

经济企稳态势确立，政策力道将边际递减

主要观点：

- ◇ 二季度初以来，经济和政策的运行一直按照我们的判断框架运行，主要涉及两个关键问题：第一、经济是否能在二季度企稳；第二、货币政策是否会由结构性支撑转为全面的放松。我们对一个问题的回答是肯定的，对第二个问题是否定的。经济和政策的实际演绎验证着我们的判断。结合6月份的数据，再重申一下我们对下半年的看法：
- ◇ 第一、经济自主增长还存在下行压力，但“稳增长”政策能对房地产投资下滑等拖累因素形成有效对冲效果。从6月份的数据来看，房地产销售依旧保持负增长，资金来源3%的增速比2008年底的水平还低，新开工增速的降幅在16%以上。先行指标预示着下半年的房地产投资增速仍有下滑趋势，这也是经济自主增长压力的主要来源。因此，下半年“经济自主下行”与“政策外力对冲”的博弈延续，关键是最后谁的力量更强。李克强总理反复强调“经济运行发展的主要任务和预期指标经人大表决通过，具有法律效力”，“保证GDP下限不越过7.5%，保证充分就业增长”。这表明“区间调控”下全年力争实现的目标还是7.5%。所以，二者的博弈，剩下的问题就不是谁的力量更强，而是对冲政策力度还需多强
- ◇ 第二、“稳增长”的调控框架不会动，三季度政策力度边际递减。下半年房地产投资增速究竟还有多少下滑空间，对冲政策还需加多少力对冲呢？我们认为，三季度开始将会看到越来越多的地方政策松绑“限购”，对楼市进行托底，这一定程度上会使房地产投资增速的下滑速度趋缓。6月份制造业投资增速回升，二季度较为宽松的资金和信用环境应能支撑其下半年稳定在15%上下的水平。三、四季度消费、出口将稳中有升。因此，三季度“稳增长”政策力道将边际递减。调控框架依然是以财政政策为主，货币政策配套跟进。财政政策方面，投资类财政支出、结构性减税政策是下半年的主要看点
- ◇ 第三、下半年不排除货币政策降准范围的再次扩大甚至无差别降准，但看到降息的可能性不大。降准具有明显信号意义，下调需要多条件配合
- ◇ 经济实际的运行态势是内在力量与相机抉择的政策相互作用的结果。二季度确立年内经济企稳态势，维持三、四季度GDP累计增速7.4%、7.5%的判断
- ◇ **风险提示：**货币当局在经济、金融系统内生风险增强背景下强硬收缩货币

作者

署名：张捷
S0960512070002
010-63222710
zhangjie1@china-invs.cn

相关报告

6月美国就业大超预期 3季度市场加息预期或强化—6月非农数据点评报告

调控之困，增长之殇—2014年度下半年国内宏观经济展望

“微刺激”政策加码，年内经济底隐现—5月份国内经济形势分析

CPI持续回落，PPI保持通缩—4月份通胀数据点评

出口下降的背后—3月份外贸数据点评

小规模“托底”政策祭出-国务院常务会议点评

政策“托底”窗口将于二季度出现—1-2月份国内经济形势分析

通胀保持低位，货币政策坚守底线—1月份金融和通胀数据点评

2014中国经济 当梦想照进现实—2014年国内宏观经济展望

一、投资环比改善，经济企稳态势确立

6 月份，固定资产投资（不含农户）累计同比名义增长 17.3%，较 5 月底回升 0.1 个百分点。固定资产投资同比增速企稳，季调环比二季度逐月改善（图 1）。从结构上来看，房地产投资仍旧拖累整体增速，但制造业投资增速回升，基建投资继续发力（图 2）。6 月份，房地产、制造业、基建投资累计增速分别为 14.1%、14.8%和 25.1%。房地产投资较 5 月底回落 0.6 个百分点，制造业、基建投资分别提高 0.6 和 0.1 个百分点。

图 1 固定资产投资同比增速企稳，季调环比改善

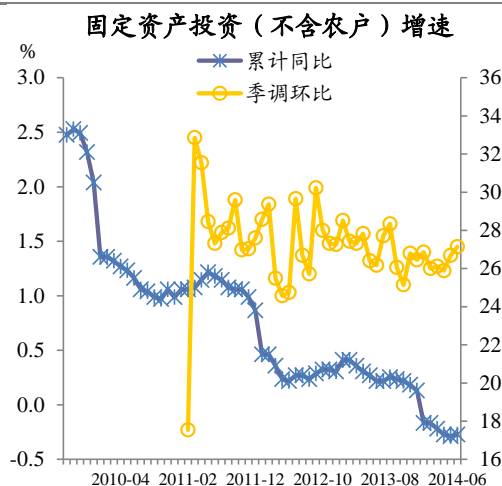
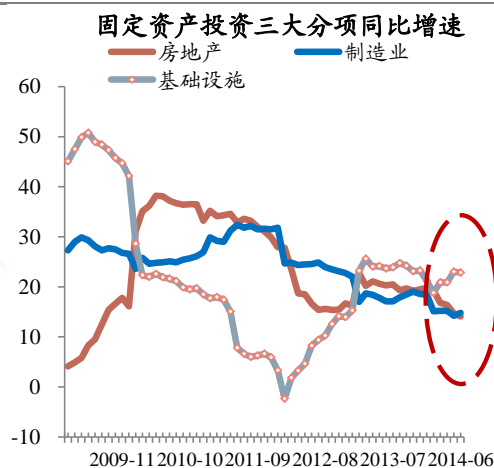


