

# 三种情景下经济整固路径

董先安

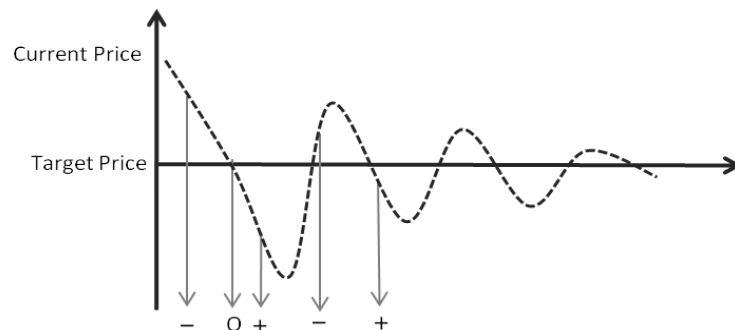
证书号S0190210030001

2010.05.06

# 调控政策下三种地产路径

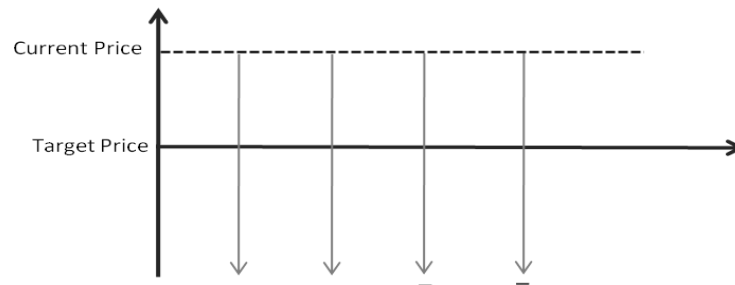
情形1

市场快速反应，价格向下超调，政策反向调整，价格在目标价附近大幅波动，逐渐收敛于目标价格



情形2

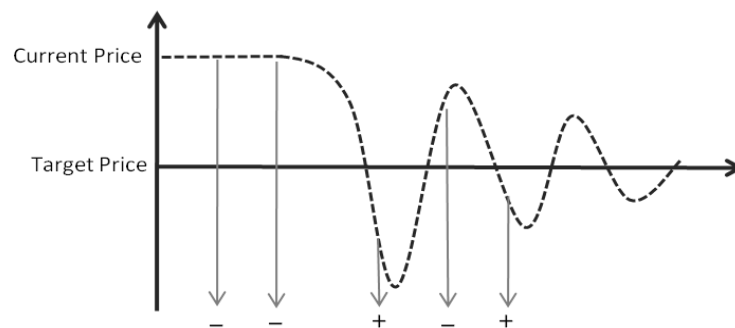
市场买方观望，地产商也观望，较长时间坚持不降，政策不断加大打压力度



情形3

最大可能

市场买方观望情绪延长约1个季度，地产商保持高价，之后量价出现回升苗头，很快刺激更多调控信号，令量价再度调整。如此，房价逐渐接近政策目标，地产部门资产膨胀得到约束，接近多赢



- 政策严厉; 0 政策中性; + 政策放松

# 复苏后整固，意图直指拉长上行周期

- 今年市场波动率加大，资产向上重估动力与警惕资产泡沫和高通胀的调控纠缠，而调控政策缺乏透明度，加大了波动。4月上旬我们多次提示1季度数据月中发布后风险，经过此次调整，我们认为资本市场已包含1次以上加息和更严厉地产政策的预期。此外，与一些机构不同的看法是，我们维持今年GDP增速11%、CPI通胀3.5-3.9%的判断。
- 目前调控属于复苏后整固，意图直指拉长上行周期。2009年开始的上行周期不会短短2年结束，对中长期看法我们仍然乐观。4月地产量价与制造业PMI环比回落成为好消息。最优情景是，四一五令地产市场预期再度快速转换，观望情绪延长约1个季度，之后量价出现回升苗头，很快刺激更多调控信号，令量价再度调整。如此，房价逐渐接近政策目标，地产部门资产膨胀得到约束，接近多赢。
- 结构：1) 三种情景下地产路径      2) G20集体复苏，退出动态      3) 中国过热风险与系统宏调      4) 准备金率、利率与汇率      5) 5月数据隐含

# Q1数据确认后，动手地产，短期震荡

## 四一五差别化住房信贷

购房	首付款比例	贷款利率
首套(目前实际)	两成以上	多为8或8.5折，首付高利率优惠多
首套，自住房，套型建筑面积在90平方米以上	不低于30%	
第二套	不低于50%	不低于基准利率的1.1倍
第三套及以上	大幅度提高	大幅度提高

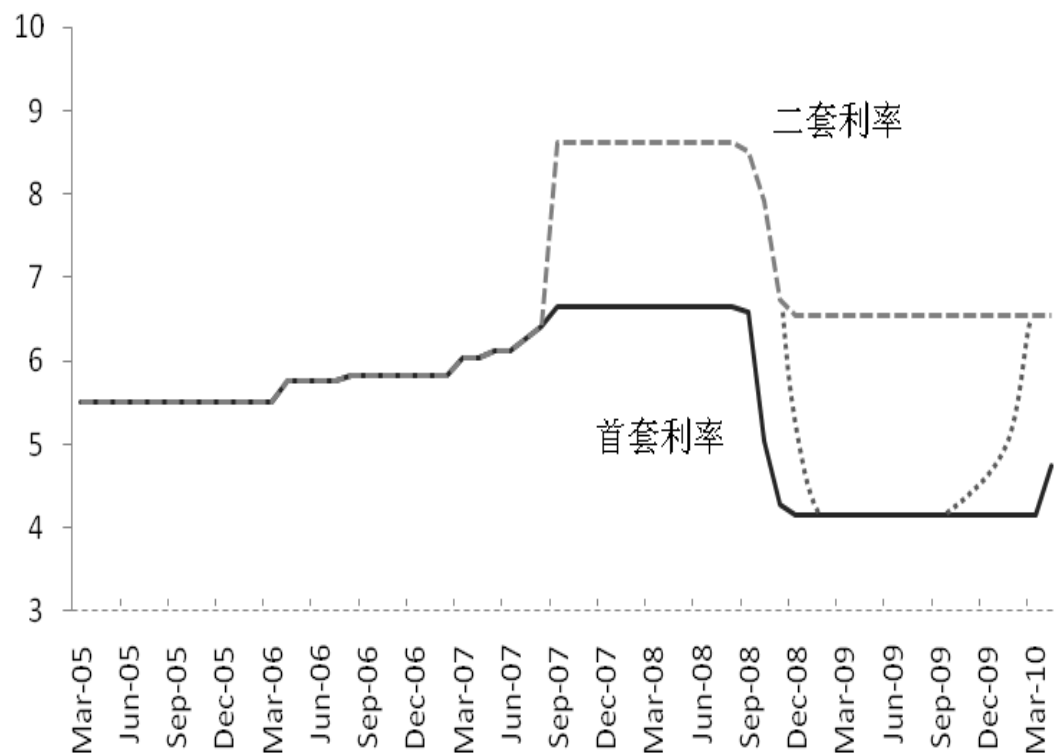
## 地方房地产新政细则

- ◆ 北京：“认房不认贷”的二套房认定标准
- ◆ 北京：同一家庭只能新购一套商品住房
- ◆ 北京：暂停对购买第三套及以上住房发放贷款

# 四一五新政：局部加息、降杠杆、转预期

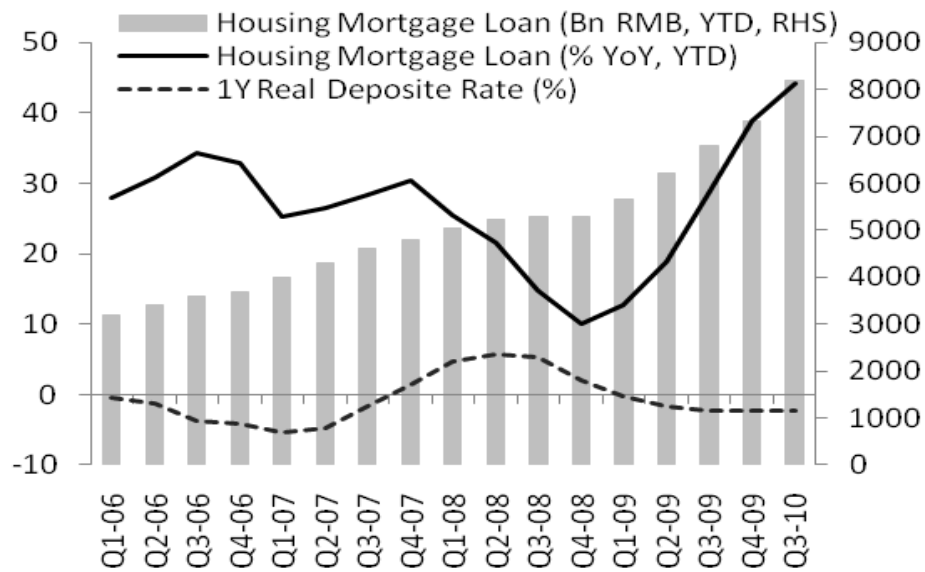
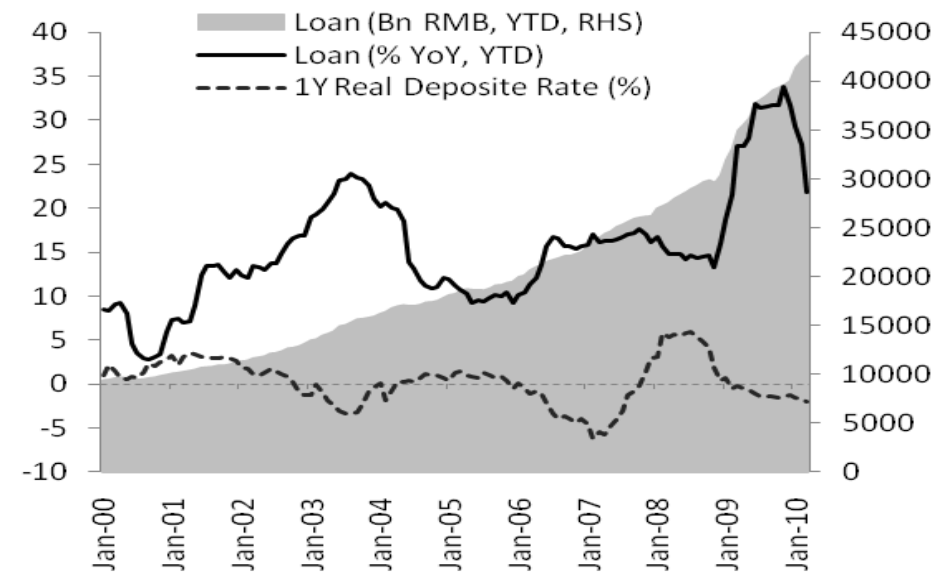
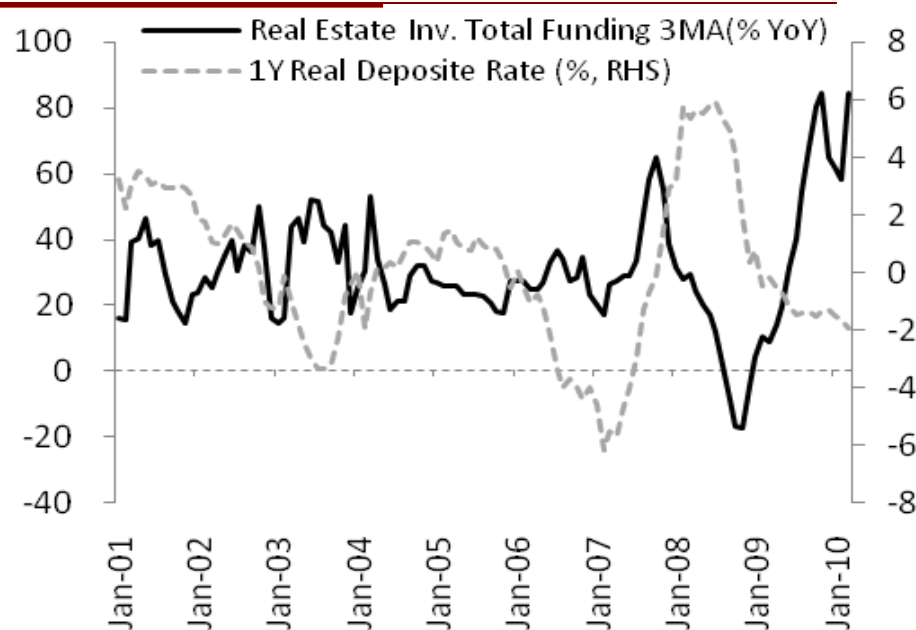
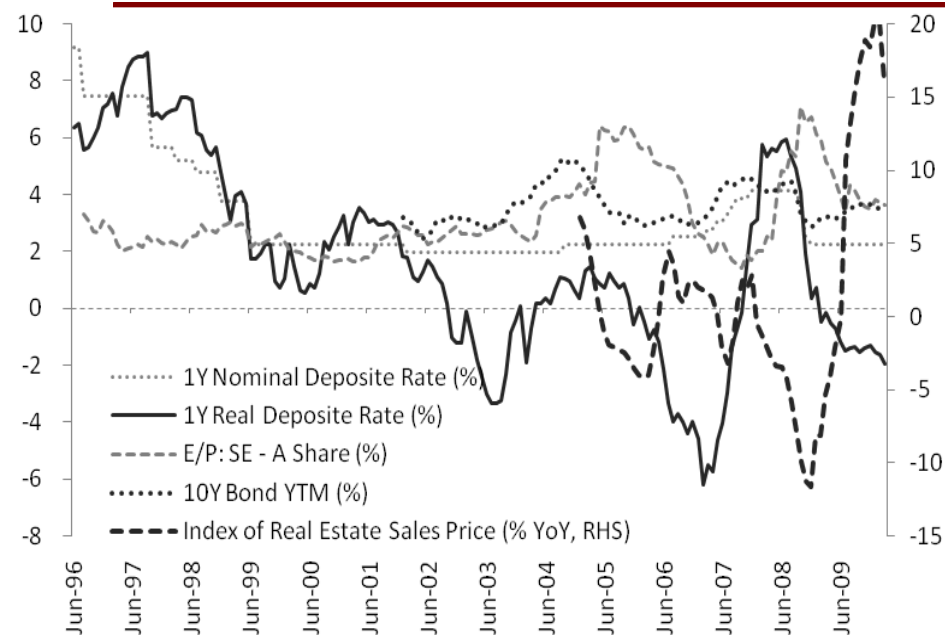
需求		首付比例、利率折扣变动影响	政策导致预期转换，各种需求的反应	规避
自住型	低收入	首付、月供占财富/预期收入比重较大，对上述成本变动更敏感	短期观望，需求刚性，对户型有影响	无甄别问题
	中高收入	首付、月供占财富/预期收入比重较小，对上述成本变动不敏感	影响较小，短期观望	无甄别问题
改善型		首付、月供占财富/预期收入比重小，对上述成本变动不敏感	影响较小，短期观望	规避二套房政策，存在甄别成本
价值投资/高风险偏好投资型	高杠杆	上述变动导致成本大幅变化，敏感	对预期转换很敏感	
	低杠杆/无杠杆	不敏感	对预期转换敏感	

# 真实按揭成本探底回升

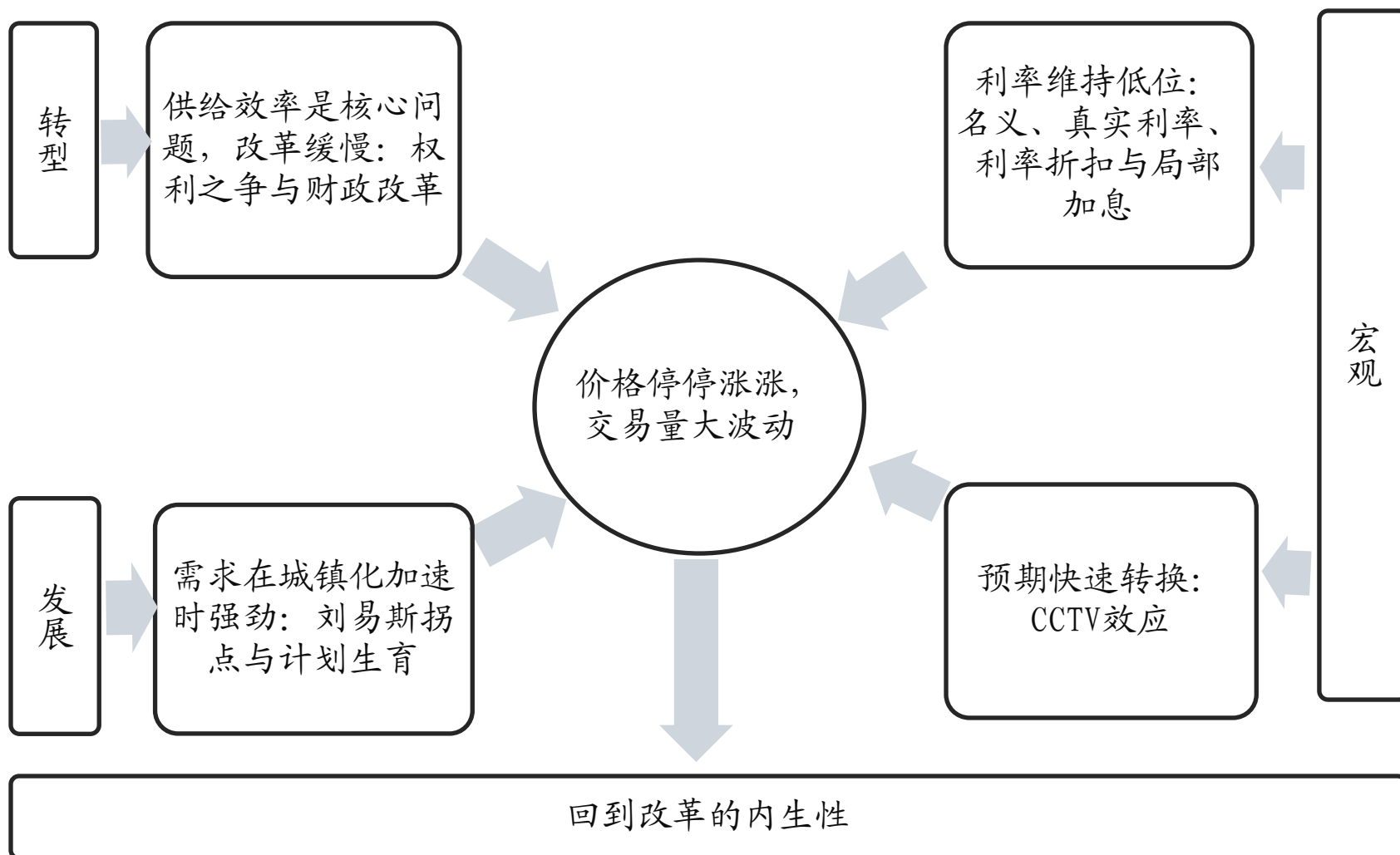


%	5年以上贷款利率	利率变动
2004/10/29	6.12	0.36
2006/04/28	6.39	0.27
2006/08/19	6.84	0.45
2007/03/18	7.11	0.27
2007/05/19	7.20	0.09
2007/07/21	7.38	0.18
2007/08/22	7.56	0.18
2007/09/15	7.83	0.27
2008/09/16	7.74	-0.09
2008/10/09	7.47	-0.27
2008/10/30	7.20	-0.27
2008/11/27	6.12	-1.08
2008/12/23	5.94	-0.18

