

从总需求角度看各因素对经济增长的贡献

本文从总需求角度考察了最终消费支出、资本形成总额和出口对总需求增长的贡献，并将各因素贡献率的变化分解为自增长差异、份额差异和总需求增长差异。结果显示，消费对总需求增长贡献的提升主要来自总需求增长差异，是“被动”提升，而投资和出口对总需求增长的贡献则更多来自其自身的增长，真正起到了对总需求的拉动作用。

- 支出法 GDP 核算容易造成两方面的误解：（1）忽略出口和进口本质上仍是消费和投资；（2）因高速增长的出口的贡献可能被同样高速增长的进口所抵消，仅从“货物与服务净出口”观察出口对经济增长的贡献，有低估出口贡献的可能性。
- 从总需求视角看经济增长各因素：（1）出口对总需求增长的贡献率远高于传统支出法 GDP 核算的结果。（2）资本形成总额在经济遭遇外生冲击时贡献明显提升：2008—2009 年资本形成总额的贡献主要体现为固定资本形成总额，存货变动贡献并不明显；2020 年则存货变动贡献明显增加。（3）2014—2019 年，最终消费支出再度成为总需求增长的主要贡献者，基本对应了中国经济的转型。在消费支出中，城镇居民消费是主要贡献者，其次是政府消费支出，农村居民消费支出贡献依然较低。
- 对各因素贡献率的进一步分解显示：（1）最终消费支出对总需求增长的贡献率变化主要来自总需求增长差异，即总需求本身增速放缓。（2）资本形成总额和出口对总需求增长的贡献更多来自其自身的增长，说明资本形成和出口对总需求增长的确起到了相应的拉动作用。
- 市场对 2023 年的宏观经济预期甚高。主要关注点一是在于消费的修复，二是在于地产的复苏。但考虑到消费的内生性，在居民收入和预期有实质性改善前，对 2023 年的消费复苏仍应谨慎看待；相应的，对投资和出口的贡献仍需重视。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，国内稳增长力度不及预期，疫情不确定性。

相关研究报告

《12 月 PMI 数据点评》20230101

《利率专题研究》20221230

《宏观深度》20221230

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济：总量深度

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

如何理解“总需求”	4
对国民经济核算恒等式的再思考	4
考察出口作用的两个视角	4
从总需求角度看近年来驱动经济增长的因素	6
不同阶段各因素对经济增长的贡献	6
对最终消费支出、资本形成总额和货物与服务出口贡献率的进一步考察	7
从总需求角度看 2023 年经济增长	9
仍需谨慎看待消费复苏	9
投资与出口的作用不可忽视	10
余论：需求端与供给端	10
附录	11
各因素对总需求增长贡献率的计算	11
各因素对总需求增长贡献率的分解公式	12

图表目录

图表 1. “三驾马车”对中国 GDP 增长的贡献	4
图表 2. “三驾马车”对中国总需求增长的贡献	6
图表 3. 存货变动贡献在 2008—2009 年和 2020 年的区别	6
图表 4. 城镇居民、农村居民和政府消费支出对总需求增长的贡献	7
图表 5. 2012—2019 年各因素增长贡献率变化的分解	8
图表 6. 最终消费支出增速加速和放缓程度均弱于总需求	8
图表 7. 资本形成总额增速多数年份快于总需求	8
图表 8. 出口增速在 2011—2019 年弱于总需求增速	8
图表 9. 倾向“更多储蓄”的居民比例逐步上升	9
图表 10. 居民消费倾向回落	9
图表 11. 2022 年居民收入增速仍低于 GDP 增速	9
图表 12. 居民未来收入预期恶化	9
图表 A1. 1994—2021 年各因素对总需求增长的贡献率 (%)	11

如何理解“总需求”

