

中国现在不是债务太多，而是债务太少

——兼谈理解宏观经济的门槛

- 认为中国债务过多的看法，是对中国债务问题的误解。要判断一个国家债务到底多了还是少了，不能只看债务规模大小，而要看储蓄与债务的供需平衡。我国向外国借出的大量储蓄，以及我国目前极高的债券价格（极低的债券收益率），都说明了在储蓄与债务的供需平衡中，储蓄过剩。给定这一现实，我国债务规模虽然很高，但其实债务不是太多，而是太少了
- 目前我国债务对应的投资回报率确实偏低。但走投资拉动的“中策”，总好过因需求不足而走向去产能的“下策”。企业倒闭、工人失业、产能被摧毁，是比做低效投资更加严重的资源浪费。没有考虑到中国经济现在面临的约束条件，没有想到削减债务会带来的不利后果，空谈债务的副作用，是不懂宏观的人容易犯的错误。
- 需求不足的我国宏观经济，运行机理迥异于人们的微观生活经验。这时，需要专业人士运用自己的专业知识，把经济运行的各种约束看清楚，把我国经济运行的道理讲清楚，把各种政策选项的利弊得失分析透，从而引导市场共识向正确的方向靠拢。任何试图严肃谈论中国宏观经济、分析中国债务问题的人，都首先需要做好自己的功课，先跨过正确理解宏观经济的门槛。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

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

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

中国的债务曾经是个热议的话题。有人看到中国债务规模较大、债务对应的投资回报率较低，便认为中国债务已经过多，应当削减债务规模、降低债务风险。对此，笔者早在 2023 年 6 月就写过《需要全面纠偏对我国债务的认知》一文，论述了这派观点的错误【1】。在那篇文章中笔者曾说过：就我国需求不足、储蓄过剩的经济形势而言，我国的债务风险并不大；我国需要加杠杆，且首先应该由政府来加杠杆。2023 年 2 月，笔者还曾撰文《将债务比作鸦片错得离谱》，严厉驳斥了当时把债务比作“鸦片”的错误看法【2】。过去几年，我国经济在去杠杆压力下日渐走弱，为笔者当年的观点提供了更多论据。

但遗憾的是，理论与现实两方面的证据，仍没能完全消除对我国债务的误解。近期，“债务鸦片”的错误论调死灰复燃，再次表明正本清源的必要。为此，笔者不得不再次撰文，把中国债务这个老问题又拿出来说一遍。有必要重申：需求不足的我国，债务风险并不大。就当下的形势而言，我国的债务不是太多，而是太少了。中国经济需要积极加杠杆来扩大内需，消除“供强需弱”的局面。

为了把中国需要更多债务的道理讲清楚，先要谈谈理解宏观经济的门槛。市面上有些打着经济学家旗号的人，其实并未跨过这道门槛，所以常常误读中国经济，有时甚至给出错得离谱的观点。只有跨过这道门槛，才能正确理解中国的债务问题。所以，本文先讲清楚这道门槛在哪里、如何跨越，为后文分析打好基础。

1. 正确理解宏观经济是件门槛不低的事

在很多人眼中，分析宏观经济并不困难，不需要什么高深的理论，靠日常经验就够了。毕竟，每个人都生活在宏观经济之中，都有自己的切身体会。对宏观经济这个人人熟悉的东西，似乎谁都能讲上几句、发表点看法。

但实际上，正确理解宏观经济的门槛并不低，大部分人并不真懂宏观经济运行的逻辑。大众对宏观经济的看法，甚至是一些人们熟悉的常识，往往似是而非。这是因为，人们在日常生活中观察宏观经济，往往只见一隅、不见整体。仅凭这些片面的经验，很难真正理解宏观经济的整体运行逻辑。

要正确理解宏观经济，需要跨越宏观思维的门槛。通俗地说，分析宏观问题不能只看一步，更要多想几步。学术一点说，就是要把宏观经济看成一个各部分相互联系、相互影响的有机整体，把宏观事件间一阶、二阶、三阶乃至更高阶的相互影响都纳入考虑，用一般均衡的思想来分析，方能正确理解宏观经济运行。

