

增长和稳定系列研究

从全球杠杆率看中国经济风险

报告要点

- ❖ 过去 10 年全球经历了杠杆化风潮。杠杆率的提高意味着全社会的信用扩张，这表现为债务水平的提高，过去 10 年各国总体债务水平明显上升。从消费者到企业，从银行到整个国家，债务的快速增加反应在经济参与主体的各个层面。2009 年相对于 2000 年，典型性国家杠杆率均出现了上升。
- ❖ 高杠杆率往往意味着高通胀和低增长。对 105 个国家 1990-2011 年的数据分析显示，过去 20 年的平均 GDP 增长率和社会总杠杆率之间存在负相关。当发达国家政府债务比重超过 90%，债务对经济的影响是负面的；当发展中国家政府债务比重超过 90%，会导致低增长和高通胀；当发展中国家外债比重超过 60%，经济增长快速下降，通胀急剧上升。
- ❖ 高杠杆率意味着高的金融危机发生概率。无论经济中哪部分参与者的杠杆率偏高，而且快速提高，这都蕴含着很高的风险，都大幅度提高了金融危机发生的概率。总体而言，政府杠杆率超过 90%，企业杠杆率超过 80%，居民杠杆率超过 40%，金融企业杠杆率超过 60%，并且快速上升的国家，其爆发金融危机的可能性极大。高杠杆率不但导致金融危机，而且高杠杆率也会加剧金融危机冲击效果。
- ❖ 中国的杠杆率总体水平并不算高，但过去 10 年快速提高。2011 年为 160% 左右，但全社会的杠杆率相比 2000 年上升了 40 个百分点。居民和政府杠杆率的提高是本次杠杆率提高的主要原因。消费信贷，特别是住房抵押贷款是导致了居民杠杆率上升的主要因素。4 万亿的财政扩张政策是非居民杠杆率上升的主要原因，初步估计政府的真实杠杆率为 42% 左右。信贷快速扩张也导致金融机构杠杆率提高。
- ❖ 中国整体风险并不高，但是需要控制杠杆率的提高。居民的杠杆率近年快速上升，而政府的真实杠杆率也比看上去的要高。居民杠杆率的上升速度需要控制，而政府的杠杆率则需要保持稳定。未来几年中国杠杆率可能略有下降，这将对经济增长有所抑制。

中信证券研究部宏观经济预测

(%)

	2008	2009	2010	2011	2012F			
GDP	9.6	9.2	10.4	9.2	8.1			
CPI	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.5			
PPI	6.9	-5.4	5.5	6.0	-0.9			
全社会固定资产投资	25.5	30.1	23.8	23.8	20.7			
社会消费品零售	21.6	15.5	18.3	17.1	14.6			
出口	17.2	-16.0	31.3	20.3	11.2			
进口	18.5	-15.7	38.8	24.9	10.0			
利率（1 年期存款）	2.52	2.25	2.75	3.50	2.75			
汇率（RMB/USD）	6.83	6.83	6.62	6.30	6.26			
	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2011 4Q	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q (F)	2012 4Q (F)
GDP	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	8.0	8.6
CPI	5.1	5.7	6.3	4.8	3.6	2.9	1.6	2.0

资料来源：国家统计局、中信证券研究部预测

中信证券研究部 宏观组

诸建芳

电话：010-60838756
邮件：zhujf@citics.com
执业证书编号：S1010510120003

孙稳存

电话：010-60838015
邮件：sunwc@citics.com
执业证书编号：S1010510120052

董利

电话：010-60838405
邮件：dongli@citics.com
执业证书编号：S1010511080001

刘霖林

电话：010-60838023
邮件：liull@citics.com
执业证书编号：S1010511080002

吴玉立

电话：010-60838230
邮件：wuyli@citics.com
执业证书编号：S1010511080003

联系人：郭廓

电话：010-60836734
邮件：guokuo@citics.com

相关研究

- 1、《中央政治局会议点评—中央层面突出“稳增长”的政策导向》..... 2012.7
- 2、《宏观经济专题—就业压力正在逼近》..... 2012.7
- 3、《2012 年二季度宏观经济回顾及展望—政策刺激效应》..... 2012.7
- 4、《2012 年下半年中国经济展望—回升在即》..... 2012.6
- 5、《2012 年 5 月宏观经济报告—政策放松力度将大》..... 2012.5
- 6、《国际经济专题系列之一—美元回归强势》..... 2012.5

目 录

全球杠杆化风潮	1
杠杆率对宏观经济的影响	2
杠杆率与金融危机的发生率	4
中国杠杆率的状况与风险评估	8

插图目录

图 1: 2000 年典型国家整体杠杆率.....	1
图 2: 2009 年典型国家整体杠杆率.....	2
图 3: GDP 增长率与社会杠杆率.....	2
图 4: 1946-2009 年发达国家政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀的关系.....	3
图 5: 1790-2009 年美国政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀的关系.....	3
图 6: 1946-2009 年发展中国家政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀关系.....	4
图 7: 1970-2009 年发展中国家外债与 GDP 增长率、通货膨胀的关系.....	4
图 8: 过去 10 年典型国家政府杠杆率的变化.....	5
图 9: 发达国家与发展中国家的平均政府债务水平.....	5
图 10: 1826 年-2010 年国家债务违约率与公共债务/GDP 的关系.....	5
图 11: 过去 10 年典型国家非金融企业杠杆率变化.....	6
图 12: 过去 10 年典型国家居民杠杆率的变化.....	6
图 13: 过去 10 年典型国家金融企业杠杆率变化.....	7
图 14: 从发达国家贷款数额与 GDP 所受冲击.....	7
图 15: 信贷增长速度与 GDP 所受冲击.....	7
图 16: 中国杠杆率的变化.....	8
图 17: 中国居民杠杆率的变化.....	9
图 18: 中国非金融机构杠杆率的变化.....	9
图 19: 修正的中国各部门杠杆率.....	10