# 真实利率模型：股债配置与地产供需



# 了解地产，理解中国，发展中解决问题



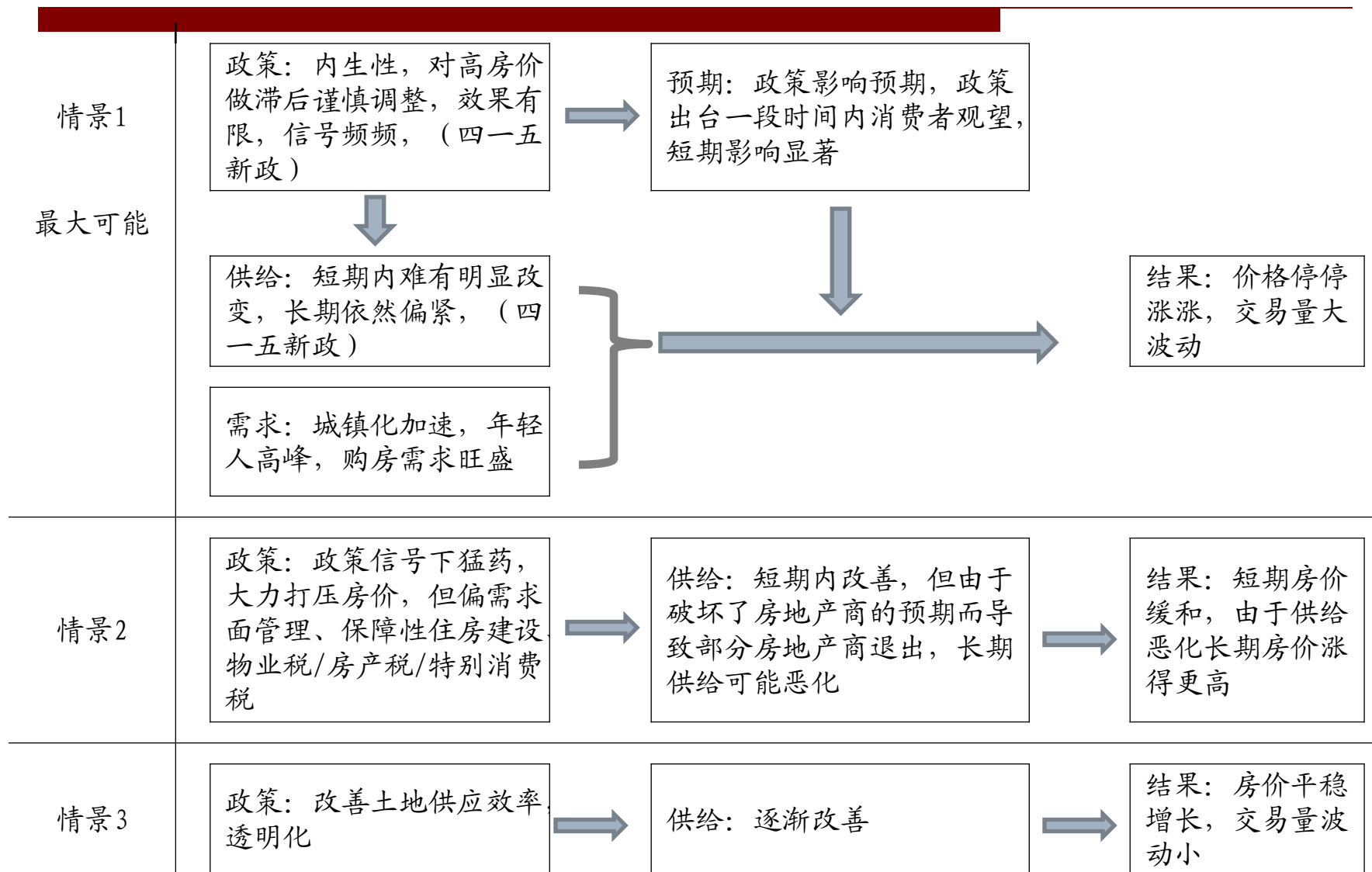


# 土地财政预算、住房供地规划

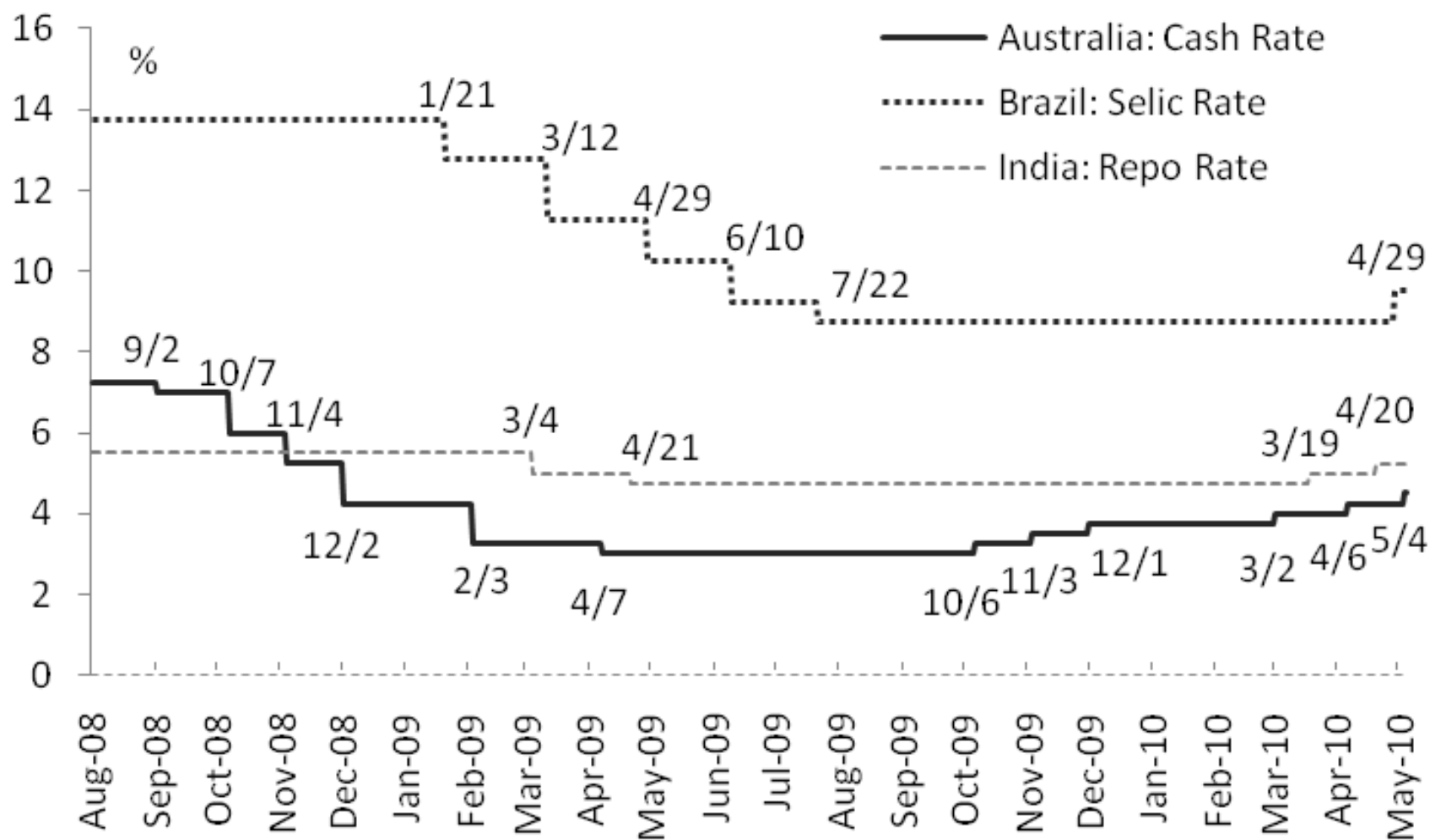
十亿人民币	2007	2008	2009	2010预算	2010同比增长
土地出让价款	1,300.00	973.70	1,591.02	1,396.48	-12.23%
土地出让价款: 房地产用地			1,339.18		
地方财政本级收入	2,357.26	2,864.98	3,258.10	3,587.00	10.09%
地方财政收入	4,171.05	5,164.06	6,120.20	6,648.10	8.63%
土地出让价款占地方财政本级收入比例	55%	34%	49%	39%	
土地出让价款占地方财政收入比例	31%	19%	26%	21%	

公顷	住房建设用地 供应总量	保障性住房用地	棚改房用地	中小套型商品房用地	三类用地占总量
2010 YoY	241.62%	223.16%			
2010年计划	184748.85	24453.59	36605.56	80430.99	76.60%
2009年	76461	10958			
2008年	54755				
前五年平均	54650				

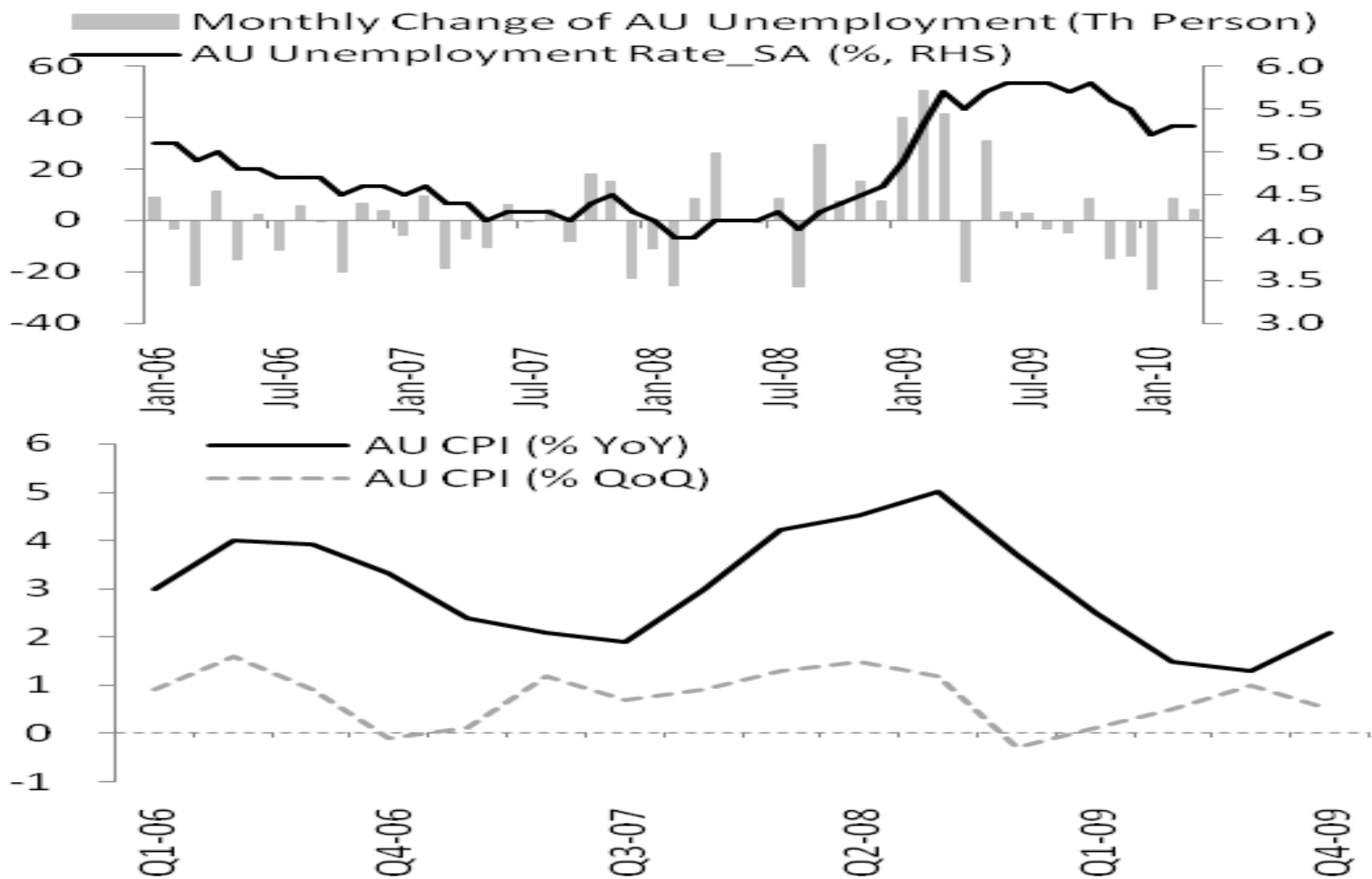
# 地产的多赢出路



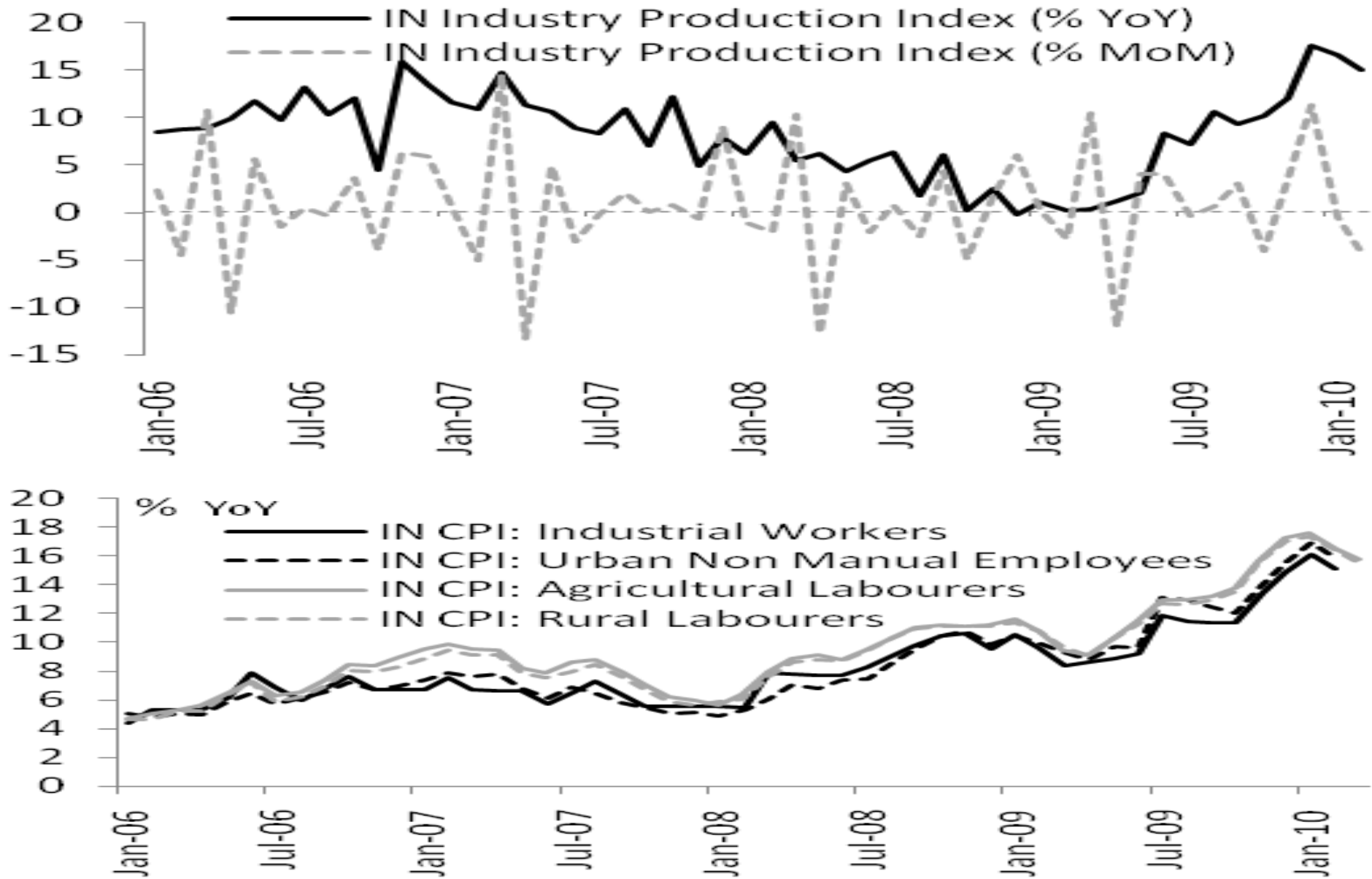
# G20退出动态：澳洲、印度、巴西加息



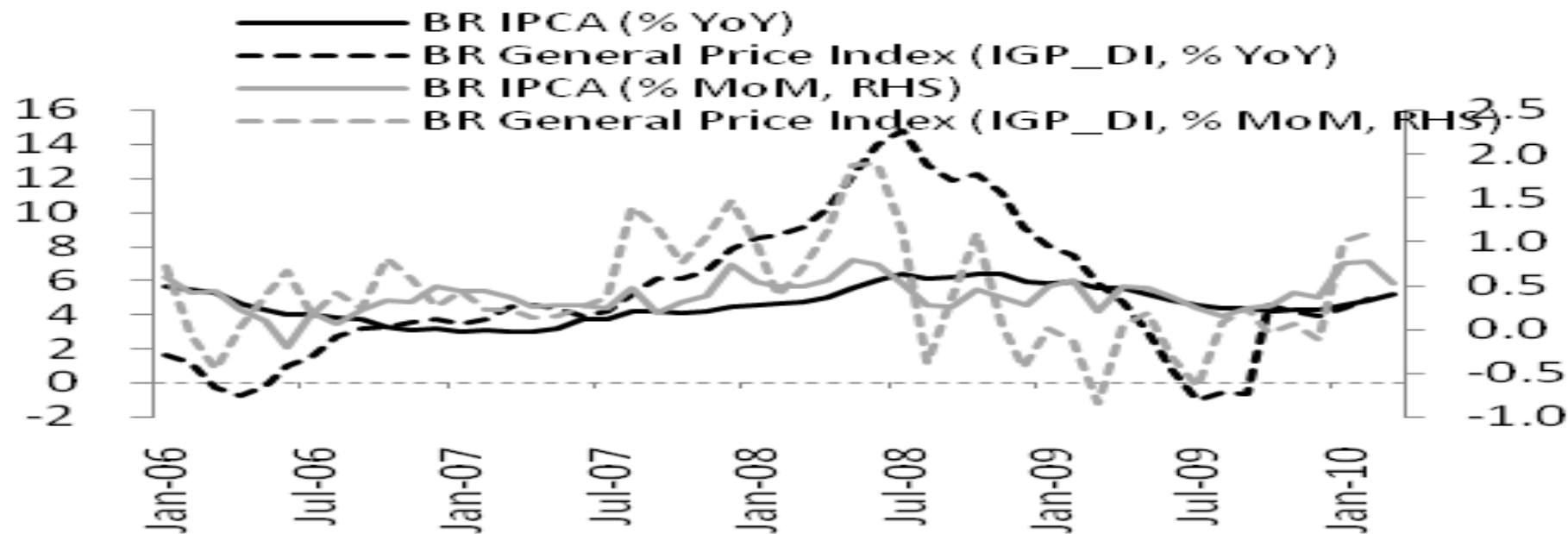
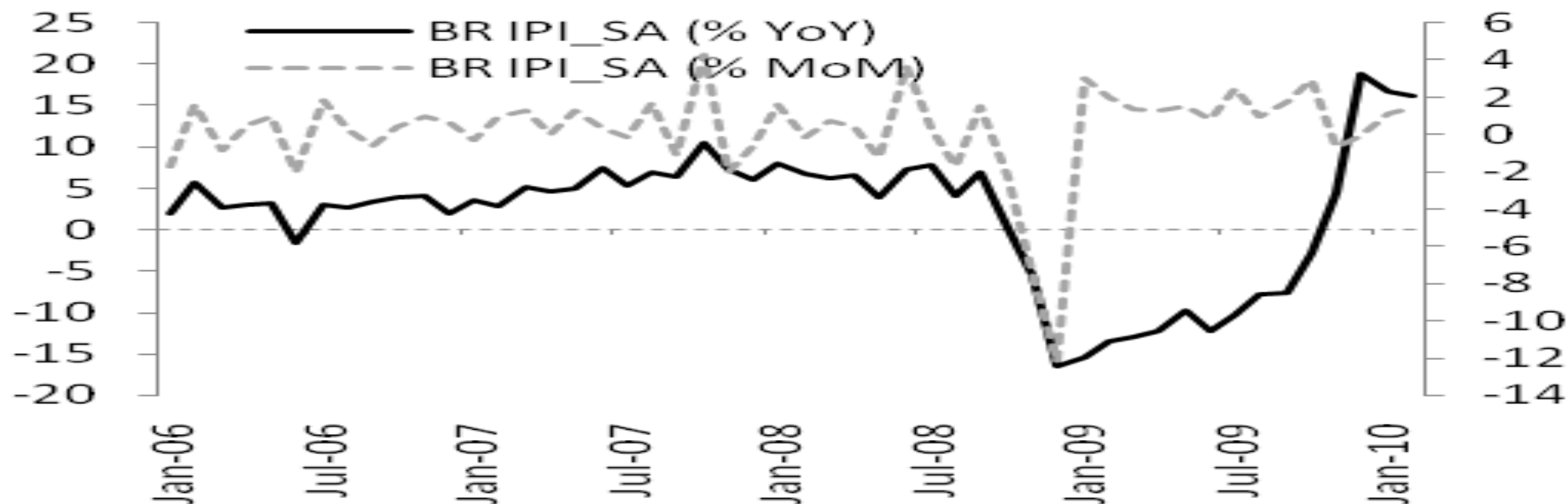
# 澳洲去年10月加息防地产过热



