿元大幅减少,到 2011 年末, M2 和信贷增速完全回落到中性水平仍然存在较大压力。

我们还注意到,近年人民币存款准备金率一直在高位运行,考虑到央行对数量型货币工具的偏爱,在 M2 和信贷增速没有出现明显下降的情况下,人民币存款准备金仍会高位运行。

2、对基准利率中性水平的度量

就利率水平看,1999-2008 年,一年期存款基准利率的波动范围是 1.98%-4.14%, 各次调整后利率水平的简单平均值为 3.06%;若以时间加权,平均值为 2.51%。一年期贷款基准利率的波动范围是 5.31%-7.47%, 各次调整后利率水平的简单平均值为 6.39%;若以时间加权,平均值为 5.91%。一年期存贷款基准利率差额波动范围是 2.61%-3.60%,以时间加权,平均值为 3.58% (表 3)。

而目前的情况是,一年期存贷款利率分别为 2.75%和 5.81%,一年期存贷款基准利率差额为 3.06%。利率水平还有一定的上行空间,利差处于正常状态。这就意味着存款基准利率还有 25 个基点的提升空间,若每次加息 25 个基点,可以再加一次;而从贷款利率的角度观察,贷款基准利率还有 58 个基点的上行空间,还可以加息两次。

(二) 宏观经济运行的指标化度量

1999 年-2008 年这 10 年间,平均 GDP 年增速为 10.39%,波动幅度为 7.60%-14.50%。同时期 CPI 的平均增幅为 1.79%,但是波动幅度较大,从最小-2.20%到最大 8.70%。我国稳健货币政策时期 GDP 的中性水平在 10.39%, CPI 的中性水平为 1.79% (表 4)。

表 4: 经济指标及利率指标考量 (单位: %)

	GDP(年/同比)	CPI(月)
1999-2008	平均数 10.21	1.79
	标准差 1.96	2.53
	最小值 6.50	-2.20
	最大值 14.50	8.70
2010	10.30	3.30
2011 (F)	9.50	4.60

资料来源: Wind 中国银河证券研究部

我们预测 2010 年 GDP 是 10.20%，2011 年 GDP 增速为 9.50%，小幅下降，GDP 在正常水平范围内变动。2010 年 CPI 涨幅为 3.30%，2011 年预计为 4.60%，均明显高于中性水平。若从月度数值来看，2011 年一些月份将超出 5%，甚至不排除逼近 6% 的可能。

由此可见，经济增长处于正常水平，通胀水平明显偏高。通胀水平上升是目前宏观经济运行面临的主要风险。

(三) 货币政策回归稳健过程中工具箱的运用

观察 2010 年以来央行对货币政策工具箱的运用，可以发现，运用公开市场操作调控银行体系流动性、倚重贷款额度管理来调控信贷投放、以存款准备金率对冲外汇占款增长和抑制商业银行放贷冲动，是常用的数量化组合，对加息、升值等价格型工具的使用一直持谨慎态度。

我们预计，2011 年，在货币政策回归稳健过程中，央行会根据宏观经济和金融市场运行的具体情况，仍主要通过这些工具进行组合操作。

公开市场操作（主要是央票发行和正回购操作）是货币当局调控银行体系流动性的常态工具，它的运用仍然会比较频繁，但其功能仅限于短期调控流动性。

信贷额度控制这一行政色彩较浓的政策工具还会继续发挥作用。信贷伸缩是引致经济不稳定的源泉，尤其会对经济的短期波动产生直接影响。鉴于它在 2010 年在管控信贷总量和投放节奏方面的较好表现（表 5），2011 年，央行和银监会对其仍会相当倚重。