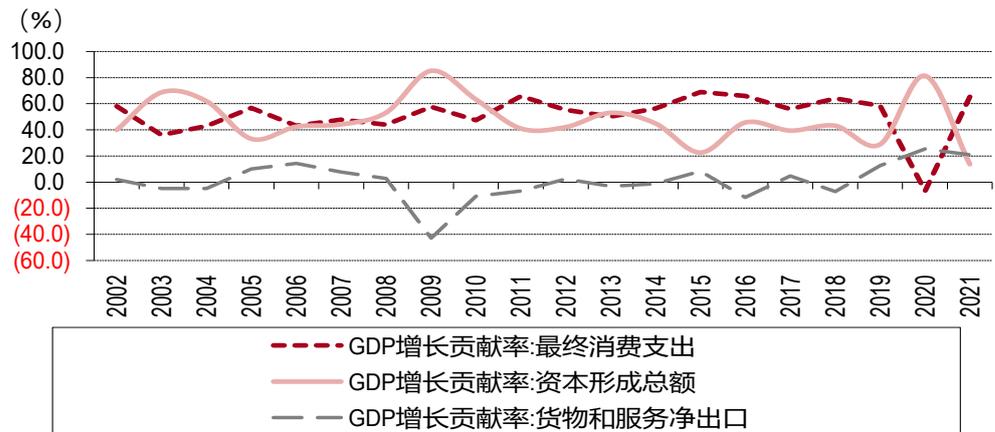
对国民经济核算恒等式的再思考

众所周知，在支出法 GDP 核算中，GDP 被分为最终消费支出、资本形成总额以及货物与服务净出口，也即所谓“三驾马车”，有如下国民经济核算恒等式

$$Y = C + I + EX - IM$$

从这一 GDP 核算角度看，货物与服务净出口对 GDP 的增长贡献率长期低于另外两项，仅在 2020 年强于最终消费支出，在 2021 年强于资本形成总额。

图表 1. “三驾马车”对中国 GDP 增长的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

上述恒等式定义的是国内需求，这也正是国内生产总值 (GDP) 的含义。然而，细究起来，最终消费支出 (C) 和资本形成总额 (I) 是从需求的性质或曰最终用途给出的定义；而出口 (EX) 和进口 (IM) 则是从需求的来源地给出的定义，即出口是由国内满足的海外需求，进口则是海外满足的国内需求。但是，本质上，出口和进口仍然最终要转化为消费和投资。从这一意义看，考察贸易对经济增长的贡献时，应同时考虑贸易对消费和投资的间接影响。

此外，“货物与服务净出口”本身是货物与服务出口和进口的差额，高速增长的出口的贡献被同样高速增长的进口所抵消。例如，在 2002—2007 年，中国的出口增速明显高于同期的社零和固定资产投资增速，但净出口对 GDP 增长的贡献则低于消费和投资。从这个意义看，仅从“货物与服务净出口”观察出口对经济增长的贡献，有低估出口贡献的可能性。

考察出口作用的两个视角

联立方程模型

考察出口作用的一个视角是通过联立方程组模型去考察出口对经济增长的全面影响，具体如下：

$$\begin{cases} Y_t = C_t + I_t + EX_t - IM_t \\ C_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \alpha_2 C_{t-1} + \varepsilon_t \\ I_t = \beta_0 + \beta_1 RR_t + \beta_2 Y_t + \mu_t \\ IM_t = \gamma_0 + \gamma_1 Y_t + \gamma_2 ER_t + \nu_t \end{cases}$$

其中 Y 为支出法 GDP，C、I、EX、IM 分别为最终消费支出、资本形成总额、商品与服务出口、商品与服务进口，RR 为实际利率（以一年期国债收益率-CPI 度量），ER 为实际汇率，以国际清算银行公布的人民币实际有效汇率指数度量。 ε 、 μ 和 ν 为回归残差项。第一个方程为国民经济核算恒等式，以下依次是消费、投资和进口方程。鉴于中国的出口更多受外需而非汇率影响，出口在方程组中被设定为外生变量。

依据上述方程，可以计算得出出口对 GDP 的综合贡献为

$$\left[\left(\frac{dC_t}{dEX_t} + \frac{dI_t}{dEX_t} \right) \Delta EX_t + (EX_t - IM_t) \right] / \Delta Y_{t-1}$$

换算成上面方程组中的系数，即为

$$[(\alpha_1 + \beta_2) \Delta EX_t + (EX_t - IM_t)] / \Delta Y_{t-1}$$

上式中， $(EX_t - IM_t) / \Delta Y_{t-1}$ 为通常的“货物与服务净出口”对经济增长的贡献， $(\alpha_1 + \beta_2) \Delta EX_t / \Delta Y_{t-1}$ 则是出口所引致的最终消费支出和资本形成总额变化对经济增长的贡献，也即出口的间接贡献。

总需求的视角

从联立方程组视角考察出口作用存在一定的数据依赖性，不同的样本给出的系数不尽相同，因其系数本质上代表的是平均水平。同时，模型估计等方面还需要满足一定的技术假设。我们用另一种方式来考察出口的作用。

