



中心-外围论

——下半年投资策略之宏观篇（1）：过渡期的总路线

内容摘要

- 在 2013 年之前，中国经济将进入过渡期，大起大落已经不是这个时代的特征。谋定而后动，是过渡期的基本原则，转换分析逻辑为谋者之首。水落石出，总量分析让位于结构分析，结构主义当大行其道。
- 中国经济是一个等待手术的病人，市场内生力量与结构性恶化的博弈贯穿其中。博弈的结果是“强中心”与“弱外围”特征愈发明显。
- 过渡期，中国经济将在一个箱体运行，增长收敛，通胀成慢性病，经济弹性减弱。但中国不会硬着陆，通胀也在政府可控的轨道内运行，外部冲击因为国际需求的收缩而减弱。
- 过渡期政策以维护既得利益为基本原则，政府负债扩张之路尚在途中，但未到全面解决结构性问题之际。房地产政策不会转向，风险的化解依赖于房地产资本化与资本市场的发育。货币政策将会定向宽松。
- 过渡期生产弹性弱化。下半年，成本的下降将阶段性增强经济的弹性，从而迎来周期探底后的反弹。6-7 月生产环比触底，10 月左右同比触底向上。
- 中心与外围的形成是市场自我演化的必然，更是政策催化的结果。资本分布与产业利润的差异在组织创新的作用下，中心与外围分化严重。外围与中心的联通产生了一种“傍大款”的商业模式。
- 过渡期投资的不确定性主要来源于政策的不确定性。周期变换中弱平衡的利益格局受到些许外部力量的冲击将会产生系统性的风险。
- 下半年，现金不为王。按“强中心”与“弱外围”的逻辑配置股票资产，中心的动态化与外围的专业化是核心。对于债券来讲，难觅趋势性机会，以获取高息票为主。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn 010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn 010-85130973

执业证书编号：S1440206070030

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn 010-85130608

执业证书编号：S1440210050001

王洋

wangyangbj@csc.com.cn 010-85130386

执业证书编号：S1440110040076

刘之意

liuzhiyi@csc.com.cn 010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

联系人：

李树培

lishupeit@csc.com.cn 010-85256321

施同亮

shitongliang@csc.com.cn 010-85256325

首发日期：2011 年 7 月 13 日

相关研究报告

2011.07.13 《穿越激流》

2011.07.13 《猪啊，你伤不起》

2011.07.13 《云龙三现》

2011.07.13 《平平淡淡才是真》

2011.07.13 《中流砥柱》

2011.04.20 《嬗变：穿越刚性》

2010.12.10 《新起点：嬗变与冲击》

目 录

引言：谋定而后动.....	1
一、 过渡期研究的基本逻辑.....	4
1.1 中国经济进入过渡期--2013 年前等待手术.....	4
1.2 过渡期的特征.....	4
1.3 过渡期的研究重点.....	4
1.3.1 库存周期的解释力开始弱化	4
1.3.2 内生增长力量与过渡刺激后遗症的博弈	5
1.3.3 过渡期要解决的主要是刚性穿越问题	5
1.3.4 过渡期以寻找主导产业为主要目标	5
二、 过渡期经济增长收敛.....	6
2.1 中国经济不是十足的刚性:没有硬着陆	6
2.1.1 硬着陆的历史规律总结	6
2.1.2 硬着陆必须具备的条件	7
2.2 中国经济增长保持适度弹性: 内生增长动力还在	7
2.3 中国经济增长收敛: 全球需求收缩, 低位顺差	11
2.3.1 全球面临需求收缩, 通胀高位运行的窘境	11
2.3.2 QE2 之后的美国----攘外必先安内	12
2.3.3 外贸小幅度顺差, 制造业美元减少	15
2.3.4 资金外流概率不大	15
2.4 中国经济增长收敛: 内需扩张相对明确	17
三、过渡期通胀已成慢性病	19
3.1 一个概率几乎为零的事件----通货紧缩	19
3.2 通胀是过渡期的常态.....	19
3.3 通胀高位运行持续时间更长.....	19
3.4 CPI 三季度压力依然很大, 全年或达 5.3%	21
四、过渡期政策以平衡利益冲突为主	22
4.1 负债扩张放缓, 但未到调整之时, 防止星星之火蔓延.....	22
4.2 房地产政策不会转向, 全面放松不可取	24
4.3 货币紧缩结构变化, 定向宽松.....	26

五、 生产弹性弱化下的周期反弹	28
5.1 生产弹性减弱是趋势，中游相对稳定	28
5.1.1 弹性减弱是趋势	28
5.1.2 中游弹性相对稳定	28
5.2 经济弹性阶段性增强--成本压力暂时缓解	29
5.2.1 原材料的成本下降	29
5.2.2 资金成本下降	30
5.3 弹性回升的结果--先探底再回升	31
六、强中心-弱外围是过渡期确定的产业特征	31
6.1 中心-外围的基本含义--只是强弱，不是大小，无关所有制	31
6.2 中心的形成与演化	32
6.2.1 中心形成的原因---市场的作用	32
6.2.2 中心形成的原因---政府的作用	34
6.2.3 中心的演化路径	34
6.3 外围的形成与演化	36
6.3.1 外围形成的原因	36
6.3.2 外围的演化路径	36
6.4 中心与外围的连通	37
七、过渡期的不确定性	38
八、资产配置	38
8.1 影响投资的宏观变量图示	38
8.2 配置的基本逻辑	39
8.2.1 股票的配置--弱外围,强中心	39
8.2.2 债券的配置:难觅趋势性机会，以获取高息票为主	39
九、宏观数据预测	40

图表目录

图 1: 2010 年 10 月以来中周期演进的基本结论及未来的命题.....	3
图 2: 1980 年以来中国经历过三个硬着陆	7
图 3: 内需的修复——工业品外销率下降, 但贸易条件恶化	8
图 4: 内需的修复——地域人口结构的变化	8
图 5: 内需的修复——城市化率整体提升, 中部提升最快	9
图 6: 内需的修复——中部消费占比提升	10
图 7: 农村消费明显回落	10
图 8: 内需的修复——上游产业销售利润率没有恢复到 2005 年的水平, 其它已经超过	10
图 9: 巴西、澳大利亚经济增速回落, 通胀持续走高	11
图 10: 中、印经济增速回落, 通胀形势严峻	11
图 11: 欧洲经济增速趋于平缓, 通胀形势不容小觑	12
图 12: 美国经济新一轮的中周期已经启动	12
图 13: 美国经济进入新一轮库存的下行期	12
图 14: QE2 对美国的经济增速, 投资与消费增速效果均不明显	13
图 15: 美国失业率下降, 产能利用率的提高效果明显	13
图 16: QE2 对美国通胀水平的不断走高有显著影响	13
图 17: QE2 使美元指数持续走弱, 对房地产市场影响不明显	13
图 18: 美国政府支出占 GDP 的比重已连续数个季度下降	14
图 19: 美国政府消费与投资增速显著回落	14
图 20: 美国的加息周期目前尚难启动	14
图 21: 顺差略有增长格局稍有变化	15
图 22: 人民币与美元兑欧元走势	16
图 23: 中国、美国短期国际资本流动	16
图 24: 中国与日本的国际短期资本流动	17
图 25: 中国与韩国的国际短期资本流动	17
图 26: 固定资产投资增速平稳, 投资主导经济增长格局未变	18
图 27: 消费企稳	18
图 28: 消费意愿止跌	18
图 29: 中日韩劳动年龄人口增长率	19
图 30: 部分省市最低工资标准增速	19
图 31: 食品涨幅超过历史平均值	20
图 32: 非食品涨幅超过历史平均值	20
图 33: CPI 涨幅超过历史平均值	20
图 34: CPI 非食品创新高	20
图 35: CPI 八大类普涨	20
图 36: 猪肉价格疯狂上涨	20
图 37: CPI 全年达到 5.3%	21



图 38: CPI 四季度艰难回落	21
图 39: 中央政府: 国债/中央财政收入	23
图 40: 居民部门: 贷款/存款	23
图 41: 银行部门: 资本充足率	23
图 42: 企业部门: 资产负债率	23
图 43: 房地产的资金压力	25
图 44: 房地产的库存压力	25
图 45: 房地产开发投资环比减缓, 建安及设备购置随工业增加值环比回落而回落	25
图 46: 投资扩张周期或达到阶段顶部, 房地产投资在保障房支撑下或不会显著回落	26
图 47: 月度新增人民币贷款 (亿元)	26
图 48: 债券市场和股票市场筹资额 (亿元)	27
图 49: 工业增加值与 GDP 产出缺口都显示中国经济弹性减弱	28
图 50: 工业增加值季调趋势项环比领先 PPIRM 季调趋势项环比 1-2 个月	29
图 51: 商品指数 CRB	30
图 52: 贷款余额趋势项环比领先工业增加值环比约 3 个月	30
图 53: 2011 年 10 月短周期回升趋势图	31
图 54: 我国同世界主要经济体 R&D 经费增速比较	33
图 55: 我国同世界主要经济体 R&D 研究人员比较	33
图 56: 行业集中度	35
图 57: 中粮集团产业链	35
图 58: 产融结合谱系 (昆仑系与英大系为例)	36
图 59: 金融租金 “核” 扩散	37
图 60: 资本资产定价视角下的宏观要素组合	39

表格目录

表 1: 全国陆地国土空间开发的规划指标	24
表 2: 2011-2012 年宏观数据预测	40

引言：谋定而后动

谋断合璧是投资家毕生追求的境界，得其一者为高手，二者皆得者不世出。

谋即为断，断即为谋。古人云谋定而后动，今人讲，走一步看一步。2011 年下半年的投资显然不是走一步看一步的事情了。根据我们结构主义的逻辑，若遵从一季度“周期复辟”，二季度“藏伏”的战略，则龙蛇已分。股市至此，看空者已经无多，但看多者未免又急不可耐。下半年以至于明年的投资不仅要从战术上考虑“买与不买”、“买大与买小”的问题，更要从战略上考虑好买了之后是否持有，如何持有的问题。所以问题的关键不是三季度，甚至不是四季度，而是 2012 年上半年会如何。

不论是战略还是战术都离不开对中周期真谛的理解。在我们的框架下，中周期的结果是改朝换代，是产业更替，更是利益格局重新划定，其过程则是市场自生能力与前期过渡刺激的不良后果的交锋。考虑结果是战略，思索过程则是战术。当前的市场纠结，来源于两种力量的博弈，一是中周期的向上力量，是为多的力量，二是过渡刺激之后遗留的泡沫问题，这是一种对以房地产为代表的泡沫必将破灭的担心，是为空的力量。这是市场多方和空方的根本差异所在。

周期的力量就是经济的弹性，而泡沫的问题实际上是在增长中中国经济的结构特征进一步恶化，他表现为成本的压力、资金的紧张、泡沫的膨胀、金融垄断的加强，企业生存环境的进一步恶化等等。严格意义上来看，这是一个中周期问题与长期结构性问题的博弈。结构性恶化是客观存在的，其问题的本质不在于是否其终将爆发，而是在于其爆发的时间，形式以及我们可以用什么手段去减弱他的影响。这又是一个对过程的描述，而不是纯粹讨论一种结果。所以，我们使用内生动力的弹性以及结构性恶化的解决方案这样的线索去分析当前中国经济一年内的的问题，总的纲领定义为《周期力量与泡沫问题》，这里面有几个问题需要讨论。

第一，在工业化和周期运行的历史中，经济增长方式的恶化与中周期的波动是长期并存的。如果以长波来定位，长波的衰退、萧条甚至复苏的前期都伴随着结构性的问题，所以，几乎一半的中周期是与结构性问题相伴随的，通过研究历史可以借鉴一个内生动力与结构性恶化的经验框架。从而对本轮 2009 年以来的中周期形态做一个推测，用逻辑框架说明周期的延续性及其力度，以及在周期力量的过程中结构性恶化因素的影响。其最终要解决的问题是，中周期是继续向上，还是需要等待，抑或是其他形态。

第二，中周期内生性变量的发展方向，这里包含了需求和弹性两个问题。库存问题，前期是产能问题，后期是需求问题，需求何来理论上看来是中周期的关键，但需求不可能直接研究，所以，需求的演化仍然需要从供需的视角去判断。这种供需的变化一定是表现为产业变化的此消彼长，这就是所谓的需求的结构性。所以，从成本和利润的视角看，主导产业向中游演进的逻辑已经基本顺畅。

需求一定是一个相对于供给的概念，中周期的内生动力主要是围绕产能利用率的变化、产能建设的结构变化来展开的，这就是从产能的角度去探索中国经济未来一年内的弹性问题。

第三、泡沫所导致的结构性恶化问题的解决时点、模式。中国最大的结构性问题就是房地产泡沫，其根源是货币的过度释放。所以，这个问题是围绕房地产产业链条内：房地产-地方债务-货币刺激循环的发展与演化展开的。泡沫问题的解决不是一蹴而就，至少从历史经验看，在没有出现多因素共振之前，我们仍可以通过某些手段来延缓它的爆发，市场仍将最终沿着在这样的政治经济趋势下的利润聚集地进行配置。所以，在此过程中，解决泡沫问题的手段对投资具有明显的指向意义。

第四，在上述研究的基础上，我们要解决中周期的驱动力问题。从上述研究来看，中周期的驱动力更多的不在于技术的创新，而是在于结构性的扩张和产业组织的垄断化。这是一种经济结构恶化的必然反映，也是必然的选择，所以，结构性的扩张就是经济的弹性，而垄断化就是未来公司成长的主线。

第五、在上述逻辑中，特别是结构性恶化问题的解决中，全球经济的演绎将具有越来越明显的影响。这种影响不在于中国的进出口，而在于在美国的周期演变，美国的增长与通胀会直接影响全球的大宗及流动性，这些问题，对中国结构性泡沫问题的影响具有延缓抑或是冲击的根本影响。

中国的经济在未来的两年中确实将出现一次异乎寻常的变动，这一点在我们所运用的结构主义经济学体系中已经给出了明确的先行信号，因此，从现在开始到 2012 年上半年，我们要改变不断短期化的思维方式，中周期的投资战略是歼灭战，这需要谋定而后动的淡定与果决。所以，我们这次推出的《周期力量与泡沫问题》系列，是我们对 2013 年之前中国经济的系统思考，也是一次对投资的前瞻性探索。

系列报告由以下内容组成：

- 1) 宏观篇：《中心外围论——过渡期的总路线》
- 2) 配置篇：《主导·中游·集中》
- 3) 周期理论篇：《云龙三现——再论周期律动的禅》
- 4) 周期力量篇：《周期力量——周期演进与结构恶化的博弈》
- 5) 周期弹性篇：《中游砥柱——周期弹性与行业弹性研究》
- 6) 泡沫问题篇：《飞越激流——过渡期的风险演进》
- 7) 美国周期篇：《房价触底，经济寻底》

正文：

二季度我们提出经济从惯性走向刚性是必然的趋势，资本市场是周期复辟而不是复兴，这一结论市场已经完全地验证。到现在为止，如果还不清楚周期复辟与周期复兴的关系，对于下半年经济走势则绝对是一头雾水。复辟与复兴并非只是字面上的不同，内涵相异是其本质所在。张勋复辟是 12 天，袁世凯复辟是 83 天，复辟往往指旧势力的重来，也指旧势力短期内在发展的过程中暂时占得了上风。其背后是新生力量受到压制，不论是出于何种动机，新生力量不够强大是其受压的根本原因。当新生力量足够强大了，那便是复兴了，一个新的时代便确立了。

图 1: 2010 年 10 月以来中周期演进的基本结论及未来的命题



新起点：新政治周期\紧缩周期\资本支出周期\制度变革周期

资料来源: 中信建投研发部

一个时代的确立，总是曲折的，从老到新都是要经历一个过渡期的，这个时代是大泽龙蛇，纷争不已。新的胜利者都是踩着旧的失败者的尸体昂首前行的。从二季度初，这场纷争已经开始。三季度是决定胜负的时节吗？这是市场最关注的一点。

正如我们在引言中所讲的，要谋定而后动。在中周期已经进入过渡期的时代，决定投资的重要因素不仅仅是短期的政策刺激，较长期的一些因素也必须考虑其中。过渡纷纭复杂的现实要求分析师进行创新，囿于已有的小小成绩特别容易落后于这个时代。

过渡期的投资需要一个总路线，本文尝试之。

一、过渡期研究的基本逻辑

从 2011 年二季度开始，经济刚性渐强，库存周期波动渐弱。下半年，投资的逻辑将发生较大的变化，把握这种逻辑的前提是明确中周期所处的阶段。

1.1 中国经济进入过渡期——2013 年前等待手术

中周期以十年为一个轮回，对于具体的时间划分不可机械地照搬过去。周期是存在的，但并不会依样画葫芦，中国过去，以及外国走过的路只能参考。经典的周期划分为衰退—萧条—复苏—繁荣四个阶段，现在显然是复苏与繁荣的过渡期。不过，这种划分对投资没有指导作用，因为这无法突出明确的时空特征。