图 2 制造业投资增速回升，基建投资继续发力



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

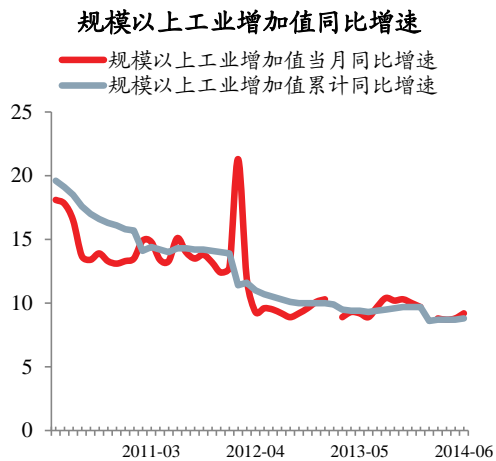
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

与此同时，工业增加值同比增长 9.2%，较 5 月份提高 0.4 个百分点；社会消费品零售总额同比名义增长 12.4%（扣除价格因素实际增长 10.7%），基本与上月持平，6 月份经济企稳态势更加明显。

4 月份，虽然经济下滑步伐未止，但出现积极现象，包括国家预算内资金增速回升，基建投资加快等。我们当时指出，5、6 月份经济出现企稳迹象的概率较大，公布的数据佐证了这一判断。这表明，二季度初以来不断释放的“微刺激”政策效果显现。国务院多次召开以“稳增长”为主要议题的国务院常务会议。同时，央行两次实施定向降准，财政部、商务部等多部门也配套跟进加快财政资金支付、支持外贸增长等多项举措政策（表 1）。

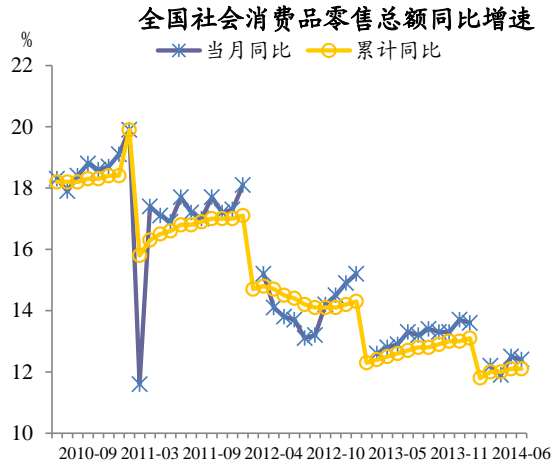
中国价值投资网 最多、最好用研究报告
www.jztzw.net

图3 规模以上工业增加值增速明显改善



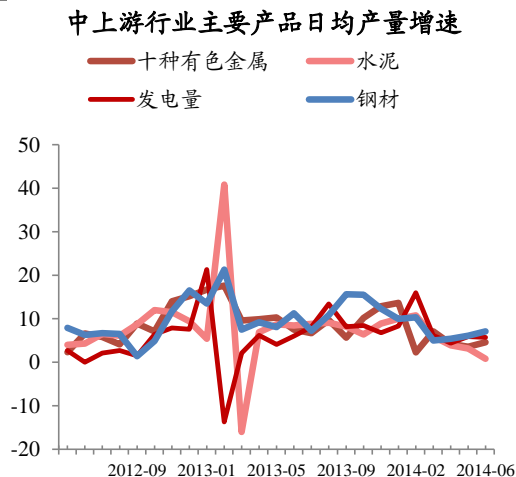
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图4 消费增速5、6月份保持平稳



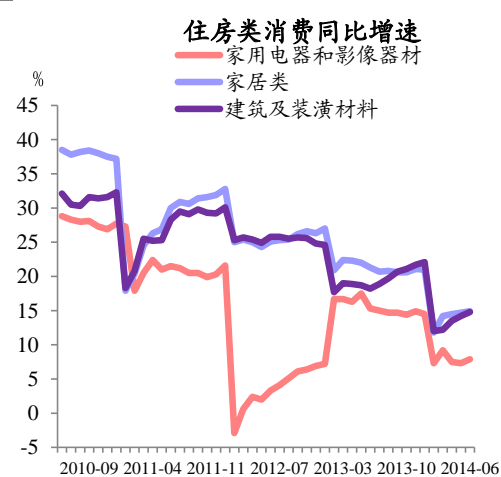
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图5 中上游部分产品日均产量增速较5月份改善



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图6 住房类消费增速6月份不同程度回升



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 1：国务院“稳增长”政策分类一览表

政策类型	具体内容	重点内容
扩投资	在基础设施等领域推出一批鼓励社会资本参与的项目	4月23日国务院常务会议决定在基础设施等领域推出一批鼓励社会资本参与的项目,并首批推出80个示范项目面向社会公开招标,以鼓励和释放民间投资动力。下一步将推动油气勘查、公用事业、水利、机场等领域扩大向社会资本开放
	进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用	国务院4月2日会议称,将采取市场化发行住宅金融专项债券,重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设;鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与其中,筹集资金重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设
	深化铁路投融资体制改革,设立铁路发展基金,加快铁路尤其是中西部铁路建设	国务院4月2日会议称,将设立铁路发展基金,拓宽建设资金来源,并吸引社会资本投入,使基金总规模达到每年2,000-3,000亿元。另外,还要创新铁路建设债券发行品种和方式,今年向社会发行1,500亿元,实施铁路债券投资的所得税优惠政策
稳外贸	采取措施促进进出口平稳增长,优化外贸结构	4月30日国务院常务会议决定,将扶持服务贸易发展,扩大服务进出口,优化外贸结构
金融	降低县域农村商业银行和农村合作银行的存款准备金率	中国央行4月22日公布,将县域农村商业银行和农村合作银行的存款准备金率分别调降2个和0.5个百分点,即执行16%和14%准备金率
	扩大定向降准范围	从2014年6月16日起,对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点
财税	营(业税)改增(增值税)范围扩大 6月1日起电信业实施营改增	财政部4月30日公布,从2014年6月1日起,将电信业纳入营改增试点范围,实行差异化税率,基础电信服务和增值电信服务分别适用11%和6%的税率,为境外单位提供电信业服务免征增值税
	扩大对小微企业所得税优惠范围	自2014年1月1日至2016年12月31日,对年应纳税所得额低于10万元(含10万元)的小型微利企业,其所得减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税
	简并和统一增值税征收率	财政部、国家税务总局联合发布通知,决定从今年7月1日起,简并和统一增值税征收率,将6%和4%的增值税征收率统一调整为3%