货物与服务的进口可以理解为被国外产出满足的国内需求，在国民经济核算中作为国内生产总值的减项，然而，从总需求的角度看，进口本身也是国内总需求（AD）的一部分，即有如下等式：

$$AD = Y + IM = C + I + EX$$

我们可以依据上式分别计算最终消费支出、资本形成总额和货物与服务出口对总需求增长的贡献，具体计算公式可参见附录。

从总需求角度看近年来驱动经济增长的因素

从总需求角度，我们可以重新考察三驾马车对总需求增长的贡献。

不同阶段各因素对经济增长的贡献

数据处理

考虑到经济增长更多采用剔除价格因素的不变价增速，而支出法 GDP 仅公布名义值，我们首先对数据进行处理，将名义值转换为实际值。具体过程如下：

(1) 最终消费支出

采用 CPI 进行平减。其中，城镇居民消费支出采用城市 CPI，农村居民消费支出采用农村 CPI，政府消费支出采用 CPI。

(2) 资本形成总额

资本形成总额分为固定资本形成总额和存货变动。前者我们用固定资产投资价格指数平减，固定资产投资价格指数自 2020 年起不再公布，我们用 CPI 和 PPI 对其进行了拟合，得出了 2020 年和 2021 年的价格指数。后者我们直接采用 PPI 进行平减。

(3) 货物与服务净出口

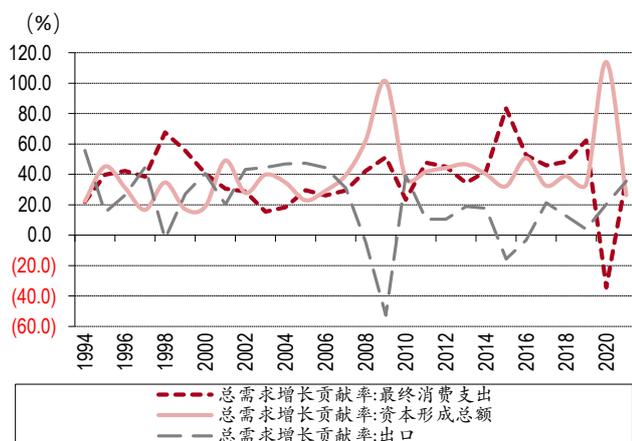
我们采用海关总署公布的出口价格指数和进口价格指数对出口和进口分别进行平减。这里的问题是：海关数据仅包含商品进出口而未包含服务进出口。但考虑到商品贸易的量远高于服务贸易，对此我们不再做进一步区分。

结论

经过数据调整后，我们计算了最终消费支出、资本形成总额和出口对总需求增长的贡献，具体结果见附录图表 A1，从中可以看到：

(1) 出口在 2002—2006 年是总需求增长的主要贡献者，2007 年的增长贡献也强于最终消费支出，体现了加入 WTO 对中国经济增长的提振作用；此外，出口在 2020 年和 2021 年对总需求增长的贡献明显提升，尤其是 2021 年，贡献率超过了 35%。总体上，出口对总需求增长的贡献率远高于传统支出法 GDP 核算的结果。

图表 2. “三驾马车”对中国总需求增长的贡献



资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 存货变动贡献在 2008—2009 年和 2020 年的区别