以微观企业和国家政府作为对比，可以看出微观与宏观的差异。通常情况下，相比其所在的经济环境，企业的体量小到可以忽略。因此，企业行为对其所处环境的影响也微弱到可以忽略。因此，研究企业时，可以把经济环境状况当作不受企业影响的前提条件，在这一前提下研究企业如何根据环境变化调整决策。换言之，**研究微观企业时，只需要考虑经济环境影响企业行为这条逻辑线索即可，而无需考虑企业行为对经济环境的影响（这条逻辑线索因其效应微弱而可以被忽略）。**

在经济环境不好、市场对企业产品的需求下降、企业收入减少的时候，企业理应削减支出、降低成本。因为这样可以保护企业的利润，让企业更容易度过需求低迷的市场寒冬。

在市场需求低迷、企业营收下降的时候，企业增加支出通常不会有好结果。比如，企业可以给员工加薪，指望员工加薪后多买自家产品，以此拉动市场对自己产品的需求。但哪怕规模很大的企业，其员工也只是自家产品客群的很小一部分。就算自家员工加薪后真的多买了自家产品，也改变不了市场需求整体低迷的局面，带不动企业收入。所以，给员工加薪只会推高企业成本，并不会让企业收入增加，因而会压低企业利润，加大企业倒闭的风险。

这个简单例子说明，由于企业规模远小于其所在的经济环境，分析企业时，无需考虑企业支出经由经济环境反过来影响企业收入的因果链条，而只需考虑收入影响支出这一单向因果关系即可。分析微观个体时，由于只用考虑这种一阶的单向因果关系，所以相对简单。

但要是把企业的微观分析逻辑照搬到对国家政府的分析上，就未必正确了。政府的体量足够大，其行为对经济环境的影响不容忽略。在宏观经济中，政府支出是民间收入的重要来源之一。在宏观经济因为总需求不足而增长低迷时，政府的财政收入往往也会随之下降。这时，政府如果因为收入减少而削减财政支出，民间收入和支出意愿会进一步受挫，需求不足的问题会更加严重。所以，面对需求不足的局面，政府正确的应对不是像企业那样削减开支，反而要扩张财政开支——用财政支出的扩张带动民间的收入和支出，让经济走出需求不足的陷阱。

财政支出增加带动经济向好的过程中，政府财政收入也可能随之上升，从而出现“政府越花钱越有钱”的局面。这种反直觉的现象之所以会产生，是因为**政府支出会影响宏观经济环境，进而反过来作用于政府收入，从而形成一条从政府支出到政府收入的因果链路。**

这里我们可以看出微观分析与宏观分析的根本不同。分析微观主体时，只需考虑从收入到支出的因果联系，无需考虑从支出到收入的因果链条——后者太过微弱，可以忽略不计。但分析宏观经济主体（比如国家政府）时，从收入到支出、从支出到收入这两条因果链条都不能忽略，需要同时考虑。这个例子告诉我们：**分析宏观经济时，要把微观分析中被忽略的很多因果链条纳入考虑。把它们考虑进来之后，结论可能大不一样。**

普通人之所以难以理解宏观经济的运行逻辑，是因为在日常生活中，一般接触不到类似支出决定收入这样的因果关系。他们对宏观经济的理解因而并不完整。研究国家政府的时候，政府收入影响政府支出的逻辑当然成立。但政府支出影响政府收入的逻辑也同时成立，且不能被忽略。只想前者、不顾后者的人，很难准确理解政府收入与支出的总体关系，也就容易误解政府的支出政策。

必须补充一点，理解宏观经济有门槛，并不意味着普通人从经济中得到的感受是虚假的。哪怕完全不懂宏观经济，人们的感受也是真实的。跨没跨过门槛，影响的只是能否找到感受背后的真正原因。因此，宏观分析者的任务不是否定大众的感受，而是讲清楚感受背后的深层原因。