我们所讲的过渡期明确的时间界限为 2013 年上半年，以中国政府换届为主要标志。之所以如此划分，几个重要的理由如下：

第一，在新的政治周期正式启动之前，制约中周期的结构性矛盾不会，也不能着手解决，制度上过渡。

第二，资本支出周期遭遇成本上升与需求下降的约束，市场遭遇刚性，市场上过渡。

第三，在 2013 年之前，世界经济依然难以恢复到危机前的高位平衡状态，世界新秩序重建过渡。

1.2 过渡期的特征

根据我们的理解，过渡期经济将具有以下鲜明的特征：

- 从增长到分配是最重要的宏观背景
- 富民与强国已经取代富国成为经济发展的新的目标
- 经济增长的主动力是市场，而不是政府
- 资本支出周期经受成本上升与需求下降的考验
- 政府最重要的任务是防止公共风险的恶化
- 决策者以维护既得利益为主要施政原则

1.3 过渡期的研究重点

在中周期的不同阶段，决定市场的因素是不一样的，其研究重点势必不同。

1.3.1 库存周期的解释力开始弱化

中周期的第一阶段，宏观上表现为政府强力刺激，经济衰退迅速结束，微观则表现为时空明确的两次去库存与补库存。此时库存周期可以解释一切。中周期的第二阶段，政府从强力刺激转化为强力收缩，库存波动的频度减弱，市场更加谨慎，库存周期的解释力退到第二位。在我们的逻辑下，寻找新的需求将是第一位的事情。

1.3.2 内生增长力量与过渡刺激后遗症的博弈

决定过渡期经济走势的核心是一种力量的对比。在资本支出周期中，市场内生的力量与过渡刺激后遗症之间此消彼长的博弈左右着通胀与增长的走势。中国经济自 2011 年二季度始，从惯性进入刚性。在穿越刚性的过程中，市场自生能力与结构性的恶化反复博弈。换句话说，过渡期的中国经济就是一个等待手术的病人，其结果可能如下：

- 痛苦地折磨两年，依靠药物维持，身体弱不禁风，
- 身体的机能恢复战胜病魔，手术毫无必要；
- 一边吃药，一边锻炼，病情不再恶化，手术仍有必要；
- 病情恶化，提前手术。

本报告旨在指出过渡期最可能的结果，并详尽刻画形成此种结果的路径，为投资提供宏观背景。

1.3.3 过渡期要解决的主要是刚性穿越问题

从相对微观的视角看，过渡期主要解决的是刚性如何穿越的问题。对于刚性的形成原因与穿越的方式，我们在二季报《嬗变：穿越刚性》中已经进行了深入的分析。成本与需求决定了市场的刚性，利益博弈决定了制度的刚性。我们看重的是穿越的过程，穿越的结果不是过渡期关注的重点。

1.3.4 过渡期以寻找主导产业为主要目标

中周期也是主导产业形成的周期，主导产业的形成需要从需求、技术、要素与制度四个方面进行寻找。每个中周期，主导产业的表现形式是不同的。主导产业能否形成，形成的时间等是由穿越的时间与力量决定的，理论上讲，主导产业并不一定就是新的产业，但一定是与上一个周期不一样的产业。

因此，研究主导产业形成过程中的业态将会是中周期非常重要的内容，也可以说是内涵所在。从这个意义上讲，过渡期才是结构主义真正表演的舞台。

二、过渡期经济增长收敛

对于过渡期的宏观背景的刻画，首要的问题是要回答增长与通胀的边界。投资不怕风险，怕的是不确定。近期的市场已限放大了这种不确定性，在六月的宏观报告《经济低位均衡》的引言中，我们就指出这种耸人听闻，以制造噱头为主要目的的分析是不负责任的。这种批判其实也是不负责任的，这都怪我们，只是指出其是不对的，为什么不对，好像分析得不透彻。

在未来一个相对长的过渡期，市场担心的问题一是经济增长的底线，二是通胀的高限。担心背后是泡沫的演化程度，是中国能否硬着陆，或者是是否必然要经历滞胀的局面。这些问题，看起来结论好象都确定的，实则不然。任一问题打开包装后都会发现情况不容乐观，善意的忽视是不行的。

2.1 中国经济不是十足的刚性：没有硬着陆

近期经济增长放慢的迹象开始显现。PMI 继续创下今年新低，工业增加值增长持续乏力，汽车、房地产销售均放缓，贸易顺差显著降低。特别是市场上流动性空前紧缩，银行间市场利率高涨，似乎 2008 年上半年银根紧缩的状况再次上演，市场上又喧嚣着一种中国经济硬着陆风险的传言。对此问题不回答，投资者始终不安心。

2.1.1 硬着陆的历史规律总结

从中国的三十多年的经历来看，每一个中周期的末端，中国经济都是经历一个硬着陆之后，在制度红利的释放后进入了新的开端。从季度增长看 1989-1990，1998-1999、2008-2009 年经济增长率分别是三个周期的次底点、底点。增长率低于均 7%，公认为是经济硬着陆。

温故而知新，从现在已有的研究结论出发，我们可以总结出诱发经济硬着陆的基本成因：

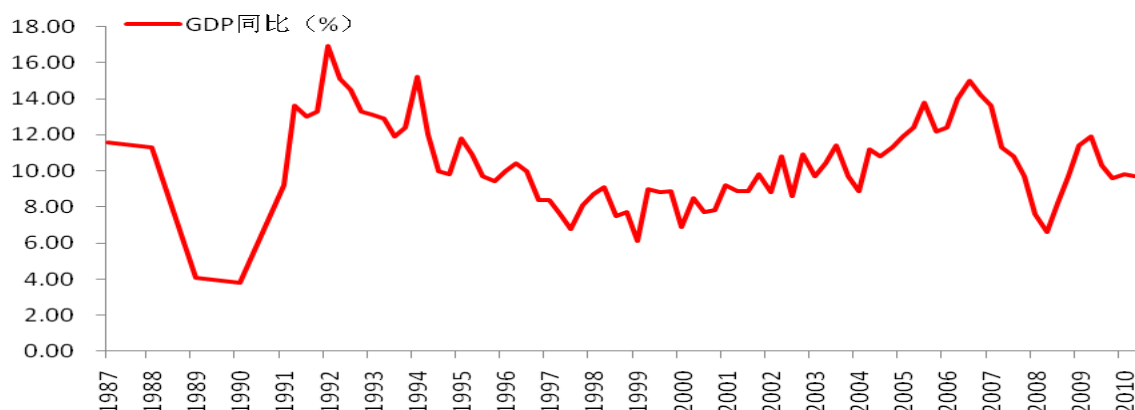
外因有三：

- 1) 内部政策失误。几次的硬着陆都是治理通胀手法过于单一，严厉的紧缩，扼杀了微观主体的活力。
- 2) 外部冲击。外部冲击主要表现为外需锐减，资金外流。
- 3) 社会问题。分配不公加重公共风险，政府无力应对增长。

内因有一：

4) 产业利润下行。长达十年的中周期的支柱产业走到了末端，利润率难以维持高的经济增长率。硬着陆的本质是通过革命的方式消灭旧势力，它意味着旧的周期的结束，也意味着新的周期的开始。在新周期开始后，有旧势力的周期复辟，但胜利的一定是新势力。

图 2: 1980 年以来中国经历过三个硬着陆



数据来源: wind, 中信建投研发部

2.1.2 硬着陆必须具备的条件

我们认为现在谈硬着陆为时尚早。首要之事必须得厘清硬着陆的经济学范畴。

其通常的经济学定义是如果一国实行的政策过紧，出现大幅度通胀后，紧接着会出现大规模的通货紧缩，导致失业增加，经济速度下滑过快，这可以叫做经济硬着陆。根据中国国情，我们认为：

- 1) 经济增长率 $\leq 7\%$ （政府容忍的最低标准）
- 2) 失业率 $> 4.5\%$
- 3) 通胀率 $\leq 0\%$

在这三个指标中至少符合其中一二项或全部符合才能说明中国经济出现硬着陆。显然，在一两年之内，中国经济不满足上述三个条件，因此我们认为，中国经济在过渡期内将不会硬着陆。

下面我们将会进入更加详细地论证。

2.2 中国经济增长保持适度弹性：内生增长动力还在

市场之所以会对中国经济硬着陆表现出浓厚的兴趣，一个直观的理由就是在中国政府已经不可能如 2008 年底那样的刺激后，市场的内生增长动力在刚性的约束严重削弱。现在有人讲中国经济是一个离开了 UCT 重症监护的病人，还要输液，还要打绷带，并没有离开医院。

因此，要回答中国经济能不能硬着陆，如同一个医生解释病人的状况一样，要回答的不是药好不好，而是要回答身体内在的力量怎么样。

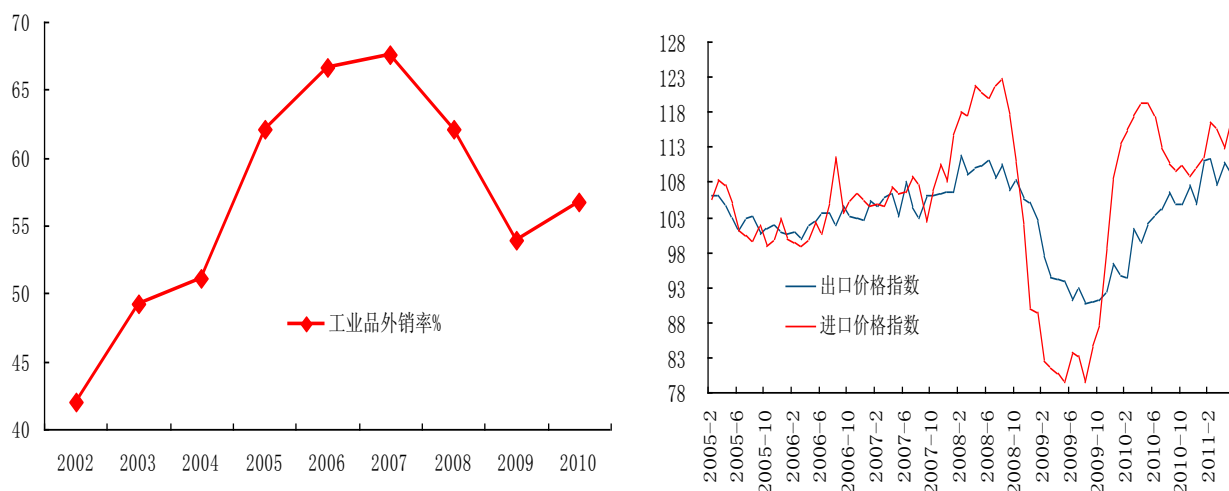
三年了，是到了对中国经济做一次总结的时候了。当我们只是盯着一些似是而非的东西时，往往以时

效性为名而忘记了对过去的回顾。温故而知新，休整一下，或许会走得更快。

● 中国内生增长动力：内需明显，但贸易条件有所恶化

从工业品的外销率来看，2007 年最高达 67%，现在恢复到 56%，高于 2004 年的 51%，低于 2005 年的 62%，正处于恢复期。但从贸易条件来看，进口价格明显高于出口价格，恶化明显。

图 3：内需的修复---工业品外销率下降,但贸易条件恶化

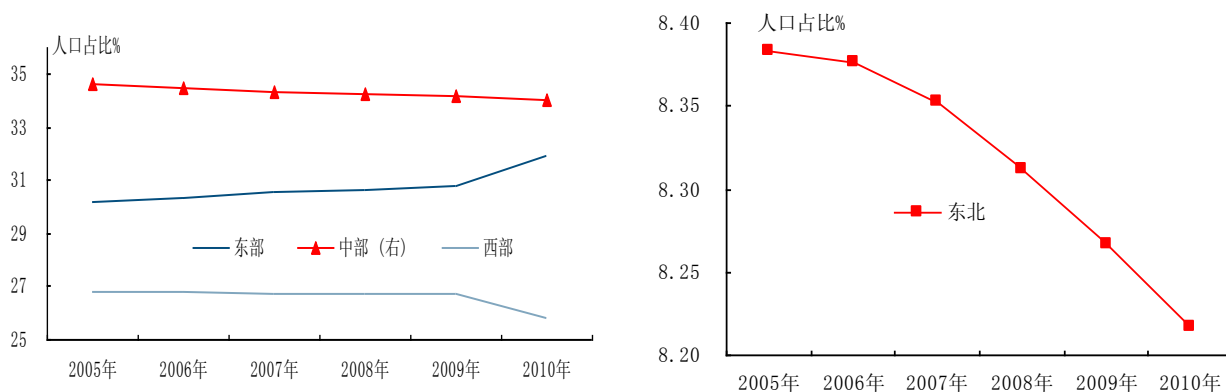


数据来源: wind, 中信建投研发部

● 中国内生增长动力：东北人口与西部人口占比下降，中部稳定，东部增长

人口的变化意味着市场的变化。从近五年来的全国人口结构来看，东部的市场地位还在提高，中部相对稳定，而东北与西部人口占比则下降明显。这意味着内需市场的扩大过程中，东北与西部相对是落后的。

图 4：内需的修复---地域人口结构的变化



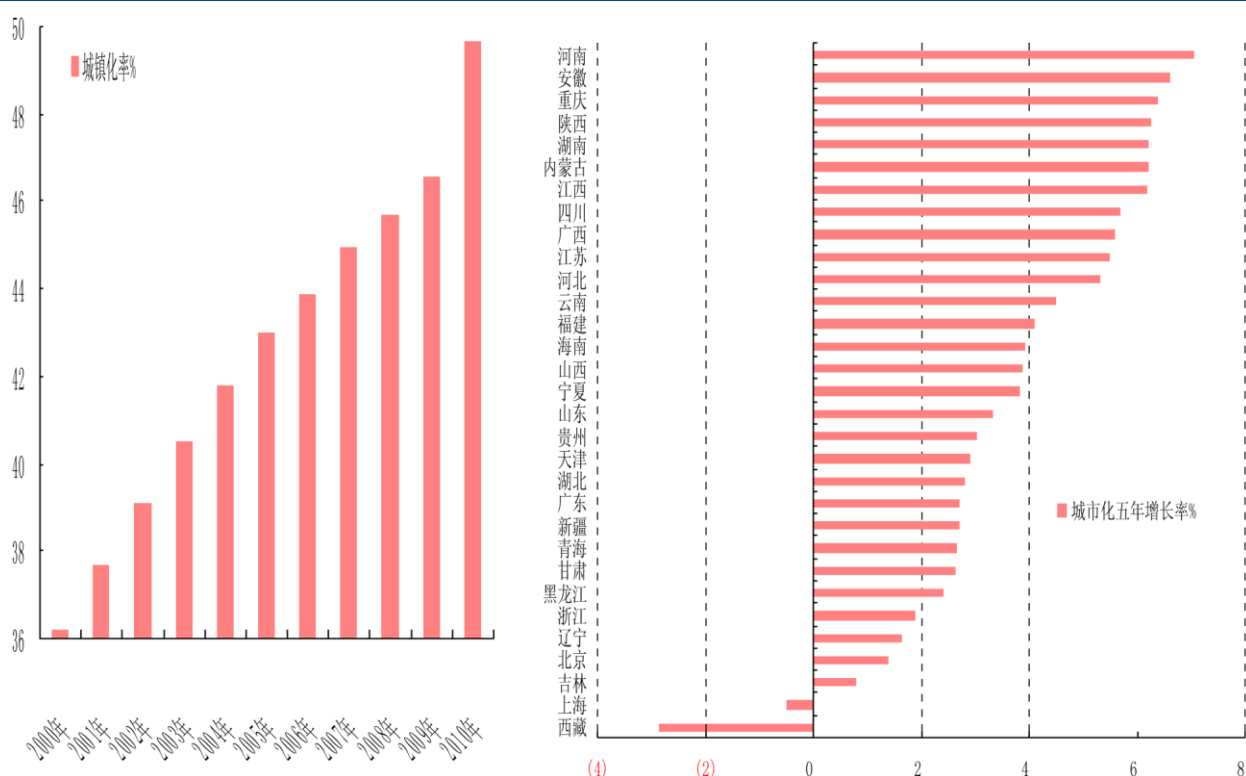
数据来源: wind, 中信建投研发部

● 中国内生增长动力：城市化整体提升，中部提升最快

近五年来，中国的城市化率提升很快，从 43.9% 提升到 49.69%。年均一个百分点。五年来城市化率提升最快的是河南、安徽、湖南、内蒙古、江西、河北等中部地区，西部地区的重庆、四川增长较快。东部地区的江苏、福建也较快。上海、西藏则下降。

城市化是市场化的结果，中部整体与西部局部地区的市场发育相对乐观。

图 5：内需的修复---城市化率整体提升,中部提升最快



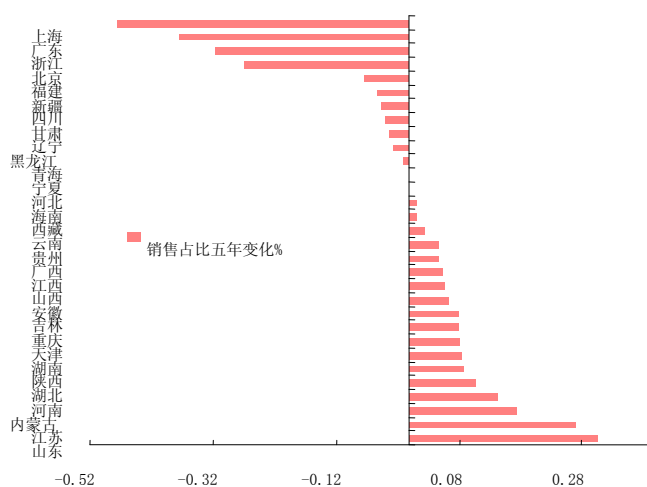
数据来源：wind，中信建投研发部

● 中国内生增长动力：中部消费占比提升，农村消费明显回落

内生动力最直接的体现就是消费能力，因为生产的本来目的就是为了消费。从总的方面讲，中国三年来的耐用品消费爆发，但边际增长显然在递减。农村消费占比在 2010 年年底达到 17% 之后迅速回落到 2011 年上半年的 11%，城市的消费占比提升迅速，市场所期望的农村消费与预期相差甚远。