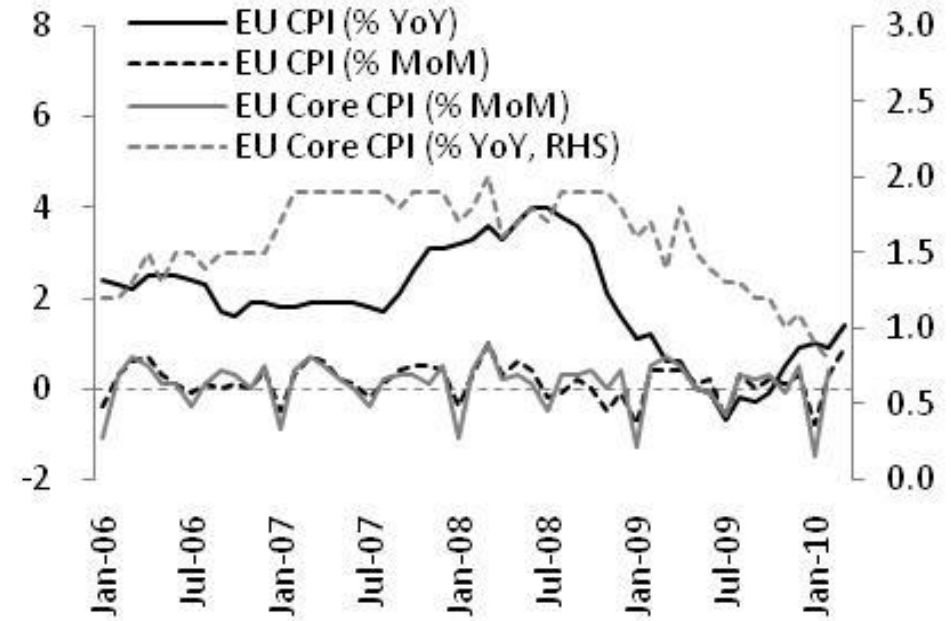
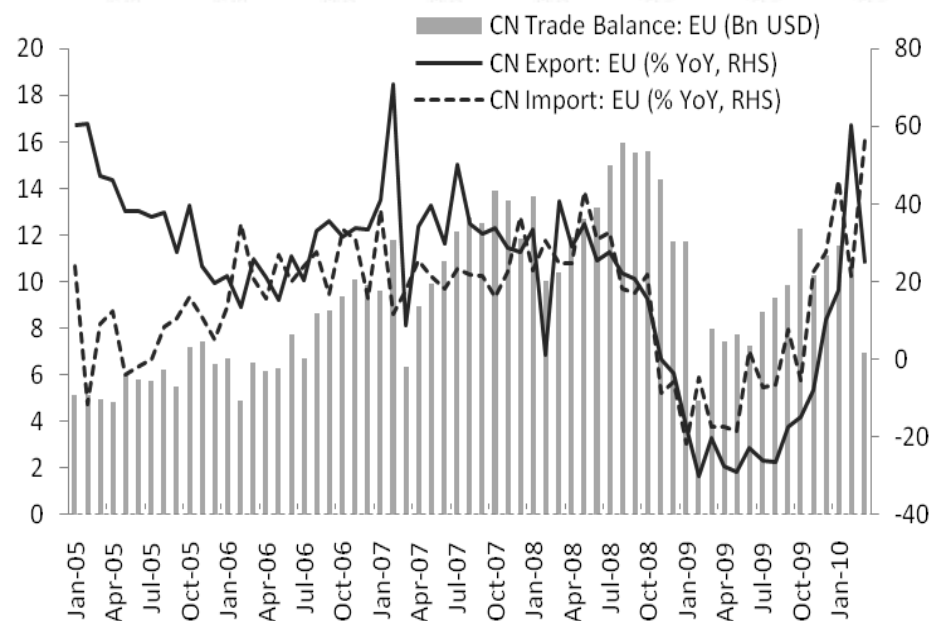
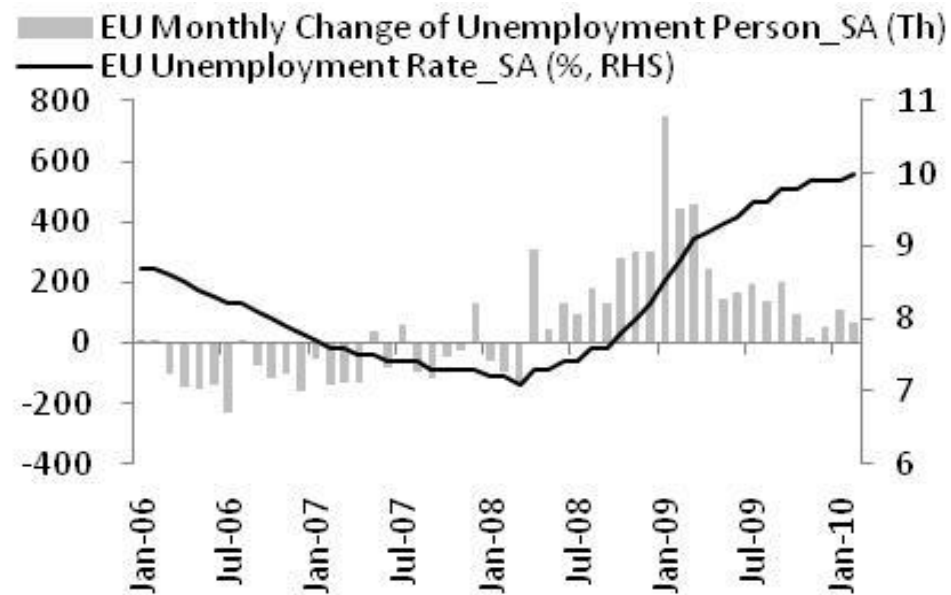
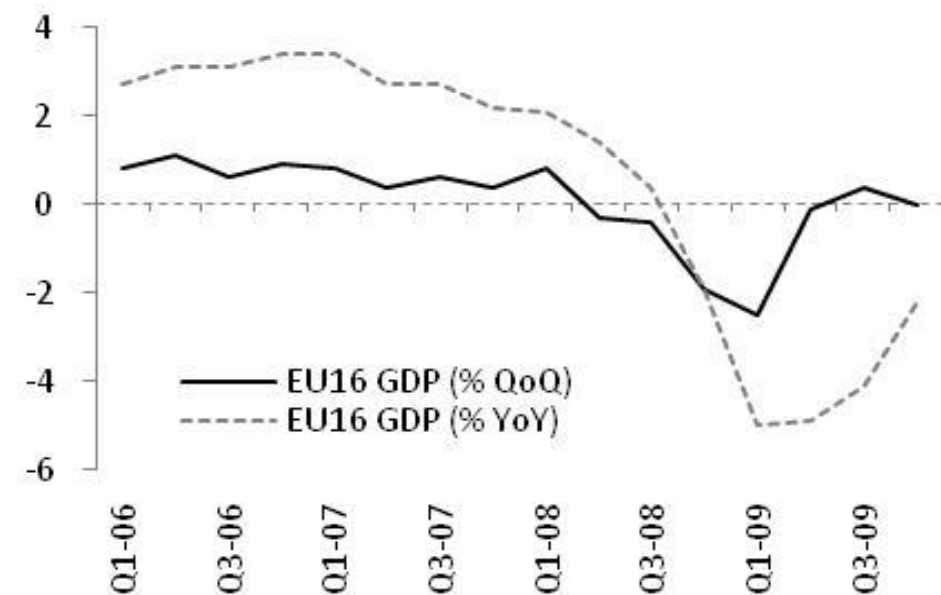
# 印度3月来2次加息防通胀



# 巴西4月29日加息冷却通胀预期



# 欧元区复苏缓慢，退出言之尚早

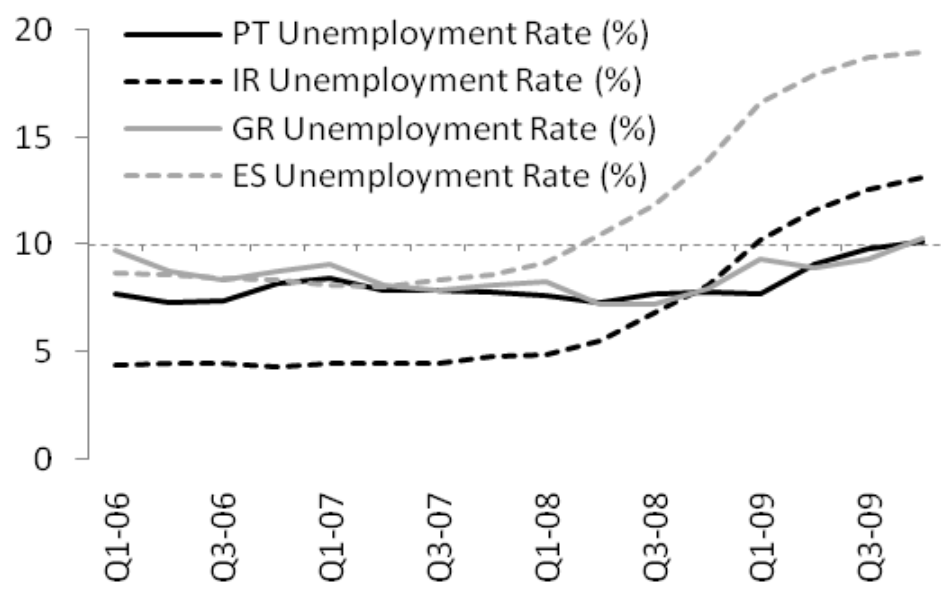
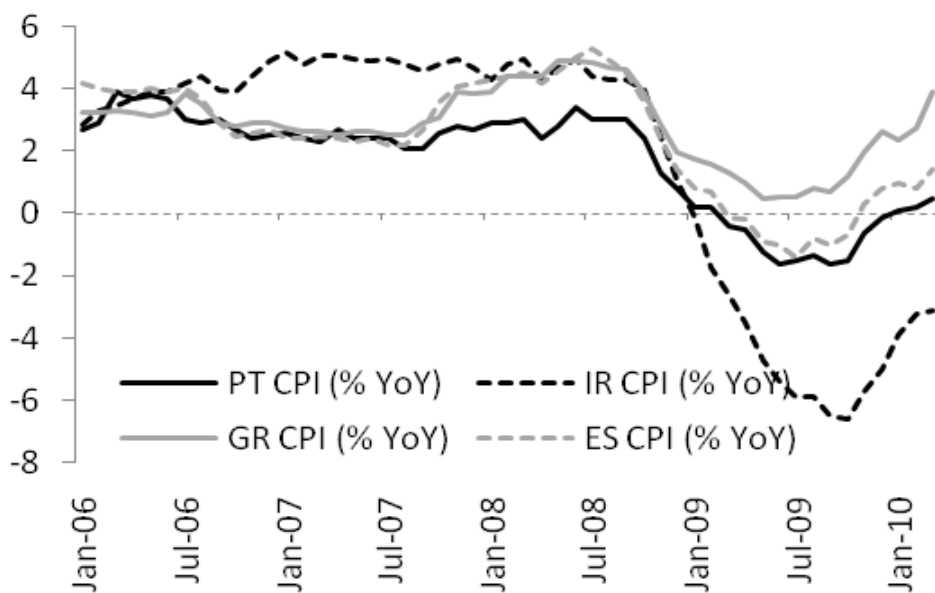
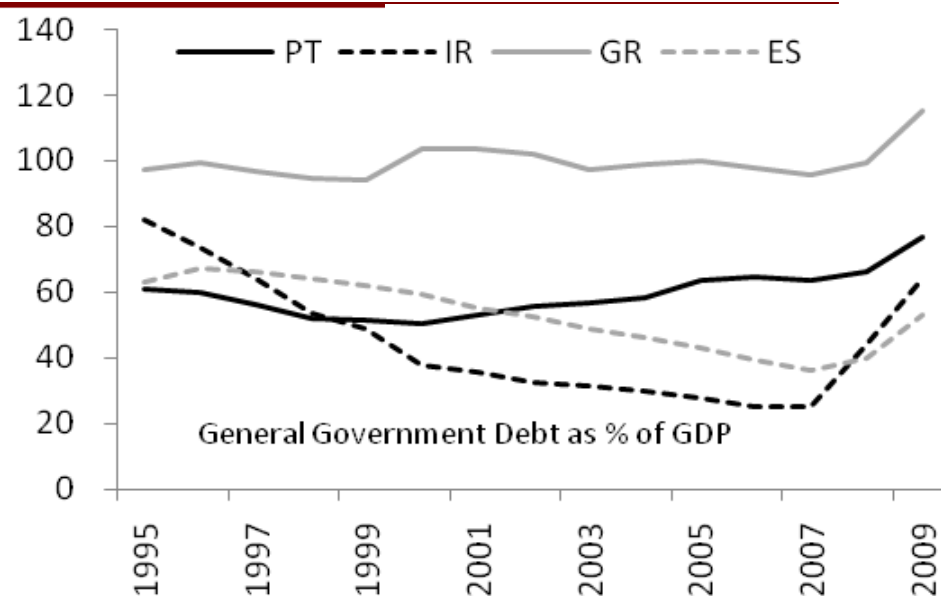
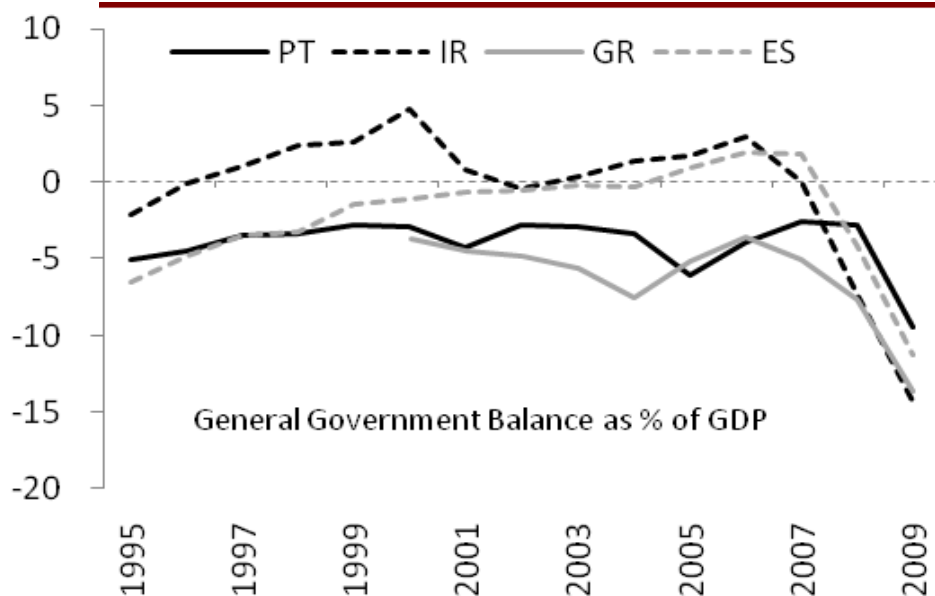


# 欧元区PIGS主权债务

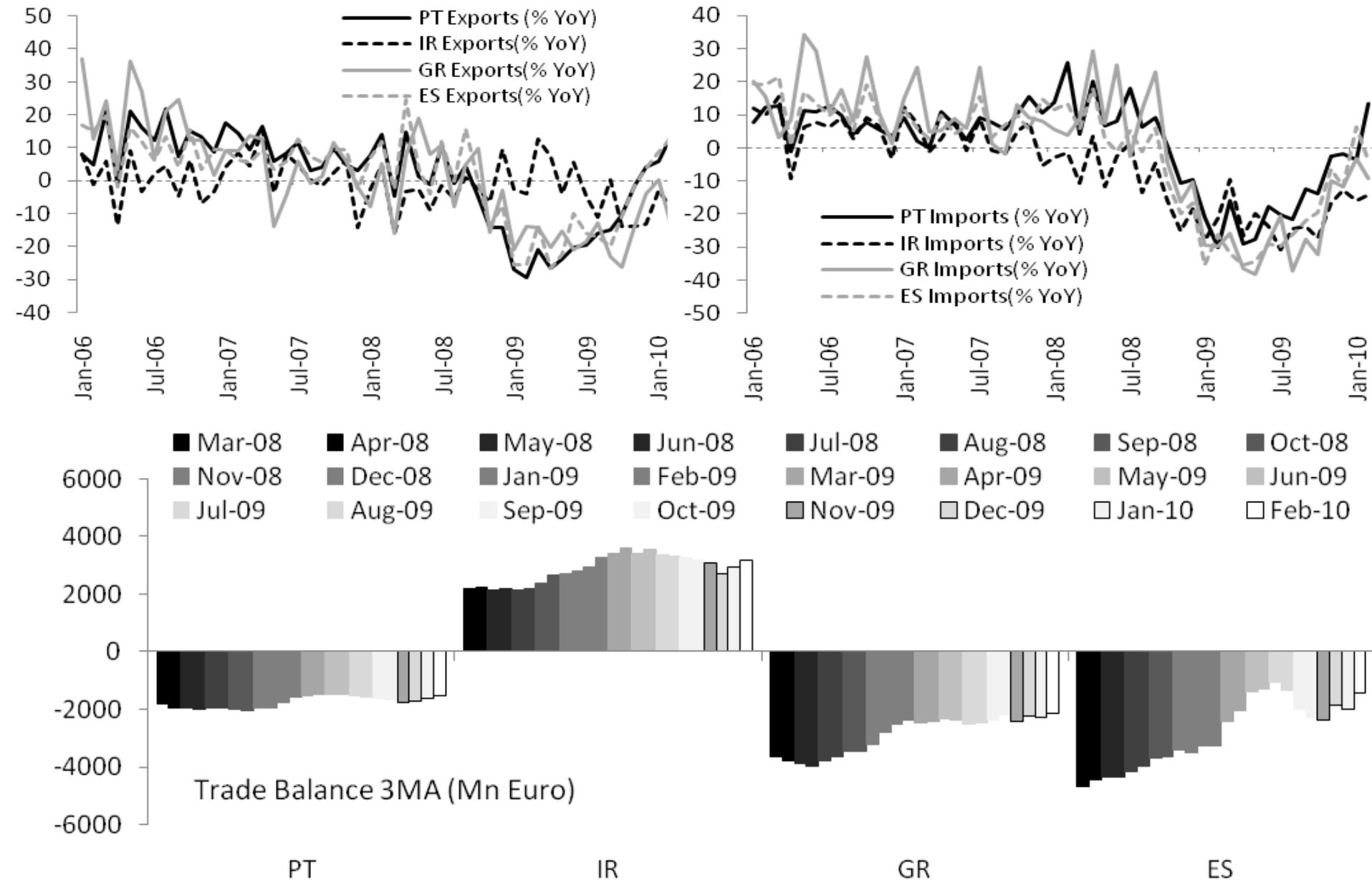
- ◆ 1) 欧洲经济受危机冲击比美国严重;
- ◆ 2) 欧洲工会势力过于强大, 导致经济自身调整很不灵敏, 其代价就是复苏缓慢;
- ◆ 3) 欧洲累积的财政问题相对严重, 当经济下行时, 一面是刺激政策和社保支出的内生扩张, 另一面是财政收入大幅下降, 欧洲财政风险必然暴露;
- ◆ 4) 欧元区经济内部差异很大, 协作渠道还不是很顺畅, 但在目前的政治气候下, 欧元区作为利益共同体的本质不变, 我们认为具备各成员国之间通过协作, 化解系统性风险的能力;
- ◆ 5) 欧元区对全球复苏趋势的影响力有限, 只要风险不出现大规模扩散到G2, 全球经济复苏趋势不会改变。伴随全球经济好转, 欧洲债务问题将得到根本缓解;
- ◆ 6) 主权债务问题导致长期利率抬升的压力, 不利于欧洲经济的复苏进程。