表格目录

表 1: 1826 年-2010 年国家债务违约率与公共债务/GDP 的关系.....	6
表 2: 中国各部门杠杆率的变化.....	8

最近中国为了刺激已经疲弱的经济，加大了财政支出，同时也增加了信贷投放总量，在刺激中国经济的同时，这无疑提高了中国经济的杠杆率。高杠杆率对目前许多经济体所产生的危害已经非常明显，许多国家已经爆发了经济和金融危机，那么，中国目前提高杠杆率是否意味着我们的风险急剧提高，在未来也将面临金融危机；如果我们能够避免金融危机，那么高杠杆是否会影响中国经济增长的前景？

本文将从全球各主要经济体的杠杆率水平、组成和变化趋势分析其对经济的影响，以及高杠杆所带来的金融风险，同时结合全球的经验教训来分析中国的杠杆率是否合理，是否蕴涵着产生金融危机的风险。

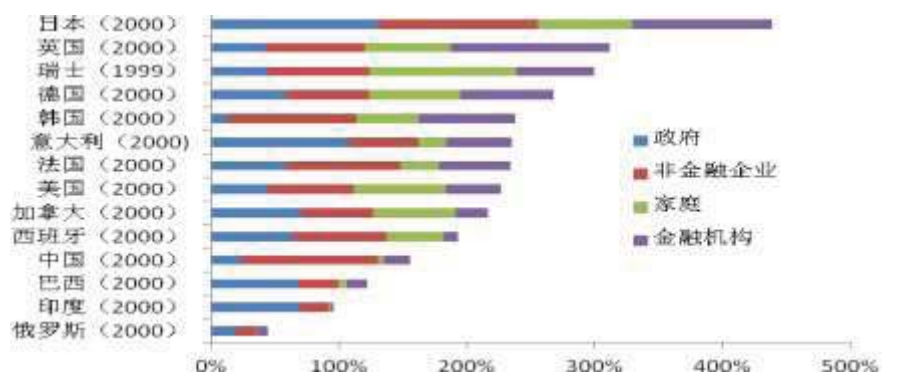
全球杠杆化风潮

杠杆率（如果没有特别说明，本文所讲的杠杆率是指债务/GDP）本质上是信用的概念，杠杆率的变化就是信用的扩张与收缩，这对宏观经济的表现会产生很大的影响，过高的杠杆率往往蕴藏着巨大的风险，而过低的杠杆率则往往意味着金融不发达，经济效率低下。社会杠杆率定义为社会债务总额与 GDP 的比值。“社会债务总额”包括政府债务及金融机构、非金融企业和家庭的债务。债务包括过去借款产生的金融负债。所欠债务通常情况下以债务融资、贷款或债券的形式被国外或国内债权人拥有。债务人可能是一个公共集体（政府）或私营部门实体。一个国家的负债经常用某一年债务总额与国内生产总值的百分比来表达。

美国次贷危机和金融危机、欧债危机和中国地方政府融资平台债务危机是过去 3 年大家最关心的问题，也是中国近期最担心的问题之一。所有这些问题的根源都是信用危机。过去一段时间将高杠杆率看作是信用发达和经济成功的标志，而当前又将其看作洪水猛兽，唯恐避之而不及。那么，怎么看待杠杆率，特别是中国的杠杆率是否适度，未来的变化趋势将如何？这些问题对经济稳定的影响将具有深远的影响和意义。本文将介绍：全球杠杆率的变化、杠杆率高对经济增长的影响、高杠杆率与经济金融危机的关系，最后介绍和评估中国杠杆率的状况和安全性。

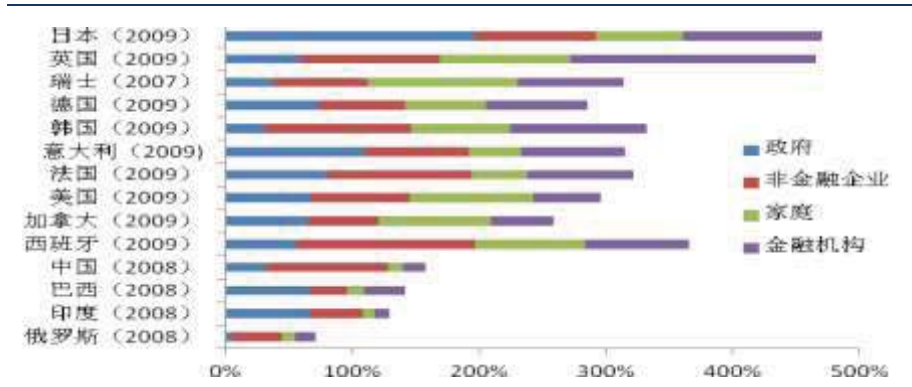
全球经济在过去几年经历了持续而又明显的杠杆化风潮，各国总体债务水平明显上升。从消费者到企业，从银行到整个国家，债务的增加反应在各个层面。虽然各国呈现出不同效果，但源自世界银行及国际货币基金组织的数据表明，在 10 个成熟经济体的平均债务总额，从 1995 年的国内生产总值的 200% 上升到 2008 年 300%。更令人吃惊的是，在冰岛和爱尔兰，债务与国内生产总值的比率分别达到 1200% 和 700%。事实证明这两个国家的负担太大，使他们陷入金融危机。2009 年相对于 2000 年，典型国家杠杆率均出现了上升。

图 1：2000 年典型国家整体杠杆率 (%)



资料来源：IMF, Economist, 中信证券研究部

图 2：2009 年典型国家整体杠杆率 (%)