表 5：信贷额度管理对控制 2010 年信贷总量和投放节奏功不可没

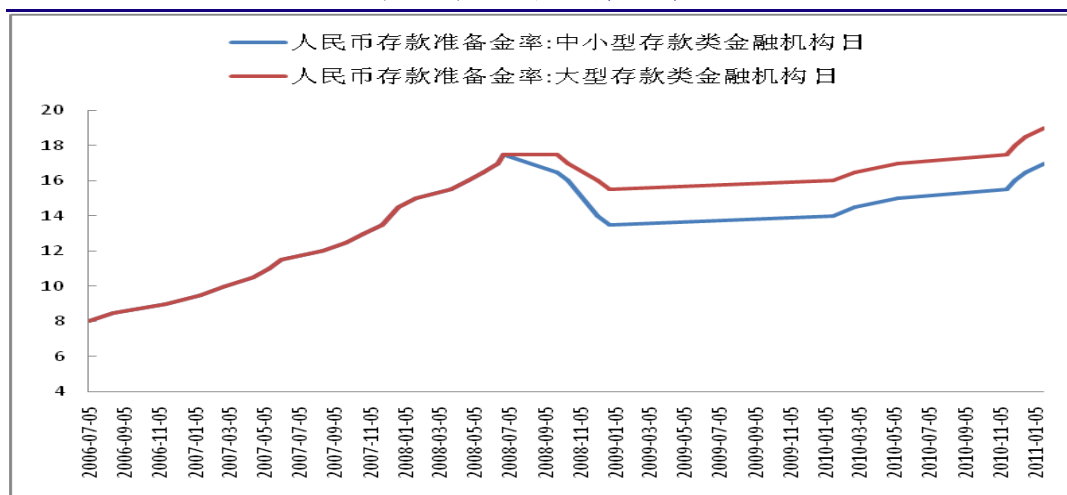
新增人民币贷款季度占比（亿元）						
年度		全年总量	一季度占比	二季度占比	三季度占比	四季度占比
2007	季度占比		39.20%	30.80%	22.50%	7.50%
	季度贷款额	36,337.00	14,231.00	11,208.00	8,178.00	2,720.00
2008	季度占比		27.10%	22.70%	21.00%	29.20%
	季度贷款额	49,036.00	13,304.00	11,148.00	10,278.00	14,306.00
2009	季度占比		47.80%	29.10%	13.40%	9.70%
	季度贷款额	95,769.00	45,800.00	27,863.00	12,830.00	9,276.00
2010	季度占比		34.70%	25.53%	21.01%	20.75%

季度贷款额 795,00.00 26,000.00 20,300.00 16,700.00 16,500.00

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

存款准备金率将继续被赋予重任。法定存款准备金率兼具对冲流动性和抑制商业银行贷款能力的功能，冻结资金迅速有效，长期以来受到货币管理当局的青睐。尽管目前已创出 19% 的历史新高（图 12），但在目前国内流动性偏多、通胀压力较大、汇率体制比较僵硬、利率调整受到一定制约的情况下，未来一段时期，金融机构存款准备金率仍有继续上调的空间。从央行已经释放的信息来看，在今后一段时间，存款准备金率统一上调和差别上调有可能会同时进行。我们预计，上半年初可能偏重于统一上调并启动差别上调，二季度以后，会根据不同金融机构的资本充足率、经营稳健性和贷款投放的具体情况，实施动态的、有差别的存款准备金率制度。

图 12：存款类金融机构法定存款准备金率已刷新历史高点（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

三、对本轮加息周期“时空”的预测

（一）加息货币政策回归“稳健”的应有之义

从短中期来看，通货膨胀已成为中国宏观经济运行的主要风险。由于通货膨胀从根源上讲是一种货币现象，管理通胀预期、抑制通货膨胀首先就应该由货币政策来担纲，而最有效的手段就是提高存贷款基准利率水平。