资料来源：中投证券研究总部根据公开资料整理

(一) 货币政策加码

4月2日的国务院常务会议强调抓住资金保障这个“牛鼻子”、多方面筹措和落实铁路建设资金表明,与去年年中的“微刺激”政策不同,为防止“挤出效应”加重,今年的“稳增长”调控以财政政策为主,货币政策也适度跟进;4月16日的国务院会议特别提出“对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率”,使货币政策跟进、配合的路径清晰,即采取结构性、定向支持方式。央行4月25日、6月9

日的两次定向降准生动体现了这一点,而李克强“在坚持区间调控中更加注重定向调控,瞄准运行中的突出问题确定调控靶点”的表态再次强调了这一思路¹。同时,央行通过定向再贷款、公开市场净投放等手段保持货币市场较宽的流动性,推动资金成本下行。

图 7 短期与票据融资增加推动 6 月新增贷款增长

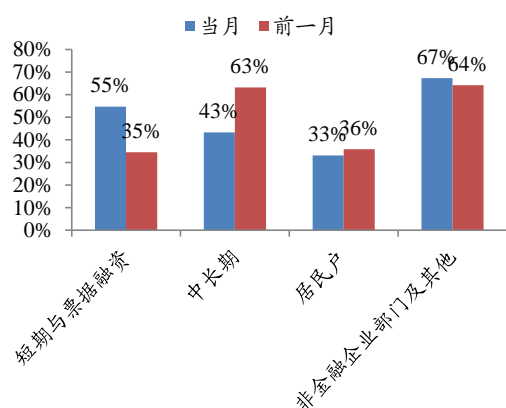
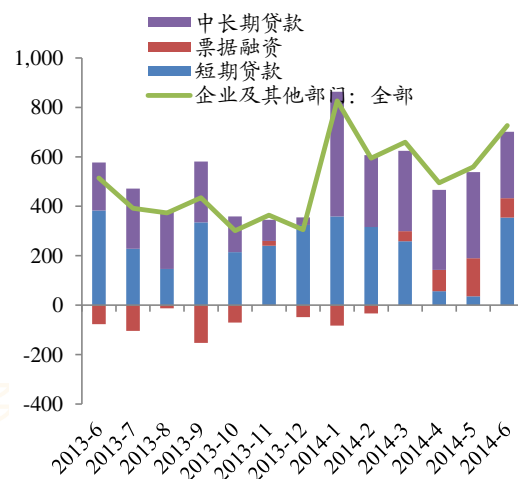


图 8 二季度以来非金融企业部门贷款逐月增长



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 6 月社会融资规模较上月及去年同期均放大

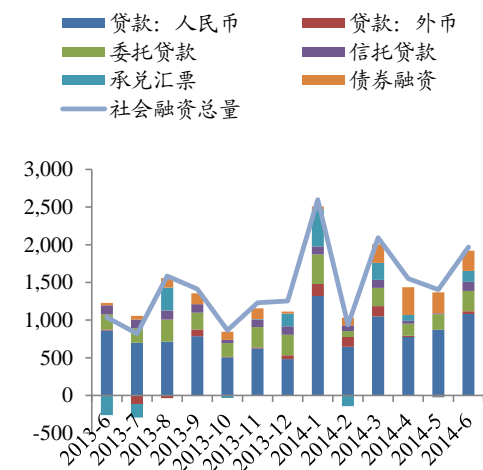
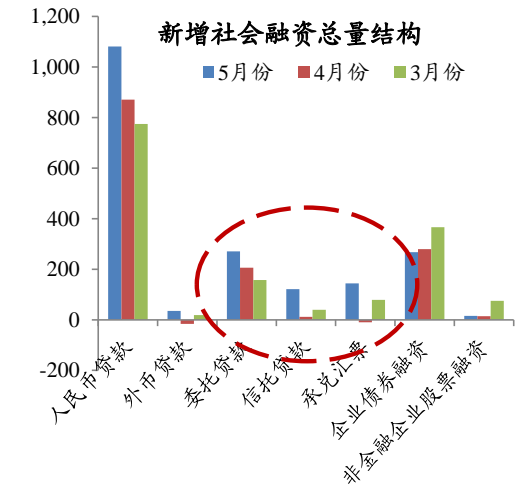


图 10 6 月表外融资项目回升, 债券融资维持高位



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

6 月份的金融数据在上月基础上,出现更加积极的迹象。5 月人民币贷款增长 1.08 万亿元,广义货币(M2)增长 14.7%,均超出市场预期。6 月贷款增量回升,明显高于上月和去年同期水平。从结构看,住户部门新增贷款 3575 亿元,个人住房抵押贷款规

¹6 月 10 日在两院院士大会上作经济形势报告的讲话

模放大。非金融企业及其他部门贷款增加 7266 亿，较上月增加 1680 亿。6 月份，社会融资规模为 1.97 万亿，除新增信贷回升外，委托贷款、信托贷款、承兑汇票等表外融资均较上月增加，企业债券净融资维持在 2500 亿以上的较高位(图 14)。与此对照，固定资产投资到位资金同比增长 13.2%，增速比 1-5 月份提高 0.2 个百分点。其中，国家预算内资金、国内贷款增速有所回落，但自筹资金较上月回升。