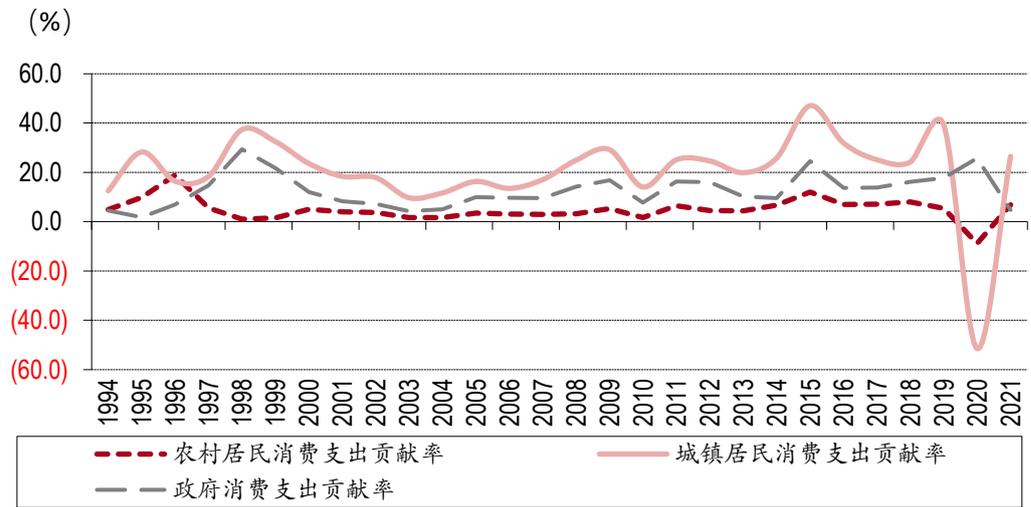


资料来源：Wind，中银证券

(2) 资本形成总额在总需求增长中扮演主要角色的是两个时间段：一是 2008—2009 年金融危机时期，二是 2020 年新冠疫情最为严重的时期。此外，1998 年尽管资本形成总额的贡献率不及最终消费支出，但主要是因为存货变动贡献大幅下降所致，固定资本形成总额在当年的贡献率依然较高并超过了最终消费支出。这体现了经济遭遇外生冲击时，投资对经济增长的支撑作用。但是不同时间段资本形成总额的贡献也存在明显区别，1998 年以及 2008—2009 年资本形成总额的贡献主要体现为固定资本形成总额，存货变动贡献并不明显；2020 年则存货变动贡献明显增加，对总需求增长的贡献率超过了 40%。一定程度上，这体现了投资空间的变化，如果说 1998 年以及 2008—2009 年，中国尚有较为充裕的空间消化基建投资；2020 年，这种空间已经明显发生了变化，因此才会出现存货投资的明显增加。

(3) 2014—2019 年，最终消费支出再度成为总需求增长的主要贡献者，基本对应了中国经济的转型。即随着中国经济规模的扩大，国内消费日益成为总需求的主要来源。而在消费支出中，城镇居民消费是主要贡献者，其次是政府消费支出，农村居民消费支出贡献依然较低。从中可以看到，政府消费支出贡献明显上升的年份包括 1997—1999 年、2008—2009 年和 2020 年，体现了财政政策在经济遭受外生冲击时对提振内需的支撑作用。此外，2011 年之后，政府消费支出贡献率总体上较此前有所上升。

图表 4. 城镇居民、农村居民和政府消费支出对总需求增长的贡献



资料来源：Wind，中银证券

对最终消费支出、资本形成总额和货物与服务出口贡献率的进一步考察

需要指出的是，上述增长贡献率的变化可能来自以下原因：第一，消费、投资和出口各因素自身增长导致的对总需求增长贡献变化；第二，各因素在基期总需求中的份额变化导致的对总需求增长的贡献变化；第三，总需求本身增长率变化导致的该因素对总需求增长的贡献变化。

为了进一步考察消费、投资和出口各因素对总需求增长的贡献，我们对各项需求的总需求增长贡献率的变化进行了分解，将其分解为自增长差异、份额差异和总需求增长差异，分别对应上述三种导致贡献率变化的原因，具体分解方法参见附录。进行上述分解的原因在于，自增长差异导致的对总需求增长贡献的变化才是需求的真正驱动，而后两者更多是被动的。

考虑到 2020 年以来疫情对宏观经济的外生冲击，我们主要对比了 2012—2019 年这一阶段。分解结果显示：

(1) 2019 年与 2012 年相比，最终消费支出对总需求增长的贡献率上升了 17.2 个百分点。这一数据似乎显示了消费支出正在成为经济增长的驱动。然而，分解后结果显示，这 17.2 个百分点中，消费支出自我增长的贡献（自增长差异）显著为负，拖累近 36 个百分点；其增长主要来自总需求增长差异（41.2 个百分点）以及份额差异（12 个百分点）。换言之，这一阶段最终消费支出对总需求增长的贡献率变化主要来自总需求增长差异，即总需求本身增速放缓。其次是来自总需求增长放缓导致的三大需求占总需求份额的变化。