然而观察一个时期以来央行动用货币政策工具进行操作过程，我们不难发现，央行进行货币调控主要依赖数量型工具，对于价格型工具（主要是利率）的使用一直比较谨慎。原因可能在于：由于中国仍处于市场经济秩序发展阶段，利率信号会遭到各种各样的扭曲，无法充分发挥资本价格指导作用。而央行货币政策独立性较弱导致的利率工具运用节点的滞后，更无形中强化了此一情形。其次，利率工具是通过资金成本起作用，过程间接，不太容易产生立竿见影的效果。对于习惯以快刀斩乱麻的方式来熨平经济周期的调控者而言，利率显然不是一件十分趁手的工具。此外，对利率这一总量性工具的强调，客观上也对各有关部门提出了让渡自身行

政调控权的要求，显非各方所乐见。

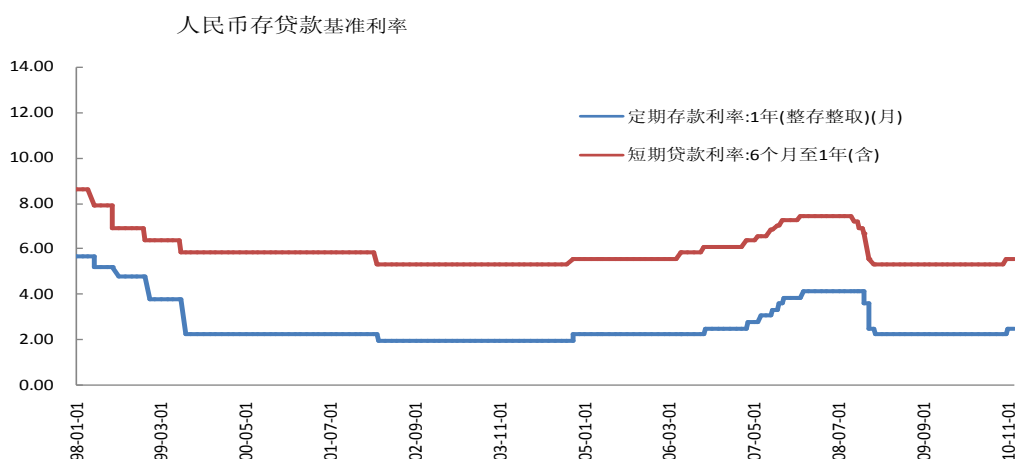
价格型工具使用偏好缺乏的一个显著结果，就是偏行政性调控工具的勃兴。行政调控不仅没有有效熨平波幅，有时反而扩大了震荡区间。过多运用行政性干预手段进行宏观调控，既不利于市场主体政策规则预期的稳定，也不利于市场经济秩序的完善。

由此观之，及早淡化宏观调控的偏行政化色彩，在数量型工具运用到极致的情况下，为利率等价格型宏观政策工具及早和更好地发挥调节总需求的作用让渡出更多的空间，以促成市场化调控工具与市场秩序发展的良性循环，才是驶出中国特色宏观调控险滩的正确航道。

近期经济运行的事实也证明，仅靠数量型工具已很难有效调控流动性和抑制通胀。2010年四季度以来，央行已经数次上调存款准备金率，结果并不理想。12月末M2连月反弹，新增贷款继续处于高位。原因就在于抑制流动性泛滥，不能仅从抑制资金供给方面着力，更需要从抑制资金需求角度发力。因此，提高基准利率、抑制资金需求才是调控流动性、抑制通货膨胀的根本性措施，而且宜早不宜迟。

我们注意到，在来势凶猛的通胀面前，货币管理当局已经启用了利率工具，分别在2010年10月20日和12月26日两次上调了存贷款基准利率（图13）。这显然是必要的。一是通过提高存款利率，有助于弱化负利率和稳定居民存款及其预期，通过提高贷款利率有助于降低企业及个人的信贷需求，从两个层面缓解通胀压力；二是有助于进一步抑制住房投资投机和房地产开发，抑制资产价格泡沫；三是有助于减弱人民币迅速升值的市场预期，降低短期内加速升值的必要性。从中长期看，加息有助于平抑经济波动，推动经济均衡健康发展，也释放中国进一步调整经济结构的信号，传递加快发展方式转变的决心，表明中国将更注重经济发展的质量而非速度。