(二) 财政支出加快

2012 年下半年以来，中央项目投资不断攀升，成为“稳增长”重要力量(图 11)。6 月份，基础设施投资(不含电力)累计同比增长 25.1%，增速比 5 月份底提高 0.1 个百分点。基建投资行业结构有所变化，铁路投资接棒发力“稳增长”。其中，水利管理业、公共设施管理业和道路运输业投资分别增长 34.2%、25.5%和 23.5%，增速分别回落 2.2、1.5 和 0.8 个百分点。铁路运输业投资增长 14.2%，增速提高 5.9 个百分点。

图 11 中央项目投资大幅提高 5.9 个百分点

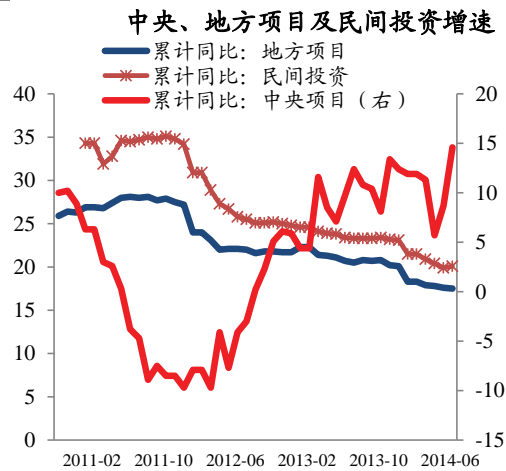
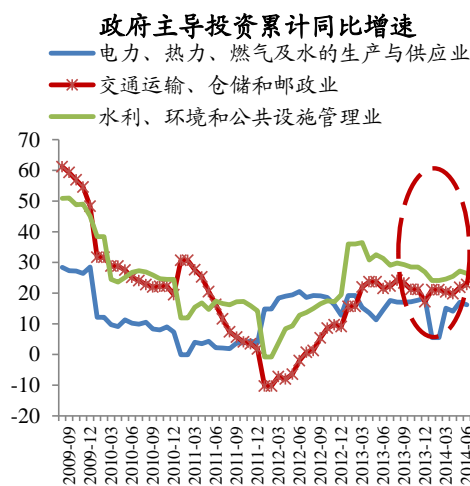


图 12 政府主导行业投资均高于投资整体增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

6 月份，中央项目投资同比增长 14.6%，较前 5 个月提高 5.9 个百分点，地方项目投资同比增长 17.5%，增速回落 0.1 个百分点。5 月 28 日，财政部下发《关于进一步加强财政支出预算执行管理的通知》，督促各地加强支出预算管理，加快财政资金的支付力度。山东、广东、贵州等省市也相继出台类似文件，以加大财政的支出力度。三季度，地方项目投资增速有提升空间。

表 2：财政部及地方政府出台的政策或文件

省市	方式	具体内容
财政部	下发《关于进一步加强财政支出预算执行管理的通知》	“预算执行中还存在部分支出进度较慢、预算资金大量结转、国库存款沉淀较多等问题”，敦促各地加强支出预算管理，加快资金支付进度
山东省	下发《关于进一步加快财政支出进度有关问题的通知》	进一步加快财政支出进度，盘活财政存量资金，提高财政支出效益，充分发挥财政政策在稳增长、调结构等方面的积极作用
广东省	出台《关于财政支持稳定经济增长的政策措施》	出台财政支持稳定经济增长的 22 条措施，将安排财政资金 647 亿元投向基础设施建设等领域，并为企业减负约 380 亿元
贵州省	发改委出台《关于促投资稳增长六条措施》	要求优化财政支出结构，“各地各部门要加快资金下达进度，对中央补助投资要做到随到随转，对省级各部门专项资金原则上上半年要下达 60%以上、力争 9 月底前全部下达完毕，确保各类资金及时到位推动项目建设”
陕西省	5 月 27 日财政厅副厅长作报告	在 2014 年财政预算的基础上，该省财政支出预算拟增加 137 亿元，用于民生工程

资料来源：中投证券研究总部根据公开资料整理

（三）外需有所企稳

一季度，进出口整体下降 1%。其中，出口下降 3.4%，进口增长 1.6%，这其中有一季度贸易基数虚高的原因。虚假贸易的影响在去年 4 月中旬之后减弱，相应地，4 月进、出口扭转负增长格局（图 13）。5 月份，外贸形势进一步好转。进出口总值增长 3%，出口增长 7%，贸易顺差 359.2 亿美元，扩大 74.9%。这一方面由于基数影响消除，还因为国务院及各部委的稳外贸政策持续发酵与欧美经济回暖。6 月份，出口表现稳定，同比增长 7.2%，进口也因内需的回暖由上月的负增长回升至 5.5%。

图 136 月份出口增速小幅提高，表现稳定

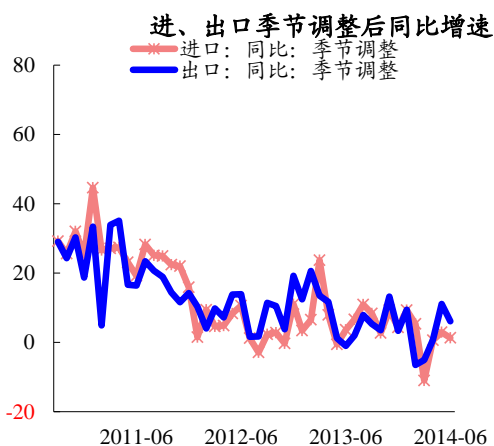
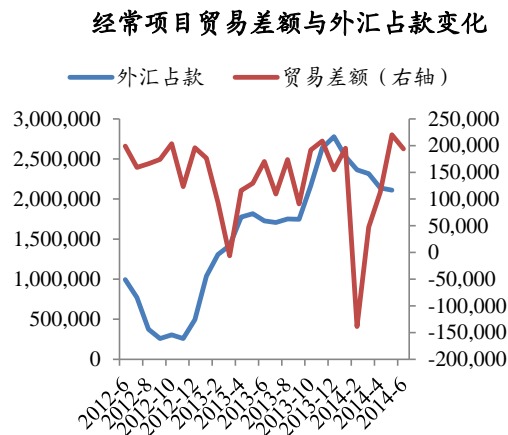