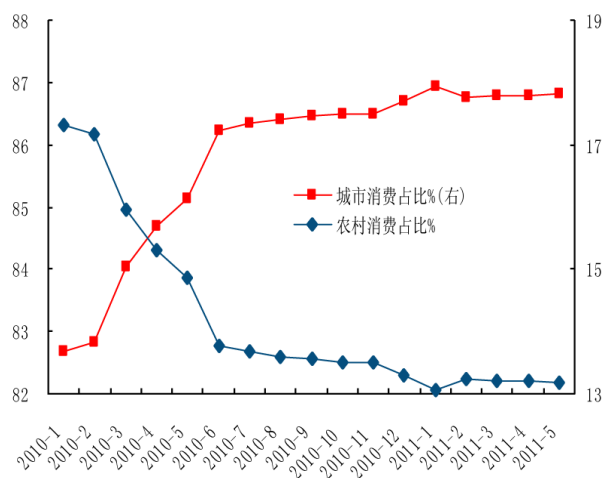
但从地区消费结构来看，东部的山东、江苏、天津，中部的河南、湖北、湖南、安徽、山西等提升较快，而上海、广东、浙江、北京等地位相对下降，其中上海下降最快。

图 6: 内需的修复---中部消费占比提升



数据来源: wind, 中信建投研发部

图 7: 农村消费明显回落

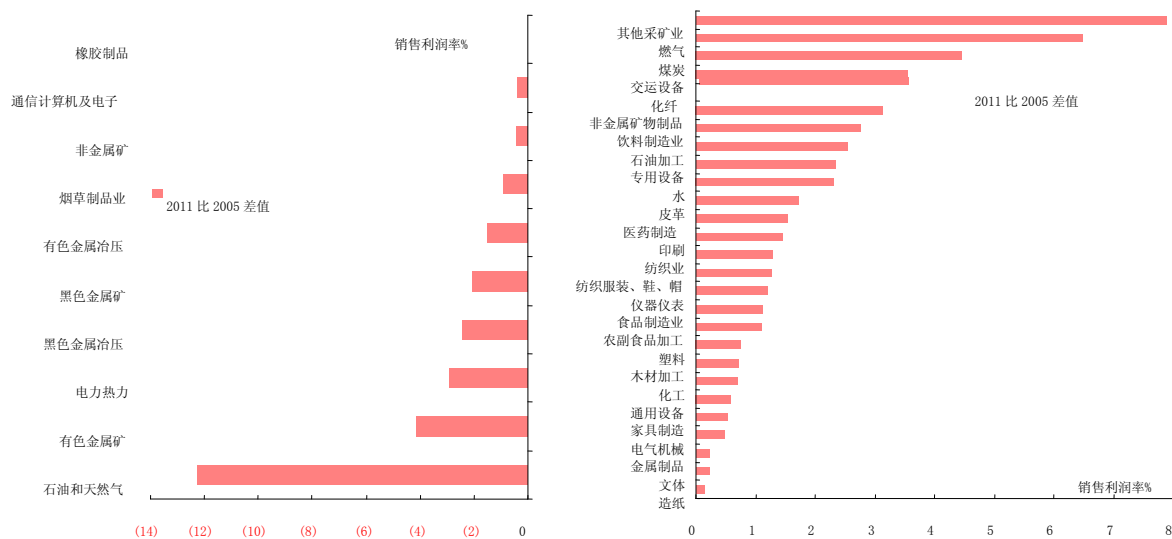


● 中国内生增长动力：除上游资源开采与加工外，企业盈利能力恢复到 2005 年

中国内需的恢复程度如何，消费是结果，企业盈利能力是核心。我们简单地比较了一下各行业的销售利润率，除了上游的石油天然气开采、黑色金属矿、非金属矿、有色金属矿开采以及与之相关的黑色金属冶压以及通信计算机、橡胶等品没有达到 2005 年的水平外，其它的恢复到 2005 年的水平。其中，其它采矿、煤气、煤炭等远远超过当时的水平。

整体来看，中国企业的毛利率恢复得不错，但没有达到 2007 年高峰时的水平者居多。

图 8: 内需的修复---上游产业销售利润率没有恢复到 2005 年的水平,其它已经超过



数据来源: wind, 中信建投研发部

结合上述的分析，我们可对内生增长的动力进行一些小结：

中国的经济处于新的中周期前端，内部市场在扩大中，外围的中部地区逐步向中心的东部地区靠拢，企业的盈利能力恢复到上一个中周期前端的水平，但没有达到繁荣期的水平。

2.3 中国经济增长收敛：全球需求收缩，低位顺差

2.3.1 全球面临需求收缩，通胀高位运行的窘境

本次危机消化掉了之前过度膨胀的欲望，但危机之后各国的刺激政策并没有使全球经济增长的内生动力顺利恢复，反而是过度的货币投放使全球的通胀形势不断走高。为了防止高通胀对经济的内生增长动力产生灼伤，各国政府不得不在经济自身内生增长动力尚未顺利恢复之前削减政策刺激力度，甚至是退出刺激政策转而实施紧缩的货币政策。

在经济内生增长动力尚未顺利恢复之际，各国迫于通胀压力的政策转向，使全球经济增长的速度也应声回落。目前，就全球经济而言，从欧美等下游消费市场，到中印等中游的制造国，再到以生产上游资源品为主的巴西、澳大利亚，经济增速均面临回落甚至下滑的情况。

图 9：巴西、澳大利亚经济增速回落，通胀持续走高

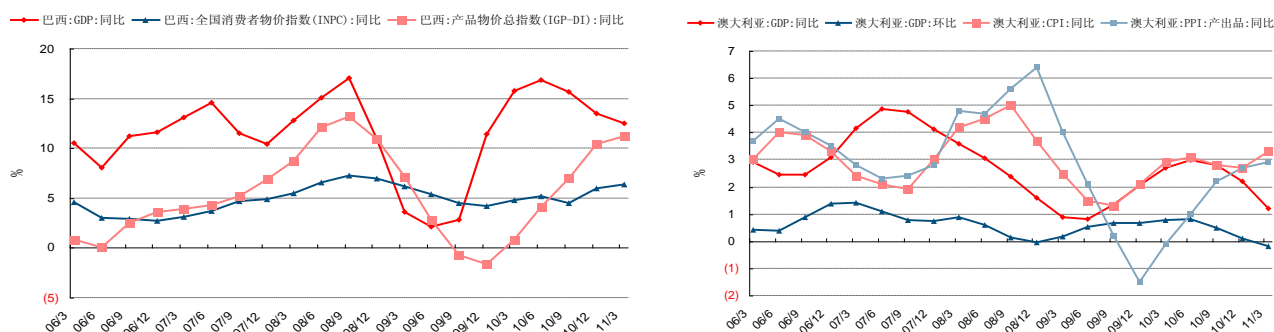
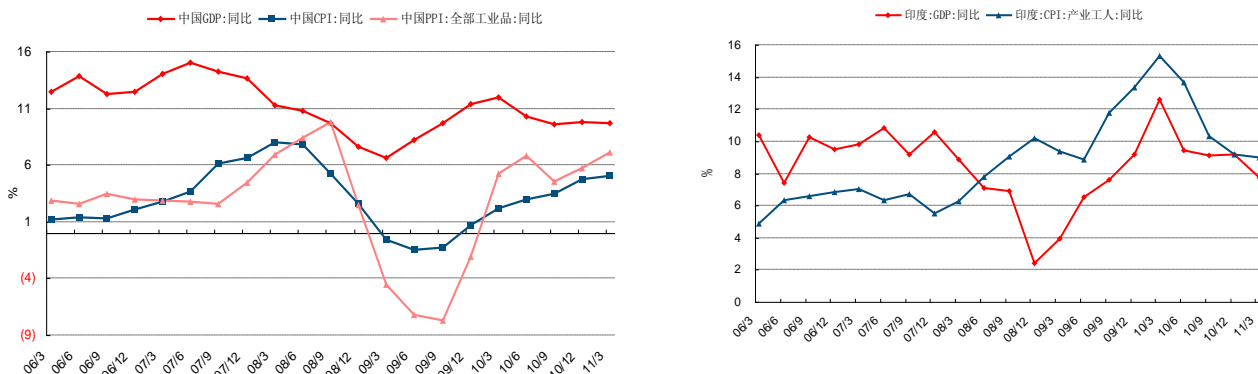
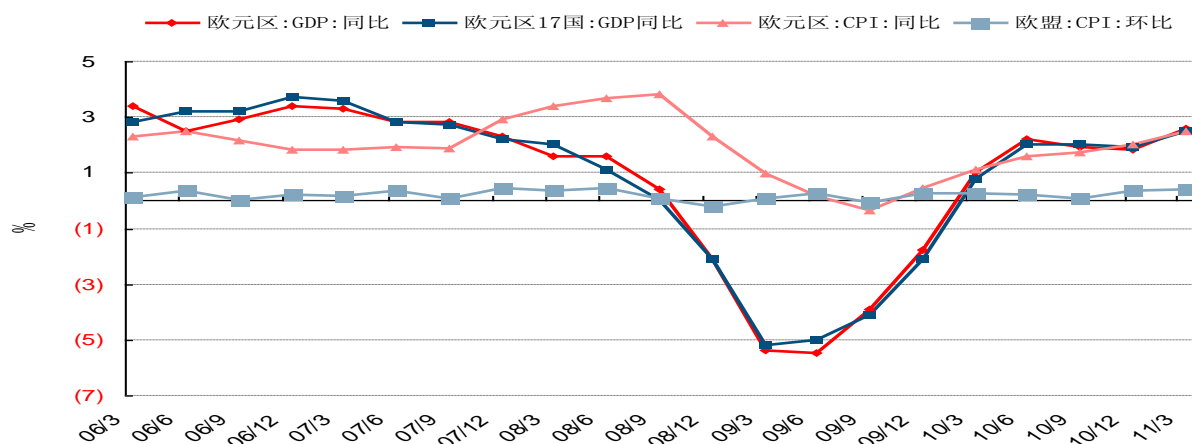


图 10：中、印经济增速回落，通胀形势严峻



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

图 11：欧洲经济增速趋于平缓，通胀形势不容小觑



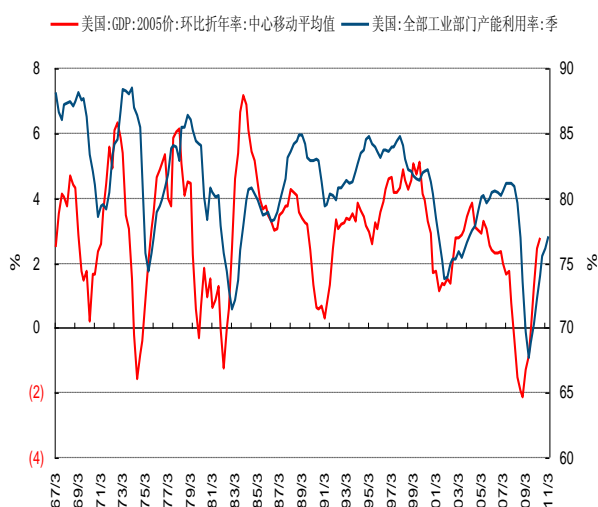
资料来源:CEIC, 中信建投研发部

2.3.2 QE2 之后的美国——攘外必先安内

● 美国经济处于新一轮中周期中的被动去库存阶段

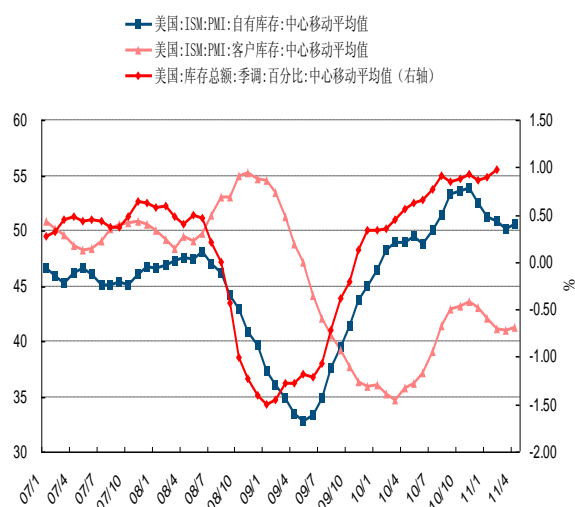
现在美国已经爬出了次贷危机的深渊，新一轮的中周期已经启动。只是之前过度的信贷泡沫严重透支了美国家庭的消费能力，所以才在新一轮经济中周期启动的时候显得依然步履蹒跚、虚弱无力。在艰难的复苏之路上，目前的美国已经进入了被动去库存的阶段，表现为库存从高位逐渐回落，消费与投资增速下滑，市场经济程度持续低迷。

图 12：美国经济新一轮的中周期已经启动



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

图 13：美国经济进入新一轮库存的下行期



● QE2 除了推高通胀，其它作用不明显

总体而言，美联储在去年 10 月份启动的 QE2 并没有解决美国经济复苏进程的艰难。QE2 对美国失业率的回落，通胀水平的持续走强与美元指数的持续走弱效果明显，对工业部门产能利用率的提高有一定的效果；但是对美国房地产市场的复苏，对美国消费和投资的推动，效果却并不明显。美国经济增长态势在 QE2 实施之后并没有出现什么明显的改观。

图 14: QE2 对美国的经济增速,投资与消费增速效果均不明显

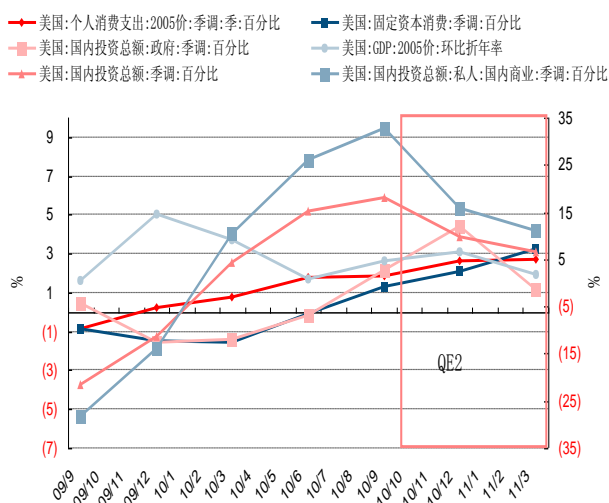


图 15: 美国失业率下降,产能利用率的提高效果明显

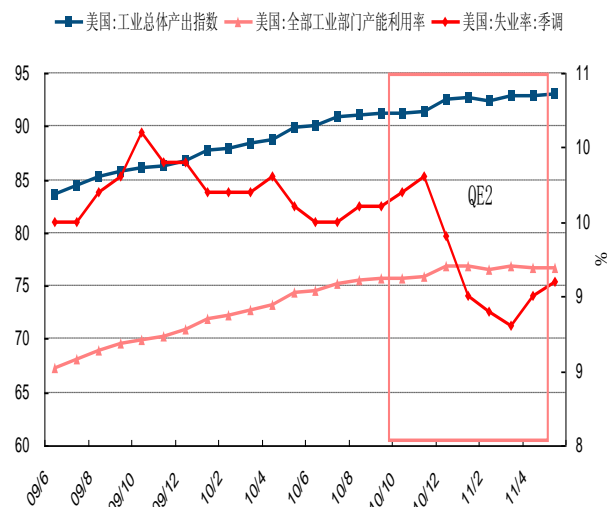


图 16: QE2 对美国通胀水平的不断走高有显著影响

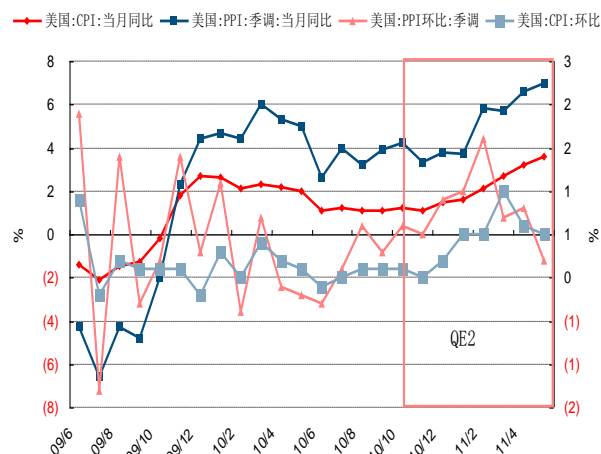
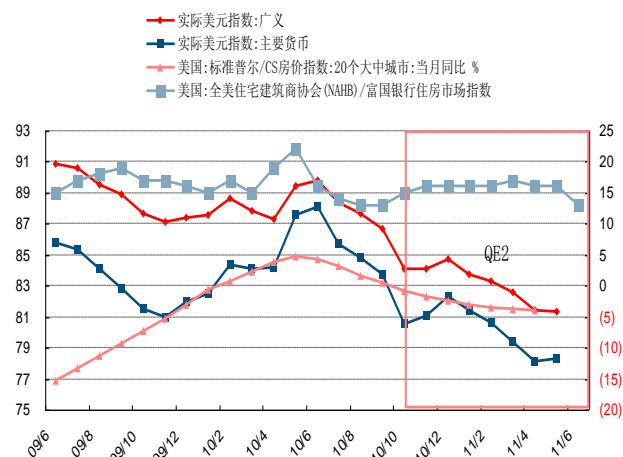