2. 培养微观经济学家的西方主流宏观经济学

由于仅凭日常生活经验很难正确理解宏观经济，学习经济理论就成了跨越门槛的关键一环。但麻烦的是，源自西方（特别是美国）的当前主流宏观经济学（新-新古典综合范式），很大程度上是披着宏观外衣的微观经济学。学这套理论的人如果缺乏反思，往往并不能弄懂宏观与微观的区别，因而容易误读宏观经济。更糟糕的是，一些人学了一点理论便自以为智珠在握，反而可能陷入更严重的“知见障”。

宏观经济是各部分相互联系、相互影响的有机整体，宏观分析因此一定是整体性的。任何宏观现象都必须要放在整个宏观经济的大背景中才能够得到恰当的理解。同样一件事情，放在不同的宏观背景中，对它的理解可能完全不同。

供给与需求二者中，究竟哪一个是经济运行的紧约束所在，是首先需要考虑的宏观背景问题。市场交易由供需双方共同完成，宏观经济的运行也由供给和需求两方面共同决定。分清二者之中哪个是经济发展的紧约束，是宏观分析首先要弄清的问题。紧约束在需求面（需求不足、供给过剩），与紧约束在供给面（供给不足、需求过剩），是两种截然不同的状况。同一个现象（比如债务规模），在这两种状况下的含义会很不一样。

宏观经济运行在需求不足状况时，政府“越花钱越有钱”的现象就可能发生。需求不足，意味着经济中有富余产能因为找不到买家而开不了工。这时，只要把闲置产能利用起来，就能满足政府增量支出带来的采购需求。闲置产能一旦开工，就能创造新的产出，带来新的收入。如此一来，政府支出扩张会带动总产出和总收入一同增加，政府收入也会随之增加。

但经济处在需求充足、产能充分利用的状况时，政府支出的扩张会挤出民间支出，因而没法让经济变得更好，就不会有越花钱越有钱的现象了。这是因为，当经济中已没有富余产能可以调动时，要满足政府新增支出带来的采购需求，只能让正在运转的产能放下手头的活，转而为政府服务。由于产能就这么多，政府用得多了，民间就只能少用一点——这种情况下政府支出增加就会“挤出”民间支出。此时，政府支出扩张没法推升总产出和总收入，政府收入也不会增加。所以在需求充足时，政府就不再是“越花钱越有钱”了。

因此，**宏观经济分析的第一步应该是辨明经济中总需求和总供给的关系，弄清经济是否处在需求不足的状况中。**当前西方主流宏观经济学诞生并成熟于最近半个世纪的美国，更多反映了美国在此期间的经济状况。在这段时间里，美国长期处于供给不足、需求过剩的状况，经济增长的紧约束在供给而不在需求。相应地，**当前西方主流宏观经济学将供给不足当成了理论的地基，构建起了一套描述和分析供给不足状况下的宏观经济学。**这套理论体系认为，需求不足的状况只会在短期出现，经济长期增长的约束只是供给能力。

当宏观经济运行在供给约束下时，宏观分析类似于微观分析。这是因为，当宏观经济被供给能力约束住时，经济已经在其物理可能的最大产出水平上运行，需求再扩张没法让产出进一步增加。这时，政府体量再大，增加开支刺激需求也没法让产出增加（政府支出会挤出民间支出），自然也没法反过来增加政府收入。这种状况下，从政府支出到政府收入的因果影响微乎其微，可以忽略不计。于是，经济处在供给不足状况时，分析政府就像分析微观企业：只需考虑从收入到支出的因果链条，可以忽略反向（从支出到收入）的因果影响。