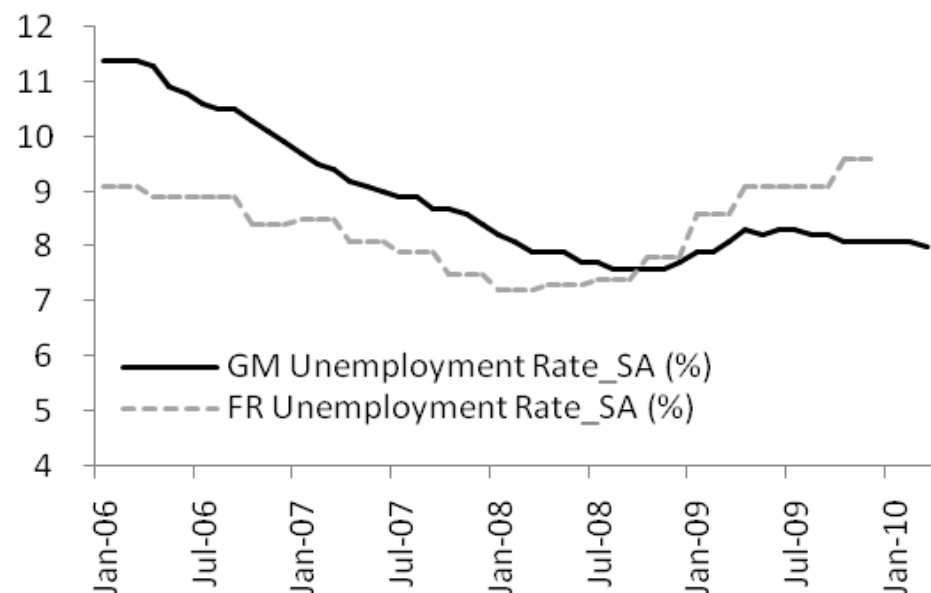
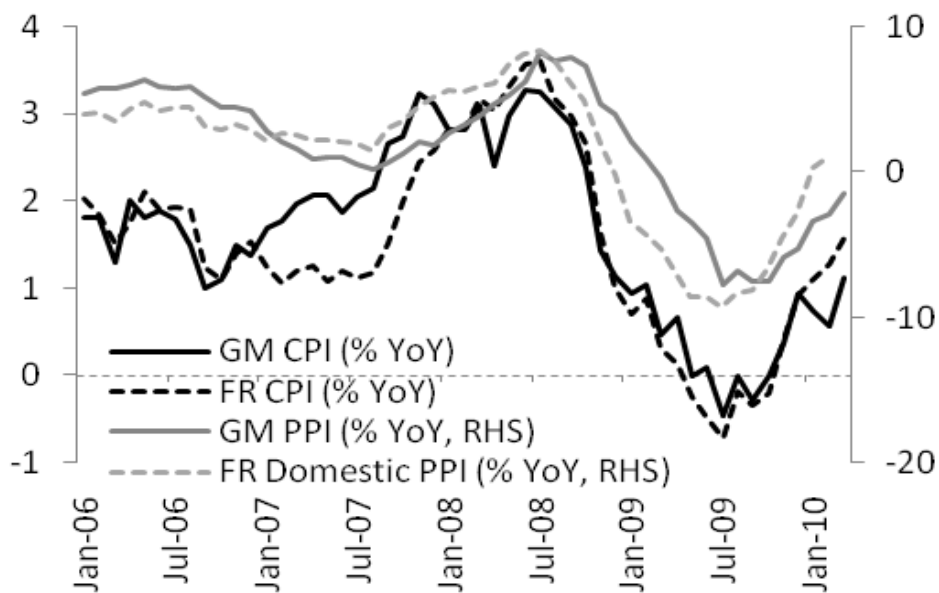
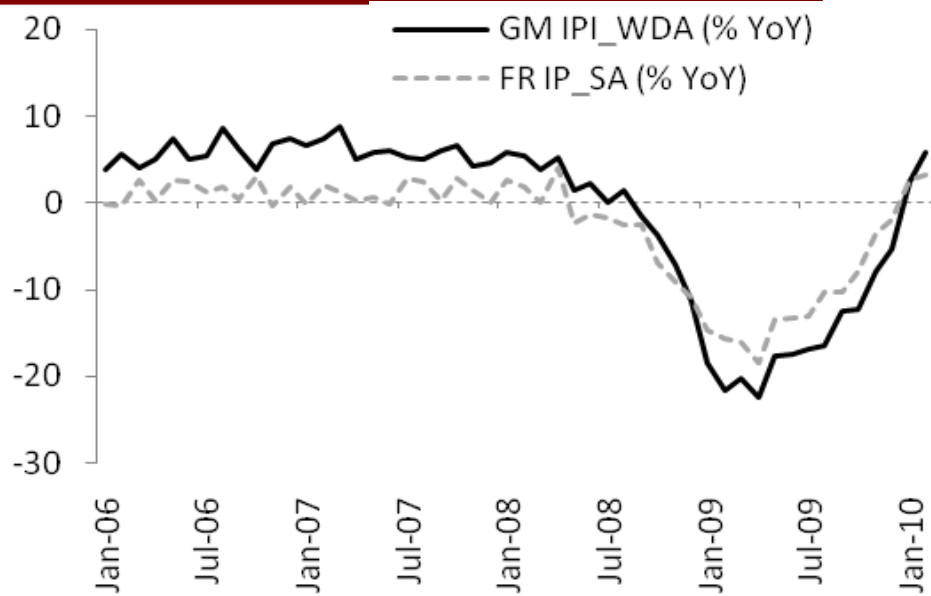
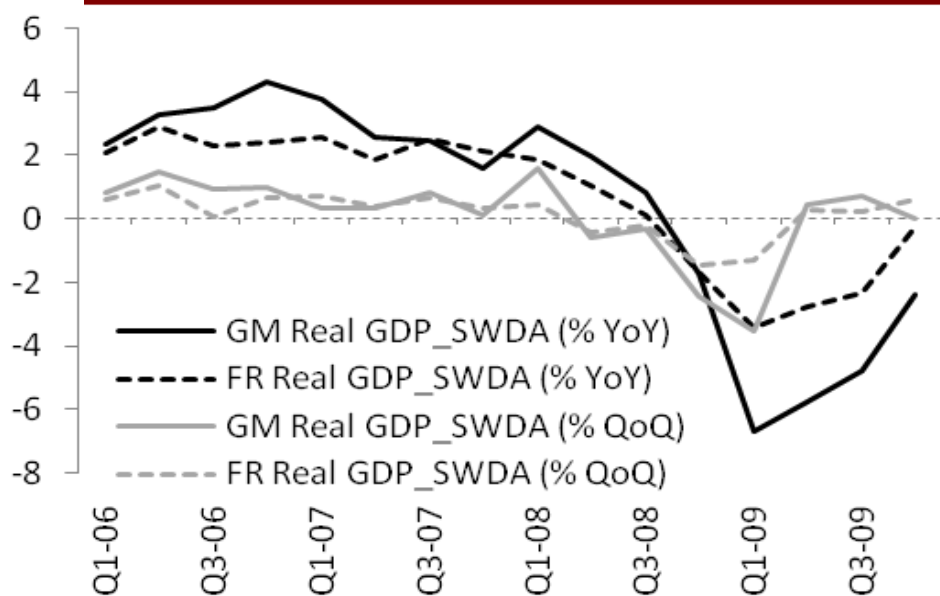
# PIGS债务危机滞后反映



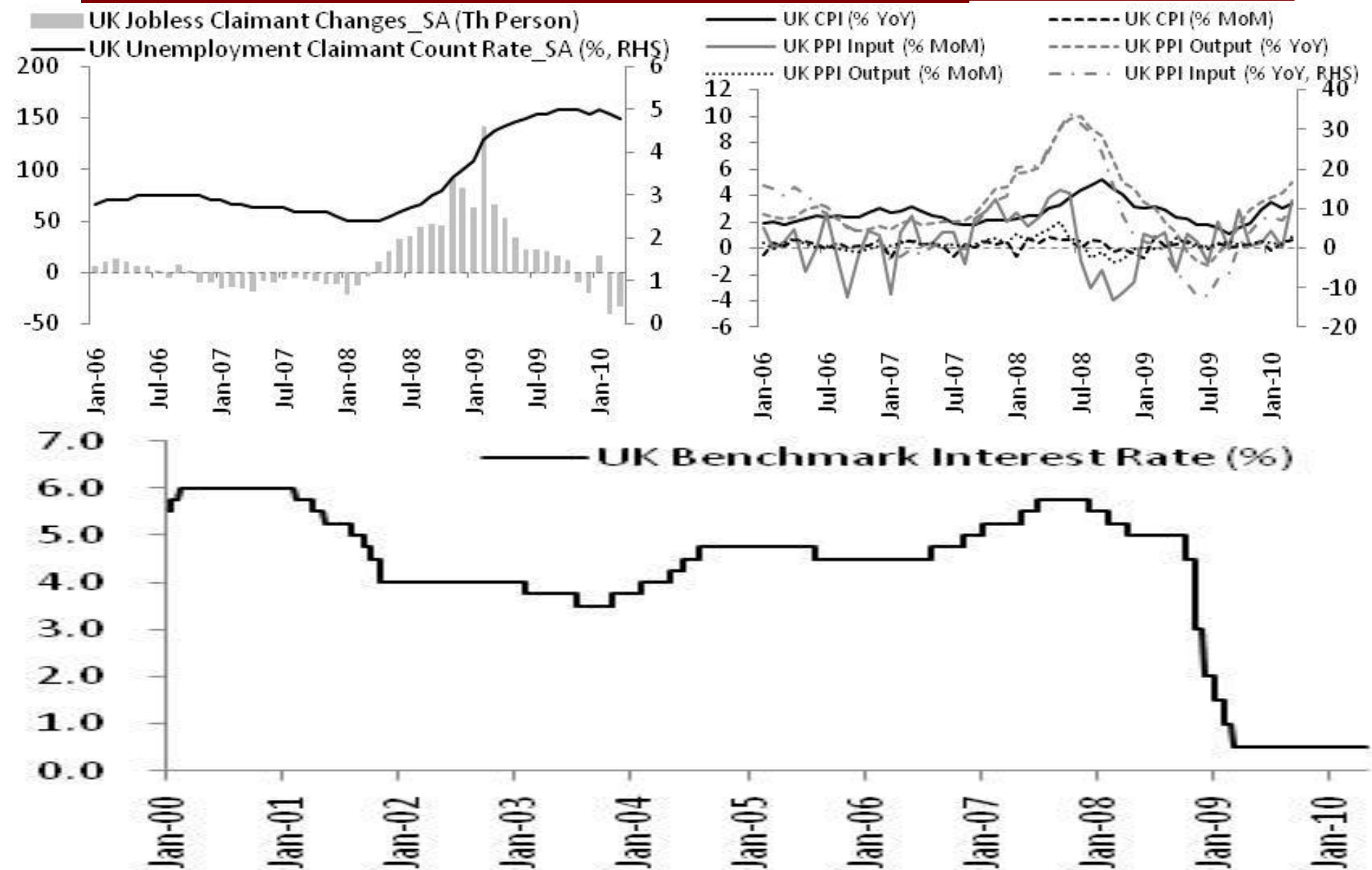
# PIGS贸易回升



# 德法主导欧元区恢复



# 英国失业率下行



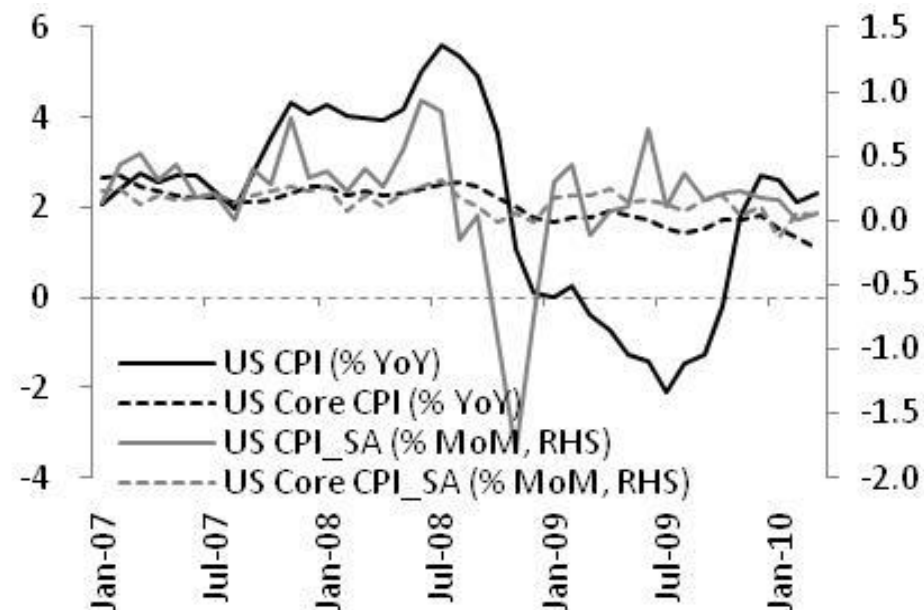
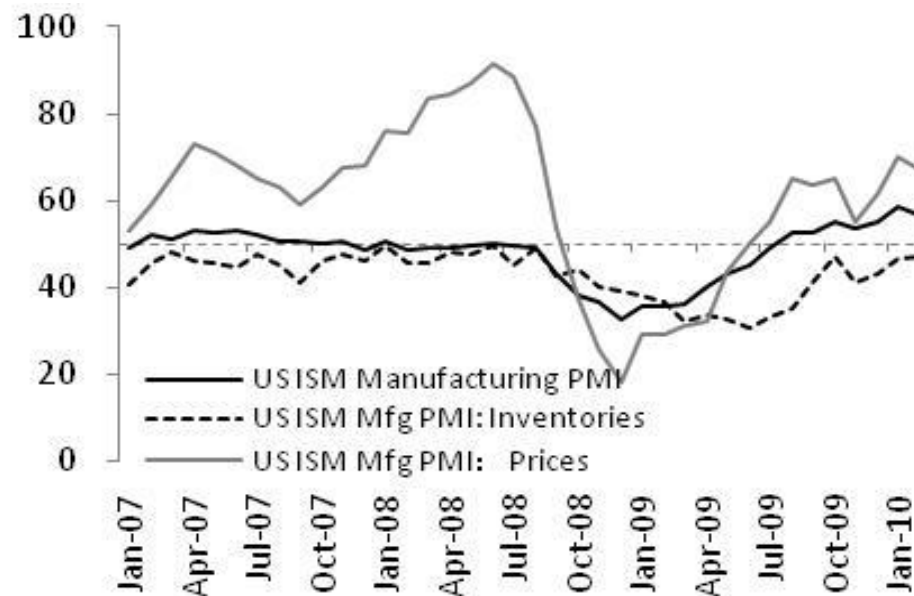
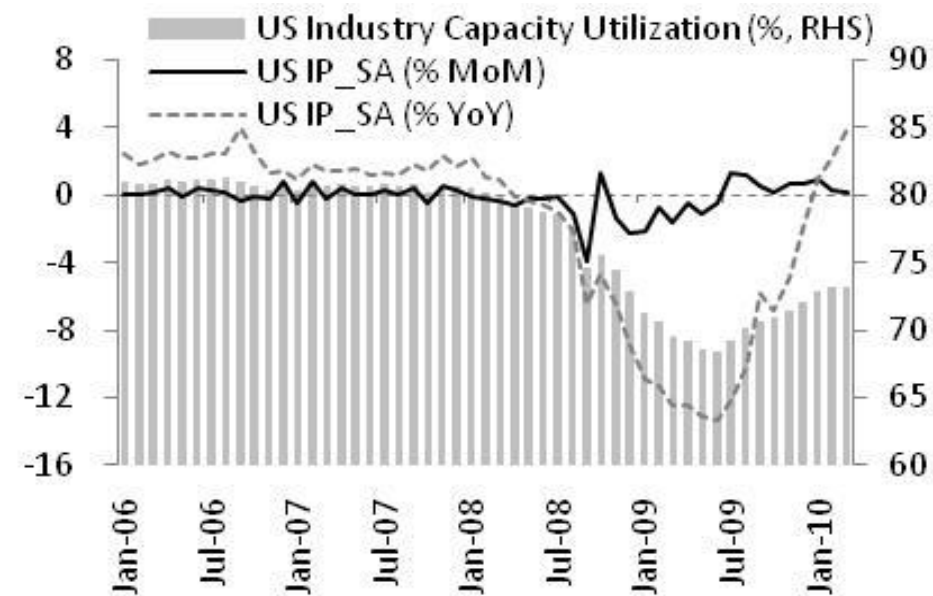
# G2主导全球复苏，美经济恢复快于预期

---

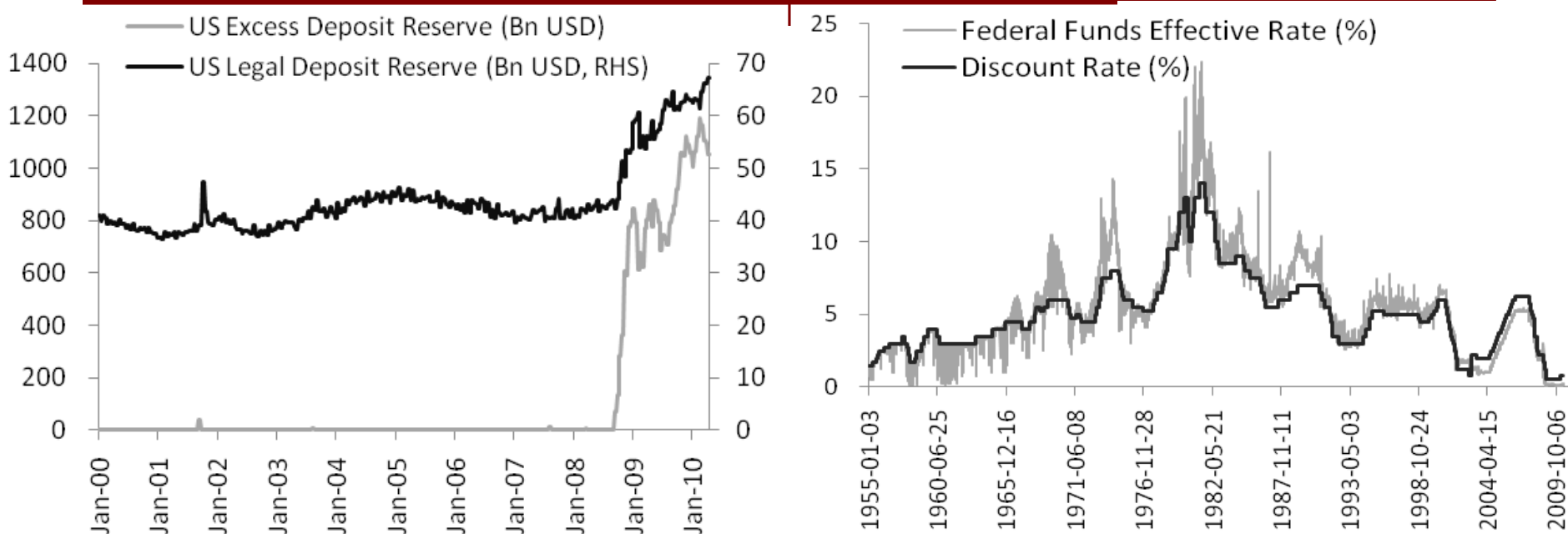
与一些机构不同，我们采用G2框架分析全球经济，贸易与增长模型侧重G2参数。

我们于今年1月11日报告中上调了2010年进出口增速预测25-30%和15-20%。美日两国在危机中都发生了前几次周期中罕有的非常明显削减产能过程，在回升阶段相对强劲，欧洲相对滞后。

# 美经济恢复比预期快

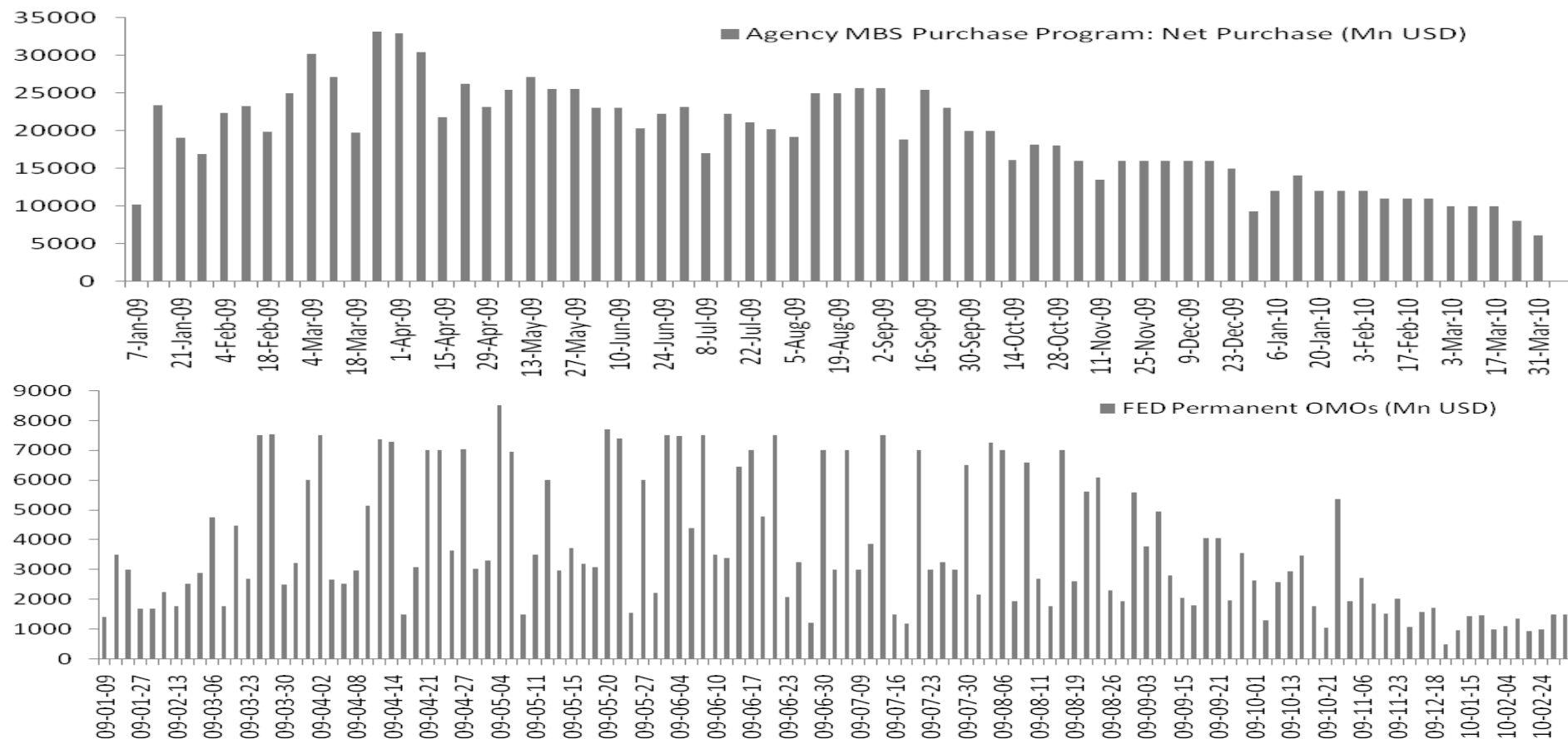


# 美联储年内将上提贴现率1-2次



- ◆ 2月18日美联储宣布自19日起上调银行贴现率25个基点至0.75%，为近3年来首次提高银行贴现率。美联储从量化宽松中退出信号明显。从历史数据来看，美联储的银行贴现率与联邦基金利率趋势一致，略有领先，07年美联储在8月下调贴现率，随后在10月下调联邦基金利率，上调银行贴现率与基准利率时间差往往在数月内。
- ◆ 区别在于两者之差的常态水平为100基点，07年8月17日降至50基点，08年3月17日再度降至25基点。在经济平稳回升的前提下，较大概率的情形是，美联储将再度择机上提贴现率1-2次，至1-1.25%，之前不会调整基准利率。
- ◆ 而超额准备金利率，较大概率替代联邦基金利率作为基准利率。