图 17: QE2 使美元指数持续走弱,对房地产市场影响不明显



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

C QE2 之后美国政府对内维持低利率，对外战略调整

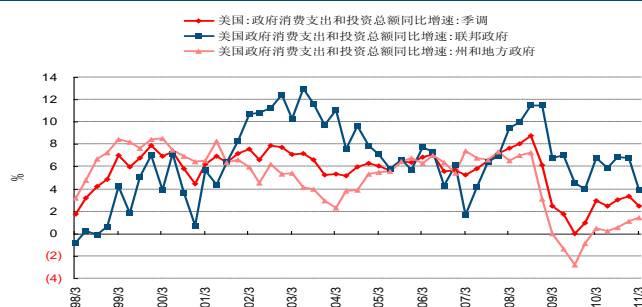
A 对内：宏观经济政策进入过渡期

受制于债务与赤字规模，在 QE2 结束之前美国的财政刺激力度就已经开始逐渐减弱。从联邦政府所设定操作期限来讲，目前 QE2 已经结束，并且从美联储之前的议息会议结果来看，美联储尚没有启动第三轮量化宽松政策的打算，并且将在较长的时期内维持目前的联邦基金目标利率不变。

图 18：美国政府支出占 GDP 的比重已连续数个季度下降



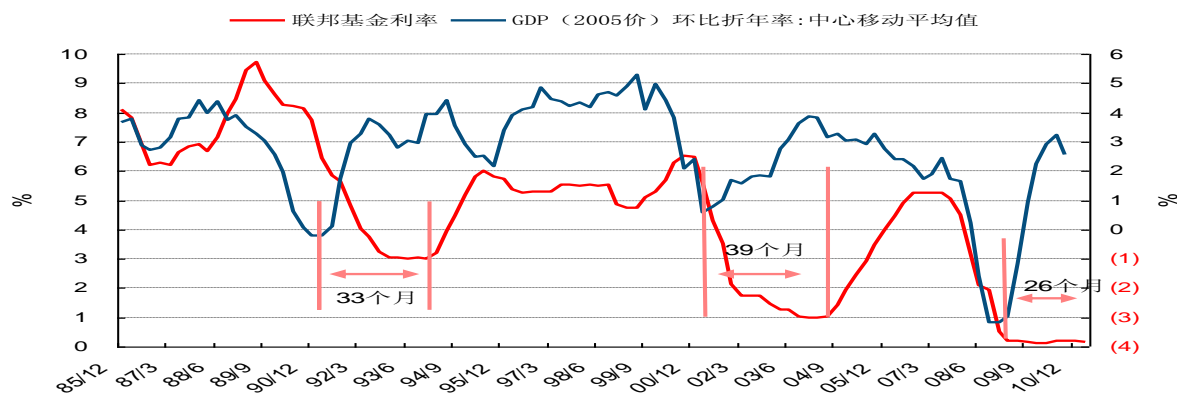
图 19：美国政府消费与投资增速显著回落



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

一方面，考虑到美国目前的通胀形势已经不容忽视，经济增速的回调主要是库存周期调整的结果，深度有限，并且房地产市场已经处于底部，联邦债券融资利率仍处于相当低的水平，QE2 的效果有限，我们认为美联储推出 QE3 的概率很小。另一方面，由于民主党与共和党围绕债务上限的谈判牵涉到削减财政赤字的前提，美国联邦政府的财政刺激手段也将是非常有限的。因此，我们认为 QE2 之后的美国宏观经济政策将进入观察期、过渡期，进一步刺激的措施有限，但也不会在短期内放弃积极的政策导向实施加息。

图 20：美国的加息周期目前尚难启动



资料来源: WIND, 中信建投研发部

B 对外：调整战略中心，布局东亚

美国政府将在 2012 年进入新一轮的总统大选，在对内经济刺激乏术的情况下，奥巴马政府将会在国际政治中创造一些亮点，来转移国内民众对美国经济的的不满。在国际社会中，奥巴马政府要想选择一个合适的靶子，相比欧洲、日本等美国盟友，针对中国无疑更能赢得国内民众的认同，相比俄罗斯经济实力不断崛起，但性格更为温顺的中国同样是理想的操作目标。

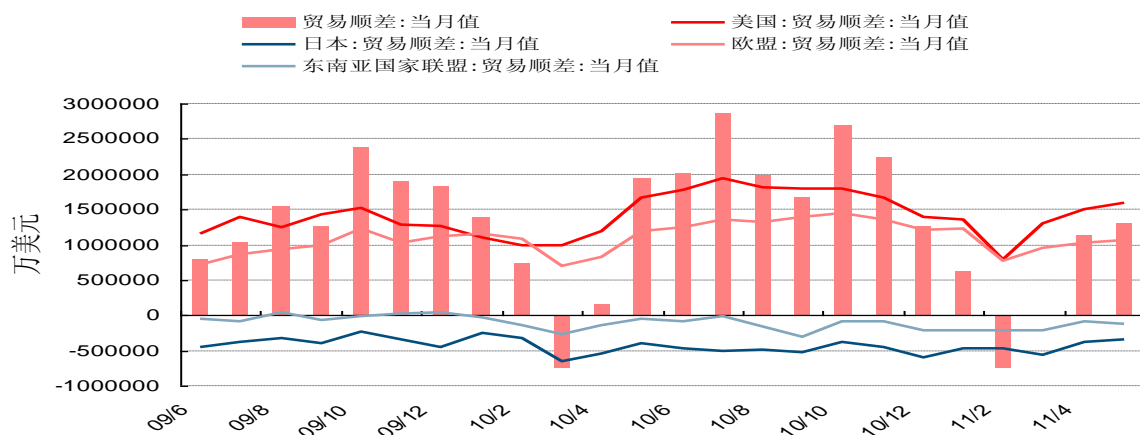
2011 年以来，美国在利比亚战场的有限参与，在阿富汗战场明确撤兵时间表的公布，同中国南海周边国家军事合作频率、深度的显著上升，以及当前挑动日本再触钓鱼岛的敏感神经，这一系列的现象都有利的证明了美国正在调整其全球的战略中心，美国已经开始布局东亚。当前的中国南海紧张局势和钓鱼岛敏感神经的触动正是美国想借搞乱东亚局势来为其在东亚布局找一个抓手。

东亚尤其是中国沿海局势的紧张，必然会对我国的国防建设形成刺激。

2.3.3 外贸小幅度顺差，制造业美元减少

全球经济增速的回落必然伴随国际消费需求的收缩，对我国的出口而言增速也必然要继续回落。我国的对外贸易很大程度上仍是加工贸易，进口很大程度上取决于出口形势的变化。同时，由于我国经济也正处于本轮库存周期的下行期，国内需求同样持续回落。所以，在中国进入下一轮库存周期之前，中国的对外贸易将呈现小幅顺差的态势，制造业美元对经济增长的贡献减弱将是过渡期的常态。

图 21：顺差略有增长格局稍有变化



数据来源：WIND，中信建投研发部

2.3.4 资金外流概率不大

由于我国经济与美国经济关系密切，汇率制度长期以来实行钉住美元制度，即便汇率改革以后，美元在人民币汇率制定的一揽子参考货币中权重很高。长期以来在短期国际资本流动方面，中国和美国之间是

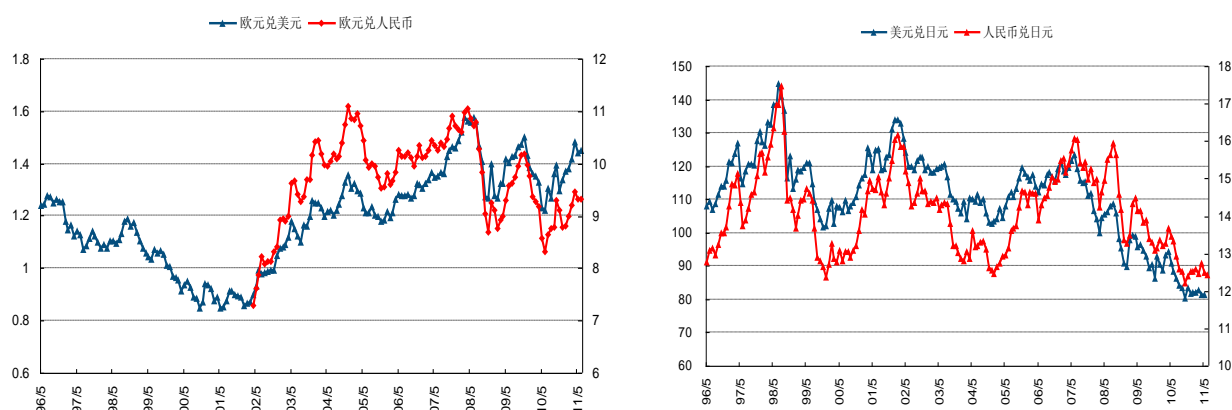
同处一条船的关系，而非是此起彼伏的跷跷板关系。

长期以来，我国实行钉住美元的汇率制度，即便是在 2005 年的汇率改革之后，美元在我们决定人民币汇率的一揽子货币中所占的比重也是非常的大。美元对主要国际货币的变化趋势与人民币对主要国际货币的变化趋势仍然高度一致。

2000 年以来，仅有 2006 年下半年和 2008 年的 4 月至 10 月，也就是中国股市创 6000 点高点的大牛市行情时期，国际热钱流动在中美之间存在此消彼长的变化，其余的大部分时间里两国的国际热钱流动方向一致。而中国与日本、韩国在大部分时间里的国际热钱流动呈现反方向流动的关系。

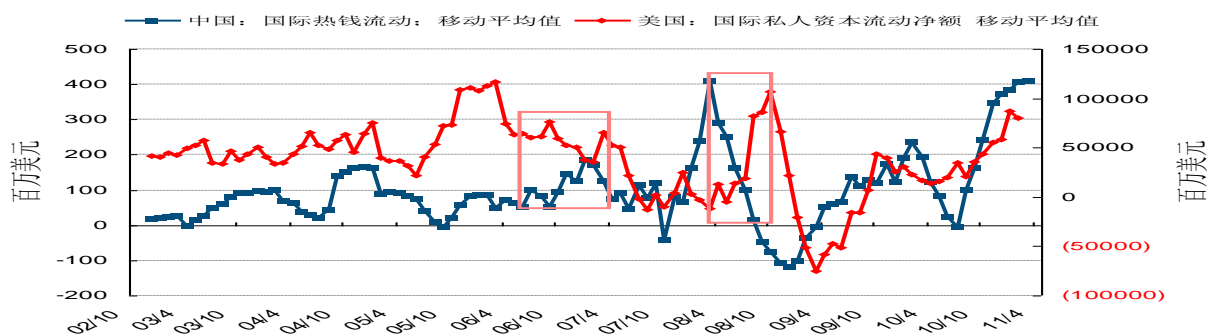
鉴于我国经济相对其它经济体所表现出的强劲增长动力，人民币将会继续稳步升值，中国资本市场相对于其它主要经济体资本市场上涨空间更大。我们认为今年的下半年和明年国际热钱大规模逃离中国的情况不会发生。

图 22：人民币与美元兑欧元走势



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

图 23：中国、美国短期国际资本流动



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 24：中国与日本的国际短期资本流动

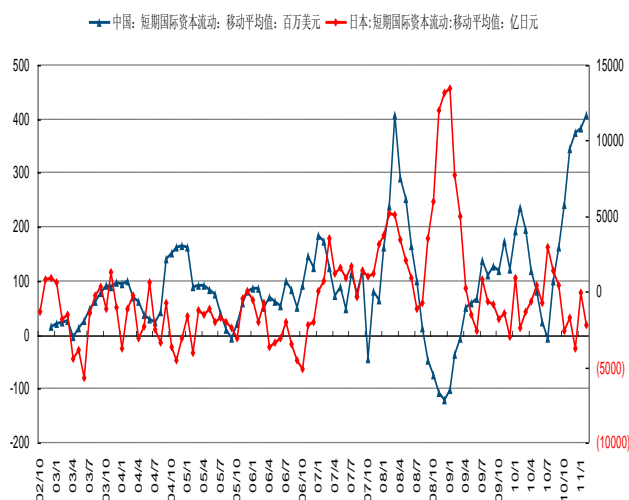
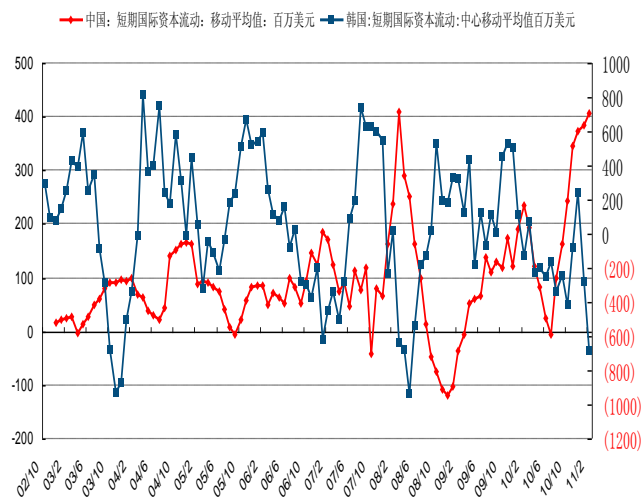


图 25：中国与韩国的国际短期资本流动



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

2.4 中国经济增长收敛：内需扩张相对明确

● 投资全年保持在 25%之内

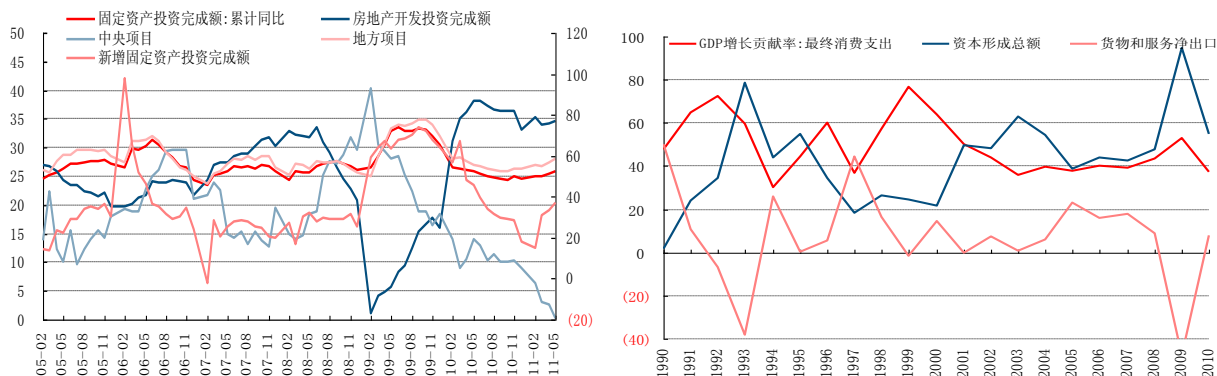
2010 年前 5 个月，我国固定资产投资增速 25.8%，创今年以来新高，并且这是在去年增速较高的基数下保持较快的速度，稳中有升，这也表明我们投资增长动力仍在。其中，在地方财力紧张和房地产调控的双重约束下，房地产开发投资依然实现了 34.6% 的高增长，投资增速未减。我们认为，这与水利、民生等投资崛起密切相关。

前期公开报道，我国到目前为止，保障房开工率不到 30%，使得市场看空保障房建设。我们认为，保障房建设已经关乎“政府信用”问题，如果完不成，则政府将彻底失信于民，党的执政根基将会受到根本性支摇，由此即可理解中央政府如此高调严厉地推动保障房建设，保障房已经和地方政府的官帽息息相关，预计无论如何，今年 1000 万套保障房开工建设任务一定要完成，也一定会完成。

我们从中央政府对地方融资平台的态度亦可见其力保障房建设的决心。假如下半年保障房融资困难，中央政府可能会进一步定向放松对保障房的融资管制，优先发放为保障房融资的债券等等一系列优惠政策加紧保障房建高。