图 13：1998 年 01 月——2010 年 11 月基准利率走势（单位：%）



资料来源：中国人民银行 中国银河证券研究部

但通过观察，我们发现，货币管理当局对加息常常表现出踌躇和谨慎之态；在加息时机的选择上，往往滞后，而且还刻意带有“逆预期”调控的色彩，即央行往往在市场预期加息时不加，反而在市场预期不加息时加息。我们认为，央行没有必要在加息时机的选择上追求“出其不意”的效果，相反，应顺应客观情势和市场预期，在认为有必要加息时就断然出手。原因其

实很清楚，合乎预期的政策措施才能引导预期，也更容易收到事半功倍的效果。

（二）加息空间预测：提升空间还有多大

央行在 2010 四季度启动加息进程，标志着中国的利率政策步入加息周期。尽管对于中国是否已经进入加息周期各界尚存争议，但对目前实际利率偏低、需要进一步调高这一事实，则无争议。那么，中国央行在 2011 年加息的空间有到底有多大呢？我们将通过历史上中性利率水平和未来通货膨胀程度两个方面来进行测算。

1、从中性利率水平衡量还有 25—50 个基点的提升空间

通过前述“稳健货币政策指标化度量”的考察，我们得出一年期存款基准利率中性水平的均值上限为 3.06%，一年期贷款基准利率中性水平平均值为 6.39%。对照目前的情况，一年期存款贷款利率分别为 2.75%和 5.81%，可以看出，一年期存款基准利率的上调空间只有 34 个基点的空间，若每次加息 25 个基点只能加息 1 次；一年期贷款基准利率的提升空间有 70 个基点，若每次提升 25 个基点，还能加息 2-3 次。这就意味着两次加息之中有一次不对称加息。

不对称加息意味着贷存利差空间有 0.25%的上升，但由于目前存贷款利差 3.06%处于正常水平的下端，这一事实支持不对称加息。除非货币当局有决心和意图进一步不再扩大商业银行的利差空间。因此，**2011 年加息 1—2 次便成为大概率事件。**

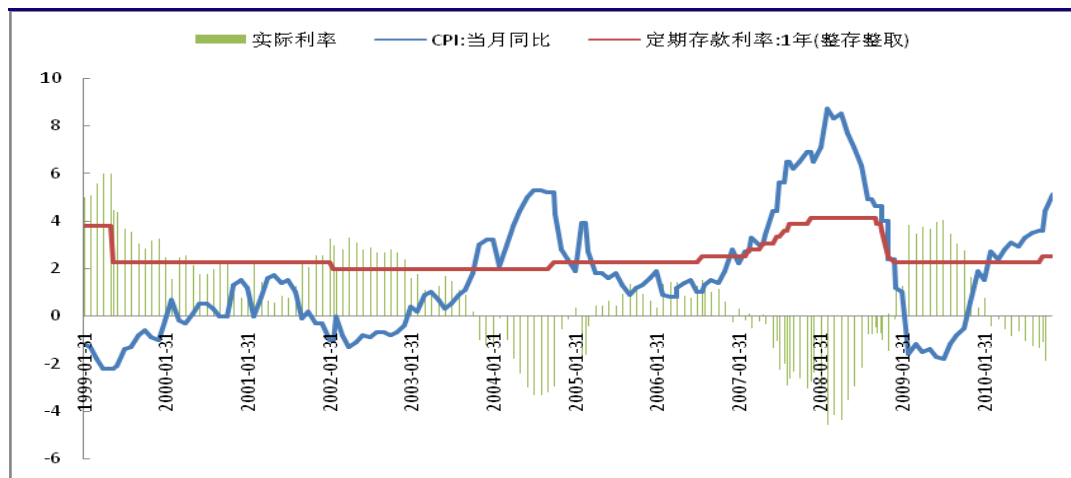
2、从“负利率”容忍度看有 25 个基点的上调空间

前瞻地看，今后加息预期会有多强，基准利率上调的空间还有多大，取决于 2011 年通胀水平有多高。

在本文第一部分“本轮通胀预测”中指出，2011 年 CPI 涨幅的波动范围在 4%—5.7%之间，加权计算的中值水平为 4.6%。参考历史上实际“负利率”的状况，我们可以从存款基准利率方面对加息空间进行推算。