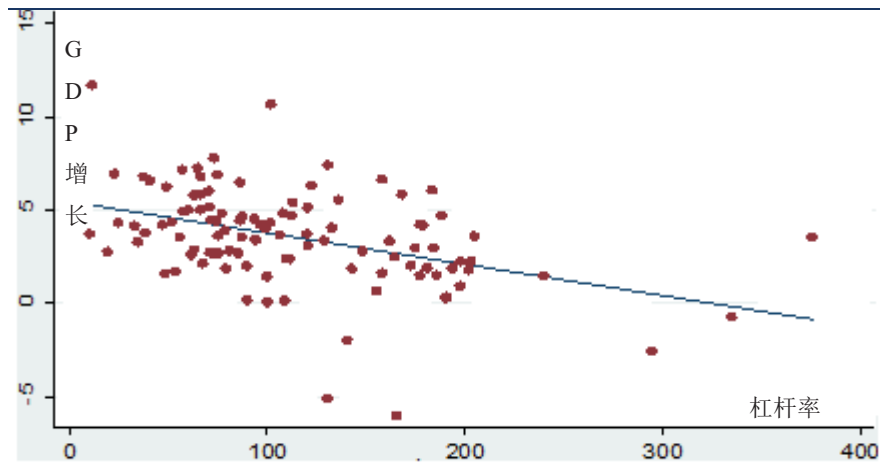


资料来源: IMF, Economist, 中信证券研究部

杠杆率对宏观经济的影响

高杠杆率往往意味着低增长率。从世界银行对 105 个国家 1990-2011 年的有效统计数据来看，高杠杆率对经济发展存在负面影响。利用跨国横截面回归研究显示，各国过去 20 年中的平均 GDP 增长率和社会总杠杆率存在负相关，随着社会杠杆率的增长，经济发展速度成线性下降趋势，社会杠杆率每增长 1%，GDP 增长率下降 0.017%。我们采用固定面板回归分析显示，社会杠杆率每增长 1%，GDP 增长速度会下降 0.036%，高于跨国横截面回归分析的结果。

图 3：GDP 增长率与社会杠杆率 (%)

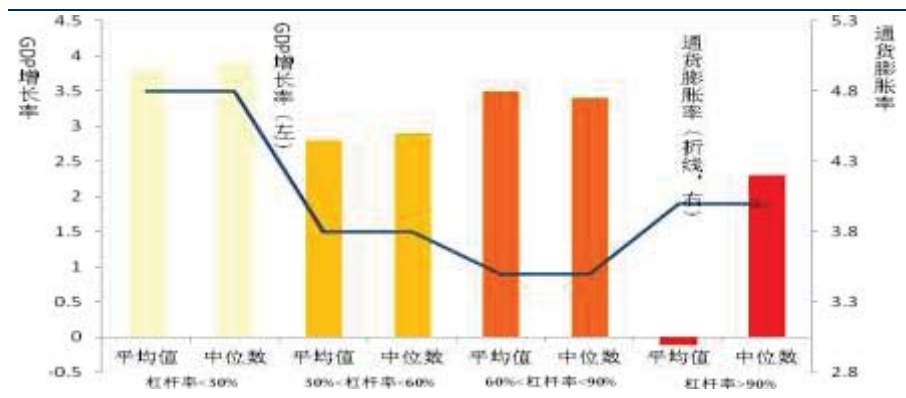


资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

过高的政府债务率往往和较低的增长联系在一起。Reinhart & Rogoff (2010) 在美国国家经济研究局 (NBER) 发表的文章《在负债中发展》(Growth in a Time of Debt) 中指出：从 44 个国家过去 200 年的整体数据来看，首先，当政府债务与 GDP 比率低于 90% 的门槛值时，政府债务基本不影响本地生产总值实质增长；但当债务占 GDP 的 90% 以上时，统计数据中间值增长率（中位数）下降一个百分点，平均值则下降更多。公共债务的门槛值是在发达经济体和新兴经济体中相类似。第二，新兴经济体面临较低的以外币（美金）计价的外债门槛值。当外债达到国内生产总值的 60% 时，生产总值年均增长率下降 2% 左右；较高水平的外债可使增长率减半。第三，发达国家作为一个整体，同期的通货膨胀率和公共债务水平之间没有直接关系。但新兴市场通货膨胀率随债务增加急剧上升。

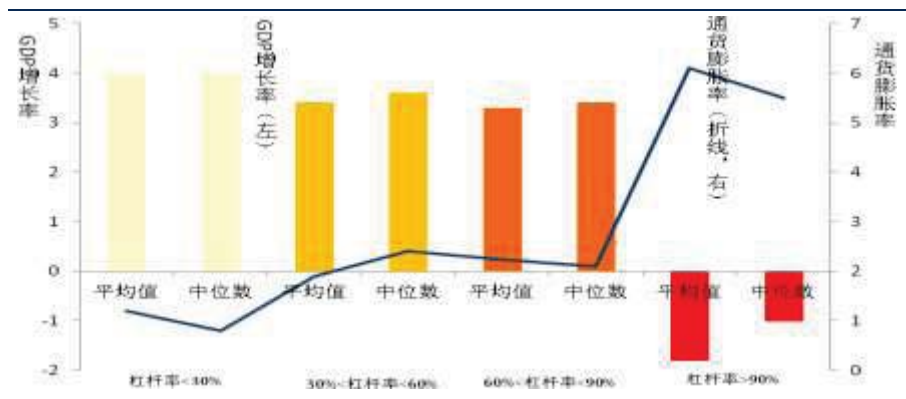
当发达国家政府债务比重超过 90%，债务对经济的影响是负面的。Reinhart & Rogoff (2010) 总结了 20 个发达国家从 1946 年至 2009 年中不同的政府债务比例对通货膨胀指数和国内生产总值的影响。其中包括澳大利亚，奥地利，比利时，加拿大，丹麦，芬兰，法国，德国，希腊，爱尔兰，意大利，日本，荷兰，新西兰，挪威，葡萄牙，西班牙，瑞典，英国和美国。逐年的数据根据负债比率占国内生产总值比例被分为四类：低负债（小于 30%）、中等负债（30%至 60%）、高负债（60%至 90%）、非常高的负债（90%以上）。柱状图显示四个债务类别中的国内生产总值增长的平均数及中位数。图 4 的结果表明：政府债务和经济增长之间不存在明显关联，直到债务达到 90% 的阈值。政府债务占国内生产总值 90% 以上的国家，GDP 增长率的中位数比其他国家下降 1%，而平均值更是下降了 4%。折线图为通货膨胀数据，该图则未反映出通货膨胀随政府债务增加而上升的趋势。当然也有异常情况，如图 5 反映出美国的通货膨胀在负债率超过 90% 时就会急速增加。