就全年而言，投资主导的增长模式难以改变，数马车动力还看投资。全年固定资产投资增速将达 25% 左右。

图 26：固定资产投资增速平稳，投资主导经济增长格局未变

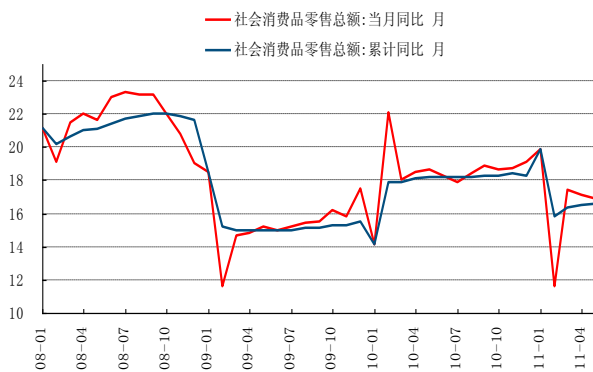


资料来源: Wind 中信建投研发部

● 消费相对稳健

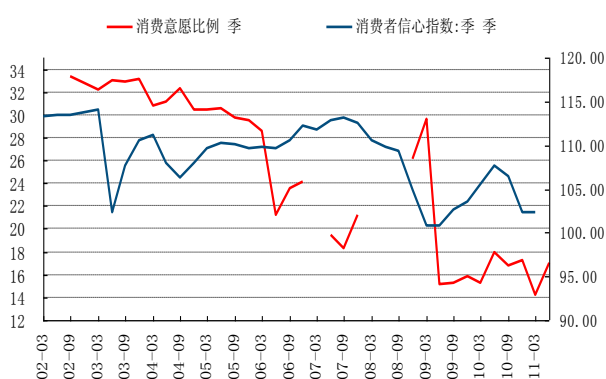
其次，消费是三大需求最稳健的部分。随着汽车下乡等刺激政策的渐次退出，消费结束了高速增长的时代，回归到正常状态，这是必然的结局。从社会消费品零售总额看，今年以来同比增速虽然下了个台阶，但已经企稳。最新个税起征点的上调虽然指标意义比实际意义可能要大得多，但毕竟主要增加的是中低收入人群的收入水平，而这部分人民的边际消费倾向最强。因此，我们认为下半年消费需求应该保持稳定，对经济增长贡献率要大于上半年。

图 27：消费企稳



资料来源: Wind 中信建投研发部

图 28：消费意愿止跌



三、过渡期通胀已成慢性病

3.1 一个概率几乎为零的事件——通货紧缩

在很多人看来，现在讨论通货紧缩显然有些杞人忧天了。但从通缩与通胀的历史转换来看，通胀的过度治理必然导致通缩。从现实的问题看，其逻辑是这样的：上半年虚拟经济剥夺实体经济的收益，实体经济下半年有问题了，利润不行了，PPI 下行，CPI 下行，通胀会不会变成通缩？

我们认为通货膨胀之后是通缩，这种趋势性的转换是需要条件的。

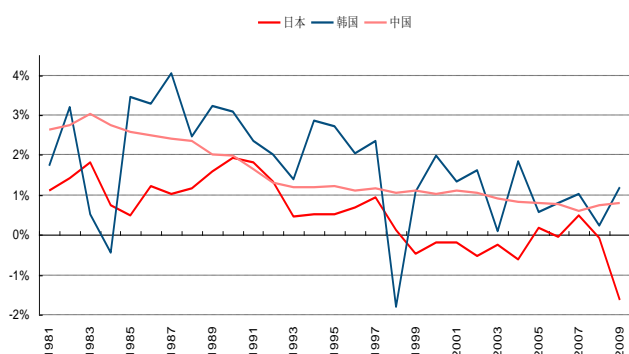
条件一：从总量上看，经济增长硬着陆，需求陡然收缩。

条件二：从微观上看，则是企业的盈利能力急剧下降，这符合哈耶克“通缩从来是企业无盈利的结果，而不是原因”的判断。我们在上一部分的分析中，已经对此进行了明确的回答。

3.2 通胀是过渡期的常态

在经历了 10 多年的高增长与低通胀后，中国将迎来低增长、高通胀的新组合。这将对财政政策、货币政策和经济当局的管理思路产生重大的影响。在《2011：通胀冲击》中我们对通胀的长期化做了分析。其中的原因包括度过刘易斯拐点后的劳动力成本推动、政府出于财政压力的考虑而故意为之的动机，要素价格改革等不得不为之等原因。

图 29：中日韩劳动年龄人口增长率



数据来源：Wind 中信建投研发部

图 30：部分省市最低工资标准增速



数据来源：Wind 中信建投研发部

3.3 通胀高位运行持续时间更长

去年以来的这一轮通胀呈现出食品和非食品价格普遍上涨的特点，食品价格和非食品价格环比涨幅均超过历史均值。CPI 食品价格同比高涨但没有创出新高，而非食品价格却悄无声息地走向高点。

● 价格普涨

在上轮通胀中一直处于负增长的衣着、交通通讯及服务、娱乐教育文化用品及服务三项，都实现了正增长，从而实现了 CPI 八大类价格全部上涨的局面，这是与上一轮通胀显著不同的特点。正是价格上涨的广泛性，注定了这轮通胀持续时间要长。

图 31：食品涨幅超过历史平均值

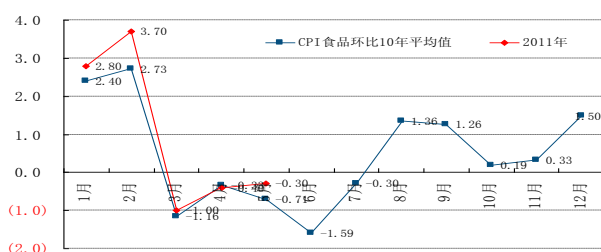


图 32：非食品涨幅超过历史平均值

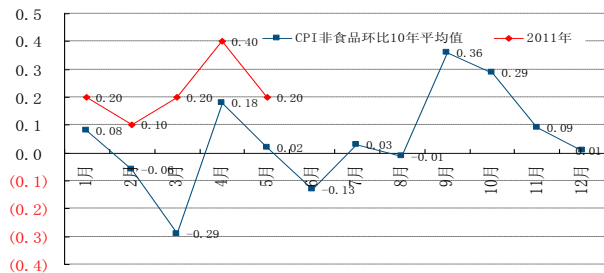


图 33：CPI 涨幅超过历史平均值

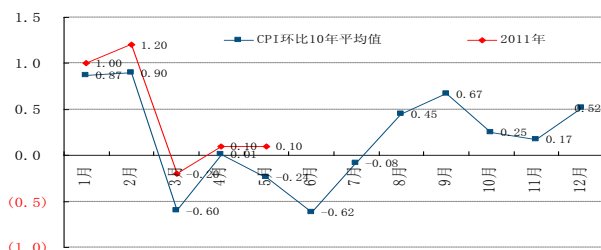
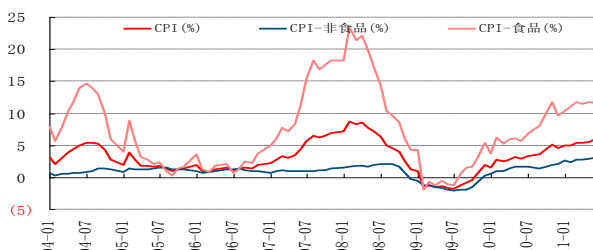


图 34：CPI 非食品创新高



数据来源：Wind 中信建投研发部

● 食品价格上升的背后是长期问题的短期化

食品价格反映出整个经济体系中流动性过剩的滞后影响，也是劳动力成本上升、农资成本上升等中长期问题的短期化映像。春旱和夏涝对水产品、蔬菜、夏粮秋粮的生产、特别是对市场心理造成的影响，这也会对食品价格造成冲击。这些都会对今年下半年的 CPI 食品部分形成较大支撑。

图 35：CPI 八大类普涨

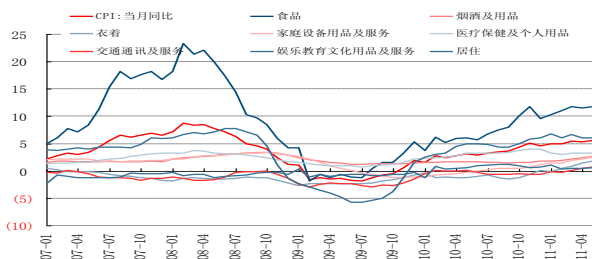
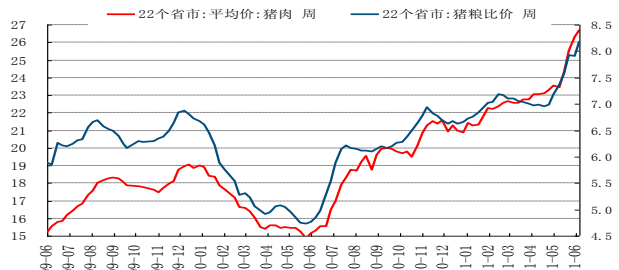


图 36：猪肉价格疯狂上涨



数据来源：Wind 中信建投研发部

● 猪肉在中秋国庆期间回落的空间极其有限

从全国 22 个省市猪肉平均价格看，5-6 月加速上涨，并接连创出历史新高。玉米等饲料价格涨势依旧，运输成本和人力成本的压力仍然较大，预计猪肉价格在中秋国庆两节前回落的空间极其有限。猪肉价格可能扮演 CPI 食品价格中超预期的角色。

食品价格容易受到短期扰动因素冲击，变化幅度较大。而非食品价格的持续上涨更值得警惕。因为 CPI 中非食品价格、服务价格的上涨有深层次、中长期的原因，所以它们是未来 CPI 中枢提高的刚性部分，波动度小，回落速度慢。

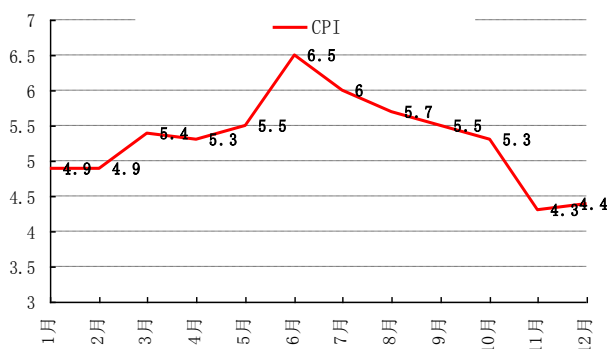
3.4 CPI 三季度压力依然很大，全年或达 5.3%

综合考虑货币的滞后影响、资源价格改革、人力成本和原材料价格的提升、总需求的变化和国际大宗商品价格输入等因素，我们认为：

- 三季度通胀压力依然很大，CPI 回落空间相当有限，基本与二季度持平；
- 四季度主要由于翘尾因素减弱，CPI 下降速度快于三季度，但 CPI 环比增速依旧较高。

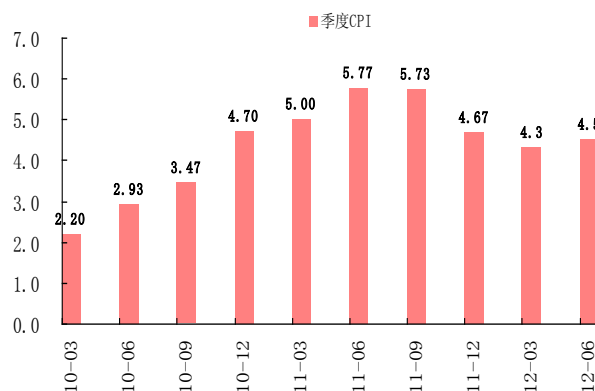
我们对今年后四个季度的 CPI 走势做了情景分析，我们倾向于认为出现中性偏悲观情景的概率较大。在这种情景下，2011 年全年 CPI 或达 5.3% 左右，通胀中枢将显著提高。明年上半年 CPI 仍将在 4.3% 以上运行。

图 37：CPI 全年达到 5.3%



数据来源：Wind 中信建投研发部

图 38：CPI 四季度艰难回落



四、过渡期政策以平衡利益冲突为主

上述对通胀与增长的分析，表明了中国经济在中周期的波动中，弹性在减弱，经济运行在一个箱体体内。市场衰退与政府强烈刺激的大起大落的时代已经过去，经济运行的边界都在收敛。在这个过程中，政府被寄希望的最大的就是通过变革打破制度刚性。此种愿意，在我们之前的报告中做过多次分析，现在我们有些失望，目标、领导者与财政约束三要素是变革的重要原因。现在看来，领导者在过渡期会以维持“黄金十年梦”为主要目标，其主要工作进行是平衡各利益集团的冲突，对既得利益的保护将放在第一位。政府的财政约束还没有非要做出变革的地步，不能再寄希望于出现 1980、1992、1998 年等大规模的市场化变革。因此，政策也限于在这样一个箱体体内运行，决策者将见招拆招，而不会有特别系统的政策操控。

从短期来看，明确的政策指向将会如下变化：

4.1 负债扩张放缓，但未到调整之时，防止星星之火蔓延

在 2010 年刺激政策逐步退出后，可以注意到金融政策的重大转变，融资总量保持了稳定以保证经济增长的稳定。信贷和货币供给的增速快速回落，直接融资快速增长，这是一个经济整体的去杠杆过程。

- **结构恶化制约负债扩张之路**

中国中央政府、地方政府、居民、企业与银行五部门中，除了地方政府不好估计外，整体负债率都是较低的。从中央、居民、企业、银行各部门看，杠杆率并不高，没有过度杠杆化的风险。但是，金融风险确实存在。这个风险是上一轮加杠杆特别是反危机的刺激政策导致的。在金融风险和地方财政风险之外，是结构的恶化。结构的恶化不仅与风险互为因果，也制约了经济增长的盈利前景和进一步的负债扩张之路。

- **居民杠杆率低，但收入分配恶化限制了杠杆率的提高**

以居民部门为例，杠杆运用主要是通过房地产市场。房地产市场的膨胀促进了居民财富以货币形式的集中，恶化了收入分配，在膨胀最快之时，从流动性回收的市场转变为了流动性创造的市场，使得流动性更加泛滥。因此，居民部门杠杆率虽低，但应慎言给居民部门加杠杆，或给居民增加财产性收入。

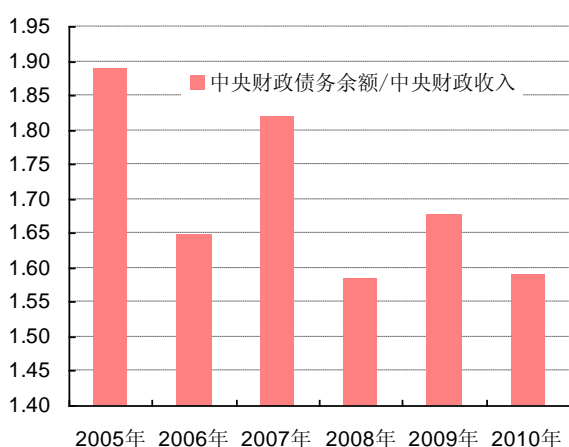
- **地方政府债务，整体负担未超出偿债能力**

地方政府债务比例的测算和中央政府应有不同。因为中央政府的债务比较单一和透明，同时目前还看不到中央政府的流动性约束，因此以中央财政收入为基数，就可以大致判断中央政府的债务比例。但是对地方政府而言，由于分税制之后财权-事权矛盾的日益激化，这个矛盾在反危机政策中得以爆发出来，体现在地方融资平台的债务剧增。按照审计署最新的公告，截至 2010 年底，全国省市县三级地方政府性债务

余额约 10.7 万亿元，省、市、县三级地方政府负有偿还责任的债务率，即负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为 52.25%。如果按地方政府负有担保责任的债务全部转化为政府偿债责任计算，债务率为 70.45%。地方政府性债务负担尚未超出其偿债能力。

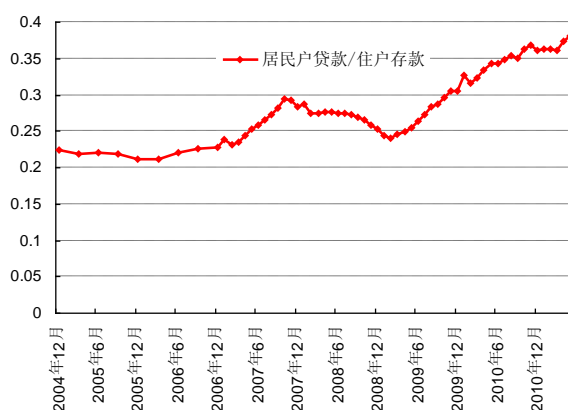
当然，未超出地方偿债能力，不见得能消除市场的担心，或者说市场的担心是多余的。因为长期有能力不见得现在有能力，有能力不见得有意愿。对融资平台债务问题的探讨，我们在宏观分报告《飞越激流》中有更详细地说明。

图 39：中央政府：国债/中央财政收入



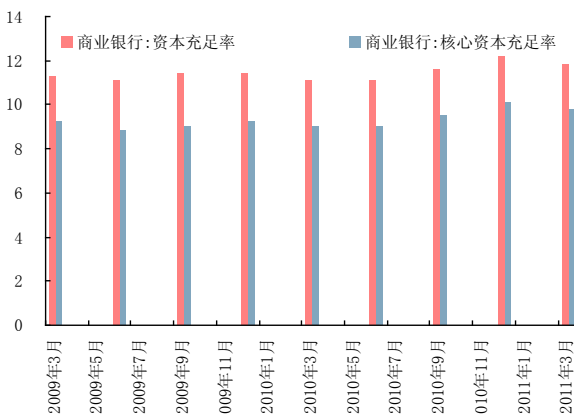
数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 40：居民部门：贷款/存款