图 14 贸易顺差伴随出口回升善



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 3：5 月中下旬以来国务院各部门所出台的支持外贸政策

时间	部门	内容
6 月 11 日	央行	发布支持外贸稳增长 11 条意见,重点包括进一步拓宽企业融资渠道,积极发展融资租赁,简化跨境贸易和投资人民币结算业务流程,开展个人跨境贸易人民币结算业务等
6 月 10 日	国税总局	出台促外贸政策细化措施,重点包括加快出口退税进度、优化出口退税服务、落实外贸税收政策、防范打击骗退税行为等
5 月 28 日	质检总局	下发关于加大帮扶企业力度促进外贸稳定增长的意见,要求减少法检种类,激发外贸出口活力
5 月 26 日	海关总署	发布稳外贸 20 条,重点涉及在上海自贸区加快形成可复制可推广的制度设计,全面推进关检合作“一次申购、一次查验、一次放行”,支持跨境电商等新兴贸易平台发展等
5 月 20 日	商务部	表态将集中两个月开展促外贸政策落实工作,准备分三个阶段,首先是量化方案,然后是调研落实,最后指导和督促检查

资料来源：中投证券研究总部根据公开资料整理

二、先行指标未好转，房地产隐患难消

6 月份，房地产投资（累计）增速为 14.1%，较 5 月底回落 0.6 个百分点。其中，占比超过 68%的住宅投资增速回落 0.9 个百分点至 13.7%。

图 15 房地产投资增速较上月回落 0.6 个百分点

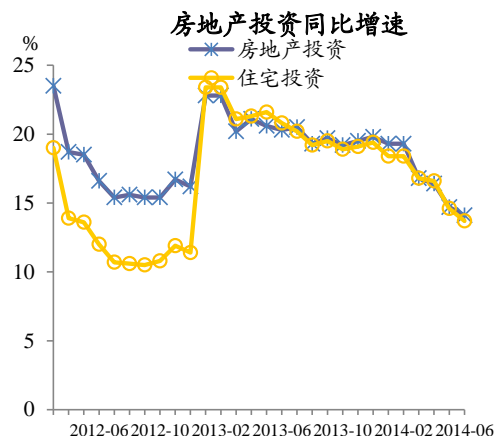
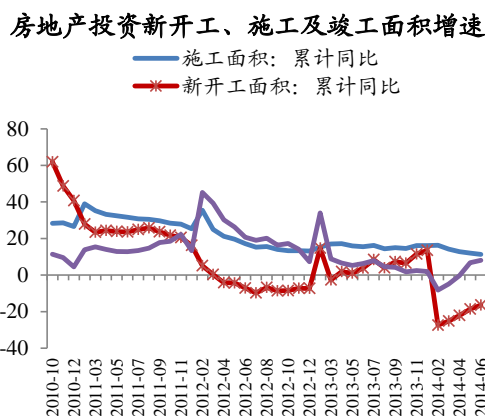


图 16 新开工面积增速降幅收窄，施工面积增速回落



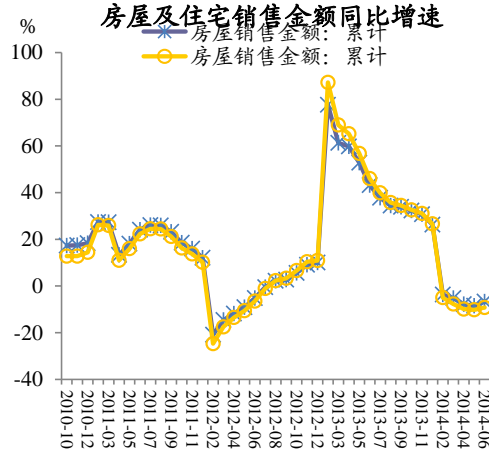
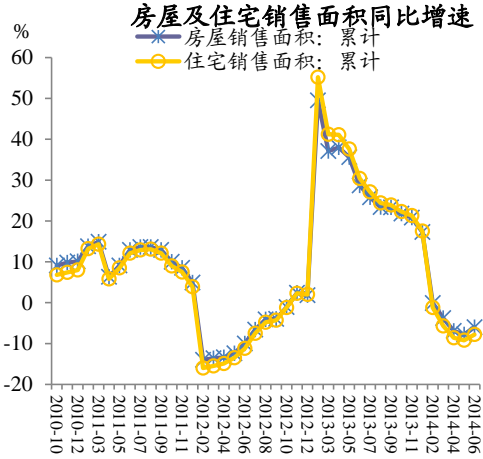
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

房地产销售面积和销售金额保持负增长。6 月份，商品房销售面积同比降 6.0%，降幅收窄 1.8 个百分点。其中，住宅同比下降 7.8%，较 5 月底收窄 1.4 个百分点，但在各物业类型里降幅依然最大；商品房销售额下降 6.7%，降幅收窄 1.8 个百分点。