图 4：1946-2009 年发达国家政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀的关系 (%)



资料来源: Reinhart & Rogoff (2010) 中信证券研究部

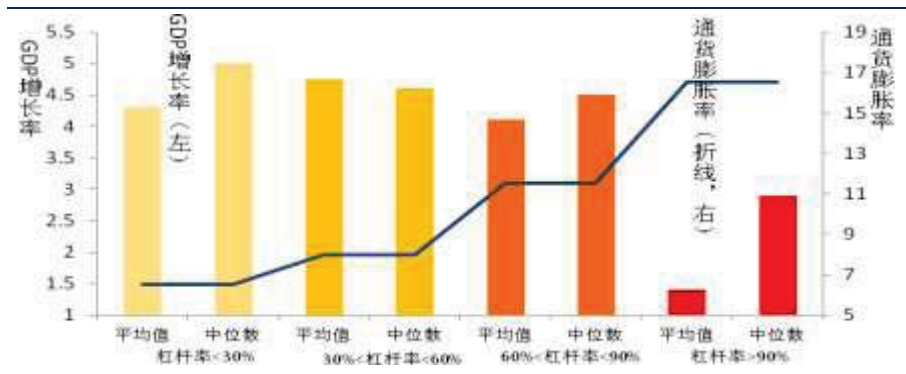
图 5：1790-2009 年美国政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀的关系 (%)



资料来源: Reinhart & Rogoff (2010) 中信证券研究部

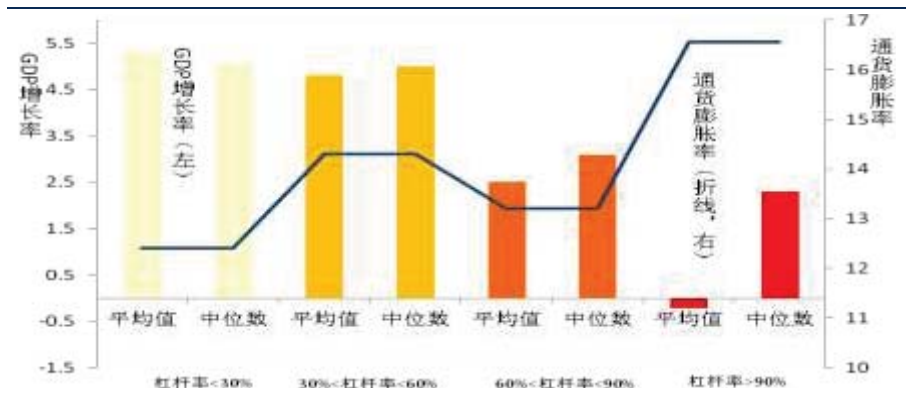
在发展中国家，高政府债务比重和低增长与高通胀密切相关。1946-2009 年发展中国家政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀的关系如图 6 所示。令人惊讶的是，从 24 个发展中国家的数据来看，政府负债比例对经济增长率的影响，发展中国家和发达国家有着相似性。例如，1900 年至 2009 年，债务水平低于 90% 的国家中，GDP 的中位数和平均值均位于 4% 至 4.5%。但对于高债务国家，GDP 增长率下降明显。但对于通货膨胀而言，高债务国家通胀上涨明显。发展中国家很大程度上依赖于外债。外债对经济增长的阈值大大低于公共债务总额的阈值。GDP 增长在 60% 的外债阈值处开始显著恶化，并在超过 90% 时剧烈下降。当外债水平在 90% 以上时，通货膨胀剧烈增加。1970-2009 年发展中国家外债与 GDP 增长率、通货膨胀的关系如图 7 所示。

图 6：1946-2009 年发展中国家政府债务与 GDP 增长率、通货膨胀关系 (%)



资料来源: Reinhart & Rogoff (2010) 中信证券研究部

图 7：1970-2009 年发展中国家外债与 GDP 增长率、通货膨胀的关系 (%)