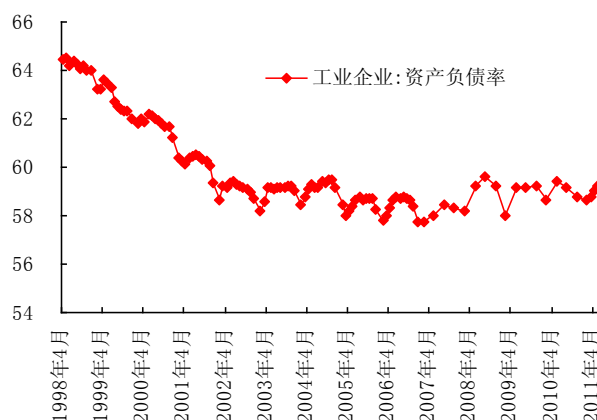
数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 41：银行部门：资本充足率



数据来源：Wind 中信建投研发部

图 42：企业部门：资产负债率



数据来源：Wind 中信建投研发部

● 负债扩张之路尚在途中，过渡期转向概率不大

整体来看，负债扩张尚在中途，但并不意味现在就可以继续负债扩张。负债扩张之路需要调整。需要判断的是，何时开始这一调整？是继续拖延和恶化，到不得不改之时；还是采取更为积极主动的策略，

给新的十年一个新的起点？尚是未知之数。但是，可以论证的是利从何来，利有多大，即负债扩张的长期前景。增长的放缓和通胀的持续无疑使得整体的收益空间趋窄，收入的分配中，政府的比例还将增大，而即使有居民份额的增加，也是以企业份额下降更多为前提。人口红利结束，廉价要素不再的时代，若是企业无利可图，负债扩张也终究是海市蜃楼。

● 房地产资本化与资本市场发展是未来重要的可行之路

GDP 的核算和企业、政府、居民的资产负债表和损益表是有差别的。一个重要的差别就是资本利得并不计入 GDP，但计入各主体的财务报表，形成利润。我们认为，未来的盈利空间起码有两个资本利得项：一是房地产的继续资本化，这包括未按市价入账的房地产重估，和新增房地产的资本化，这个过程将伴随中国的城市化进程；二是资本市场的发展。详细的分析，请参看宏观分报告《飞越激流》。

表 1：全国陆地国土空间开发的规划指标

指 标	2008 年	2020 年
开发强度（%）	3.48	3.91
城市空间（万平方公里）	8.21	10.65
农村居民点（万平方公里）	16.53	16
耕地保有量（万平方公里）	121.72	120.33
林地保有量（万平方公里）	303.78	312
森林覆盖率（%）	20.36	23

数据来源：国务院，中信建投研究部

4.2 房地产政策不会转向，全面放松不可取

● 中央与地方的博弈，决定了全面放松的不可行

我们在 6 月 30 日《流动性半月谈》第 10 期中指出，要避免政策放松的思维陷阱。以房地产这例，放松之后是反弹。房地产价格和通胀的反弹，能接受吗？不能。就是 1000 万套，甚至 3600 万套保障房建起来的时候都不能，更不用说 1000 万套尚且捉襟见肘的当下。社会的等级秩序和收益分配秩序是一致的，保障了底层居民，把更重的负担留给中间层，社会效率的损失和不稳定因素更大，况且中间层居民有更多的途径和理由来规避这个负担，福利房、自建房的再度兴起，就是保障房的逻辑延伸。

在我们的逻辑下，房地产的调控是过渡期利益的重新博弈，是中央与地方进行下一步权责重新分配的角力工具。在胜负未分之际，中央就退出，显然不合逻辑。

● 房地产调控的效果将会在三季度末四季度初显现

我们判断，中央之所以不会如此快地放松，很重要的理由就是房地产调控的效果在三季度末将会显现。根据我们的判断，在资金压力好于 2008 年，库存压力前未有之际，房地产价格小幅下行，销售量放大的局面将会出现。在效果未做考评之前，不宜大动。

图 43: 房地产的资金压力

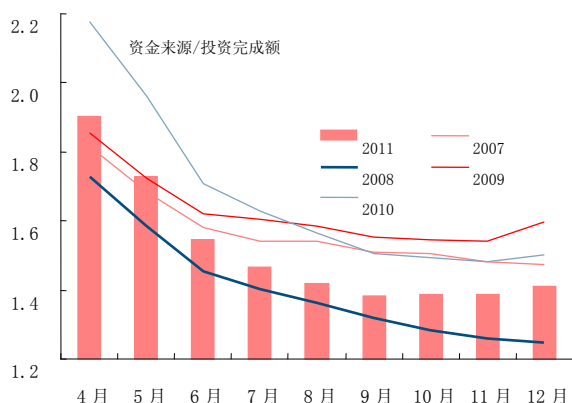
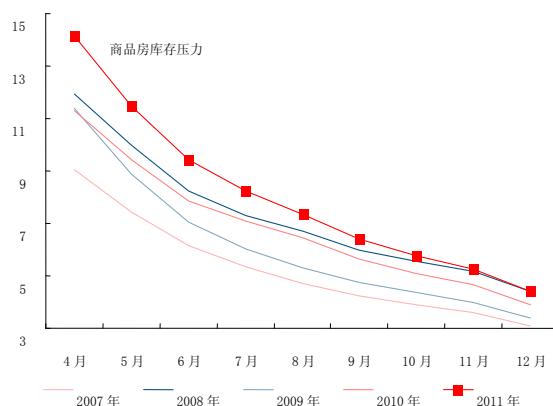


图 44: 房地产的库存压力

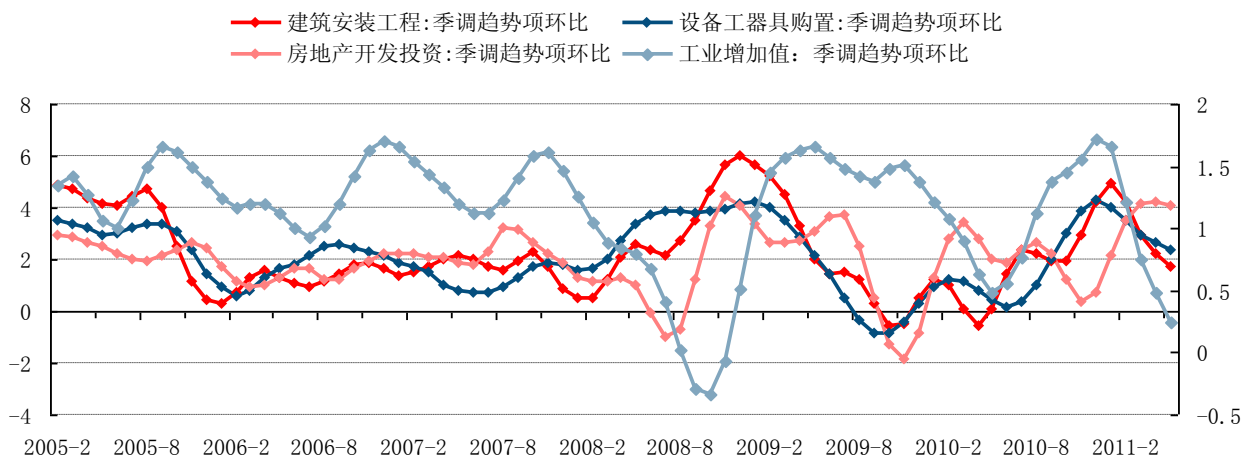


数据来源: Wind 中信建投研发部

● 保障性住房对冲掉了房地产投资下降的风险，政策变化是画蛇添足

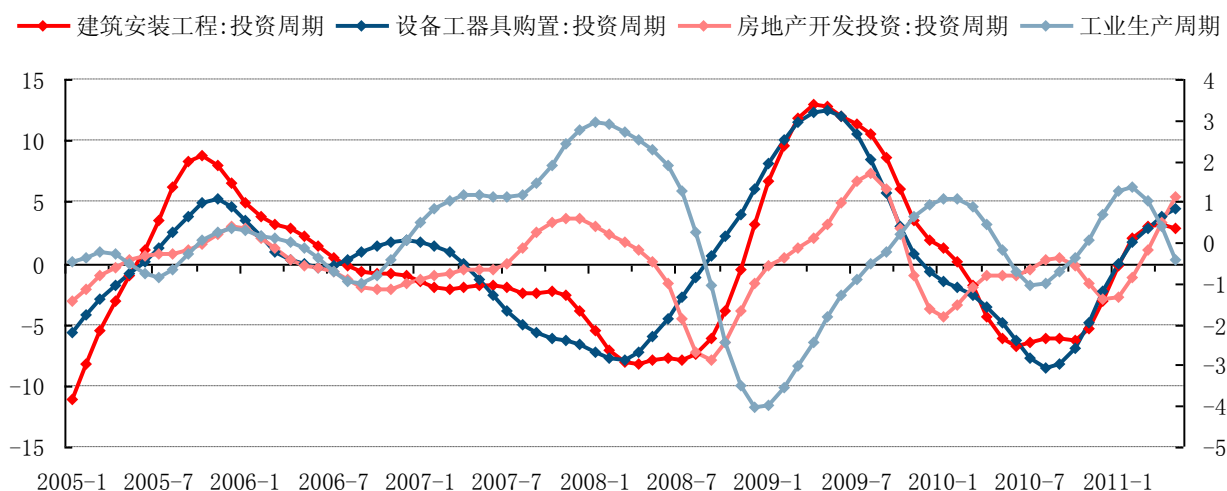
保障性住房是投名状、军令状、委任状、杀威棒将是过渡期一个明显的特征，它足以对冲掉商品房投资下行的风险，。我们对此已经不能再论述了，再讲就太罗嗦了。之前的系列报告可以佐证。

图 45: 房地产开发投资环比减缓，建安及设备购置随工业增加值环比回落而回落



数据来源: wind, 中信建投研发部

图 46: 投资扩张周期或达到阶段顶部, 房地产投资在保障房支撑下或不会显著回落



数据来源: wind, 中信建投研发部

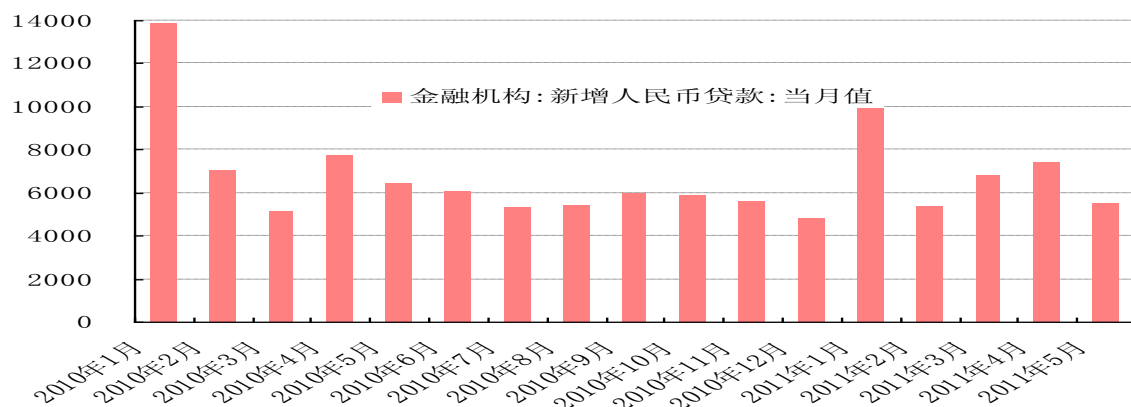
4.3 货币紧缩结构变化, 定向宽松

货币政策紧缩的大方向年内不会改变; 但是对于一些方面会微调, 以结构转变、定向宽松为基调。

● 信贷放松空间有限

2011 年前 5 月新增人民币贷款 35462 亿元, 同比少增 4680 亿元, 按 7.5 万亿元的年新增贷款规模, 仅完成了 47%, 剩余 7 个月平均每月可放贷 5648 亿元, 已经改变了往年 3-3-2-2 乃至前期更加集中的节奏。虽然即使全年信贷控制不到 7.5 万亿, 下半年信贷供给也会好于往年, 但是否宽松要视需求而定, 需求一是看地方政府的需求是否有回落, 中小企业的需求回落似已比较明显; 二是看直接融资对需求的满足力度。

图 47: 月度新增人民币贷款 (亿元)

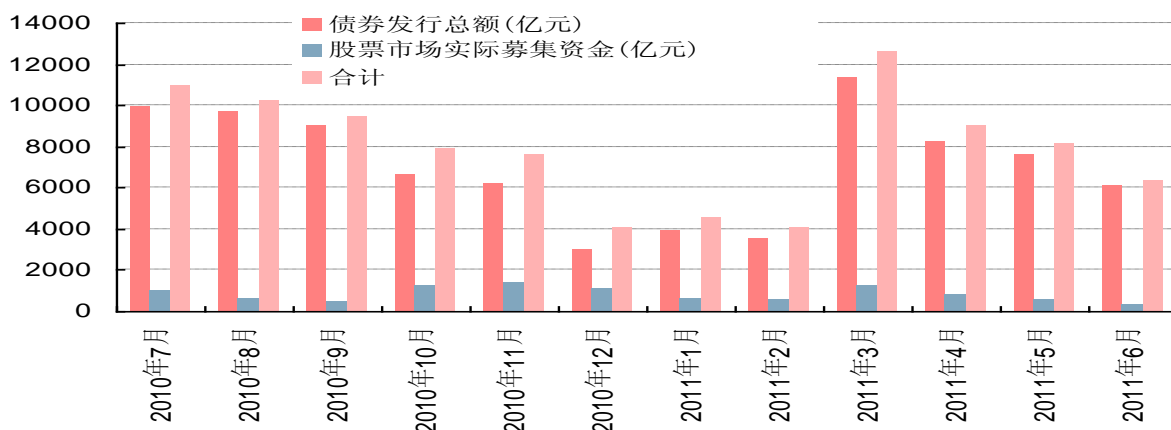


数据来源: wind 资讯, 中信建投研发部

● 直接融资继续加大

下半年，债券市场和股票市场都会继续扩容，特别是前者，对保障房的资金补充和对融资平台的风险缓释，都会加强。

图 48：债券市场和股票市场筹资额（亿元）



数据来源：wind 资讯，中信建投研发部

● 加息可期，提准放缓

流动性应该保持适度的充裕。直接融资需要市场提供更多的流动性，也需要流动性来降低越来越高的融资成本。不宜再维持一月一提的准备金率政策，应放缓到两月一次甚至更慢，视外汇占款流入和公开市场操作而定。2011 年的通胀比 2010 年超出目标更多似已成定局，加息依然有必要，在通胀高点来临之前。

整体来看，我们觉得货币政策的宽松程度会好于上半年。

● 定向放松

但不能期望简单的通过将融资平台的风险转移到债券市场而化解银行的风险。对于中小企业和保障房，都将通过信贷、债券等多种融资渠道齐头并进，而不是把压力施加于某一方。制度上看，松绑中小银行、规范民间金融是应有的举措。民间金融很可能在四季度结束虚假繁荣。需要有政策对民间资金的引导。

五、生产弹性弱化下的周期反弹

在一个厢体内运行的经济体，其弹性是减弱的，宏观分析就点类似于螺蛳壳里做道场。不明了过渡期的这一特征，依然用那种大开大合的逻辑来指导投资，就会犯方向性的错误。当然，整体的收敛与平淡并不意味着节奏上也是四平八稳，通过节奏的变化，我们还是可以获取相对高的收益。不过，结构性的把握显得特别重要。现在中国已经不是在深水撒网捕鱼了，而是浅水摸鱼了。本部分主要是谈一下弹性减弱的问题，下一部分分析结构性的变化。因为结构更加重要，所以放在最后谈论。

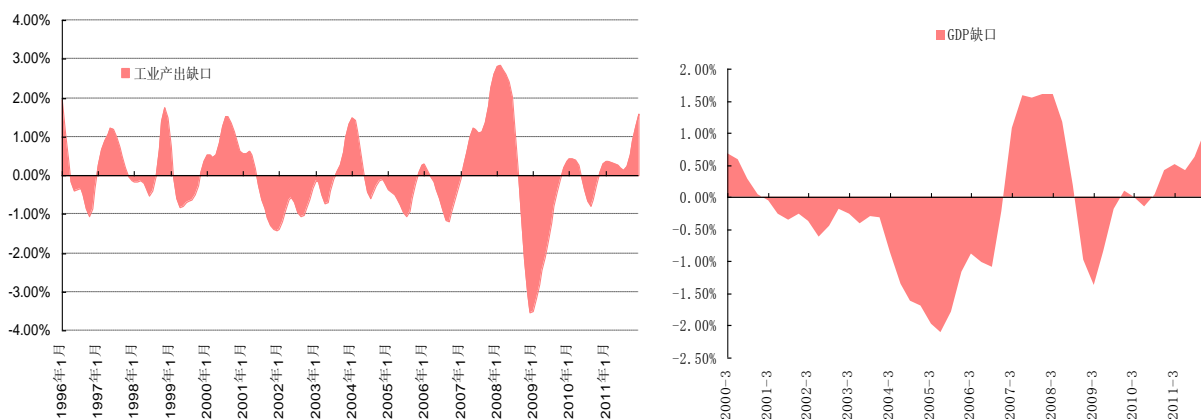
5.1 生产弹性减弱是趋势，中游相对稳定

经济增长收敛与生产弹性减弱是一回事，这是中周期处于过渡期显著的特征。

5.1.1 弹性减弱是趋势

在六月份的报告《经济低位均衡》中，我们指出由于受制度于电力等利益调整的约束，生产将会下拉需求。在这种情况下，无论是用工业增加值产出缺口，还是用 GDP 产出缺口表示的经济运行弹性都显示：本轮短周期回升，制造业产能利用率将得到提升，以大幅提升产能利用率为标志的经济弹性最大阶段或已过去。