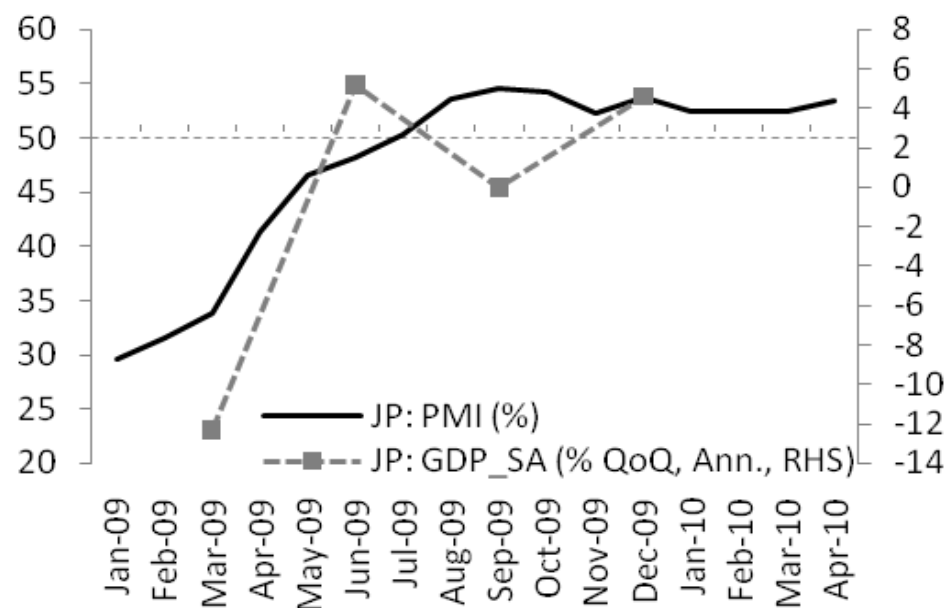
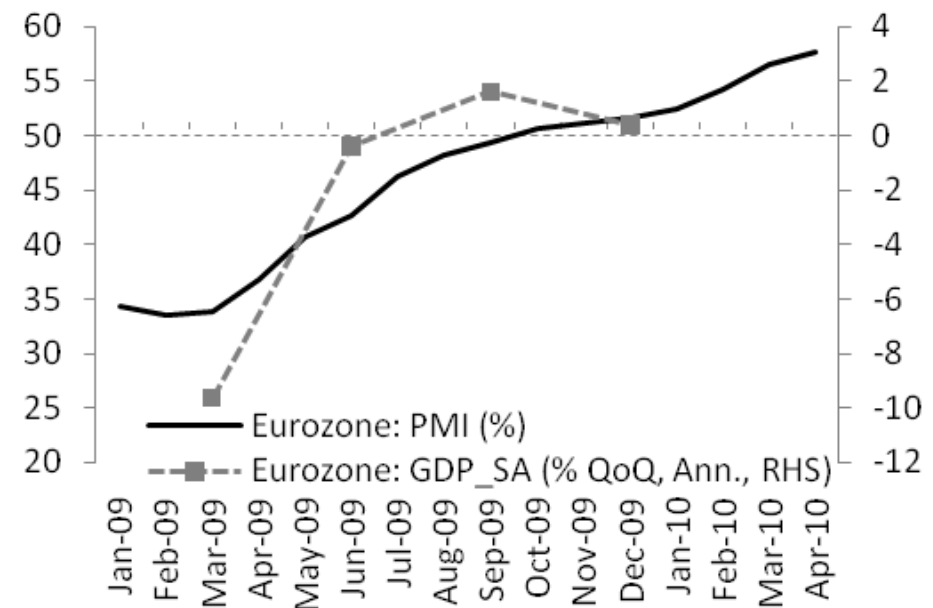
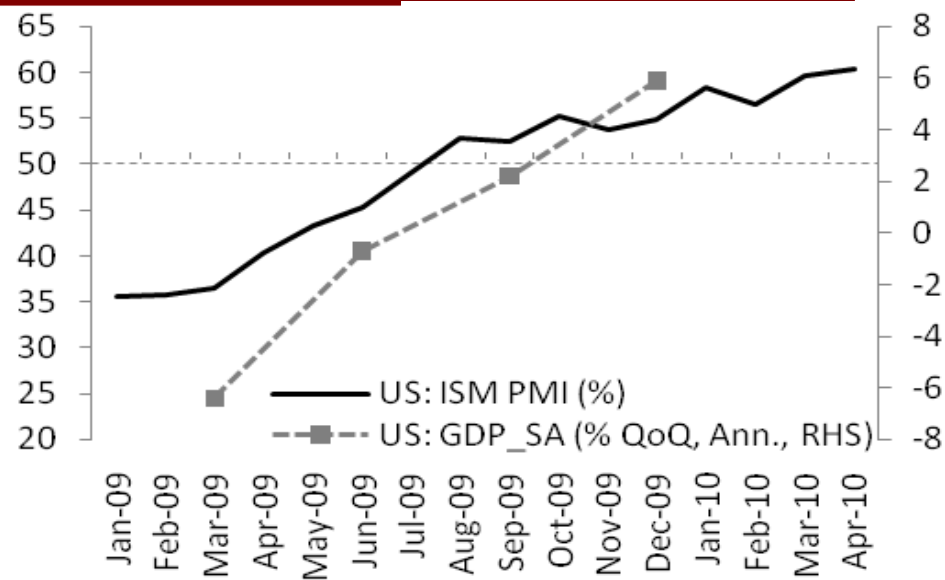
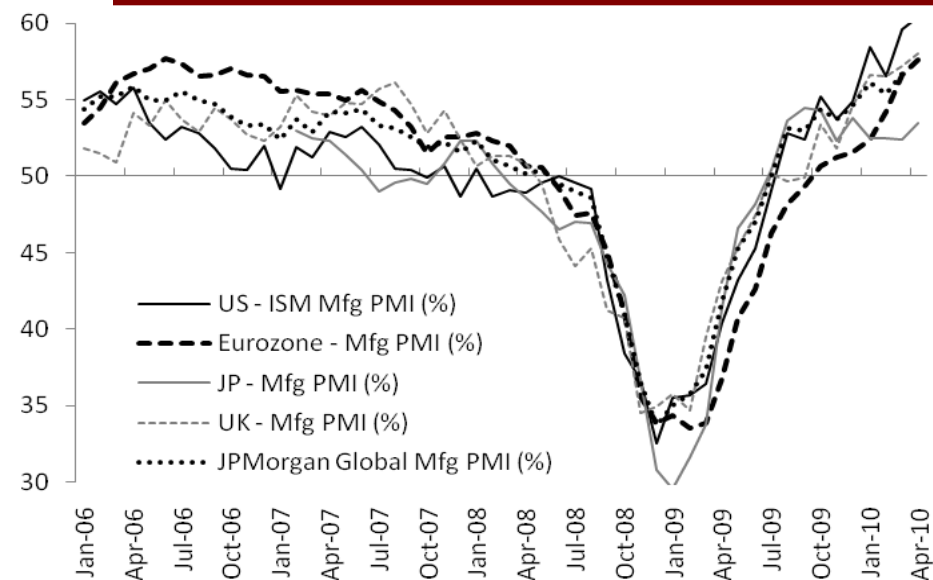
# 美联储3月已终止房市紧急措施



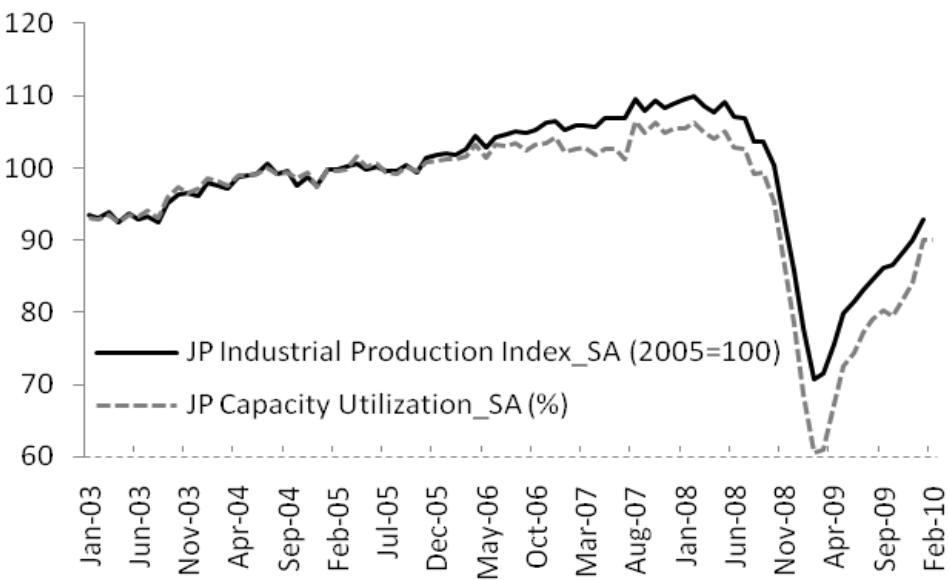
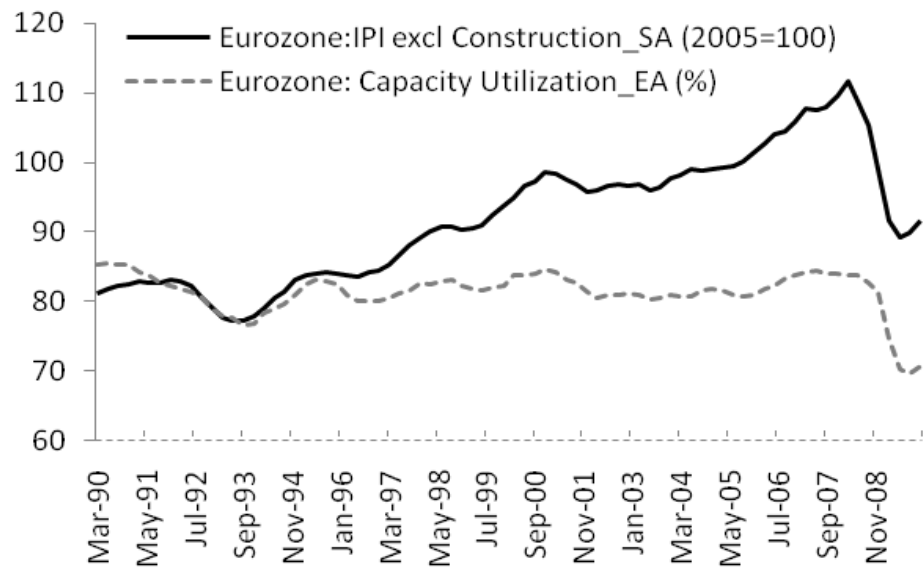
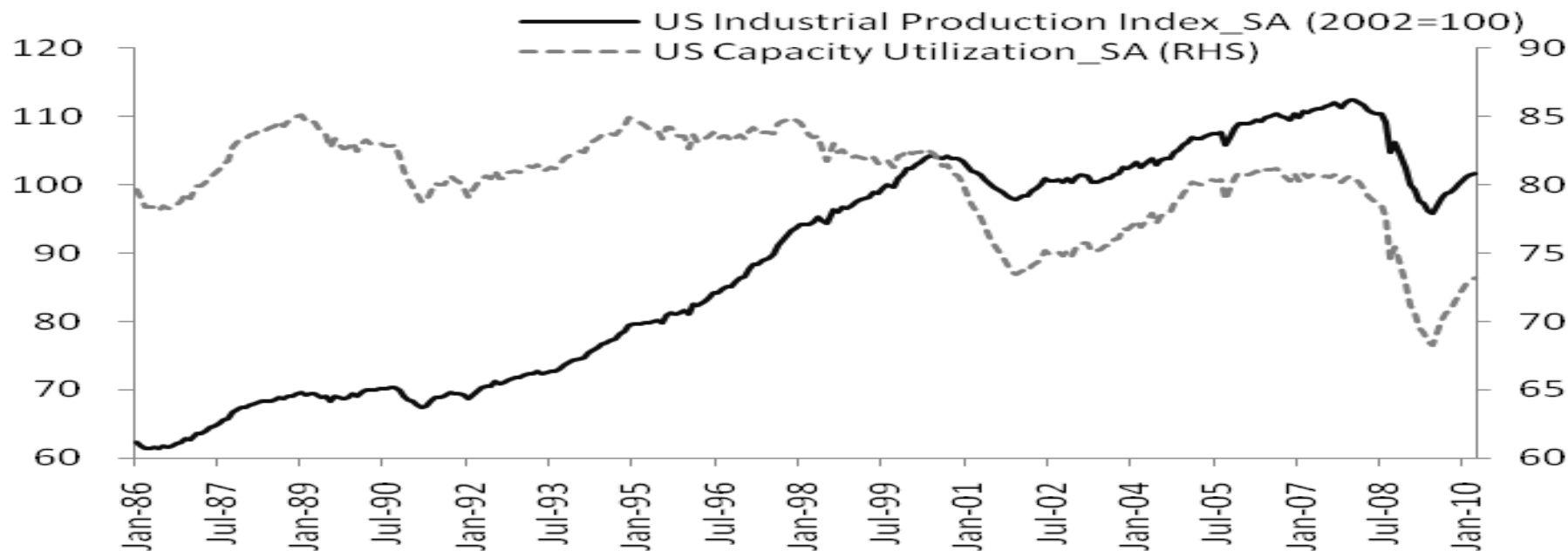
- ◆ 美联储自2008年12月便将利率接近零，至今已经持续17个月，针对住房市场的紧急措施已在3月如期结束。
- ◆ 4月28日，美联储政策声明宣布仍将在相当长的时间内维持基准利率在0-0.25%的极低水平不变。从会议纪要来看，对就业市场的描述更为乐观，已经终止除了TALF外所有应对危机的流动性工具，认为物价在一定时间内还是可控的。



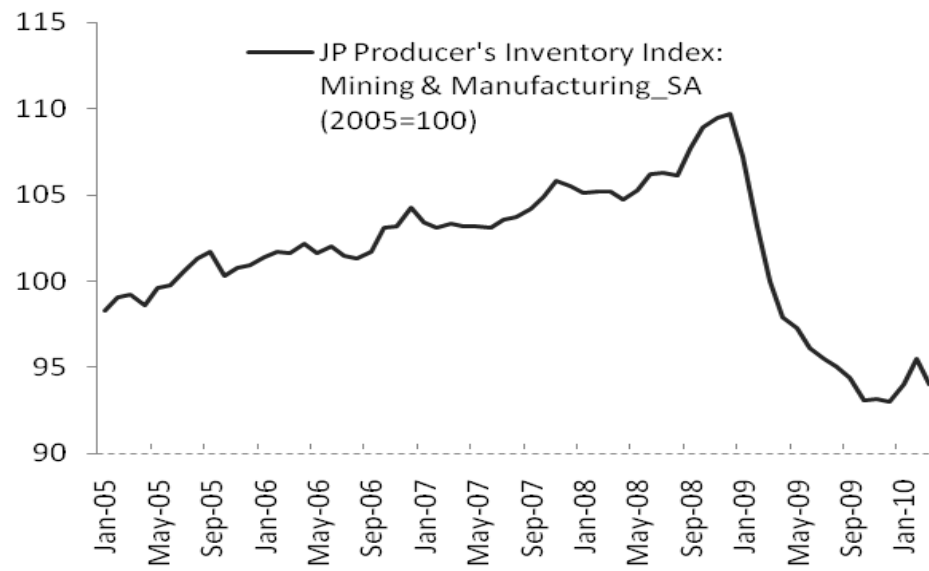
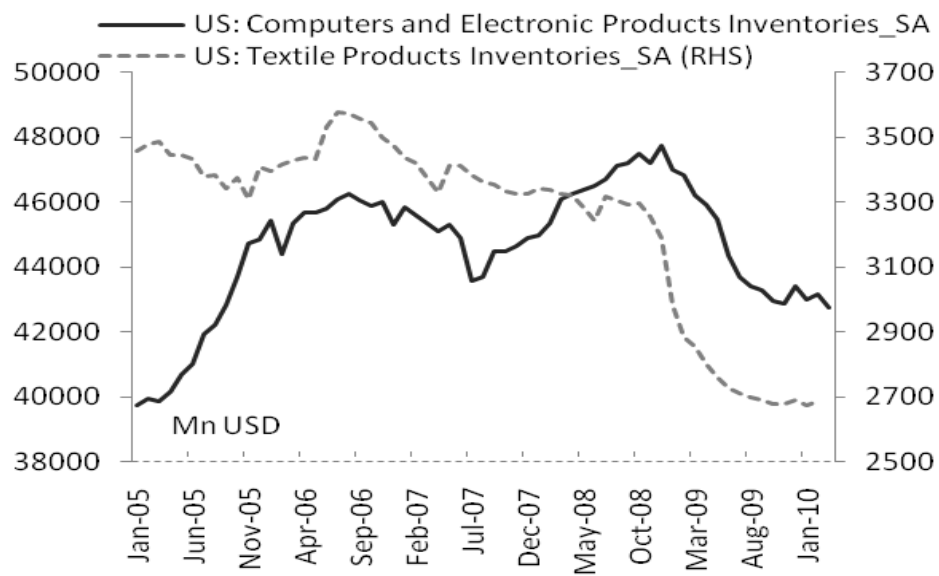
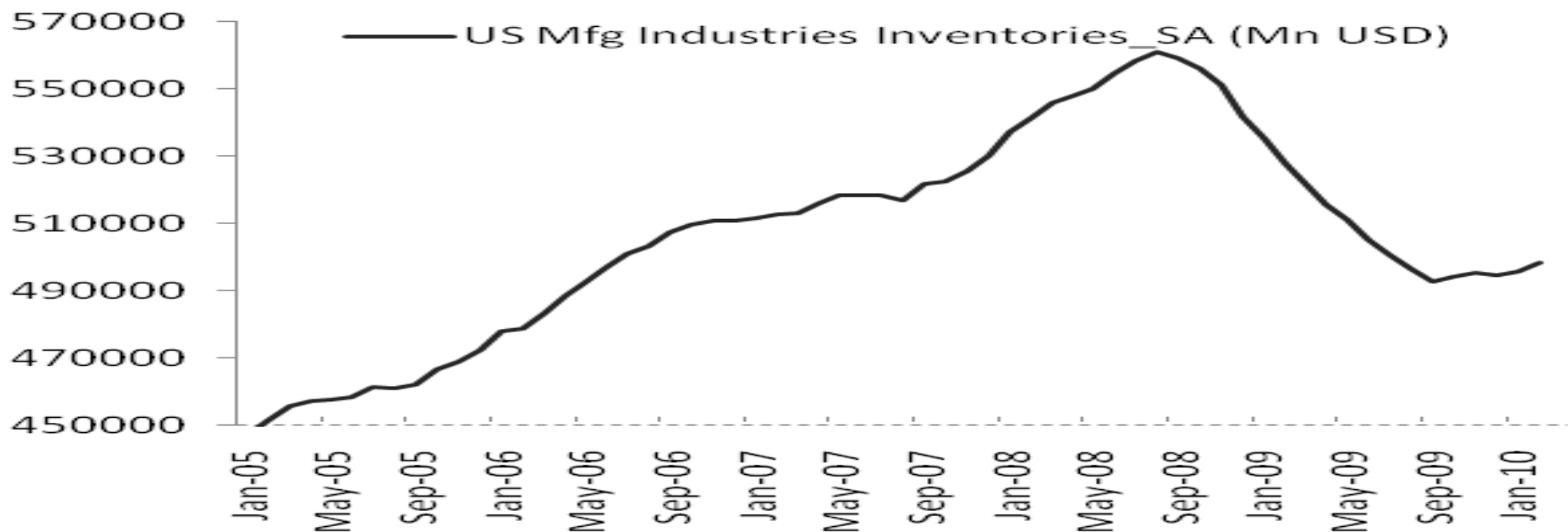
# 海外经济集体恢复，二次探底风险小