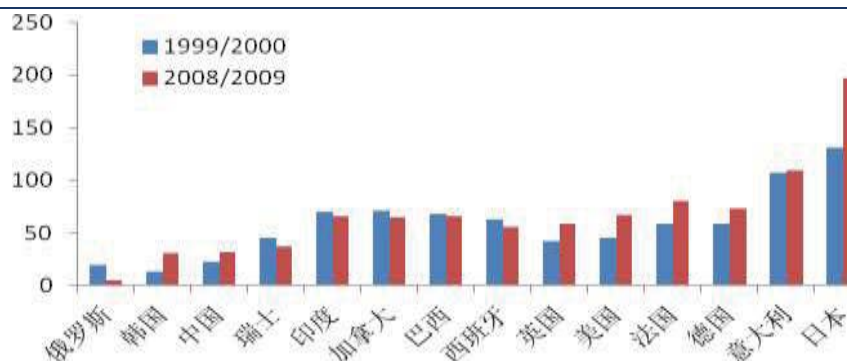


资料来源: Reinhart & Rogoff (2010) 中信证券研究部

杠杆率与金融危机的发生率

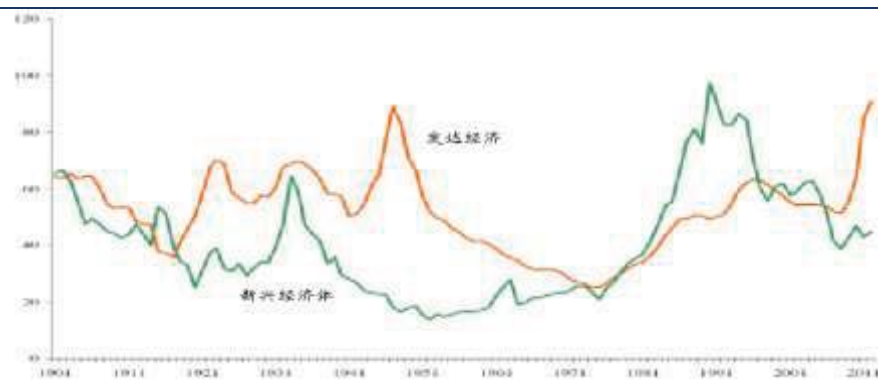
发达国家政府杠杆率的上升导致债务危机发生的风险上升。从全社会各个参与主体的杠杆率构成的变化来看，发达国家在过去 10 年政府的杠杆率处于上升阶段，而发展中国家基本稳定，或者略有下降。近些年，发达国家的公共债务持续上升。截至 2010 年，发达经济体的平均公共债务占 GDP 的比例已经高于第一次世界大战后的大萧条期间。从过去百年的数据来看，全球债务共有五个高峰期。其中三次（第一次世界大战，第二次世界大战，以及 2008 年至今）完全是发达国家经济债务高峰所致；另外一次是单独来源于发展中国家，即新兴市场（80 年代的债务危机，经济转型倒塌）；只有 20 世纪 30 年代的大萧条是发达国家和发展中国家的债务同时出现高峰。当前的政府债务高峰是唯一一次在和平时期在发达国家出现的债务高峰。高杠杆率与金融危机伴随而生。

图 8：过去 10 年典型国家政府杠杆率的变化 (%)



资料来源: IMF, Economist, 中信证券研究部

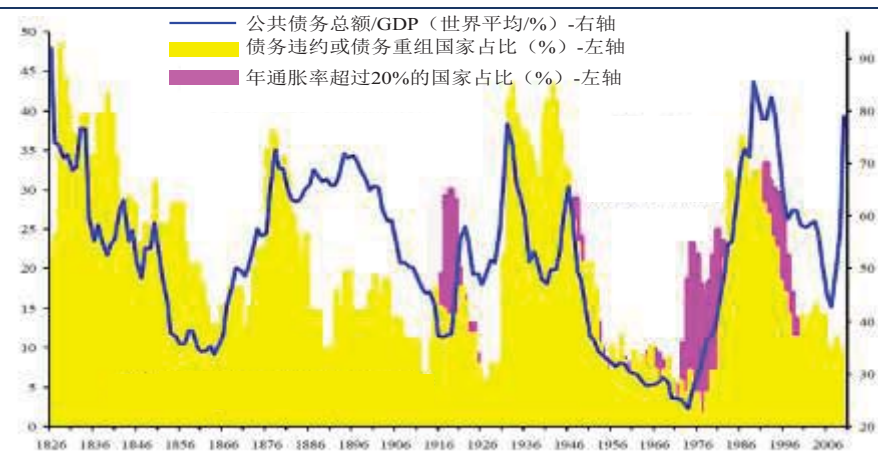
图 9：发达国家与发展中国家的平均政府债务水平 (%)



资料来源: Reinhart & Rogoff (2010) 中信证券研究部

公共债务不停重演着漫长的繁荣至萧条、再繁荣再萧条的周期；而每一个萧条阶段主权债务危机的发生率显著提高。一般而言，公共债务在接近危机时迅速上涨。由于拖欠的积累和国内生产总值的明显下降，债务总量在违约后往往继续上涨。图 10 显示从 1826 年（拉丁美洲经济体首次进入全球资本市场）到 2010 年债务违约的发生率与所有国家（未加权）平均债务/GDP 的关系。资产负债率的上涨通常先于违约率上升，回归分析结果见表 1。负债较高的时期往往与通胀危机相重叠（高通胀是一种更为间接地债务违约），这种情况于一战后更为普遍，因为各国货币从那时开始切断了与黄金价值的直接联系。

图 10：1826 年-2010 年国家债务违约率与公共债务/GDP 的关系 (%)



资料来源: Reinhart & Rogoff (2011b), IMF, 中信证券研究部

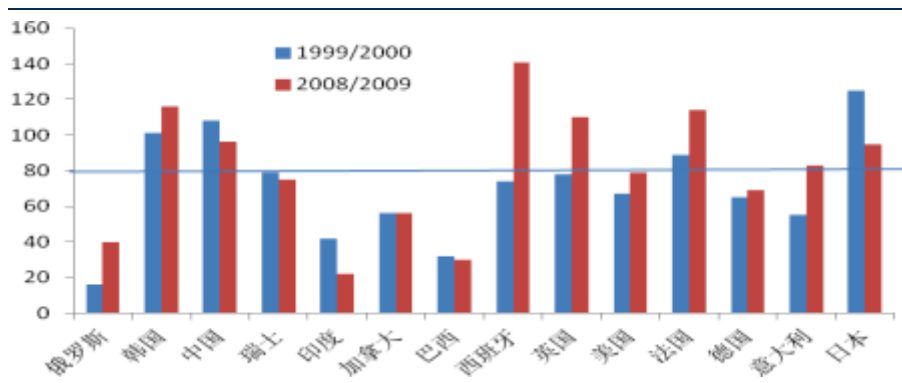
表 1：1826 年-2010 年国家债务违约率与公共债务/GDP 的关系

因变量	国家债务违约率	
样本	1824-2009	
自变量	OLS(Robust)模型	Logit(Robust)模型
公共债务/GDP(t-1)	0.346	0.008
p-value	0.000	0.000
样本数量	184	184
R^2	0.224	0.246