图 17 6 月商品房销售面积同比下降 6%

图 18 6 月商品房销售金额同比下降 6.7%



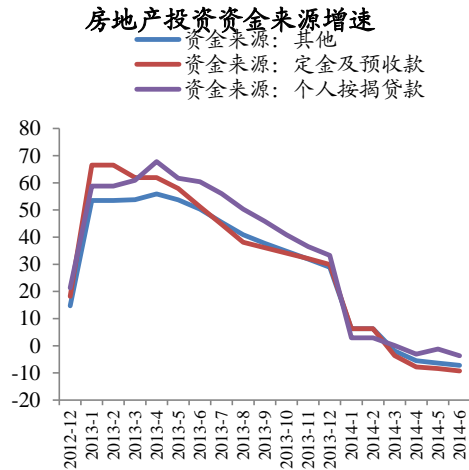
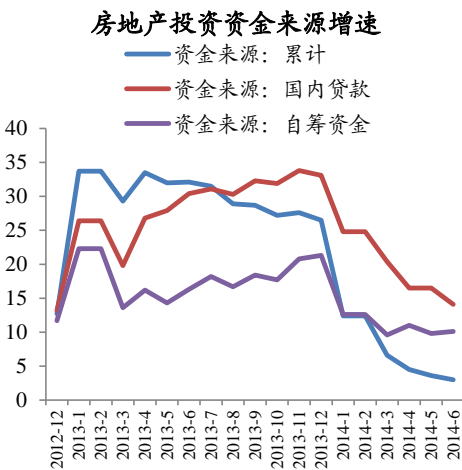
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

房地产投资资金来源增速继续下滑。6 月份，房地产资金来源增速仅为 3.0%，再度回落 0.6 个百分点，比 2008 年底的 4.3% 历史低点还低 1.3 个百分点。分项来看，国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款、自筹资金增速分别为 14.1%、-9.3%、-3.7% 和 10.1%，呈现全面回落态势。销售大幅下降、开发商促销，导致回款周期拉长、盈利下降，这导致自筹资金、定金及预收款等增速下降。对房地产行业的悲观预期导致国内贷款、利用外资等持续下降。内、外双重因素导致房地产开发、投资资金来源不断下滑。

图 19 房地产资金来源增速继续下滑

图 20 销售不佳致定金及预收款、自筹资金增速下滑



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

新开工、土地购置面积增速同比仍负增长。6 月份，房屋新开工面积降幅较上月收

窄 2.2 个百分点至 16.4%。施工面积增 11.3%，增速回落 0.7 个百分点。楼市的冷却也使地市进一步降温，土地购置面积下降 5.8%，降幅扩大 0.1 个百分点。

图 21 新开工面积增速反弹，同比降幅收窄

住宅投资新开工、施工及竣工面积增速

- 住宅施工面积：累计同比
- 住宅新开工面积：累计同比
- 住宅竣工面积：累计同比

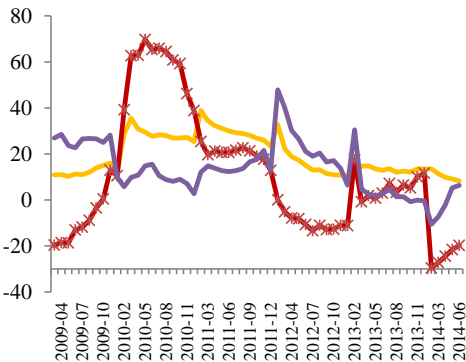
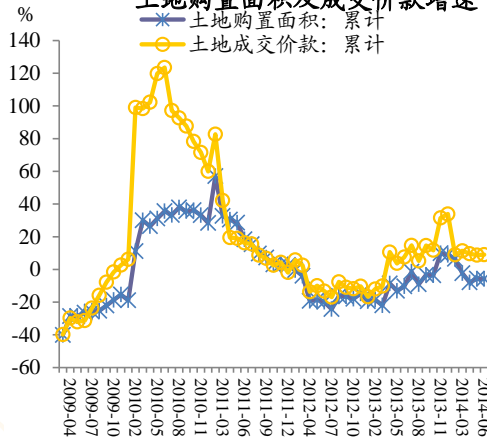


图 22 土地成交面积和成交价款增速有所企稳

土地购置面积及成交价款增速

- 土地购置面积：累计
- 土地成交价款：累计



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

我们在年报中阐述了对房地产的观点。(1) 房地产市场的拐点在逐步显现，但头部的形成基于人口大周期，不是一年之内的事情，可能会盘整几年；(2) 此次房地产的下跌是大周期内叠加小周期。小周期的形成是因为货币信用环境的趋紧，这种趋紧，既有人为因素，也有客观因素。货币信用环境趋紧与人口结构变化共振导致了预期拐点的出现；(3) 单纯资产价格的变化难以触发央行的总量宽松政策，除非房地产的下跌对经济产生了全面的紧缩压力，或者是房地产下跌触发了系统性风险；(4) “限购”政策从本质上说是一种行政性手段，其继续存在有悖于十八届三中全会确立的更加市场化的调控和改革方向，解除是早晚的事情，关键是时点问题。下半年将能见到更多地方政府房地产限购政策的明显松动，而这种松动或将是除一线城市外的“遍地开花”，该过程自下而上，还是自上而下就不重要了。

三、三季度稳增长政策力道将边际递减

二季度初以来，经济和政策的运行一直按照我们的判断框架运行，主要涉及两个关键问题：第一、经济是否能在二季度企稳；第二、货币政策是否会由结构性支撑转为全面的放松。我们对一个问题的回答是肯定的，对第二个问题是否定的。而经济和政策的实际演绎验证着我们的判断。如今二季度的数据已出，7.5%的当季同比增速可能打消了市场的部分疑虑，同时，6 月份的金融数据也让大家确认了货币政策全面放松的可能性和必要性在下降。在这里，我们再重申看一下年中报告中对下半年观点的看法：