只有当宏观经济运行在需求约束之下，宏观分析才会迥异于微观分析。经济没有碰到产能的物理约束时，需求扩张就能带来产出增加。这时，政府扩张支出可以创造需求，像变魔法一样让整个经济的产出增加、形势向好。供给不足与需求不足两种状况下，经济运行之所以会有那么大不同，关键原因是宏观政策可以凭空创造需求，却没法凭空创造供给能力。

当西方主流宏观经济学将“长期需求充足”作为重要假设写进其理论大厦的地基之后，宏观经济分析就变得微观化。当理论视线聚焦在供给约束上时，各部门互动引发需求变化、进而带动产出变化的可能性，就被排除在理论框架之外了。这时的宏观分析，就类似于分析一个微观企业，而失去了宏观经济分析独有的韵味。

加重宏观经济学微观化趋势的另一个因素是，过去几十年来西方主流宏观经济学在方法论上进行的“微观基础”（micro foundation）的构建。它要求任何宏观分析都必须建立在微观分析的基础上，把宏观现象还原到居民和企业等微观主体的行为那里去。这种方法论虽有优势，但也在很大程度上把宏观经济学还原成了微观经济学。

需求不会长期不足的关键假设，再加上宏观分析要有微观基础的方法论要求，让当前西方主流宏观经济学几乎变成了一种微观经济学的宏观运用。这套宏观理论范式适用于需求过剩、供给不足的西方国家，却不适用于长期需求不足、供给过剩的中国。

分析的微观化，只是当前西方主流宏观经济学范式的问题，而不是宏观经济学的问题。宏观经济学的开山祖师凯恩斯，就将其整个理论体系奠基于长期需求不足的前提假设之上。当然，凯恩斯会发展出这样的理论，离不开他所生活的经济环境。1929 年大萧条让整个西方世界陷入严重的需求不足，凯恩斯理论应运而生。但随着最近 40 多年西方国家需求不足问题的缓解，宏观经济学又变成了现在这套微观化的主流范式。

但问题是，在最近二、三十年来经济学西学东渐的过程中，我国国内经济学界对西方主流宏观经济学范式的吸收缺乏足够的反思。很多人没有留意这套范式的隐含假设与适用范围，便盲目接受了它的结论。**相当多的经济学学者没有意识到，他们用来分析中国经济的这套理论，其实并不完全适用于中国经济。盲信这套理论的分析者，骨子里仍是微观分析者：他们并不真懂宏观与微观的差异，也就没有跨过理解宏观经济的门槛。**

有反思精神、实事求是的宏观分析者，会先认清所用理论工具的前提条件和适用范围，再针对不同的经济状况选用不同的分析工具，从而正确把握宏观经济的运行逻辑。反之，如果缺乏必要的反思，把学到的理论当成放之四海而皆准的真理，不问具体情况到处乱套，那就会变成一个手拿锤子、看什么都像钉子的人。

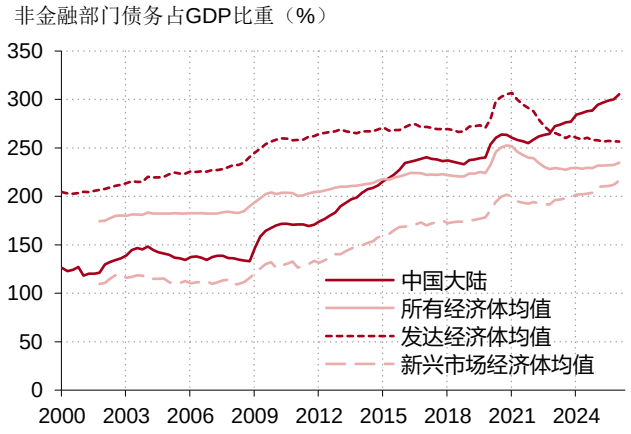
但这样“看什么都像钉子的人”现在却大有人在。一些经济学者喜欢标榜自己属于某某学派，对与自己观点相左的其他学派嗤之以鼻。这种态度本身就是不理解宏观经济的表现。不管是研究需求不足状况下经济运行的凯恩斯学派，还是更相信市场效率、看重供给的奥地利学派，还是别的什么学派，都只是宏观经济学工具箱里的一件工具，都是前人留下的智慧结晶。只不过，分析不同的经济状况要用恰当的工具。不问具体情况而盲目信奉或是盲目反对某一派观点的人，犯了“教条主义”的错误，并未真正跨过宏观分析的门槛。如果有人对我们说他是牛顿派的物理学家，又或者是爱因斯坦派的物理学家，那我们应该告诉他：“你只是个误解了物理学的物理学爱好者。”对那些标榜自己学派属性的所谓经济学家，我们也应该有类似的回应。