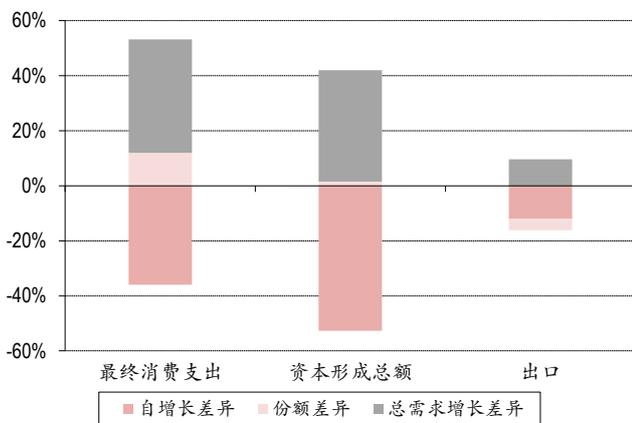
这里的含义在于：消费内生于经济增长。因此，消费对总需求贡献率的上升其实更多来自总需求自身的变化，即在总需求增速下行的过程中，最终消费支出增速放缓的程度低于总需求本身，从而导致了其对总需求增长贡献率的上升。

考虑到消费的内生性，在经济下行阶段，单纯的刺激消费可能收效有限，刺激消费的核心在于如何改变驱动消费增长的因素，即收入、财富和预期。

(2)相比最终消费支出，资本形成总额和出口对总需求增长的贡献率变化则是主要来自自身增长差异，其次是来自总需求增长差异，即相对于最终消费支出而言，资本形成总额和出口对总需求增长的贡献更多来自其自身的增长，说明资本形成和出口对总需求增长的确起到了相应的拉动作用。

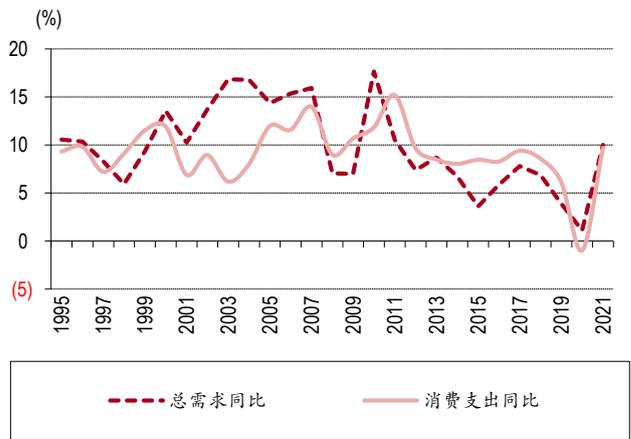
鉴于出口本身受到海外需求的约束，从政策角度，相比消费而言，刺激投资对经济增长的效果更为立竿见影。

图表 5. 2012—2019 年各因素增长贡献率变化的分解



资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 最终消费支出增速加速和放缓程度均弱于总需求



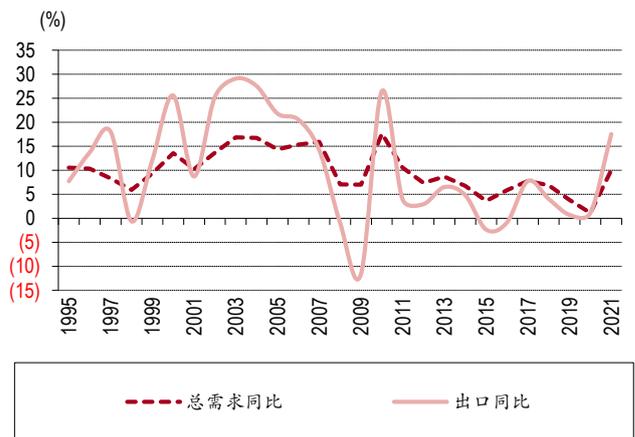
资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 资本形成总额增速多数年份快于总需求



资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 出口增速在 2011—2019 年弱于总需求增速



资料来源：Wind，中银证券

从总需求角度看 2023 年经济增长

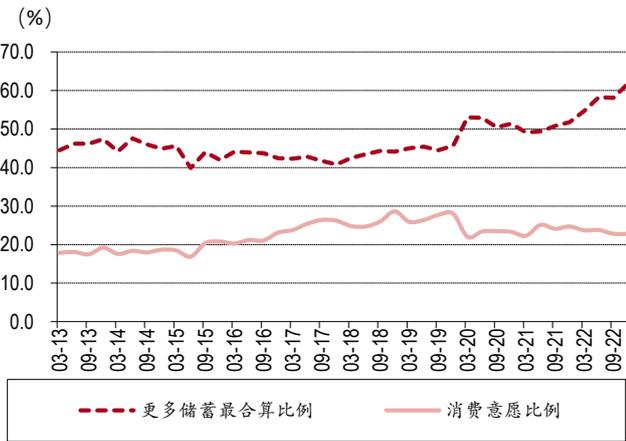
2022 年，新冠疫情再度对中国经济增长造成冲击。12 月 26 日，新冠肺炎正式更名“新冠病毒感染”，从“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，标志着一个新的时代的开启。市场对 2023 年的宏观经济预期甚高。主要关注点一是在于消费的修复，二是在于地产的复苏。