在 1999-2008 年 10 年间，我国共经过两次明显的实际负利率时期（图 14）。第一次是 2003 年 11 月—2005 年 3 月，持续 16 个月；第二次是 2006 年 12 月—2009 年 10 月，持续时间长达 22 个月；2010 年 2 月以来则为第三个“负利率”时期（表 6）。

图 14：实际利率水平考察（单位：%）



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

第一个负利率时期的负利率程度为-1.66%，第二个负利率时期的均值为-2.03%，两次平均为-1.88%。如果 2011 年 CPI 涨幅为 4.6%，则推算出一年期存款基准利率介于 2.57%—2.94%之间，而目前一年存款基准利率为 2.75%，按上限来衡量，还有加息一次 25 个基点的空间。

表 6: 负利率周期考察 (单位: %)

	时间	月数	平均数	标准差	最小值	最大值	存	CPI
第一次	2003/11-2005/3	16	-1.66	1.13	-3.32	-0.12	2.06	3.73
第二次	2006/12-2008/10	22	-2.03	1.46	-4.56	-0.18	3.64	5.68
平均		19	-1.88	1.33	-4.56	-0.18	2.98	4.86
第三次	2010/2-至今	10	-1.08	0.7	-2.6	-0.15	2.57-2.94	4.6

资料来源: Wind 中国银河证券研究部

综合上述分析，我们认为，在 2011 年，加息空间有 25—50 个基点；若每次加息 25 个基点，能加 1—2 次；如果加两次，其中一次为不对称加息，即贷款加存款不加。最为可能的情况是对称加息 1 次。

(三) 加息时点预测：时间窗口集中在上半年

结合 2011 年的通胀走势来看，CPI 出现“前高后低”的可能性较大，剔除春节因素，3—6 份，CPI 均在相对高位运行，我们由此推断，加息的时间窗口也将集中在上半年。以下我们按加息一次或两次分别进行预测。

1、若加息一次，春节过后的一季度是时间窗口

受春节因素的影响，1、2 月份 CPI 将在高位运行，如果央行出手果断进行前瞻性加息，春节过后是时间窗口；按照我们的测算，3 月份 CPI 是年内高点，第一次加息也应该在该月 CPI 数据出炉前后宣布。

2、若加息两次，4月份再加息的可能性大

在这种情况下，我们对第一次加息不用再赘述。第二加息的时间窗口出现在4—6月份，而以4月份的可能性最大。

3、扰动加息“时空”的因素分析：“疑似滞胀”的干扰

从宏观经济运行的角度来看，受季节性因素、基期水平和工业行业重新步入去库存等多因素的影响，2011年一季度整体宏观经济运行将呈现“高通胀、低增长”的特点，我们称之为“疑似滞胀；在第二季度，随着去库存接近尾声，在信贷和投资的双重推动下，经济增长有望重拾升势，通胀虽有回落但仍处于相对高位，“胀而不滞”的特征明显。

若货币管理当局对此缺乏前瞻性的预判，反而受到“滞胀杂音”的干扰，必将对加息的时机选择形成重大影响，这会导致我们的预测与实际情况产生较大的偏差。

（四）加息周期再认识与利率政策观察期

中国是否已真正进入加息周期？对此，尚存争议。我们认为，现在利率的上调是对以前利率过低的修正，一旦基准利率回复到中性水平，确实存在持续加息的理由。具体如下：

其一，未来一段时间，虽然中国经济肯定会发生通胀，但经济增长仍面临较多国内和国际不确定性。国内的不确定性主要来自房地产调控；国际不确定性，主要来自于美国经济和美国经济政策。