资料来源: Reinhart & Rogoff (2011b), IMF, 中信证券研究部

短期内非金融企业杠杆率的上升已经积聚了一定风险。非金融企业的杠杆率体现的是非金融企业的负债水平，尽管各国融资结构存在差异，但是非金融企业杠杆率高，以及短期内的急剧上升往往意味着风险的积聚。在过去 10 年中，不同国家非金融企业的杠杆率的变化存在明显区别，俄罗斯、韩国、西班牙和 G7 国家（除日本和加拿大以外）的杠杆率在上升，中国、印度、巴西和瑞士则在下降，这些杠杆率上升并且杠杆率超过 80% 的国家，目前均正在或已经爆发了债务或金融危机。

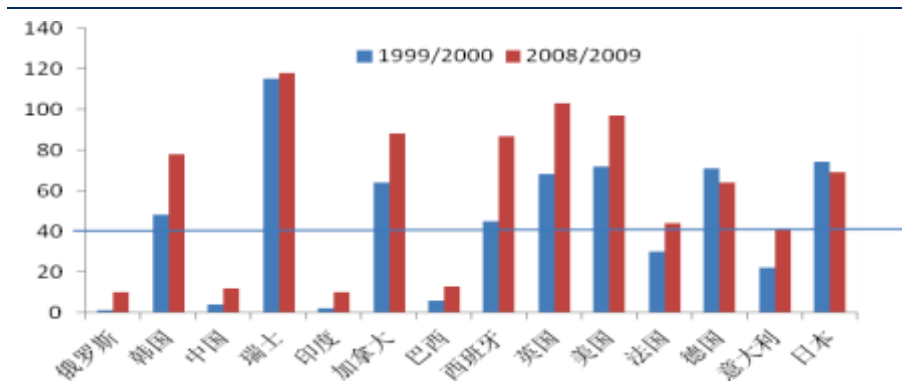
图 11：过去 10 年典型国家非金融企业杠杆率变化 (%)



资料来源: IMF, Economist, 中信证券研究部

居民杠杆率的变化也是导致金融危机的潜在风险点。居民杠杆率的提高与房地产市场的变化密切相关，而居民杠杆率快速上升的高杠杆率国家，都经历了房地产泡沫的产生和破灭过程。在杠杆率超过 40%，并且在过去 10 年上升的国家大部分经历了这一过程，韩国、西班牙、英国、美国都经历了地产泡沫的破灭。中国、印度、巴西和俄罗斯的居民杠杆率在过去 10 年也大幅上升，由于其总体水平不高，目前来看还是相对健康的。

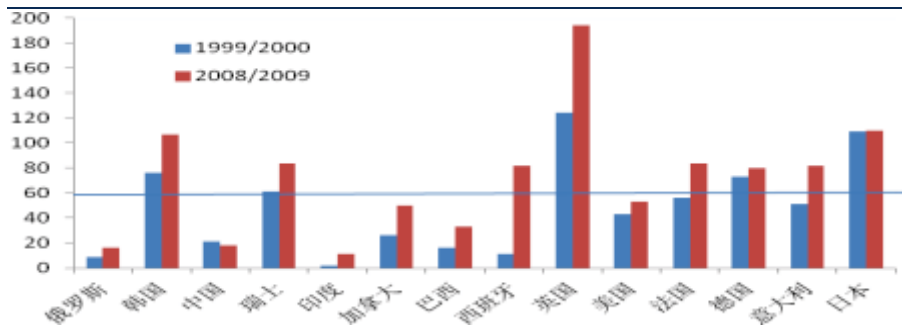
图 12：过去 10 年典型国家居民杠杆率的变化 (%)



资料来源: IMF, Economist, 中信证券研究部

金融企业的高杠杆率及其快速上升也将导致潜在的金融风险。在过去 10 年中金融企业杠杆率快速上升的国家是韩国、瑞士、加拿大、西班牙、英国、美国、法国和意大利，这些国家中西班牙、英国、美国、法国和意大利的金融体系或者已经爆发了危机，或者正面临危机。

图 13：过去 10 年典型国家金融企业杠杆率变化 (%)



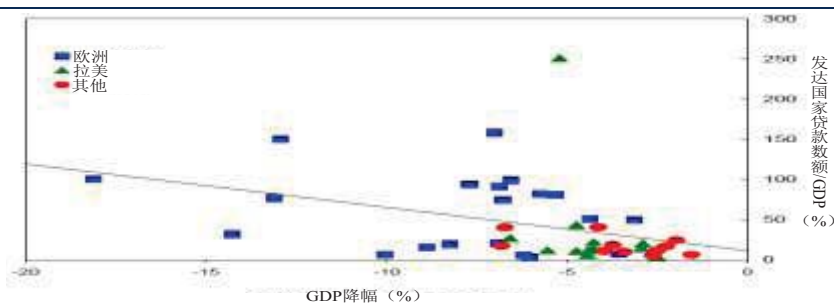
(美国数据不包括资产抵押证券，如果包括这一部分，那么美国的金融企业杠杆率要提高 50-60 个百分点)