3. 中国当前不是债务太多，而是债务太少

铺垫了这么多，现在让我们进入这篇文章要讨论的正题：中国的债务到底是太多还是太少？

单从债务规模数据来看，我国债务似乎太多了。根据国际清算银行的估计，到今年一季度末我国非金融部门（居民、非金融企业和政府）的总债务规模已经超过了我国 GDP 的三倍。这一债务与 GDP 的比例不仅高于世界平均水平，也高于发达国家平均水平。而且，我国的债务不仅规模大，上升速度还很快。从 2008 年次贷危机爆发到现在，我国非金融部门的债务占 GDP 比重已经翻了一番不止。（图表 1）

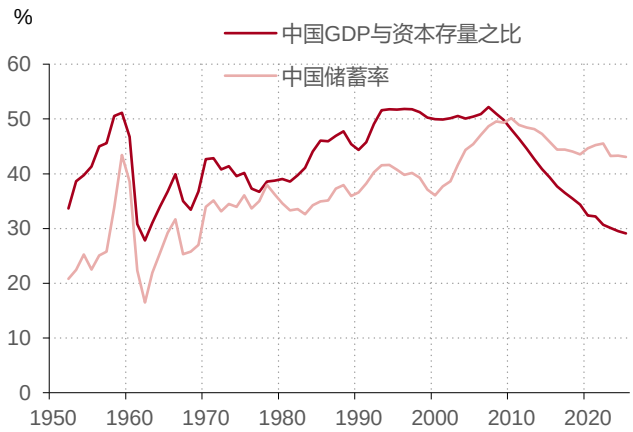
图表 1. 我国非金融部门债务规模较大，且上升速度较快



资料来源：BIS，中银证券

我国债务所对应的投资回报率状况也不乐观。要知道，借了债是要还的。而我国大部分债务，对应的都是靠债权型融资支撑的投资项目。我国 GDP 真实增速从 2007 年的 14.2%一路降到 2025 年的 5.0%；同期，GDP 与资本存量之比（该比值正比于投资回报率）也明显走低，2025 年已降至改革开放以来的最低水平。基于规模和回报率两方面的数据，似乎不难得出中国债务过多的结论。这正是许多人认为中国债务过多，需要抑制债务扩张的根据所在。（图表 2）