仍需谨慎看待消费复苏

从疫情防控政策发生变化的角度看，此前疫情对场景消费的压制逐步改善并无疑问，然而，考虑到消费的内生性，对消费复苏仍需谨慎看待。

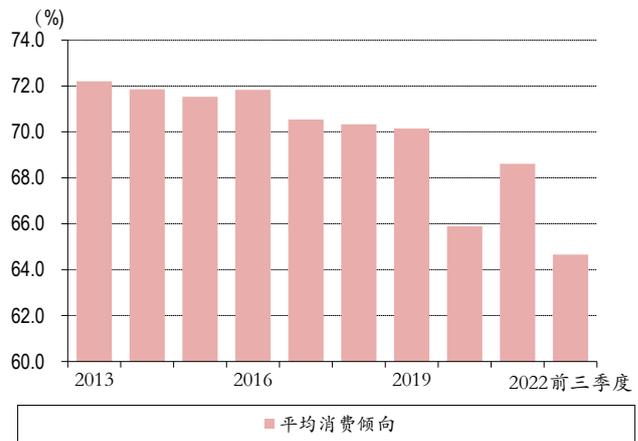
首先，居民预期面临进一步修复。2022 年 4 月起，消费者信心指数大幅下挫，迄今仍未恢复。央行城镇储户调查数据也显示，截至 2022 年四季度，倾向“更多储蓄”的居民占比已超过 60%，再创数据发布以来新高。相应的，居民消费倾向则逐步回落，2022 年前三季度已降至 64.7%，甚至低于 2020 年的 65.9%。

图表 9. 倾向“更多储蓄”的居民比例逐步上升



资料来源: Wind, 中银证券

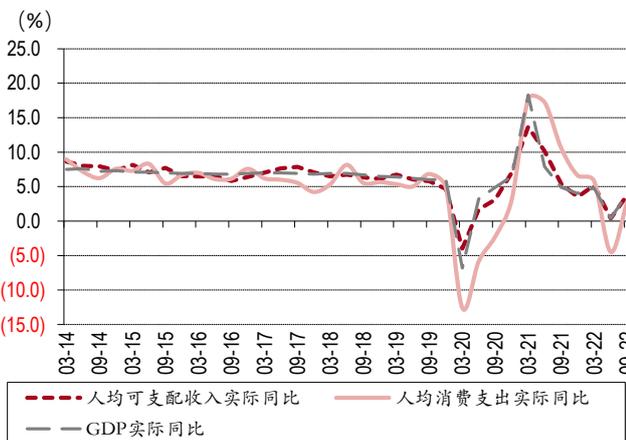
图表 10. 居民消费倾向回落



资料来源: Wind, 中银证券

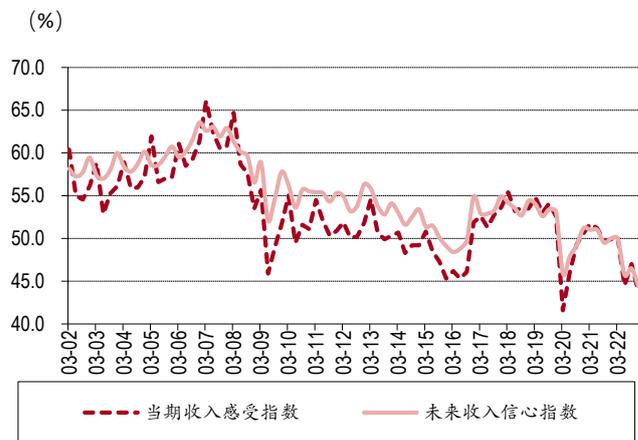
其次，考虑到消费的内生性，预期的改善首要的是进一步提升居民收入。2022 年三季度，全国居民人均可支配收入同比实际增长 3.8%，较二季度有所改善，但仍明显低于疫情前水平，也低于当季 GDP 实际增速。而居民对未来收入的预期依然恶化。央行城镇调查数据显示，2022 年四季度，居民当期收入感受指数降至 43.8，未来收入信心指数降至 44.4，均仅次于 2020 年一季度的历史最低值。