第一、经济自主增长还存在下行压力，但“稳增长”政策能对房地产投资下滑等

拖累因素形成有效对冲效果。从 6 月份的数据来看，房地产销售依旧保持负增长，资金来源 3% 的增速比 2008 年底的水平还低，新开工增速的降幅依然在 16% 以上。先行指标预示着下半年的房地产投资增速依然有下滑趋势，这也是下半年经济自主增长压力的主要来源。因此，下半年“经济自主下行”与“政策外力对冲”的博弈延续，关键是最后谁的力量更强。6 月 9 日，李克强主持召开八省市负责人座谈会。会上，李克强强调“经济运行发展的主要任务和预期指标经人大表决通过，具有法律效力”。6 月 18 日，李克强在英国发表演讲时强调“保证 GDP 下限不越过 7.5%，保证充分就业增长”。这些表明“区间调控”下全年力争实现的目标还是 7.5%。所以，“经济自主下行”与“政策外力对冲”的博弈，剩下的问题就不是谁的力量更强，而是对冲政策力度还需多强！

第二、“稳增长”的调控框架不会动，三季度政策力度边际递减。根据测算，房地产投资增速每变动 1%，将带动 GDP 变动约 0.119%。按照悲观假设，如果年底房地产投资降至 10%，则会对 GDP 形成 0.47 个百分点的拖累。二季度，GDP 的当季同比为 7.5%，累计增速为 7.4%，基本持平于年度目标。那么，下半年房地产投资增速究竟还有多少的下滑幅度，对冲政策还需加多少力对冲呢？我们认为，三季度开始将会看到越来越多的地方政策松绑“限购”，对楼市进行托底，一定程度上会使房地产投资增速的下滑速度趋缓。6 月份制造业投资增速回升，二季度较为宽松的资金和信用环境应能支撑其下半年稳定在 15% 上下的水平。此外，三、四季度消费、出口将稳中有升。因此，三季度“稳增长”政策力道将边际递减。调控框架依然是以财政政策为主，货币政策配套跟进，而不是反过来。财政政策方面，投资类财政支出政策是下半年的主要看点，结构性减税将在增值税税率规整并普遍从低，“营改增”扩围，降低高档消费品税，提高出口退税等方面推进。

图 23：2000 年以来存款准备金率走势图

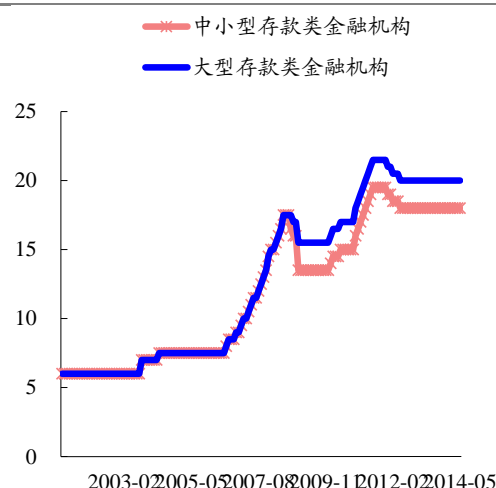
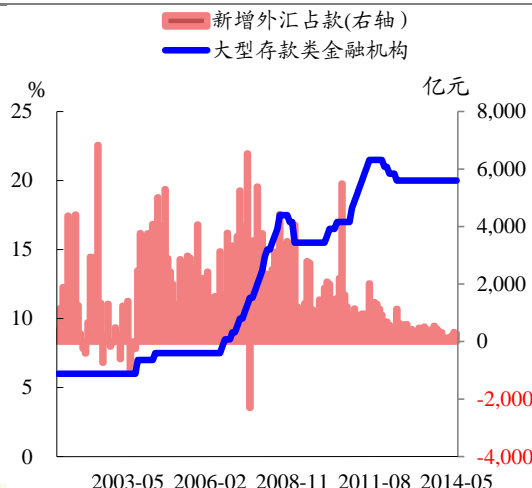


图 24：2006 年来存款准备金率和新增外汇储备



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

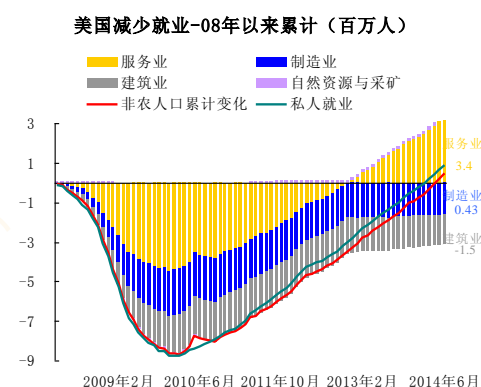
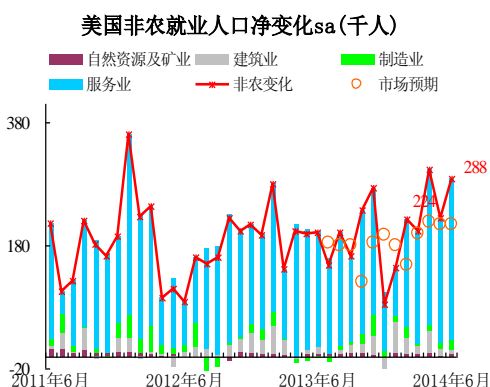
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

第三、下半年不排除货币政策降准范围的再次扩大甚至无差别降准，但看到降

息的可能性不大。我国存款准备金率最高是 2011 年的 21.5%。2011、2012 年两次下调至 20%。在经济周期的扩张阶段，作为猛药的存款准备金率频繁动用体现了其作为池子的蓄水功能，成为央行购汇释放基础货币后重要的回收渠道。金融危机后，我国经常项目顺差/GDP 大幅回落，今年年初以来人民币更是出现贬值压力，长期维持过高的存准率不太和适宜。但是，降准具有明显信号意义，除“稳增长”的需要外，下调还需要多条件配合。下半年，从内部因素看，“稳增长”压力依然存在，从外部因素看，对美联储的加息预期或在三季度升温，资金流出新兴市场可能导致外汇占款低位甚至负增长。