图表 2. 2008 年次贷危机以来，我国 GDP 与资本存量的比值持续下降



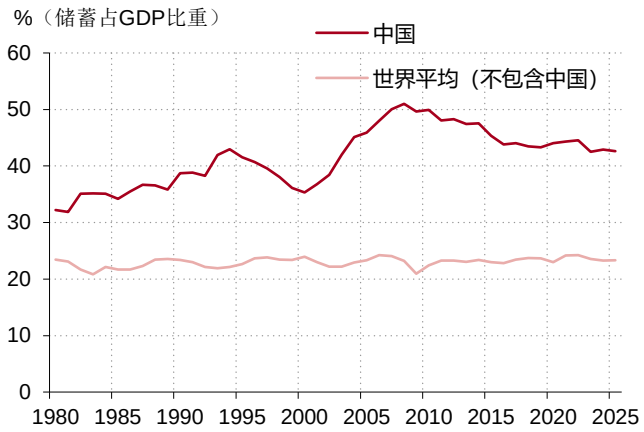
资料来源：CEIC，中银证券

认为中国债务过多的看法，是对中国债务问题的误解。这里我们先回答针对债务规模的质疑，即中国债务规模这么大，是不是就说明债务太多了？

在市场经济中，判断一个东西到底多了还是少了，不能只看其规模大小，而要看其供需平衡。债务是一种融资方式，必然有借入方和借出方。借贷过程中，储蓄从借出者（债权方）转移到借入者（债务方）。在债务融资中，债务是对储蓄的需求，储蓄则是对债务的资金供给。判断一国债务太多还是太少、债务风险是高是低，必须看该国储蓄与债务之间的供需平衡。**不考虑储蓄规模，仅凭债务规模来研判债务风险的思路，从方法论上来讲就是没有意义的。**

中国是一个债务规模很大，同时储蓄规模也很大的国家。2025 年，中国储蓄率为 43%，差不多是同时期其他国家和地区平均储蓄率的两倍。中国的高储蓄率与消费不足，是同一枚硬币的两面，都根植于居民部门收入占比偏低的收入分配结构（参见笔者 2023 年 6 月发表的《需要全面纠偏对我国债务的认知》一文第 2 节）。**有两方面的证据可以表明，在我国储蓄与债务的供需平衡中，储蓄过剩。**（图表 3）

图表 3. 我国储蓄率显著高于其他国家和地区的平均水平



资料来源：IMF，中银证券

证据之一是我国向外国借出的大量储蓄。国际投资头寸表数据显示，我国在 2025 年末海外净资产（我国持有的海外资产减去我国的外债）已达到 4.1 万亿美元，占到当年我国 GDP 的 21%。如果有人认为我国国内的债务已经太多了，那么别忘了我国还借了这么大量的储蓄给外国。（图表 4）

图表 4. 我国拥有大量的海外净资产



资料来源：万得，中银证券

证据之二是我国极高的债券价格（极低的债券收益率）。价格反映供求，债券价格反映了债务的供求。目前，我国债券价格指数已升至近 20 年最高，与之反向变化的债券收益率则降至 20 年最低。高企的债券价格说明买家大有人在，债券完全不愁卖、供不应求。如果一个国家真的债务太多、风险很高，债券价格应当很低、收益率应当很高才对。比如，2011 年欧债危机爆发时，债务风险较高的欧洲边缘国家（如希腊、意大利、西班牙等国）国债价格均大幅跳水、债券收益率大幅上扬。这显然不是我国当下的局面。（图表 5）

图表 5. 我国债券价格处在 20 年来高位，债券收益率处于 20 年来的低位



资料来源：万得，中银证券

我国储蓄供给的资金大于债务吸收的资金量。给定这一现实，我国债务规模虽然很高，但其实债务不是太多，而是太少了。近年来，国内去杠杆举措的推进加大了我国经济的下行压力，增加了经济失稳的风险。只要收入分配格局对消费增长的约束还在，只要我国还是储蓄过剩的国家，就需要持续扩大债务融资，把更多储蓄导向国内的投资项目，以此扩大内需、稳定经济增长。

4. 增加债务是中国经济约束下的最优选择

接下来我们来回应债务回报率偏低的质疑。翻开大量投资项目（特别是基础设施项目）的财务报表就会发现，我国投资回报率明显偏低。很多人因此质疑：借来的钱运用效率不高，为什么还要借这么多？也有人拿这一现象作为中国债务过多的论据。

要回答债务对应的低回报率问题，首先需要把投资回报率的账算对。判断这些投资项目的回报率，不能只看项目本身微观层面是否挣钱，还要算上项目为地方和国家贡献的社会效益。只盯着项目微观层面的账本，不算社会层面的账，就会低估很多项目——尤其是基础设施项目——的投资回报率。比如在城里修地铁，靠卖票其实挣不了多少钱——地铁要考虑公益性，票价一般不会定得很高。所以翻开各大城市地铁项目的账本，项目本身的财务回报率通常不太好看。甚至很多地铁项目需要政府持续提供补贴才能运营。但这并不意味着地铁不应该修。**地铁项目通过它的“不挣钱”，补贴了广大人民群众。人们从便捷地铁交通中获得的便利和福利，也应该算进地铁项目的回报。**