图表 11. 2022 年居民收入增速仍低于 GDP 增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 居民未来收入预期恶化



资料来源: Wind, 中银证券

从这一角度看，在居民收入能够实质性有所恢复前，消费的复苏力度依然需要谨慎看待。2022 年底中央经济工作会议指出，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。”在明确“恢复和扩大消费”的优先地位的同时，“多渠道增加居民收入”才是“增强消费能力”的关键，也是更为值得关注之处。

投资与出口的作用不可忽视

如果说消费的复苏仍需谨慎看待。那么，投资和出口的重要性就不容忽视。

前文已经提到，出口对经济增长的贡献需要重视。2020 年下半年以来，出口的高增长对支撑中国经济增速起到了尤为重要的作用。在全球经济衰退风险明显上升的背景下，2023 年的外需不容乐观。因此，在贸易平衡背景下寻求贸易规模的扩大，即通过进口的扩大来促进出口，则凸显其意义。中央经济工作会议提出“要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口”，我们认为，也正蕴含了这方面的含义。

从投资的角度，前文的分析显示，资本形成总额一直是经济遭遇外生冲击时支撑经济增速的主要手段。从此意义上说，基建投资始终是政府最为主动的调控需求手段。2022 年，基建投资达到两位数增长，在消费需求疲弱、出口增速逐步放缓的情形下，对稳定经济增长不失速起到了关键作用。2023 年，尽管经济复苏是主旋律，但对于基建投资稳增长的作用依然不宜低估。2022 年 4 月 26 日中央财经委会议指出，“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”。这一表述，尤其是“安全保障需要”的提法，明确了基建投资在中期都将成为中国经济增长的重要支撑。2022 年底中央经济工作会议指出，“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施‘十四五’重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。”上述表述进一步体现了投资在 2023 年经济增长中仍将发挥关键作用。

余论：需求端与供给端

需要强调的是，本文只是对总需求的构成进行了分解，进而明确了各因素对需求端的贡献。然而，无论是最终消费支出、资本形成总额还是出口，都只是需求端核算的结果，从中长期看，驱动经济增长的则是供给端因素，即资本存量、劳动力和全要素生产率。绝不能因短期的需求分析而忽视供给端因素对中长期经济增长的驱动。

风险提示：消费复苏不及预期，国内稳增长力度不及预期，疫情不确定性。

附录

各因素对总需求增长贡献率的计算

$$\begin{aligned}
 g_t^{AD} &= \frac{\Delta AD_t}{AD_{t-1}} = \frac{\Delta C_t + \Delta I_t + \Delta EX_t}{AD_{t-1}} \\
 &= \frac{\Delta C_t}{C_{t-1}} \frac{C_{t-1}}{AD_{t-1}} + \frac{\Delta I_t}{I_{t-1}} \frac{I_{t-1}}{AD_{t-1}} + \frac{\Delta EX_t}{EX_{t-1}} \frac{EX_{t-1}}{AD_{t-1}} \quad (A-1) \\
 &= g_t^C \alpha_{t-1}^C + g_t^I \alpha_{t-1}^I + g_t^{EX} \alpha_{t-1}^{EX}
 \end{aligned}$$

(A-1) 式中， g_t^X 为 t 期变量 X 的增长率， α_{t-1}^X 为 t-1 期变量 X 在总需求中所占比例，X 分别对应总需求 (AD)、最终消费支出 (C)、资本形成总额 (I) 和出口 (EX)，即我们可以将总需求的增长分解为最终消费支出、资本形成总额以及货物与服务出口的增长，并相应计算相关变量对总需求增长的贡献。相应结果见图表 A1。

图表 A1. 1994—2021 年各因素对总需求增长的贡献率 (%)