从近二十年来历史看，持续加息、形成加息通道有两次，一次是90年代中期的“软着陆”时期，一次是2007年。2007年持续加息的背景是中国经济出现过热和明显通胀。当年一、二、三季度GDP增速分别达13%、13.8%和13.4%；当年3月份后CPI持续攀升，6月份达到4.4%，7月份达到5.5%，8月份达到6.5%，9-12月均在6%以上。同时，国际经济增长强劲，当年世界经济增长5.2%，为数十年来的最高增速。

正是在经济过热和明显通胀的双重压力之下，央行在2007年3月-12月间连续六次加息。然而，与2007年不同，目前中国经济稳步增长的势头尚待确认，通胀率也没有超出正常范围；明年发生经济过热的可能性也很小。因此，在当前经济形势下，没有必要持续加息；明年的中国经济也难以承受持续多次加息。

基于上述分析，我们认为，在偏低的利率水平得到纠正之后，宏观经济基本面并不支持进一步的持续加息，中国的利率政策很可能在下半年将进入一个观察期。除非世界经济在下半年快速步入复苏，中国经济也顺势进入新一轮的强劲增长周期。

（五）加息困境的解决之道：存款基准利率上浮

在基准利率上调至中性水平之后，如果受国际经济环境影响，中国的通胀水平继续上升，而经济增速并不支持进一步加息的话，为抑制通胀，基准利率水平（尤其是存款端）的提升便会出现瓶颈，在此情形下的解决之道是：加快推进利率市场化改革进程，尽快推行实行存款基准利率上浮制度。

回顾中国的利率市场化进程，我们发现，至 2004 年 10 月，商业银行的贷款上浮取消封顶；下浮的幅度维持在基准利率的 0.9 倍。相反，在存款利率方面，只允许商业银行的存款利率下浮，而且下不设底；但却不允许存款利率上浮。

我们认为，为抑制通胀，兼顾经济增长，同行应加快推进利率市场化改革，尽早允许商业银行实行存款基准利率上浮。变加息预期为商业银行的市场定价，是未来货币政策的必然选择。

插图目录

图 1: 四轮通胀 CPI 涨幅波动情况 (单位: %)	2
图 2: 工业出厂价格指数 (PPI) 近期加速上扬 (单位: %)	2
图 3: 除食品之外的分类 CPI 环比在加速上行	3
图 4: 一年来农产品价格批发价格总指数走势 (单位: %)	4
图 5: 农副产品在历次通胀中往往涨幅巨大 (单位: %)	4
图 6: 粮食增产并不能导致粮价下跌 (单位: %)	5
图 7: CPI 涨幅与 GDP 和 M2 增速呈正向关系 (单位: %)	7
图 8: 中国的实际平均工资步入上升期	8
图 9: 2011 年各月 CPI 中的翘尾数据 (单位: %)	9
图 10: 翘尾数据与整体 CPI 的高点往往并不重合 (单位: %)	9
图 11: 2011 年各月 CPI 走势预测	10
图 12: 存款类金融机构法定存款准备金率已刷新历史高点 (单位: %)	14
图 13: 1998 年 01 月——2010 年 11 月基准利率走势 (单位: %)	15
图 14: 实际利率水平考察 (单位: %)	16

表格目录

表 1: 1990 年代以来四次 CPI 起落时间和跨度	1
表 2: 2008 年一些过剩行业的产能利用率	6
表 3: 稳健货币政策的指标度量 (单位: %)	11
表 4: 经济指标及利率指标考量 (单位: %)	12
表 5: 信贷额度管理对控制 2010 年信贷总是和投放节奏功不可没	13
表 6: 负利率周期考察 (单位: %)	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

张新法，宏观研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908