资料来源: IMF, Economist, 中信证券研究部

高杠杆率意味着高的金融危机发生概率。从以上的分析表明无论经济中哪部分参与者（政府、企业、居民和金融机构）的杠杆率偏高，而且快速提高，这都蕴含着很高的风险，都大幅度提高了金融危机发生的概率。总体而言，政府杠杆率超过 90%，企业杠杆率超过 80%，居民杠杆率超过 40%，金融企业杠杆率超过 60%，并且快速上升的国家，其爆发金融危机的可能性极大。

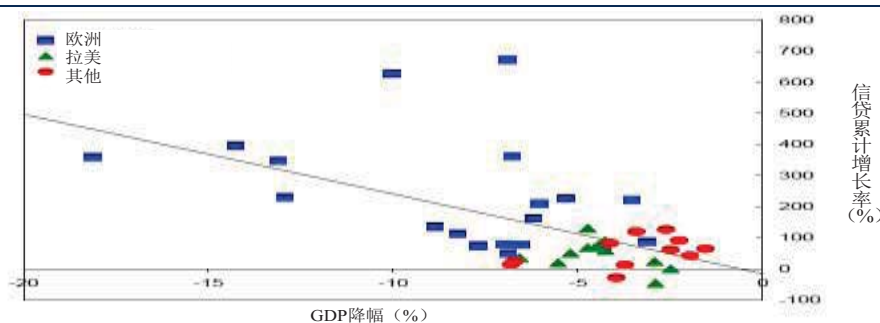
高杠杆率不但导致金融危机，而且高杠杆率也会加剧金融危机冲击效果。杠杆率和累计银行信贷增长都与该国家在金融危机中所受到的冲击程度成明显的正相关性。数据显示：外债比重越高，在金融危机中产出下降幅度越大；过去信贷扩张越快，在金融危机中产出下降幅度也越大。

图 14：从发达国家贷款数额与 GDP 所受冲击 (%)



资料来源: IMF, 中信证券研究部

图 15：信贷增长速度与 GDP 所受冲击 (%)



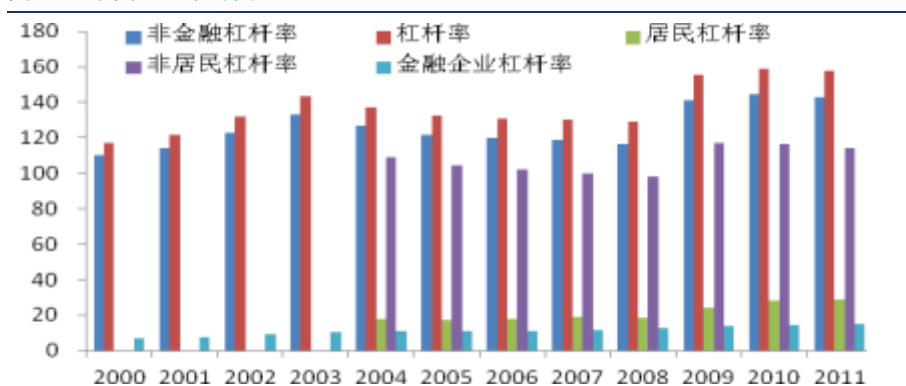
资料来源: IMF, 中信证券研究部

中国杠杆率的状况与风险评估

近年中国杠杆率的上升也引起了广泛关注，对于中国的金融风险，我们需要考察中国杠杆率的变化以及内部组成部分的变化情况及趋势。

过去 10 年杠杆率快速提高。中国的杠杆率总体水平并不算高，2011 年为 160%左右，但是在过去的 10 年里上升幅度很快，全社会的杠杆率相比 2000 年上升了 40 个百分点，这次杠杆率的上升主要由两个阶段完成，第一次是 2001 年到 2003 年的上升阶段，杠杆率上升了 20 个百分点左右，随后直到 2008 年杠杆率有所下降，第二次是 2009 年和 2010 年，杠杆率上升了 29 个百分点，其中，2009 年上升了 26 个百分点，2011 年开始下降。

图 16：中国杠杆率的变化 (%)



(由于数据来源的差异，我们对中国杠杆率的计算与 IMF 和 ECONOMIST 存在一定差异)

资料来源：CEIC，中信证券研究部

居民和政府杠杆率的提高是本次杠杆率提高的主要原因。由于 2004 年之前，居民的信贷数据难以获得，我们重点分析 2004 年以来各个部门的杠杆率的变化。从 2008 年到 2010 年中国杠杆率上升了 30 个百分点，其中居民部门贡献了 10 个百分点，非居民部门（非金融机构和政府）贡献了 18 个百分点，金融企业贡献了 2 个百分点。

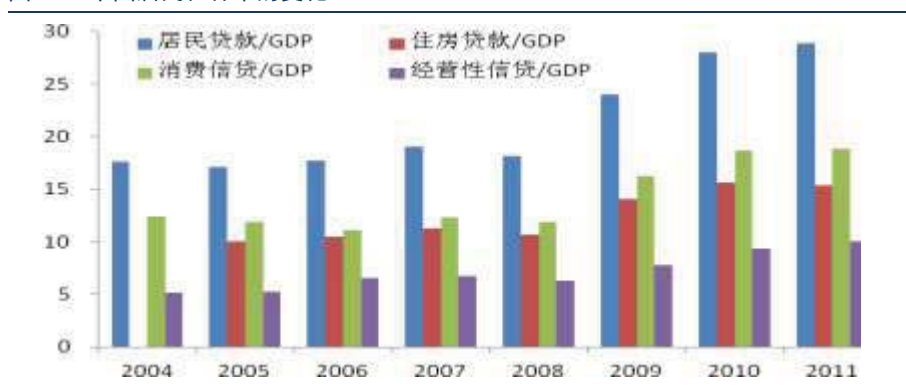
表 2：中国各部门杠杆率的变化 (%)