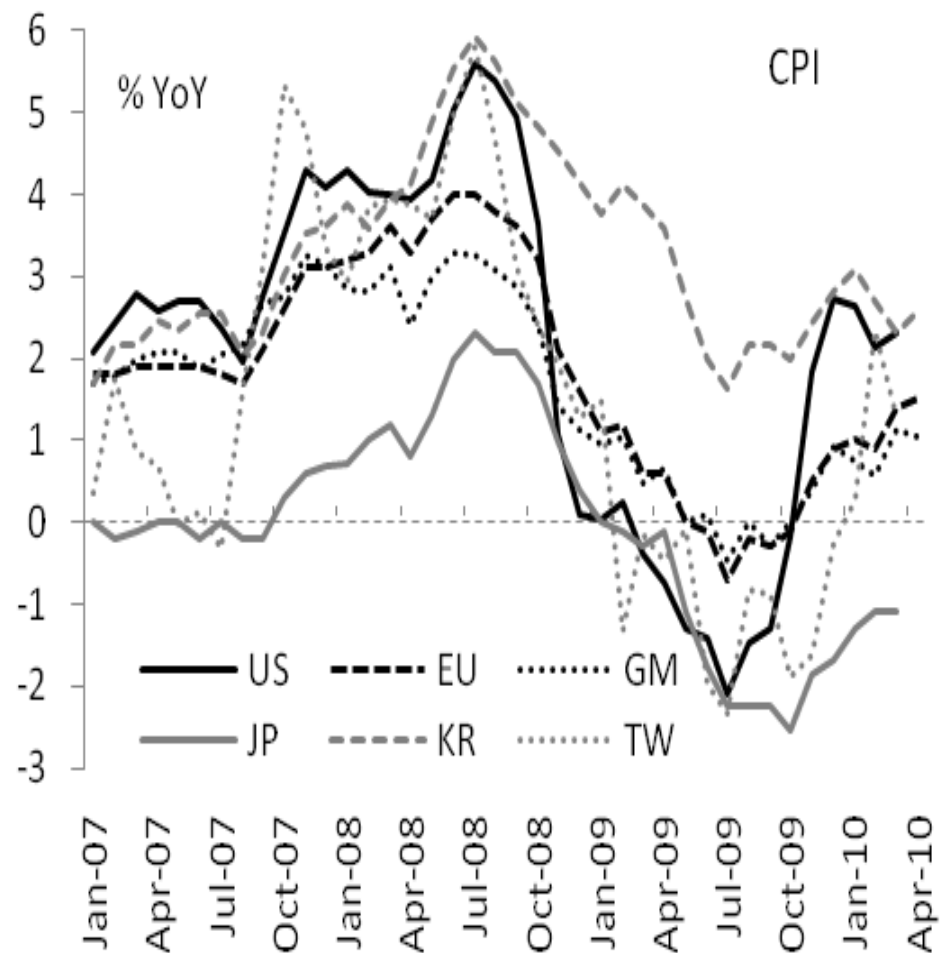
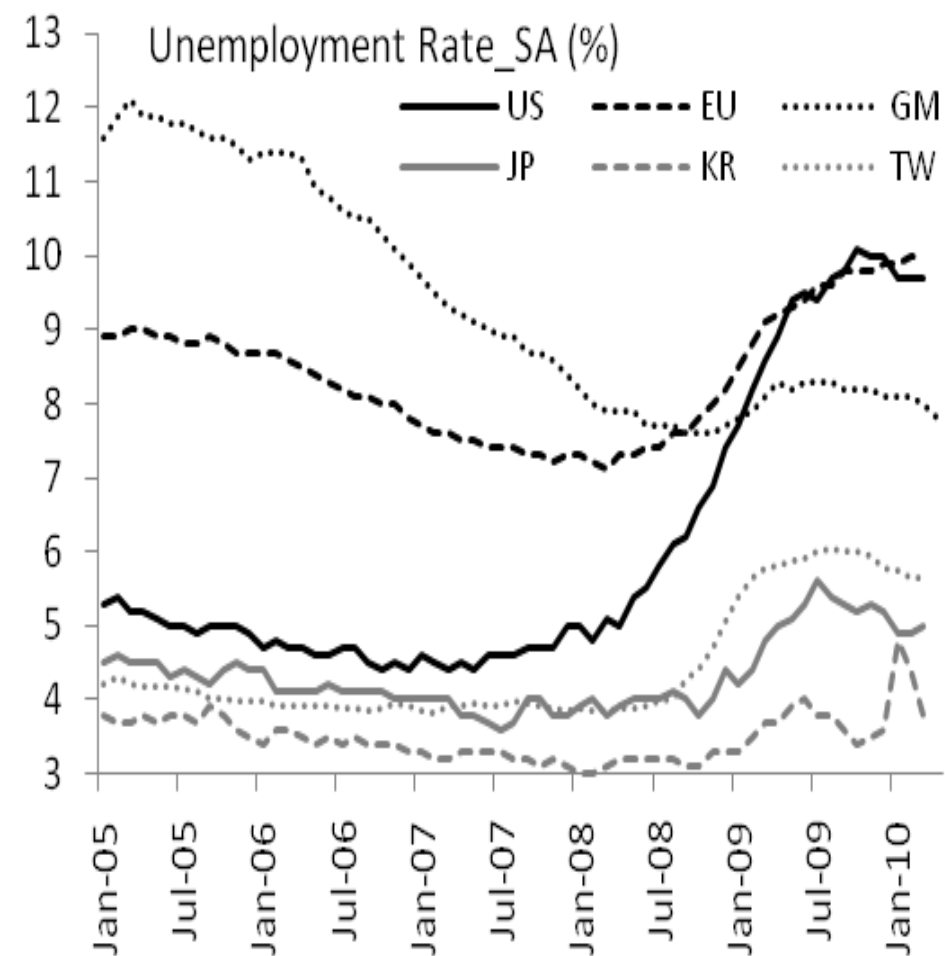
# 调整越充分，复苏越强劲



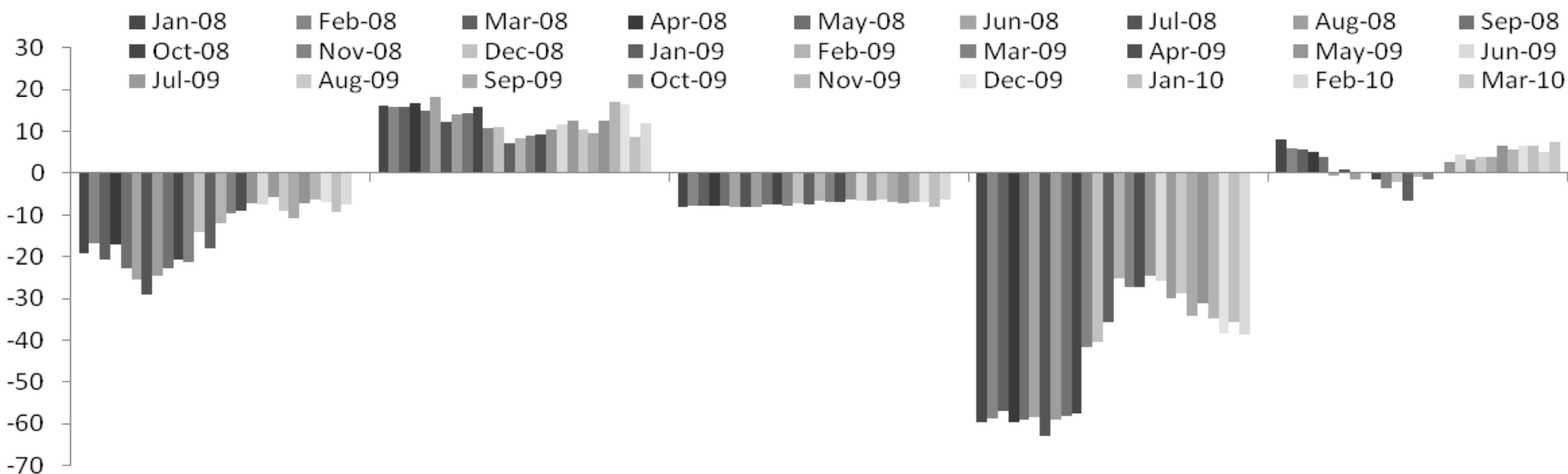
# 库存回补，拉动需求



# 失业掉头，价格回升



# 贸易恢复，仍不平衡



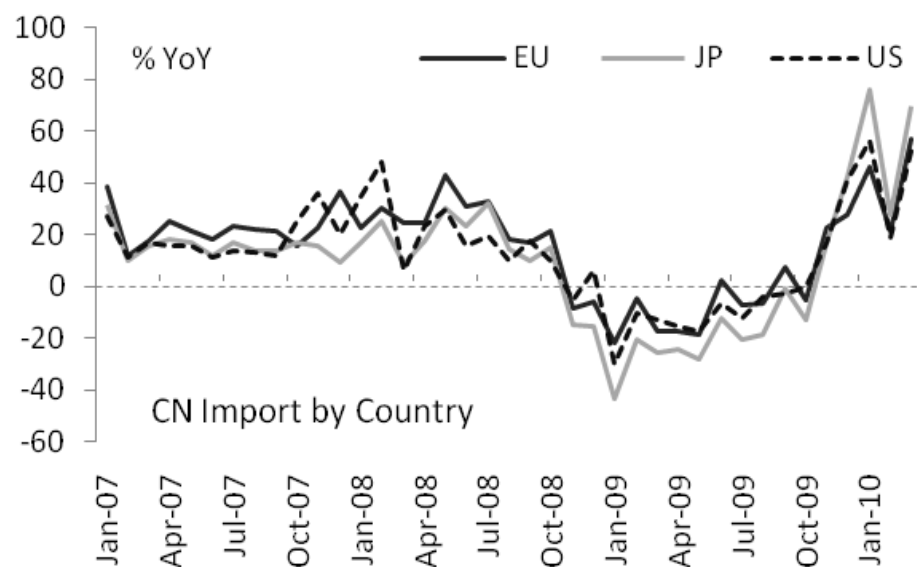
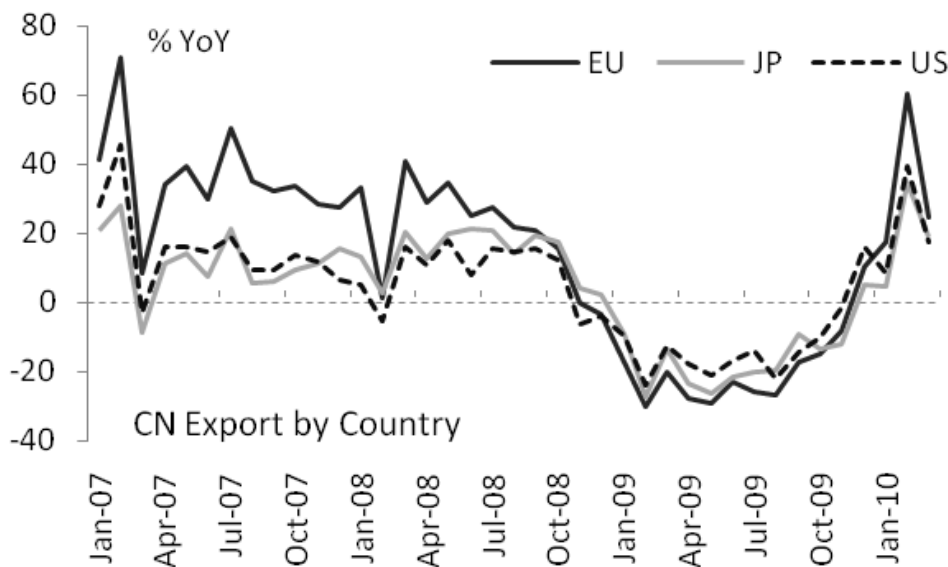
EU Trade Balance\_SA  
(Bn EUR)

GM Trade Balance\_SA  
(Bn EUR)

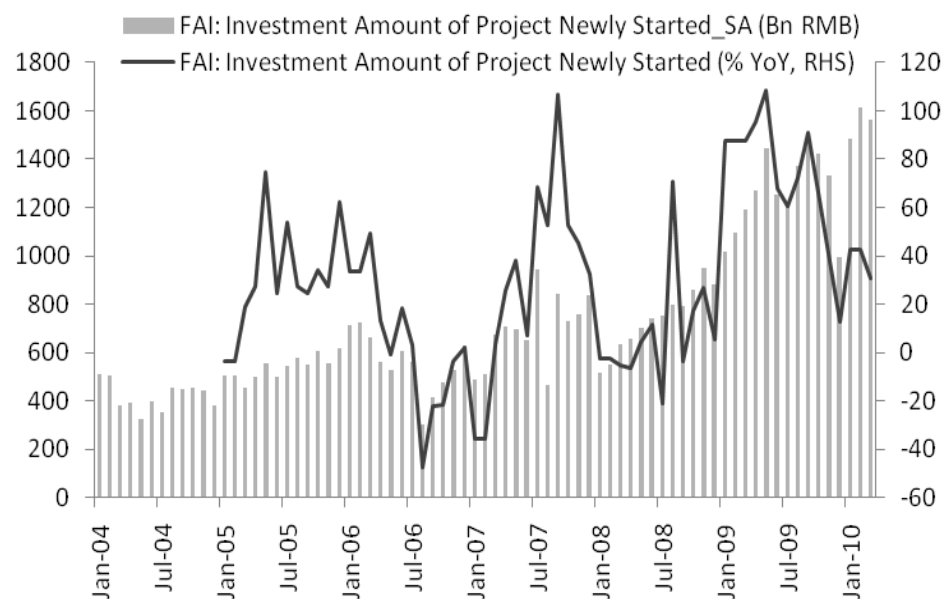
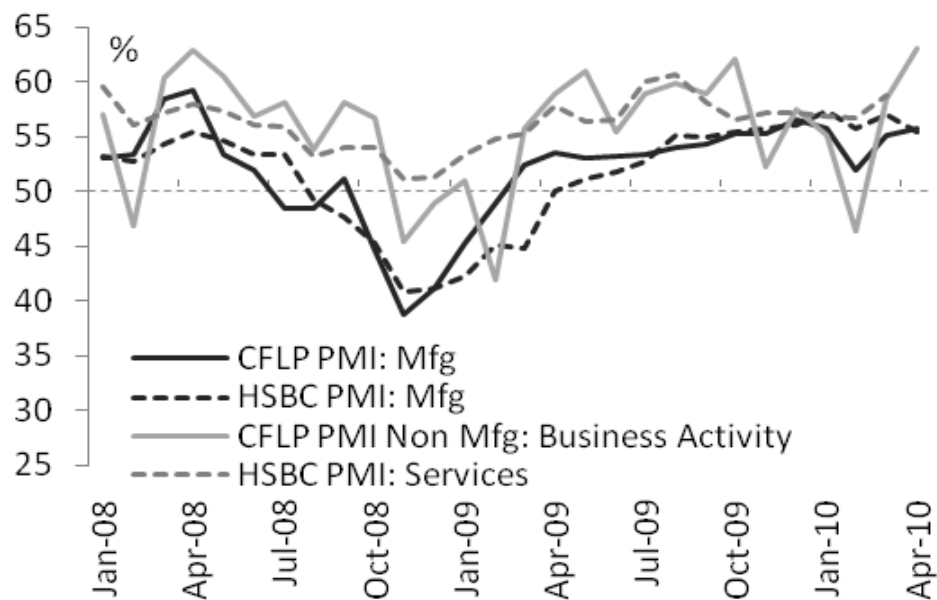
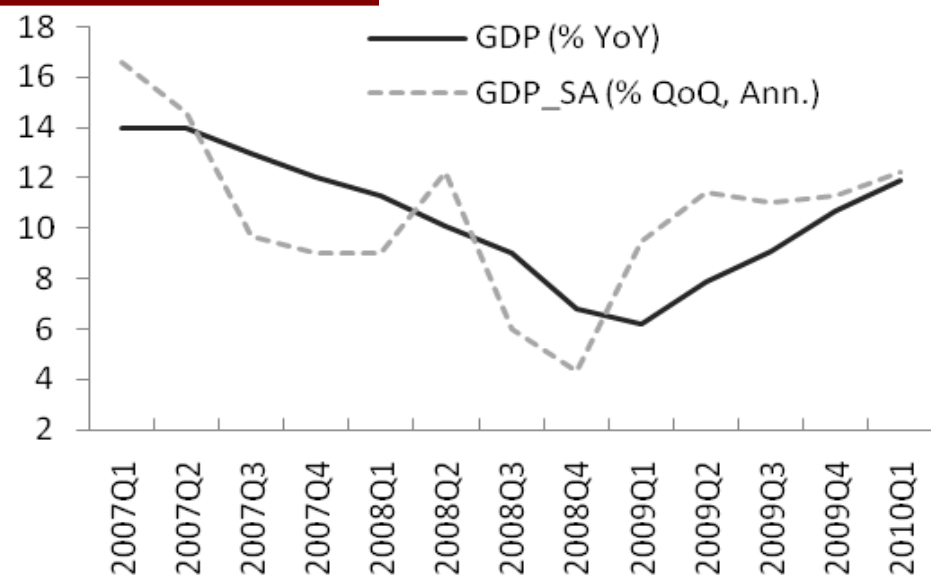
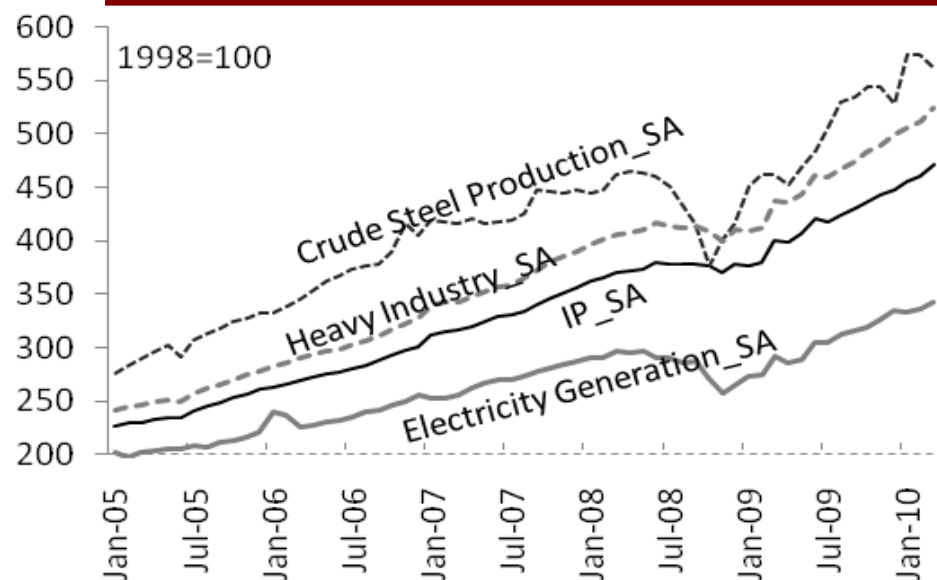
UK Trade Balance\_SA  
(Bn GBP)

US Trade Balance\_SA  
(Bn USD)

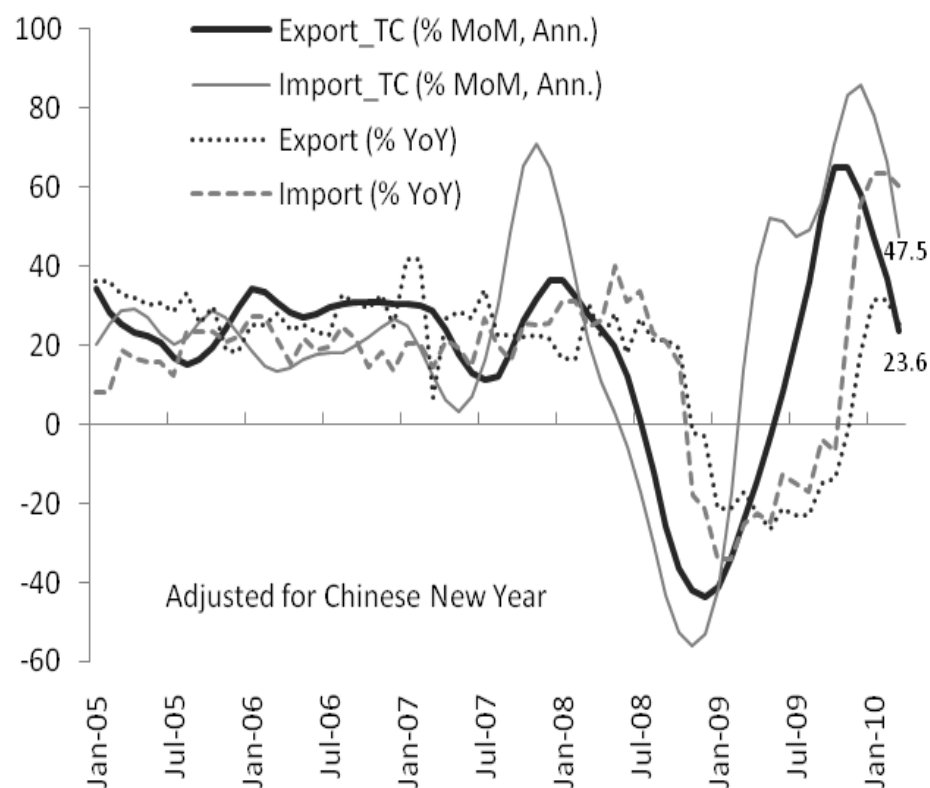
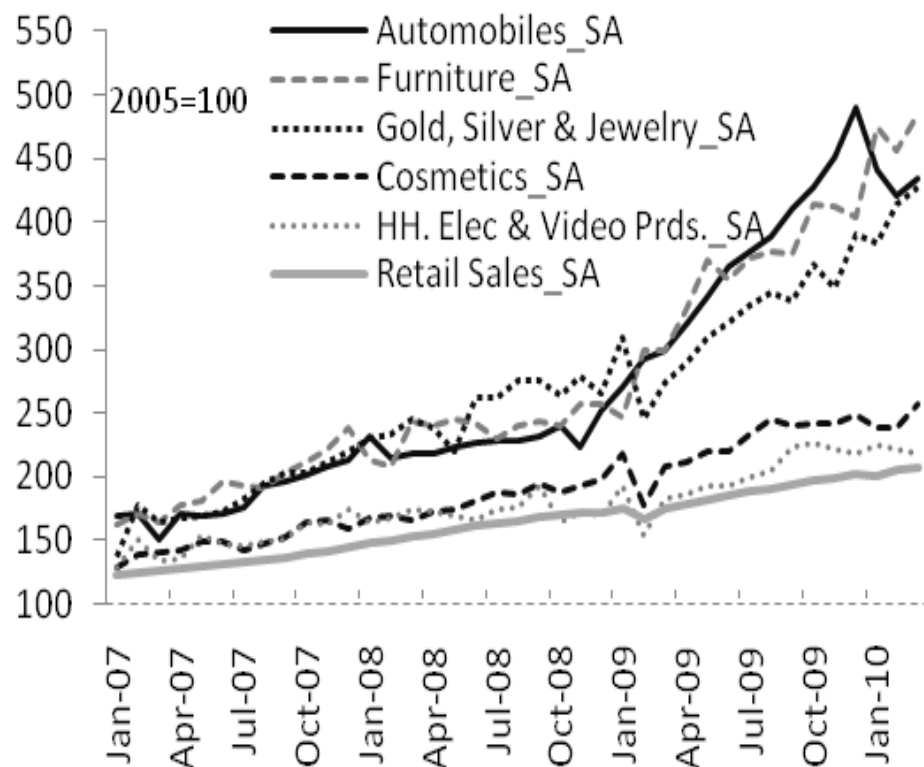
JP Trade Balance\_SA  
(Bn USD)