此外，在考虑投资回报率的问题时，还必须考虑到宏观经济面临的约束，求取“约束最优”。对我国经济来说，“上策”是调节收入分配结构，提高居民部门收入占经济总收入的比重，以此推进消费转型。如此，可降低我国的储蓄率、增加我国的消费，从源头上减少债务生成的规模。这是我国经济的“最优”出路。但收入分配调节难以在短期内取得实质性进展。在我国储蓄仍处高位、融资结构又以债权型融资为主的情况下，多借债、把储蓄用起来是当务之急。而在居民收入较低的情况下，居民借债的意愿不会太强。这时，通过债务把储蓄用于投资，就是我国在现实约束下的“约束最优”，也即我国可选的“中策”。既不调节收入分配结构，又打压债务和投资，经济不会因此好转，而只会让供强需弱的格局进一步恶化，最终走向企业大规模倒闭、工人大规模失业的“下策”。（参见笔者 2025 年 1 月发表的《中国经济的逻辑与出路》一文的第 7、8、9 节【3】）

有人可能会问：借债来搞低效投资，难道不是资源的浪费吗？答案是肯定的，这当然是资源的浪费。但接下来的问题是：不借债来做投资，资源是不是就不浪费了？答案则是否定的。在消费转型的“上策”还未走通的时候，如果还要打压债务、削减投资（不走“中策”），中国经济就会因需求严重不足而被迫走向去产能的“下策”。**企业倒闭、工人失业、产能被摧毁，是比做低效投资更加严重的资源浪费。**在这种收入分配结构的约束下，我们只能在“中策”与“下策”之间两害相权取其轻。**没有考虑到中国经济现在面临的约束条件，没有想到削减债务会带来的不利后果，空谈债务的副作用，是容易犯的错误。**

5. 分析宏观经济请先跨过门槛

宏观经济，人人都熟悉，大部分人却并不理解。大众对宏观经济的感受当然真实，但从日常经验得出的看法，未必能抓住感受背后的真正原因。基于这些看法形成的政策思路，往往达不到目的，有时甚至南辕北辙。

由于缺乏宏观思维，很多人只看到债务带来的副作用，看不到债务对经济稳定的贡献，也看不到储蓄高企背景下我国债务规模上升的必要性——许多流行的错误观点由此而来。几年前，甚至冒出过把债务比作鸦片的离谱观点，引人侧目。

这时，**需要专业人士运用自己的专业知识，把经济运行的各种约束看清楚、把我国经济运行的道理讲清楚、把各种政策选项的利弊得失分析透，从而引导市场共识向正确的方向靠拢。**任何打着专业旗号的经济分析者，都需要认识到自己肩上责任之重大，需要不断提升自己对宏观经济的理解，切不可哗众取宠。

需求不足的我国宏观经济，运行机理迥异于人们的微观生活经验。这种情况下，顺着大众的情绪讲、顺着大众的看法说，虽然容易博取流量，却会误导市场观点，绝非国家之福。**任何试图严肃谈论中国宏观经济、分析中国债务问题的人，都首先需要做好自己的功课，先跨过正确理解宏观经济的门槛。**（完）

【1】 徐高，2023 年 6 月，《需要全面纠偏对我国债务的认知》，https://www.bocichina.com/main/a/20230629/547017.shtml。

【2】 徐高，2023 年 2 月，《将债务比作鸦片错得离谱》，https://www.sohu.com/a/640820886_465450。

【3】 徐高，2025 年 1 月，《中国经济的逻辑与出路》，https://www.bocichina.com/main/a/20250117/950115.shtml。

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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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刊载或转发的，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
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(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话: (65) 6671 8686
传真: (65) 6671 8687