	杠杆率	居民杠杆率	非居民杠杆率	金融企业杠杆率
2004	137.4	17.6	108.9	10.8
2005	132.6	17.1	104.3	11.2
2006	131.0	17.7	102.4	10.9
2007	130.4	19.1	99.9	11.5
2008	129.1	18.2	98.3	12.6
2009	155.4	24.0	117.3	14.1
2010	158.9	28.0	116.7	14.2
2011	157.9	28.8	113.9	15.2

资料来源：CEIC，中信证券研究部

消费信贷是导致居民杠杆率上升的主要因素。2009 年开始，居民购房需求明显上升，随着按揭贷款数量的上升，住房贷款/GDP 上升了 5 个百分点，其它消费贷款/GDP 上升了 2 个百分点，而居民的经营性贷款/GDP 上升了 3 个百分点。经营性贷款比重的增加仅仅是按趋势的稳定增加，而消费信贷，特别是住房贷款在 2009 年和 2010 年出现了明显的跃升。

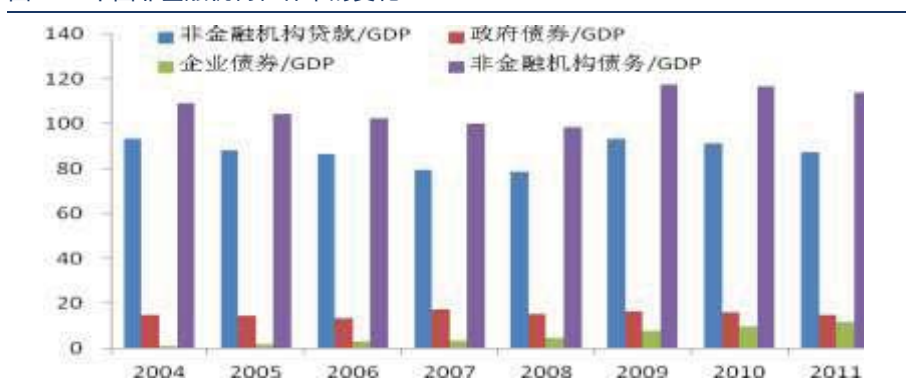
图 17：中国居民杠杆率的变化 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

4 万亿的财政扩张政策是非居民杠杆率上升的主要原因，初步估计政府的真实杠杆率为 42%左右。2009 年尽管实施了扩张性的财政赤字，但是政府的债券/GDP 并没有上升，而此时企业债券/GDP 只是略微上升，而上升最快的是政府和非金融企业的贷款占比，这表明政府或政府担保的企业通过向银行借款大幅度上升。由于目前并没有官方公布的政府借款的具体数据，因此，并不能精确计算政府的杠杆率。但是 2011 年审计署指出政府或政府担保的企业通过向银行借款和平台债总计为 10.7 万亿，铁道部负债 2 万亿左右，政府债券 7 万亿，初步估计政府的真实杠杆率为 42%左右，相应的非金融企业的杠杆率大约为 74%。

图 18：中国非金融机构杠杆率的变化 (%)

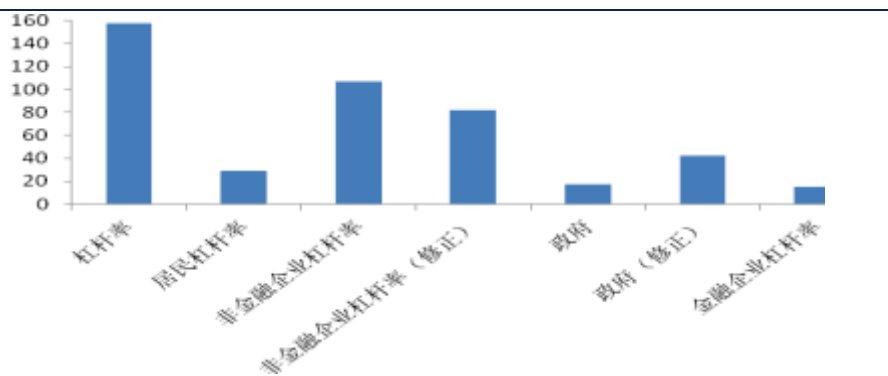


资料来源：CEIC，中信证券研究部

信贷快速扩张导致金融机构杠杆率提高。2009 年以来，中国金融机构的杠杆率提高了 3 个百分点，这主要原因是 2009 年以来的信贷快速扩张导致银行资本充足率有所下降，为了提高资本充足率，银行发行了大量次级债，这样导致金融企业杠杆率明显提高。

中国整体风险并不高，但是需要控制杠杆率的提高。从以上各个角度分析来看，中国经济各部分的杠杆率并不高，但是居民的杠杆率近年快速上升，而政府的真实杠杆率也比看上去的要高（根据我们的估计大约为 42%）。居民杠杆率的上升速度需要控制，而政府的杠杆率则需要保持稳定。

图 19: 修正的中国各部门杠杆率 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

未来几年中国杠杆率可能略有下降，这将对经济增长有所抑制。中国经济并没有到需要快速降杠杆的状态，但是未来几年对于地方融资平台债务的化解、铁道部债务的化解和居民债务速度的控制则有可能意味着总体杠杆率的降低。在杠杆率降低的过程中，中国基础设施投资增速和房地产投资预计将从过去的高增长状态变为相对温和的增长，这样将对国内投资增长有一定的抑制，从而对经济增长产生一定的抑制。

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000)制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。