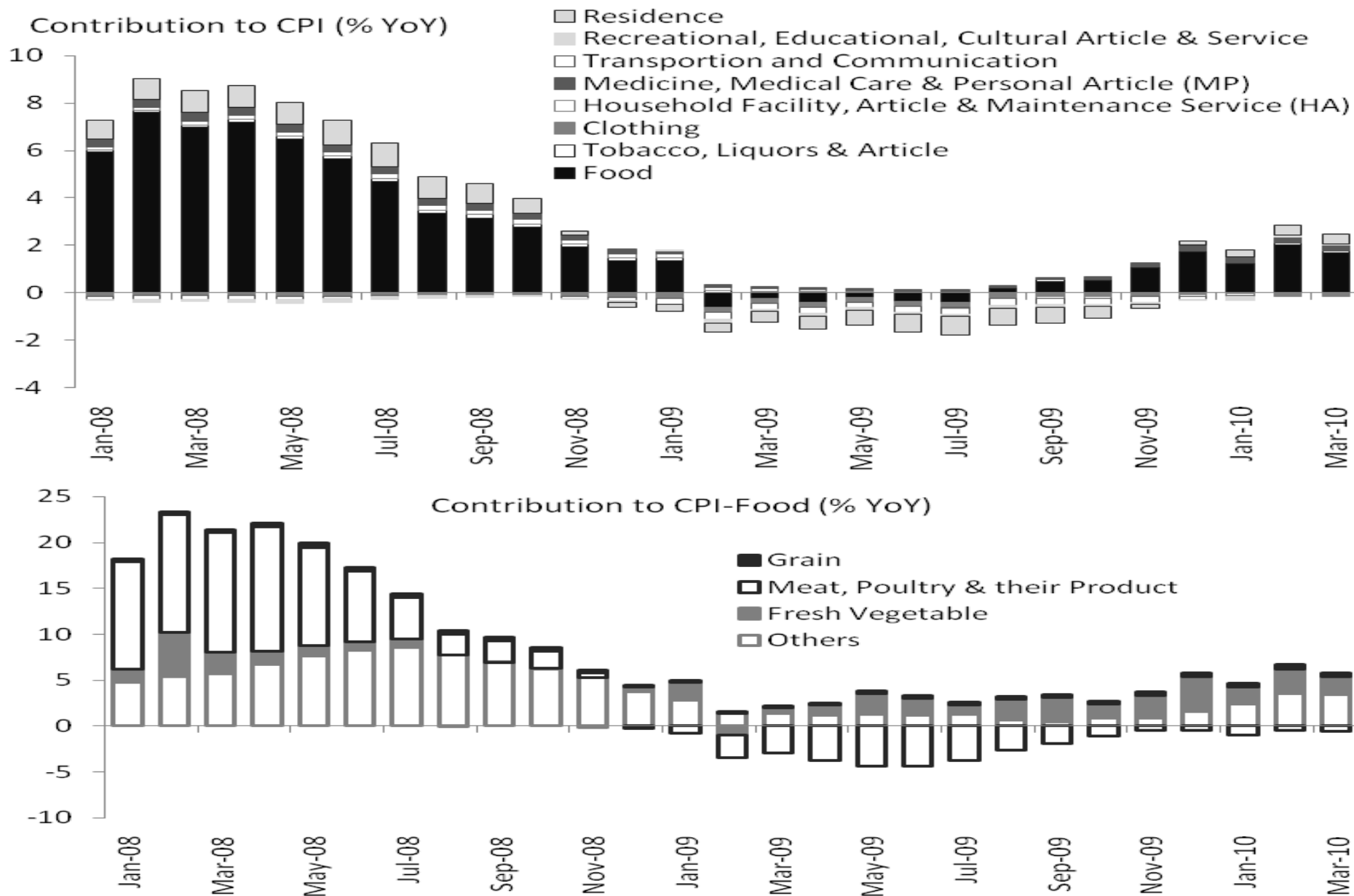
# 步入全面复苏后整固，意图直指拉长中国上行周期



# 消费、进出口高增速明朗



# 通胀风险长期存在，环比决定短期调控力度



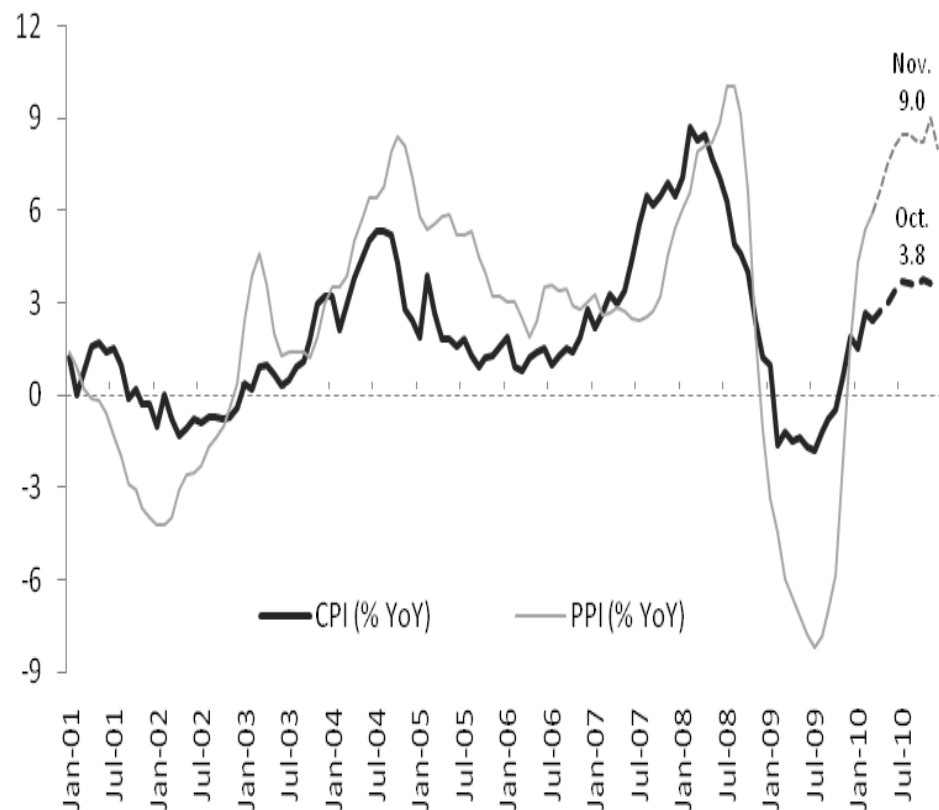
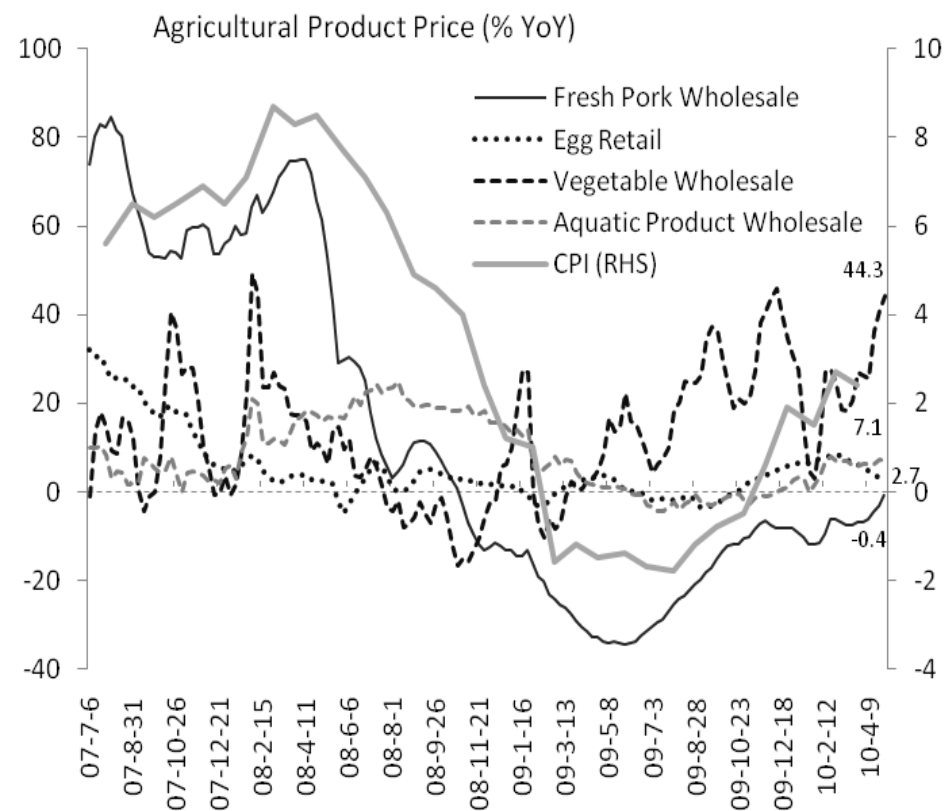


# 通胀风险长期存在，环比决定短期调控力度

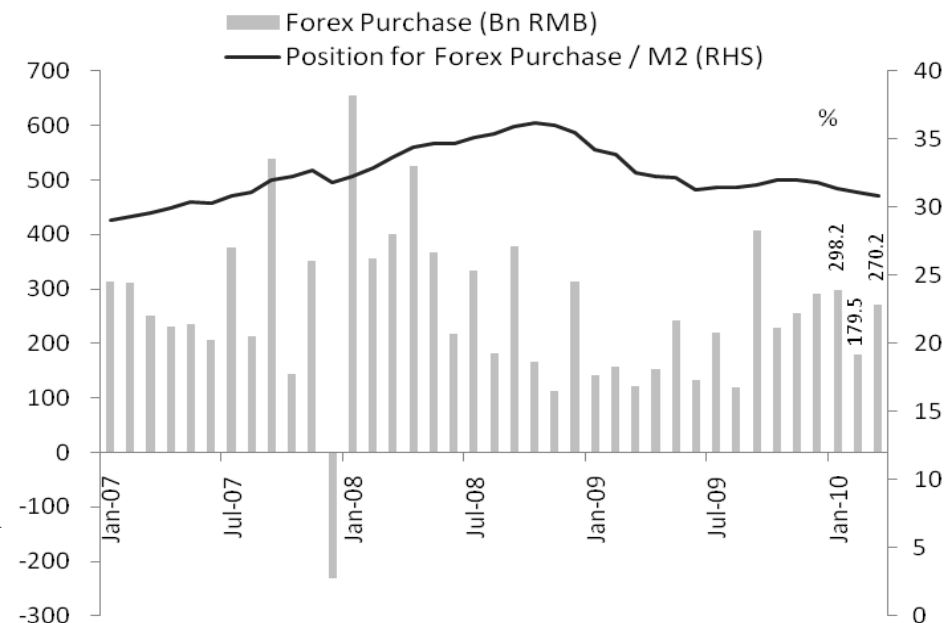
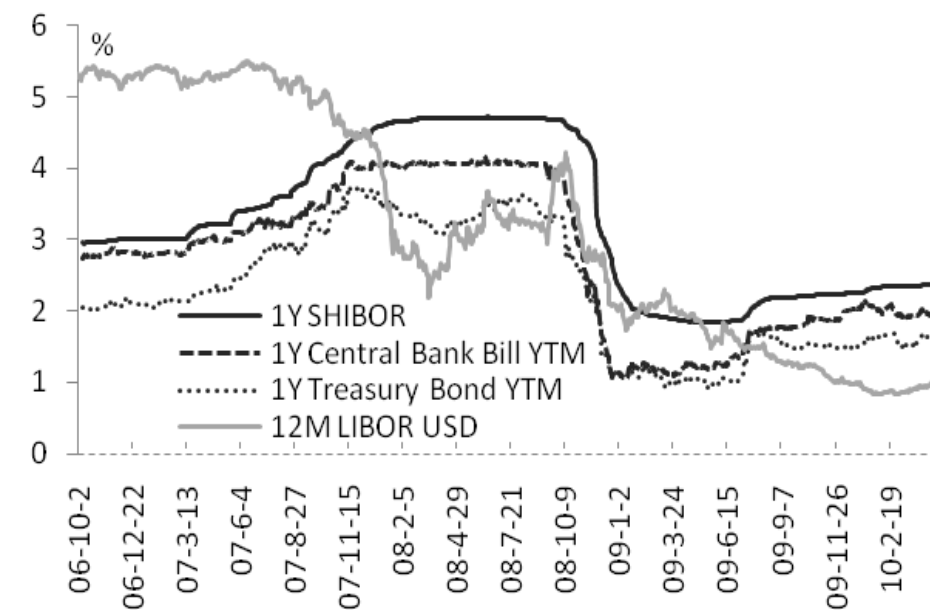
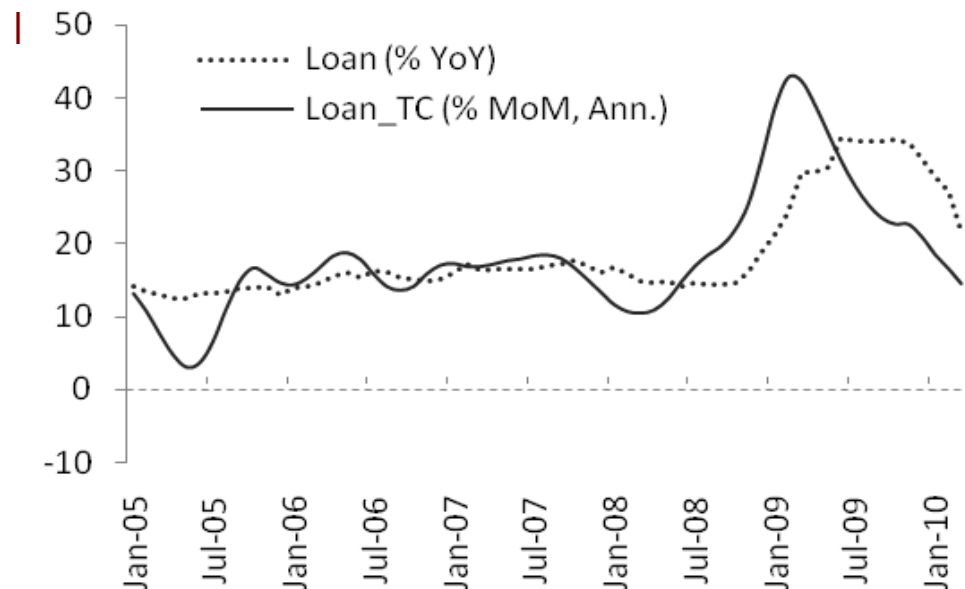
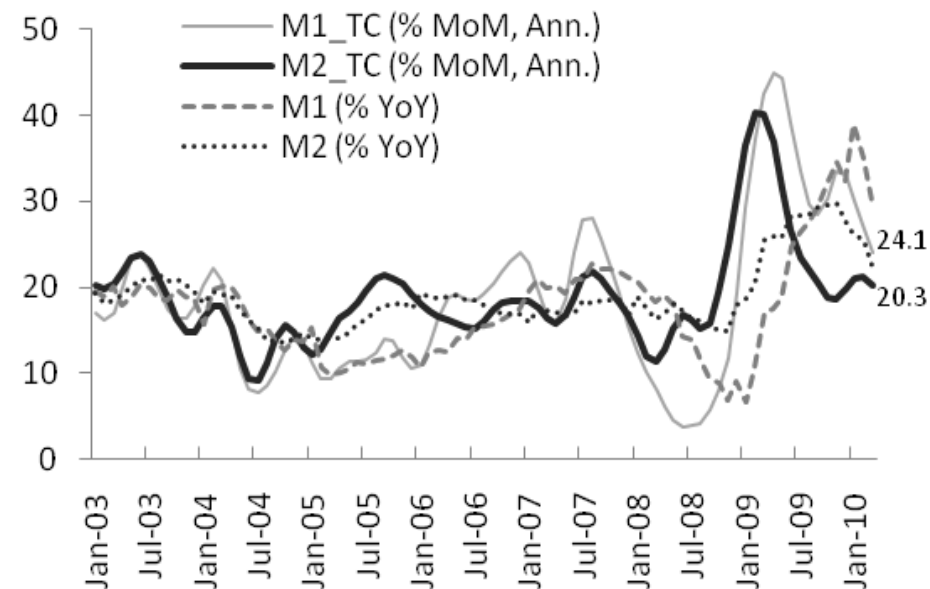
%	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品 及维修服务	医疗保健和 个人用品	交通和通信	娱乐教育文化 用品及服务	居住
CPI权重	32.6	4.0	9.0	6.0	10.0	10.0	14.0	13.2
对CPI拉动								
Jan-10	1.2	0.1	0.0	-0.1	0.2	-0.1	-0.2	0.3
Feb-10	2.0	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4
Mar-10	1.7	0.1	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.0	0.4
季调环比趋势折年率								
Jan-10	5.3	1.1	-2.2	0.4	3.4	1.4	0.9	8.2
Feb-10	4.1	1.2	-2.4	0.3	2.9	1.5	1.1	6.9
Mar-10	2.9	1.2	-2.6	0.3	2.5	1.5	1.2	5.7
季调环比折年率								
Jan-10	-13.0	0.5	-2.7	0.1	1.3	1.8	-1.6	6.2
Feb-10	17.1	1.6	-6.4	1.0	2.0	0.5	4.5	6.4
Mar-10	-4.5	1.4	1.0	-0.5	2.4	2.5	0.1	2.1

%	粮食	油脂	肉禽及其制品	鲜蛋	水产品	鲜菜	鲜果	调味品
食品CPI权重	5.1	1.8	28.4	0.6	25.6	10.4	7.0	20.3
对食品CPI拉动								
Jan-10	0.5	0.0	-1.0	0.0	1.0	1.8	0.7	0.6
Feb-10	0.5	0.0	-0.5	0.1	2.3	2.7	1.3	0.6
Mar-10	0.5	0.0	-0.6	0.0	1.6	1.9	1.3	0.6
季调环比趋势折年率								
Jan-10	12.7	3.9	-9.3	15.3	12.7	22.9	18.9	5.9
Feb-10	12.5	1.2	-10.9	13.9	10.0	18.2	29.6	5.4
Mar-10	12.0	-0.4	-11.9	12.5	8.0	14.2	35.8	4.8
季调环比折年率								
Jan-10	13.1	4.1	-10.9	13.8	-4.7	-66.8	22.4	6.0
Feb-10	12.4	-6.7	-13.1	9.0	30.8	68.3	58.1	5.1
Mar-10	12.8	-1.3	-10.6	15.4	-4.4	-22.4	85.6	3.9