图 49：工业增加值与 GDP 产出缺口都显示中国经济弹性减弱



数据来源：wind，中信建投研发部

5.1.2 中游弹性相对稳定

在一个厢体内运行的经济体，上下游的弹性相对较弱，而中游的弹性相对较强，这是中周期明显的特征。经济体好比于一个人，中游是身子，上下游是四肢。当体温下降时，四肢收拢，安安静静，而身体的血还在流淌，中游的价值在此。

据我们在分报告《中游砥柱》中的分析，从投入产出模型计算结果看，中游行业如设备制造业化工、钢铁、有色、汽车等行业的影响力系数和感应力系数都较显著。这意味着，对经济弹性的影响是贯穿整个过渡期的。从中长期来看，这些行业弹性相对较大。TMT、汽车、机械等广义的中游设备制造业将在本轮中周期中构成中国经济的主导产业群。从经济周期角度看，主导产业弹性将成为周期弹性的决定性因素。从投资扩张、产出缺口角度分析，中长期内设备制造、化工、非金属制品、钢铁、有色等行业将迎来弹性较佳的阶段。

5.2 经济弹性阶段性增强——成本压力暂时缓解

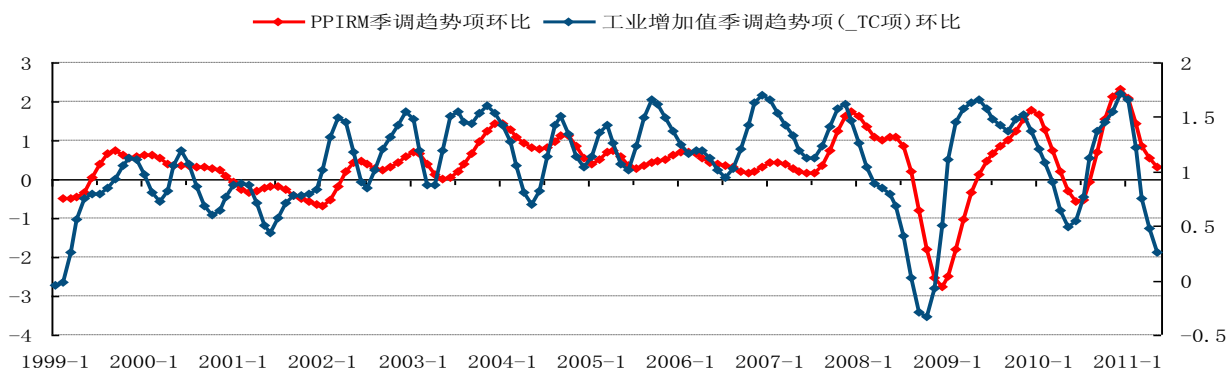
在二季度《嬗变：穿越刚性》中，我们指出市场的刚性主要是成本上升与需求下降带来的。除非经济增长陡降，否则劳动力成本的下降是不现实的。原材料与资金成本的下降，在某种意义上讲，可以增强经济运行的弹性。

5.2.1 原材料的成本下降

生产放缓与成本压力是一对矛盾统一体，当经济向上时，对原材料的需求必然会催升原材料成本；而原材料成本的过快上升，必然会抑制经济增长，或者说，原材料价格对经济环比增长的敏感指标。从这一含义来看，我们理应将成本看成是经济周期波动尤其是环比波动的内生变量，因而，经济周期下行过程中，必然伴随成本压力的下降。

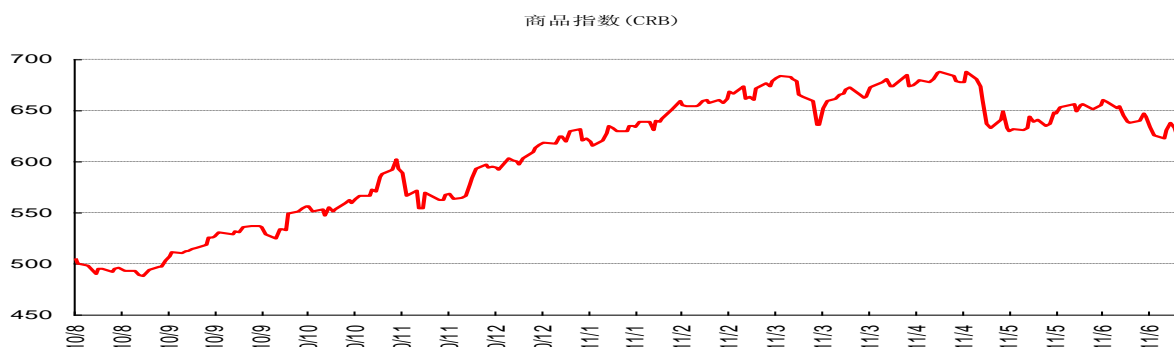
从这一轮经济短周期调整的时间看，我们基本可以判断 9 月份前，我们将看到原材料价格的环比持续回落，而随着经济的环比底部回升，9 月份之后，生产成本将随着经济周期向上运动而增加，但在初期，仍不能构成经济周期向上的障碍。经济周期运行到明年 1 季度，成本压力将又逐渐显现，从这一点意义上看，通胀将是一种长期现象。

图 50：工业增加值季调趋势项环比领先 PPIRM 季调趋势项环比 1-2 个月



数据来源：wind，中信建投研发部

图 51：商品指数 CRB

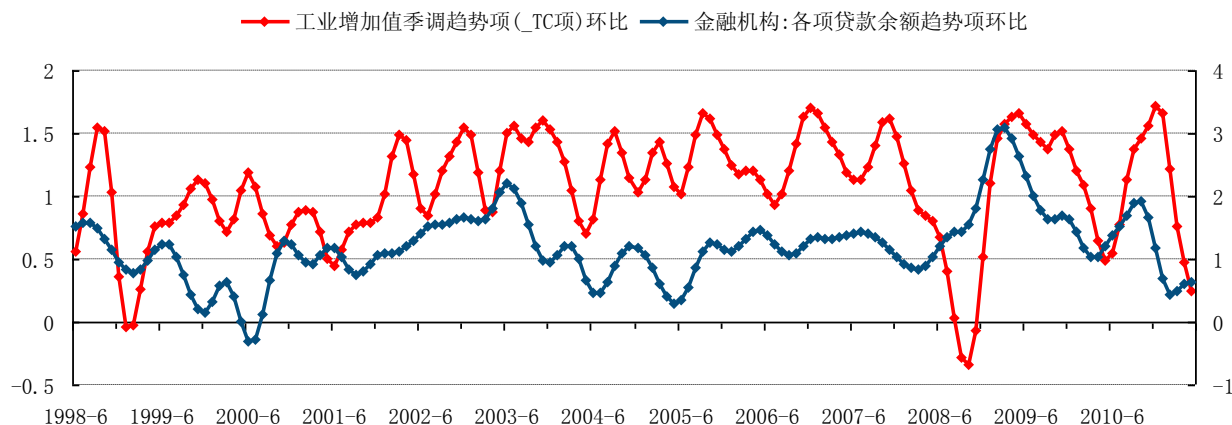


资料来源:CEIC, 中信建投研发部

5.2.2 资金成本下降

在经济周期波动中，贷款余额的变化具有一定的领先性。经济短周期环比回升之前，贷款余额的环比率先底部回升。虽然贷款余额的回升并不能说明流向生产领域的资金增加了，但能说明一点就是，资金紧张程度有缓解的迹象。

图 52：贷款余额趋势项环比领先工业增加值环比约 3 个月



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

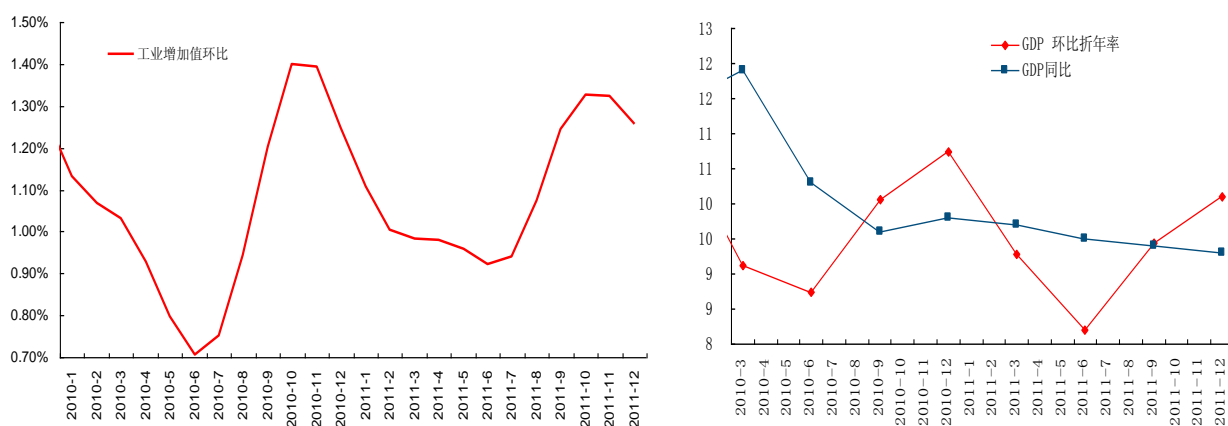
从经济周期波动和利率之间的规律分析以及对经济周期波动中的通胀判断，今年三季度到明年一季度，通胀预期将得到缓解，利率政策的逆周期性在这一阶段将相对弱化。从存款准备金率、贷款余额与经济周期之间的内在关系分析，我们判断，短期内资金紧张程度有缓解的迹象，这也是工业生产环比回升的重要依据。

5.3 弹性回升的结果——先探底再回升

基于以上的判断，我们认为，中国经济弹性的阶段性回升将会体现经济增长的环比探底后回升。基本结论如下：

- 本轮经济短周期的环比底部有可能在 6 月或 7 月，产出缺口底部或将在 9 月或 10 月，短周期回落的时间约为 7 个月；
- 2011 年 10 月之后的短周期回升至 2012 年一季度，物价表现将较为平稳。

图 53：2011 年 10 月短周期回升趋势图



数据来源: wind 资讯, 中信建投研发部

六、强中心-弱外围是过渡期确定的产业特征

前面几部分对增长与通胀的判断表明了一个事实：过渡期，中国经济在一个箱体运行，增长率不低于 8%，通胀率不高于 5%，仍然是一个 13 点的态势。

在这个背景下，再执着于宏观的波动，显然无法把握投资的机会。大起大落的年代已经过去，随着周期复辟的过去，以流动性为指导的总量研究已经显得捉襟见肘。寻求宏观波动的微观基础将是未来宏观研究的重要领域，结构主义将会大行其道。

我们认为，强中心—弱外围将是过渡期明显的产业特征。

6.1 中心-外围的基本含义——只是强弱，不是大小，无关所有制

“中心-外围”是由普雷维什对世界经济体系描述。世界经济分成两个部分：一个是生产结构同质性和多样化的“中心”；一个是生产结构异质性和专业化的“外围”。前者主要是由发达国家构成，后者则包括广大

的发展中国家。由于技术与贸易的作用，中心与外围的差距越来越大。

在资源国—生产国—消费国竞相膨胀的全球化年代，中心—外围的差别在减小，共同富裕时，人们更多的是追求效率，而对公平不太看重。中国外围的地位得以提升，还成为外围中的中心。而当全球一体化减弱时，水落石出，外围弱与中心强的相对态势将会出现。世界经济是如此，中国经济亦是如此。

外需的减弱与转型的困境，使得中国在世界外围与中心中的地位名义上显山露水，实际上，这种地位是以中国内需的扩张与延续为押品的。当内需的增长遇到制度与市场的刚性时，中国市场的产业业态也将发生变化。

我们在前面宏观总量分析的基础上，认为结构上的表现就是强中心与弱外围，这个状态将会持续到整个过渡期，直到政事新启，刚性打破。

此处需要说明，我们所讲的中心指的是市场自我演化与政策强化的大型化与集中化特征，它与所有制无关。外围是指市场自我竞争，物竞天择的小型化与分散化。二元化的特征明显，外围与中心并不是完全割裂的，大小之间的渠道相通。在竞争中，大小、内外的相对强弱是会转化的，过渡期，此种转换风云际会，是有为者施展才能的大舞台。

6.2 中心的形成与演化

无论是中心，还是外围，其演化的路径都可以归结为两点：第一，市场自我演化的要求，第二，政策顺势而为的强化。

6.2.1 中心形成的原因——市场的作用

中心的形成，可以从市场的因素与政府的因素进行体分析。对市场来讲：

- **走向成熟后的公共需求**

中国经济走向成熟后，分配重于增长。耐用消费品在城市的升级与农村的普及已经基本完成，在政府“钓鱼”政策的刺激下边际增长也已经开始下降，强国与富民的公共需求成为最重要的需求。公共品的提供在投入与产出从时间上是不对称的，非大企业承受不了这种机会成本。另一方面，公共品具有规模收益，大公司提供有成本优势。

- **规模收益对冲成本压力**

在我们前面提到的需求下降与成本上升的过程中，企业的自我淘汰率会加快。当无法通过增长需求来消化成本的压力时，通过扩兼并收购，横向扩张，内部一体化是企业必然的选择。如此一来，中国产业的集中度就必然提高。

- **垄断资本寻求更高收益**

中心的形成，资本的集中程度是必要的条件。反危机过渡刺激资本的相对过剩，使得垄断资本具备了

做大的条件。在垄断资本向海外输入遇到非经济因素的制约后，在国内促使产业的扩张是必然的。在我们前面分析的过渡期的政策以保护既得利益为主要内容的逻辑前提下，政府也不会对这些扩张进行约束。也正是从这个意义上讲，我们才对呼吁了多年的非公三十六条的制度红利感到无比的失望。

● 以国家为主体的技术创新

正如普雷维什所讲的，技术的应用与演化加剧了外围与中心的分化。对中国的产业来讲，道理同样如此。技术的升级需要投入，创新需要对冲成本。在对技术创新的理解中，市场一直存在着一种市场原教旨主义的情结，认为只有市场投入的才是真正的创新，政府投入的不是创新。这显然是一厢情愿的事情。

从中国近三十年来科技的投入来看，国家创新的资金主要投入了大的央企与民企。国家创新计划实际上已经产生了重要的影响力。我们也很早讲过，中国的产业升级需要对冲创新的成本，也只有以政府为创新主体，这种成本才有人愿意付。这也是各国在走向成熟后国际竞争的自然规律，在这种逻辑下，政府就不是简单的守夜人，而是一个国际企业了。政府决策者就是 CEO 了，这验证了科思讲过的政府是一个超级企业的逻辑。

图 54：我国同世界主要经济体 R&D 经费增速比较

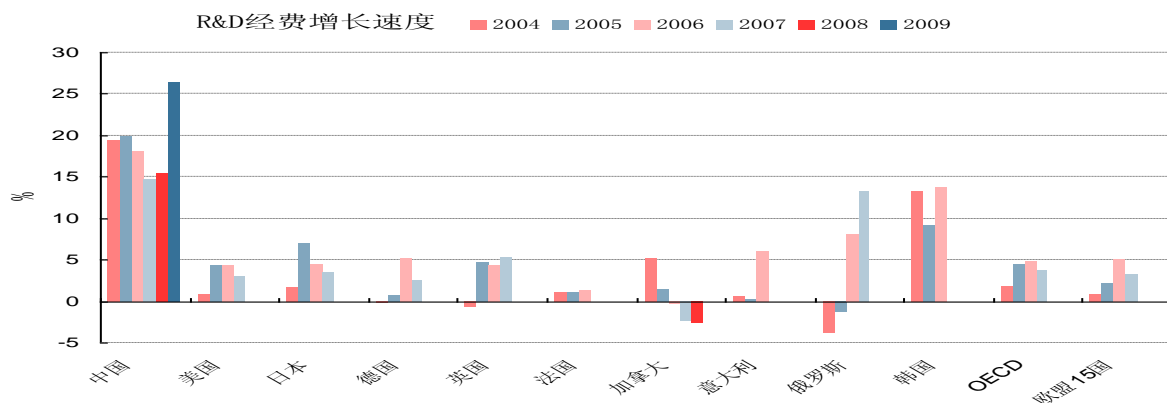
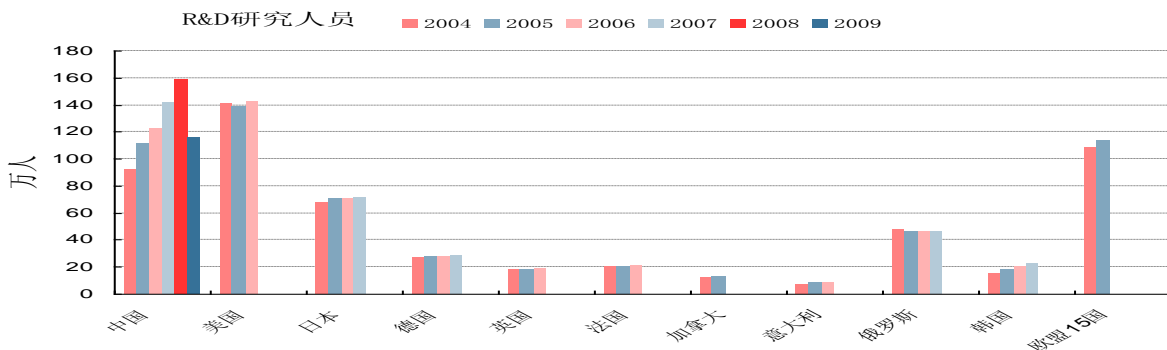