	总需求	最终消费支出	最终消费支出:居民	最终消费支出:农村居民	最终消费支出:城镇居民	最终消费支出:政府	资本形成总额	固定资本形成总额	存货增加	出口总额
1994	100.00	21.81	17.33	4.82	12.51	4.49	22.46	21.63	0.83	55.79
1995	100.00	39.80	38.02	9.83	28.19	1.78	45.26	33.65	11.61	14.95
1996	100.00	42.23	35.24	18.84	16.39	7.00	31.40	29.73	1.67	26.37
1997	100.00	38.56	23.81	5.52	18.30	14.74	16.76	25.39	(8.63)	44.69
1998	100.00	67.58	38.29	1.01	37.28	29.29	34.77	68.67	(33.90)	(2.35)
1999	100.00	55.68	34.02	1.54	32.49	21.65	17.16	19.25	(2.08)	27.16
2000	100.00	40.59	28.55	4.98	23.57	12.04	18.82	22.10	(3.28)	40.59
2001	100.00	30.59	22.32	3.95	18.36	8.28	49.20	38.16	11.04	20.21
2002	100.00	28.84	21.66	3.78	17.88	7.18	27.90	33.27	(5.37)	43.26
2003	100.00	15.53	11.33	1.64	9.69	4.20	39.89	37.84	2.05	44.59
2004	100.00	18.33	13.32	1.68	11.64	5.01	34.81	29.05	5.76	46.85
2005	100.00	29.59	19.70	3.41	16.29	9.89	23.07	29.95	(6.88)	47.34
2006	100.00	26.20	16.56	3.09	13.46	9.65	29.34	27.30	2.04	44.46
2007	100.00	29.51	20.00	3.00	17.00	9.51	39.44	30.80	8.64	31.05
2008	100.00	42.27	28.03	3.15	24.88	14.25	62.16	52.05	10.11	(4.43)
2009	100.00	51.26	34.48	5.29	29.18	16.79	101.42	117.04	(15.62)	(52.68)
2010	100.00	23.35	15.67	1.64	14.03	7.68	37.50	30.93	6.57	39.15
2011	100.00	47.74	31.44	6.38	25.06	16.30	41.76	38.02	3.74	10.50
2012	100.00	45.13	29.15	4.55	24.60	15.98	44.37	50.63	(6.27)	10.51
2013	100.00	34.39	24.15	4.32	19.83	10.24	46.68	45.39	1.29	18.93
2014	100.00	41.98	32.40	6.65	25.76	9.58	40.23	36.44	3.80	17.78
2015	100.00	83.51	58.97	11.98	46.98	24.54	32.24	49.06	(16.82)	(15.74)
2016	100.00	52.57	38.84	6.95	31.89	13.73	50.82	50.07	0.75	(3.40)
2017	100.00	45.93	32.14	7.06	25.09	13.79	32.65	30.98	1.67	21.41
2018	100.00	48.30	32.15	8.00	24.15	16.15	39.06	41.03	(1.97)	12.64
2019	100.00	62.36	44.66	5.45	39.21	17.69	33.71	46.14	(12.42)	3.93
2020	100.00	(34.47)	(60.22)	(8.79)	(51.43)	25.76	114.04	69.19	44.85	20.42
2021	100.00	38.06	33.27	6.85	26.42	4.79	26.42	25.13	1.29	35.52

资料来源: Wind, 中银证券

各因素对总需求增长贡献率的分解公式

由 (A-1) 式，经过一系列变换后，可以将各项需求对总需求贡献的变化分解为下式：

$$\begin{aligned} \Delta contribution_{t,t-n}^X &= \frac{g_t^X}{g_t} \alpha_{t-1}^X - \frac{g_{t-n}^X}{g_{t-n}} \alpha_{t-n-1}^X \\ &= \frac{g_t^X - g_{t-n}^X}{g_t} \alpha_{t-1}^X + (\alpha_{t-1}^X - \alpha_{t-n-1}^X) \frac{g_t^X}{g_t} + \left(\frac{1}{g_t} - \frac{1}{g_{t-n}} \right) g_{t-n}^X \alpha_{t-n-1}^X \end{aligned} \quad (A-2)$$

(A-2) 式中 $\Delta contribution_{t,t-n}^X$ 为从 t-n 期到 t 期变量 X 对总需求贡献率的变化， g_t^X 为 t 期变量 X 的增长率， α_t^X 为 t 期变量 X 在总需求中所占比例，X 分别对应 C、I 和 EX。

我们将 (A-2) 式的三项依次称为：(1) 自增长差异，即变量自身增长导致的对总需求增长贡献变化；(2) 份额差异，即变量在基期总需求中的份额变化导致的对总需求增长的贡献变化；(3) 总需求增长差异，即由于总需求本身增长率变化导致的该需求对总需求增长的贡献变化。如果自增长差异在贡献率变化中占据主要地位，可以认为该项需求对于总需求增长有驱动作用。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371