图 25 美国非农就业连续 5 个月增长超 20 万人

图 26 非农就业超过危机前水平

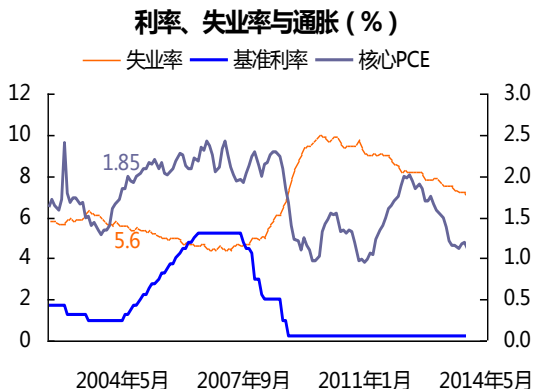
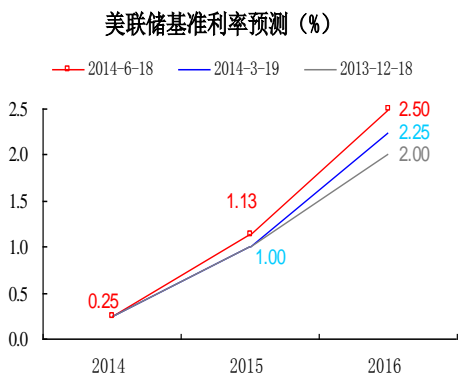


资料来源：CEIC、中国中投证券研究总部

资料来源：CEIC、中国中投证券研究总部

图 27 美联储基准利率预期上移

图 28 利率政策不合时宜，联储加息或快于预期



资料来源：CEIC、中国中投证券研究总部

资料来源：CEIC、中国中投证券研究总部

美国 6 月份非农就业新增 28.8 万人，连续 5 个月增长超过 20 万人。同时，失业率骤降至 6.1%，提前达到市场原先预期的今年年底水平。6 月 19 日公布的联储

经济预测显示美联储加息路径预期上移²。无论是和美联储经济预测还是和此前两次加息周期比，市场的加息预期都相对较弱。

我们预测今年年底美国失业率将降至 5.9%，明年中期将达到 5.7%，核心 PCE 也将达到 1.8% 以上。上一轮加息周期于 2004 年 6 月份开始，当时失业率为 5.6%，核心 PCE 为 1.85%，基准利率为 1%，远高于目前的史低水平。因此，美联储有必要以快于市场预期的步伐加息。预计随着经济的走强和就业市场的进一步改善，三季度市场对美联储的加息预期或出现上移，导致如去年年中 QE 退出预期出现时，资金流出新兴市场的现象再度出现³。当然，外汇占款的情况还要看贸易差额、FDI 等，但其变化是我们判断降准工具是否祭出的重要观测指标。

经济实际的运行态势是其内在力量与相机抉择的政策相互作用的结果。我们预计下半年基建投资增速还将有所上行，房地产投资在“限购”松动支撑下增速下滑趋缓，二季度确立年内经济企稳态势，三、四季度 GDP 累计增速为 7.4%、7.5%。

www.jzizw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服

中国价值投资网 最多、最好用研究报告

²2015 年底基准利率预测的平均值升至 1.13%，2016 年底的基准利率预期值升至 2.5%。市场预期第一次加息在 2015 年 9 月份，年底达到 0.75%，之后差不多每个季度加息 25bp

³参见中国中投证券海外宏观报告《6 月美国就业大超预期 3 季度市场加息预期或强化》

相关报告

报告日期	报告标题
2014-07-01	海外经济下半年走强紧缩预期或再引资金流出—2014 年度下半年海外经济展望
2014-07-04	6 月美国就业大超预期 3 季度市场加息预期或强化—6 月非农数据点评报告
2014-06-30	调控之困，增长之殇—2014 年度下半年国内宏观经济展望
2014-06-14	“微刺激”政策加码，年内经济底隐现
2014-05-09	CPI 持续回落，PPI 保持通缩—4 月份通胀数据点评
2014-04-10	出口下降的背后
2014-04-03	国务院常务会议点评：小规模“托底”政策祭出
2014-03-14	政策“托底”窗口将于二季度出现—1-2 月份国内经济形势分析
2014-03-10	贬值施压，总流动性环境趋紧—2 月份通胀和进出口数据点评
2014-02-17	通胀保持低位，货币政策坚守底线—1 月份金融和通胀数据点评
2014-02-17	通胀保持低位，货币政策坚守底线
2014-02-13	出口增速全年改善可期—1 月份进出口数据点评
2014-01-15	货币条件依然偏紧
2014-01-09	CPI 涨幅回落，PPI 低位震荡
2013-12-26	2014 中国经济：当梦想照进现实
2013-10-20	经济回升动能有所减弱
2013-09-11	政策“底”明晰，经济底明朗
2012-08-03	城镇化：再造一个中国—城镇化系列专题报告之一
2011-12-15	地方债务问题治理与我国经济增长驱动力转换—地方债系列专题报告之二

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

评分原则

以债券投资人的立场，本着客观、公正和审慎原则，基于公司全部可得公开信息，对市场公开发行的信用产品进行信用分析。

评分说明

评分以主体评分为主，债券条款为补充，通过公司行业现状、公司治理、财务状况以确定主体信用状况，综合还款顺序与担保情况确定债券信用评分结果。

评分结果

评分范围为 0-5 分，0.25 分为基本划分区间，随着公司信用的增加分数依次递增，最高为 5 分。
(目前评分不涵盖 B 以下级别债券，未来如出现 B 以下债券将再做跟踪调整)

研究团队简介

张捷，中投证券研究所宏观分析师，中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇，研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖，目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、产业政策等

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434

中国价值投资网 最多、最好用研究报告
www.jztzw.net