图 55：我国同世界主要经济体 R&D 研究人员比较



资料来源：科技部，中信建投研发部

- **过度刺激的金融风险绑定了大企业**

中心之所以形成，除了一种正向的原因之外，金融风险的化解也是重要的理由。反危机的过程中，大企业已经与中国的金融体系绑在了一起，不为别的，只是为了不在过渡期让金融风险爆发，银行也得让企业做大。当然这样的风险会很大，这是后话。

6.2.2 中心形成的原因——政府的作用

- **中央政府的国家战略——日本的财团战略**

中心的形成，从政策上来看，是国家战略的必然选择。当一国的竞争领域定位于全球后，大型化就是必然的趋势。这一点与日本与韩国的财团成因是相似的。

- **政府财政危机下的资源整合**

在经济弹性减弱后，产出的收敛并不意味着政府义务的减少。当潮水逐渐退去后，三十年快速发展的矛盾积累迫使政府要维持或者扩张公共支出。外围企业竞争中的失败者的诉求需要政府来满足，以保证经济问题不会演变为政治问题。因此，除了超发债务以外，政府还必须保证基本的税收来源。与中心企业保持良好的关系，并维持住是唯一的选择。

从六月报告《经济低位均衡》我们指出中央政府开始强化央企的竞争力，与二季报《嬗变：穿越刚性》中对地方资源整合的分析，都是一样的逻辑：穷则思变，做大中心是理性而现实的选择。

- **政治新旧周期下的政商结盟**

过渡期很重要的特征是中国政治周期正在进行转换，只有作为中心的企业才有能力进行政商的结盟。资金雄厚的房地产企业才能够帮助政府建设保障性住房，才能够帮助中国政府振兴足球这些公共事业。中国每一个中周期都有着这样明显的特征，政治与经济共震。

6.2.3 中心的演化路径

中心的形成是在政策引导下资本趋利的结果。中心形成的方式，一是相同资本间的组织创新，二是不同资本间的融合，此处主要指产业资本与金融资本的融合。

（1）相同产业资本间的组织创新

- **横向一体化：**主要指行业自身集中度的提升，既有家电、啤酒、工程机械、电池、电子、零售等行业的自我集中，也有稀土、钨矿、煤炭等要素集中后可以国内定价由政府推动，更有以重庆为代表的地方金融的整合。

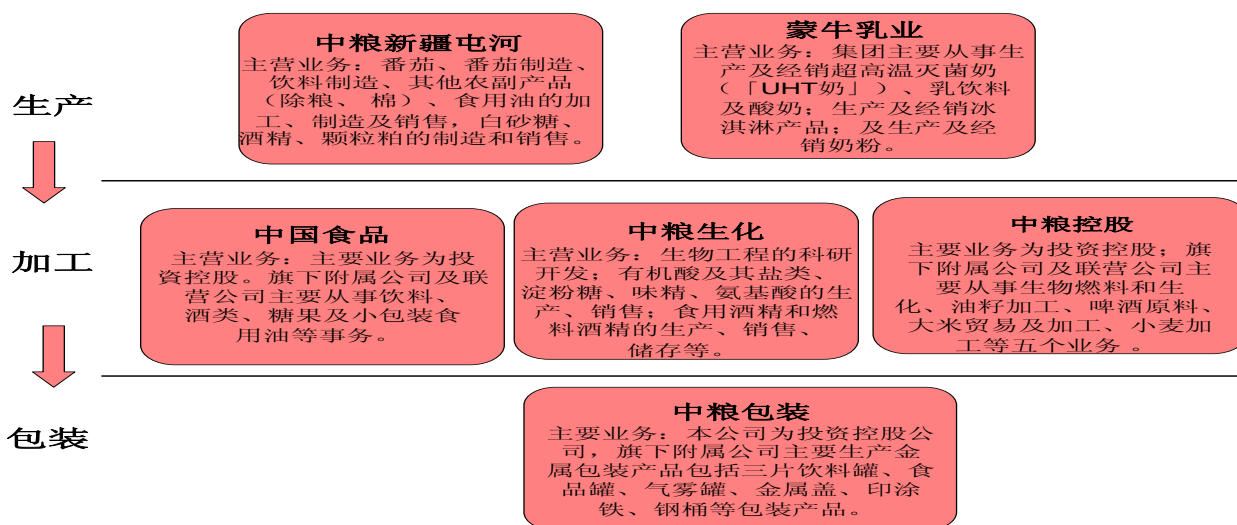
图 56：行业集中度



资料来源：wind，中信建投研发部

- **纵向一体化**：主要指在同一产业链的上下游贯通，煤化工、海内外一体化的化工、以中粮为代表的食品生产一条线、以神华为代表的煤电一体化等等。

图 57：中粮集团产业链

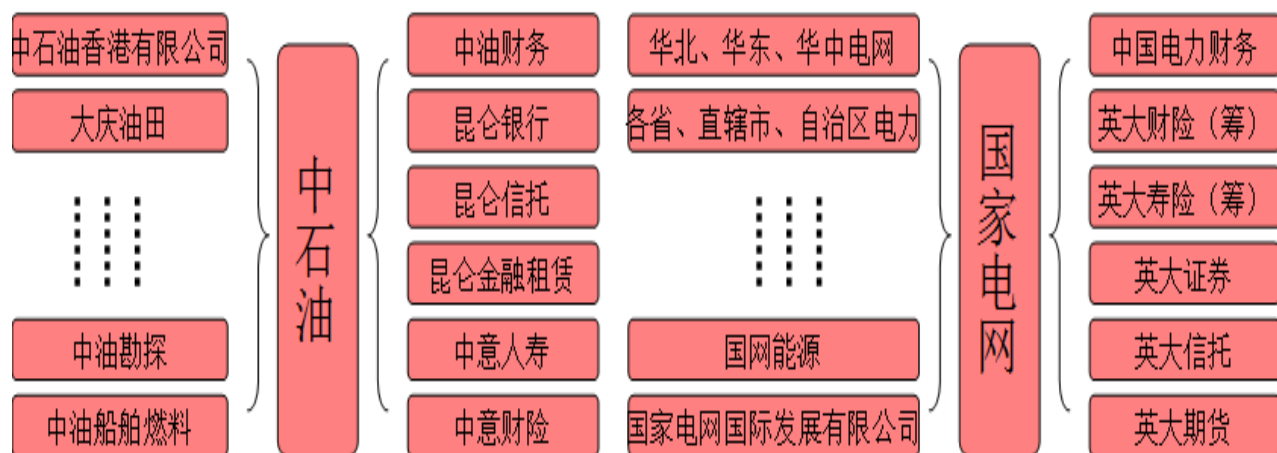


资料来源：中信建投研发部

(2) 不同资本间的融合

不同资本间的融合，主要指产业资本与金融资本的一体化，即产融结合。中石油的昆仑系、国家电网的英大系、宝钢对各银行的参股、复兴系等产业资本已经开始分享金融资本的垄断收益，中心企业的财团化明显。

图 58: 产融结合谱系(昆仑系与英大系为例)



资料来源: 中信建投研发部

6.3 外围的形成与演化

6.3.1 外围形成的原因

对中心形成原因的分析, 同样可以适用于外围的分析。在市场与制度的刚性约束下, 无法适应成本与需求的压力, 政府也并不会对此进行救助, 结果就成为分散的, 异质性的外围产业。

外围之所以分散, 一是在主导产业形成的过程中无法找到新的需求, 产业已经落后。1980 年代, 农村实行责任制以后, 短途运输还依靠畜力, 钉马掌的曾经兴盛一时。随着拖拉机的兴起, 这一产业就基本消失, 因为需求没有了。

二是技术上过于落后, 生产效率低下, 1990 年的机械工业的发展是很好的例证。

三是从要素价格上来讲, 产业利润已经无法对冲过高的成本, 过小的企业又没有规模收益。

四是从制度上来讲, 政府不会再如 2008 年末那样全方位地救助中小企, 原因之一是政府没有那么多的财力, 原因之二是产业的兴衰自有天理, 政府无法改变。政府要做的事情无非是提高社会保障与救济的力度, 以防止失业问题影响到社会的稳定。

6.3.2 外围的演化路径

与趋强的中心相比, 外围是相对弱小的。这此分散的企业有一部分是要被淘汰的, 没有被淘汰的, 要经历一个艰难的磨练过程。我们认为其演化路径如下:

- 自生自灭。
- 承接政府甩下的包袱，获得新的需求。这一点更多地体现在医疗、教育、文化等准公共品上。
- 在政府鼓励下的创新。这一点主要体现在“中心”的技术与人力资源走出中心，而进行的外围创新。创业板、中小板、三板等风险资本偏好的领域，这一类企业活力实足，但竞争也相当激烈。
- 自我激励。企业的自我激励主要体现在加强内部的组织创新，而在需求稳定的前提下，通过降低成本而获得相对的收益。成本的降低可以是内部的管理创新，也可以是外部的成本下降。后者在上一部分已经做了分析，上游的成本下降，有利于中游利润的恢复，其弹性较强。

6.4 中心与外围的连通

在上面的分析中，外围与中心好像是两个孤岛，互不连通。真实的世界中，外围与中心的形成是动态演化的。这与世界经济一体化中的中心与外围的演化是一样的。

二者的联通，一是通过技术，二是通过贸易。三是通过中心的制度漏损

● 技术的联通

中心企业需要平衡组织成本与交易成本的关系，技术外包可以更专业化，更好考评，也更节省成本。中心企业不仅仅是要做大，更要做强，外围可以提供更专业与更便宜的技术服务。

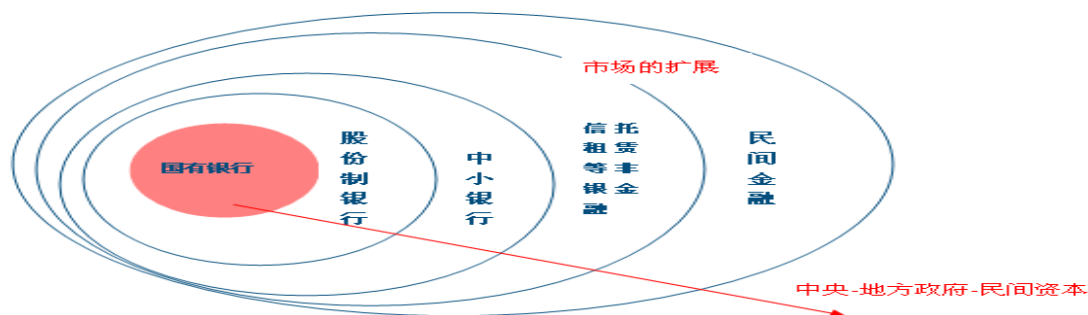
● 贸易的联通

外围与中心的贸易，可以简单地将外围定义在产业链的低端，而中心则在高端，低端的附加值相对较低，而高端则相对较高。中心的产业链条的长短决定了贸易的范围与分工的程度，产业链条越长，外围的生存空间越大。在这个过程中，外围企业实际上是在傍大款。

● 中心的制度红利漏损

中心在与外围联通的过程中，制度红利漏损是必然的。以银行为例，过度紧缩引致的垄断收益并没有被银行所独享，而是被其它一系列外围单元给分享了。等漏损到相当地步后，外围将取代中心。

图 59：金融租金“核”扩散



资料来源：中信建投研发部

七、过渡期的不确定性

我们尽可能地描述了宏观经济运行中的确定性与风险，但仍然有很多不确定性的东西是需要提示的。这些不确定性对于分析师来讲，只能提示，而无法推理，唯其能做的就是多方位观察，持续跟踪。这些不确定性可能包括但不限于以下几点：

- **政策的不确定性**

每到换届时，政府必须平衡各方面的利益。不同的决策部门出于自身利益的考虑，可能会形成兄弟打雁的结果。政策要么超调，要么拖延。在各方力量处于弱式平衡时，外部或内部的些许冲击都会打乱平衡的局面，这些冲击是无法预测的。这都是产生公共风险的根源。

- **资金外流的风险**

我们在前面讲了，中国与美国在正常状态下，资金流动属于共震。经济的因素，对于资金外流是可以预测的。但其它原因造成的预测则比较难。比如，基于政策的不确定性而进行的外流，其冲击是相当大的。

- **金融风险提前爆发**

我们讲政府会努力协调地方负债扩张的力度与节奏，但如果政策超调，金融风险成为政治博弈的工具时，这种风险就不好预测。

- **中央在与地方的博弈中提前改变战略**

以房地产为例，若中央基于地方的诉求，而提前放弃既有战略，那经济的波动将是系统性的。

八、资产配置

8.1 影响投资的宏观变量图示

我们坚持将中国看成一份资产来进行宏观经济分析。相应地，决定资产价格的不同因素将决定着资产的配置。对于下半年，我们认为影响配置的重要宏观变量如下：

- 增长三季度触底，四季度向上
- 流动性相对缓解
- 通胀压力减弱

图 60：资本资产定价视角下的宏观要素组合

宏观要素	一	二	三	四
增长GDP	●●●	●●	●●●	●●
通胀CPI	●●●●	●●●	●	●
流动性M2	●●	●●	●●●	●●
制度变革	●	●●	●	●●
价格管制	●●●	●●●	●●	●●

注：红色代表正向，蓝色代表负向

资料来源：中信建投研发部

8.2 配置的基本逻辑

8.2.1 股票的配置——弱外围，强中心

- 在经济箱体运行，弹性减弱的背景下，以浅水摸鱼的态度来决定资产配置，重结构，轻总量。
- 从产业结构的视角看，中游的弹性相对较强。
- 近强中心、弱外围的逻辑来配置资产，中心已经大到边界的企业只有防守的价值，而无进攻的价值，正在变大变强的公司才是真正有价值的。
- 在中心与外围的联通中，提供专业化服务的外围企业具有极大的成长空间，此乃傍大款。
- 因中心制度漏损而形成的制度创新，是捕捉制度红利的重要领域，金融创新首当其冲。
- 保障性住房与军工、水利等公用品的提供，有确定的需求保障，可以长期关注。
- 保障性住房建成后，其对低端消费的带动是明确的投资机会。

8.2.2 债券的配置：难觅趋势性机会，以获取高息票为主

- 难觅趋势性投资机会

基本面偏乐观。CPI 见顶后会艰难回落，市场对此会做出反应。但 CPI 中枢仍很高，全年将达到 5.3%，即使 11 月份 CPI 降至低点，也在 4.3% 以上，收益率回落空间有限。

政策面偏负面。紧缩的货币政策还将持续，而进一步提高存款准备金率是题中应有之义。利率仍处于高位，不排除继续加息之可能。持续紧缩使地方财政、地方平台公司和企业的现金流风险暴露的机率增大。

资金面中性偏负面。资金面会比 6 月有改观，但不会宽松。债券供给将显著提速。

总体看，市场对 CPI 艰难回落的预期已做出反应，而政策和供求的动态变化将在下半年债券市场中扮演重要的扰动角色，而这两个扰动因素都是偏负面的。因此，无论是利率品种，还是信用品种，下半年收益率波动空间有限，对交易盘而言不好把握，更难觅趋势性投资机会。

● 以获取高票息为主

配置品种的优先顺序是信用债、金融债和其他利率品种，久期可适度拉长，但仓位和杠杆不宜激进。

九、宏观数据预测

表 2： 2011-2012 年宏观数据预测

预测指标	2011 年					2012 年
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
GDP	9.7	9.5	9.3	9.3	9.5	9.0
CPI	5.1	5.8	5.7	4.3	5.2	4.5
PPI	7.1	6.9	7.3	5.0	6.5	5.0
工业增加值	14.4	14	14.6	14.0	14.0	14.0
投资	24.8	25.7	25.5	25.0	25.0	23.5
零售	16.5	17.3	17.6	16.5	17	16.0
出口	20.5	22.1	17.9	15.0	19.7	15.0
进口	30.2	23.2	19	20.0	23.1	20.0
M2	16.6	15.9	15.4	15.8	15.8	14.5
一年期存款基准利率（期末）	3.0	3.25	3.5	3.5	3.5	3.5
法定存款准备金率（期末）	20.0	21.5	21.5	21.5	22.0	21.0
人民币兑美元汇率（期末）	6.6	6.5	6.4	6.3	6.3	6.0

资料来源：中信建投研发部

分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组入围。

胡艳妮：经济学硕士，宏观经济分析师。**黄文涛：**经济学博士，宏观经济分析师。

王 洋：经济学博士，宏观经济分析师。**刘之意：**经济学硕士，宏观经济分析师。

李树培：经济学博士，宏观经济分析师。**施同亮：**经济学硕士，宏观经济分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街188号4楼

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。