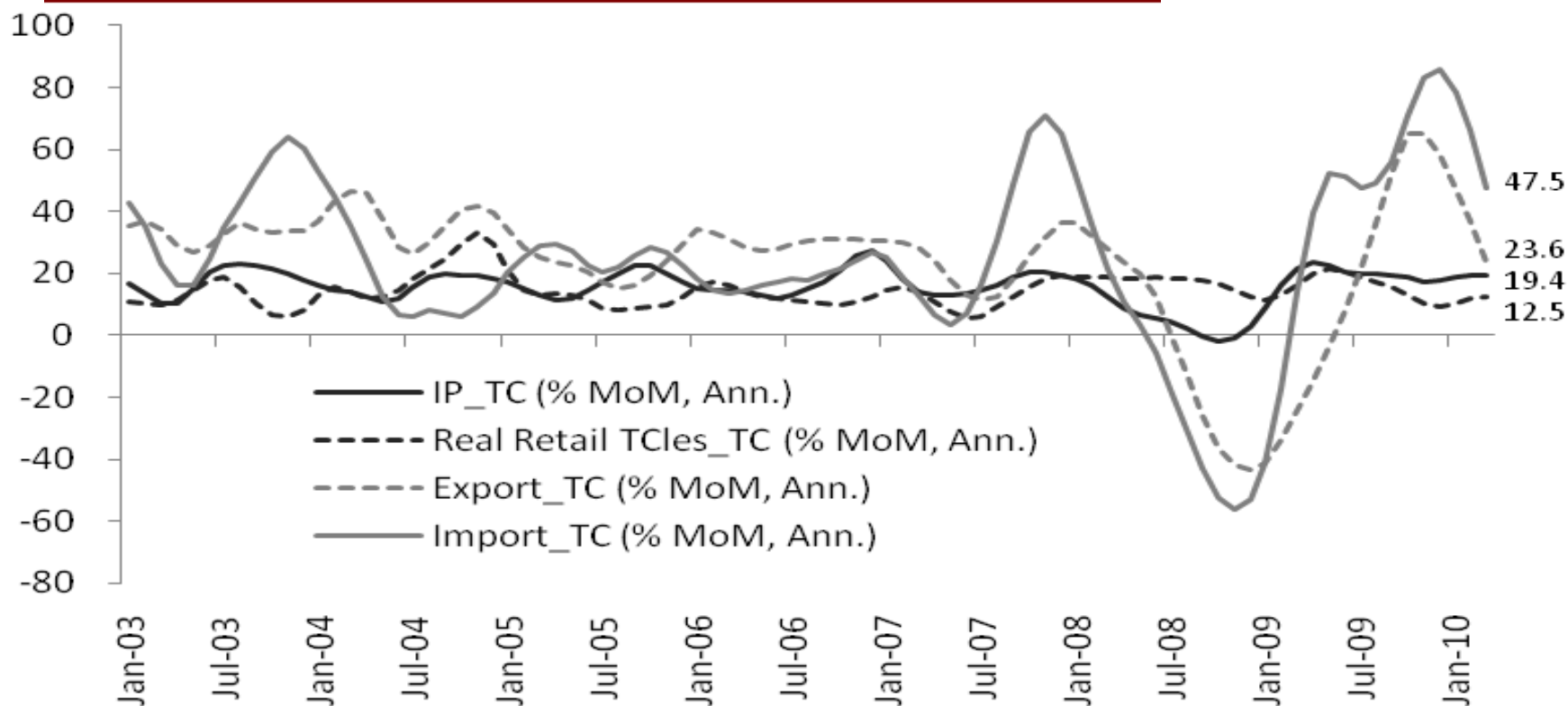
# 同比物价2季度不是高点



# 货币信贷松紧也取决于环比波动



# 系统宏调主轴是灵活收放



- ◆ 主要经济体警惕高通胀，尝试相机微调退出。09年8月中国央行已提及“动态微调”，背景是去年2季度主要经济指标环比增速超高。3季度经济回归较正常环比增长，直至4季度末再度显示过热风险，物价与出口数据先后出现较高环比。并且，地产市场量价齐升；
- ◆ 以目前世界经济数据和资本市场膨胀程度，我们看好全球灵活微调退出的时机把握和效果。

# 数量型控制更得力

亿人民币	中央银行票据 发行	中央银行票据 到期	中央银行正回 购交易	中央银行正回 购到期	其他	货币投放(+) 回笼(-)
4-Jan	720	0	1050	400	0	-1370
11-Jan	700	530	2400	1550	0	-1020
18-Jan	1140	900	480	1000	3000	-2720
25-Jan	600	1400	0	660	500	+960
1-Feb	520	1110	0	1550	0	+2140
8-Feb	540	980	0	2500	0	+2940
15-Feb	0	550	0	200	0	+750
22-Feb	1070	460	300	300	3000	-3610
1-Mar	1500	1100	490	300	0	-590
8-Mar	2200	2410	1330	300	0	-820
15-Mar	2400	1700	1630	200	0	-2130
22-Mar	2380	1150	950	0	0	-2180
29-Mar	1250	500	980	100	0	-1630
5-Apr	1500	1000	800	800	0	-500
12-Apr	1130	1050	1290	1230	0	-140
19-Apr	1530	1050	1100	930	0	-650
26-Apr	950	550	1050	300	0	-1150
总计						-12320

注：1月12日，央行宣布1月18日上调存款准备金率0.5个百分点；

1月26日，中行、工行、光大、中信、华夏临时性3个月特别存款准备金缴款；

2月12日，央行宣布2月25日上调存款准备金率0.5个百分点；

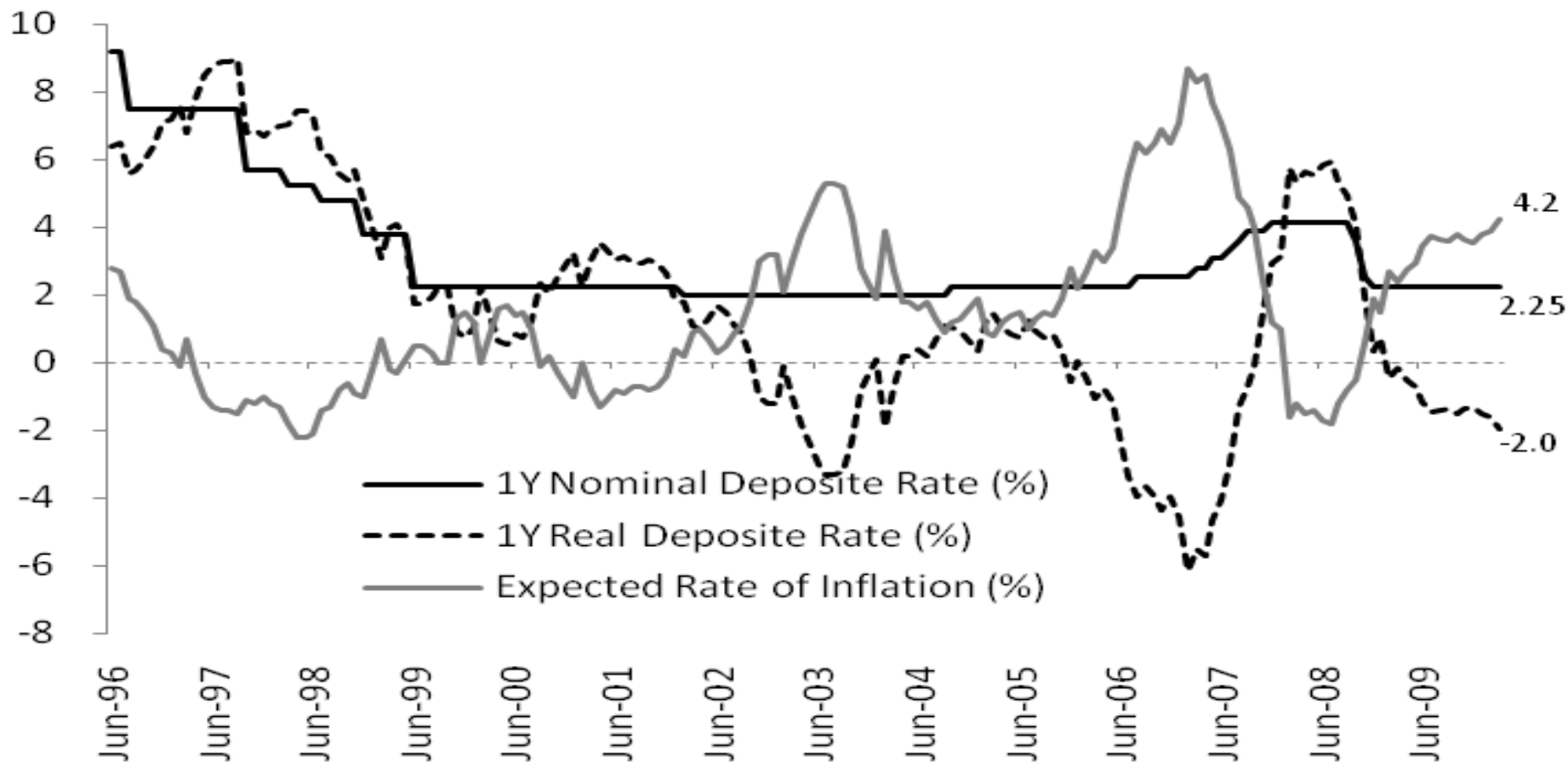
5月2日，央行宣布5月10日上调存款准备金率0.5个百分点。

# 准备金或再调1-2次 加息推后

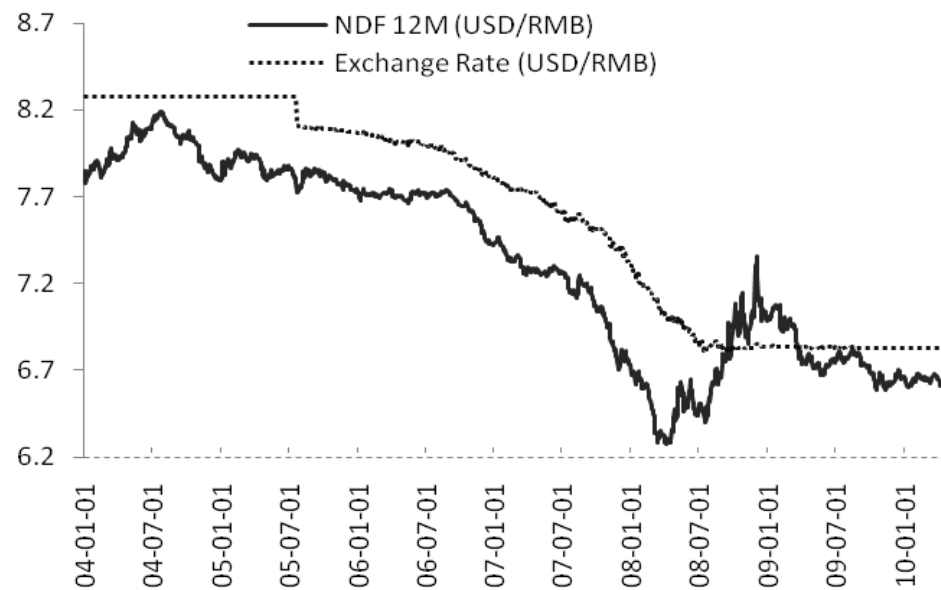
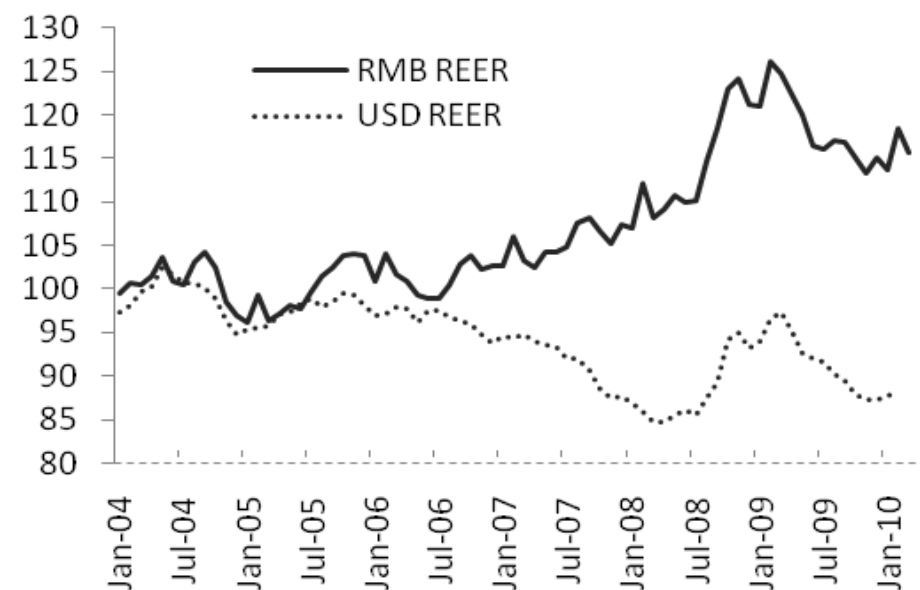
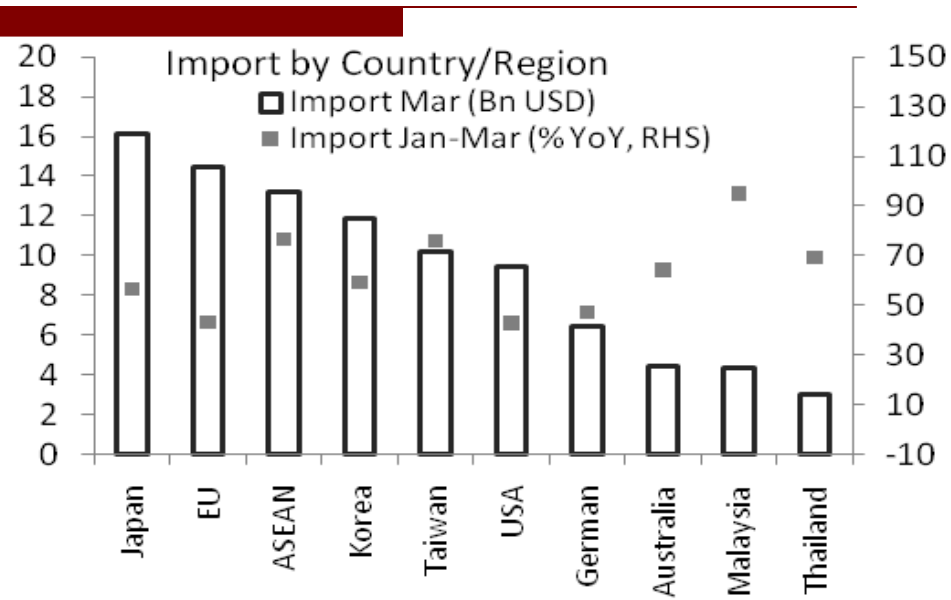
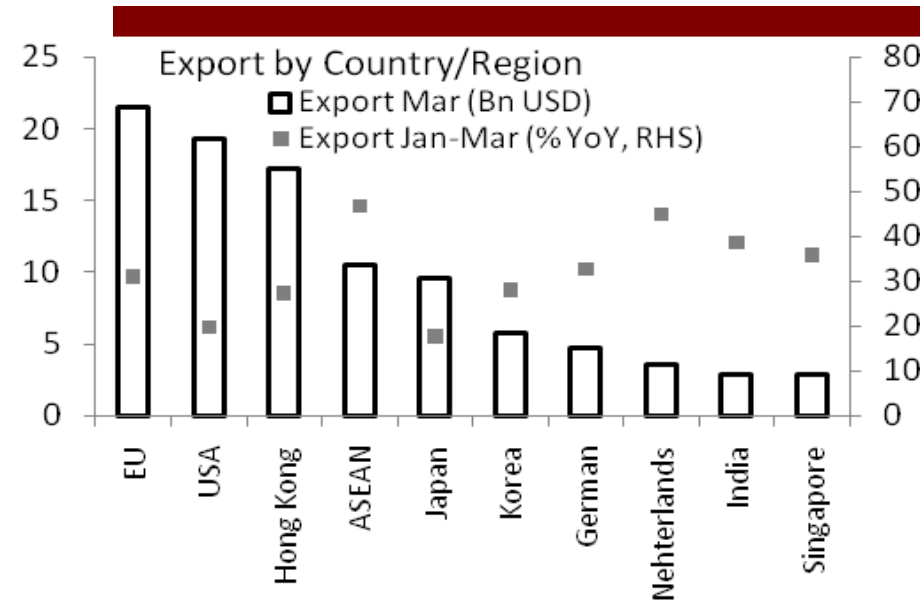
- ◆ 与其他货币政策手段相比，央行显然偏爱数量型货币工具，利率政策国内外细致差异导致利率政策传导可能不畅。
- ◆ 央行是直接通过调整商业银行对客户的存贷款利率来执行货币政策。这使利率政策的传导出现差异。
- ◆ 从资金供给上看，贷款利率相对货币市场利率和债券市场利率的提升，不是使银行去压缩贷款，却使得银行有更大动力将更多资金配置在贷款，而不是超额备付、回购、债券等资产上。
- ◆ 贷款市场的特点可能会弱化利率对贷款需求的挤出效应。因为，贷款市场并非是一个利率出清，价高者得的完全市场。由于信息不对称，银行倾向于通过一个低于出清的利率进行贷款，并通过信贷审查等方式进行信贷配给。这样，普通的贷款市场上需求是大于供给的。如果银行愿意接受更高的风险，它可以在不变或者稍高的利率下放出更多的贷款。而贷款利率的提升，恰恰提供这样一个风险补偿。贷款利率的上升，会使以前风险偏高、利润无法覆盖风险、需要慎重审核以判断是否发放的贷款，现在因为利润的提高，变成可以接受的贷款。
- ◆ 综合需求和供给两方面的分析，短期内可能出现以下情形：加息后贷款有可能扩张，而非有效紧缩。
- ◆ 准备金率上调空间还有1-2次，加息时点推迟。

# 负真实利率维持更久

- ◆ 名义利率维持低位，真实利率负值区间。
- ◆ 我们认为央行年内高概率提高1年期存款利率2-3次，但由于CPI（同一时间窗口的预期）变动大于利率上调的力度，真实利率在负值区间徘徊。

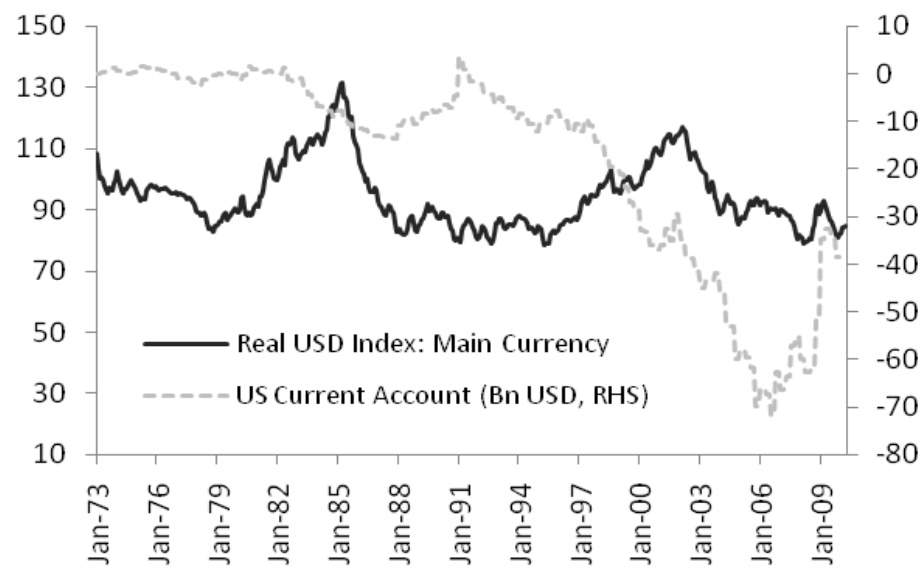
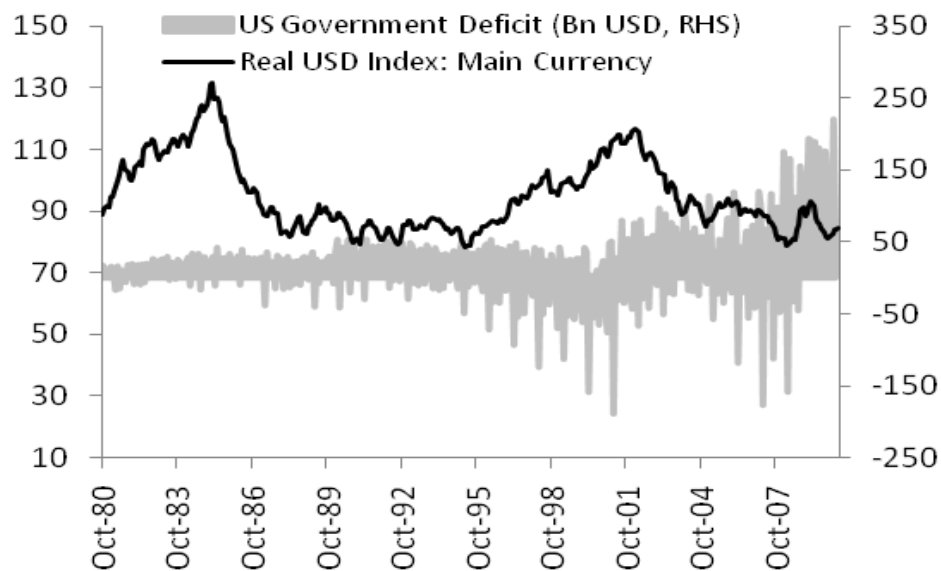
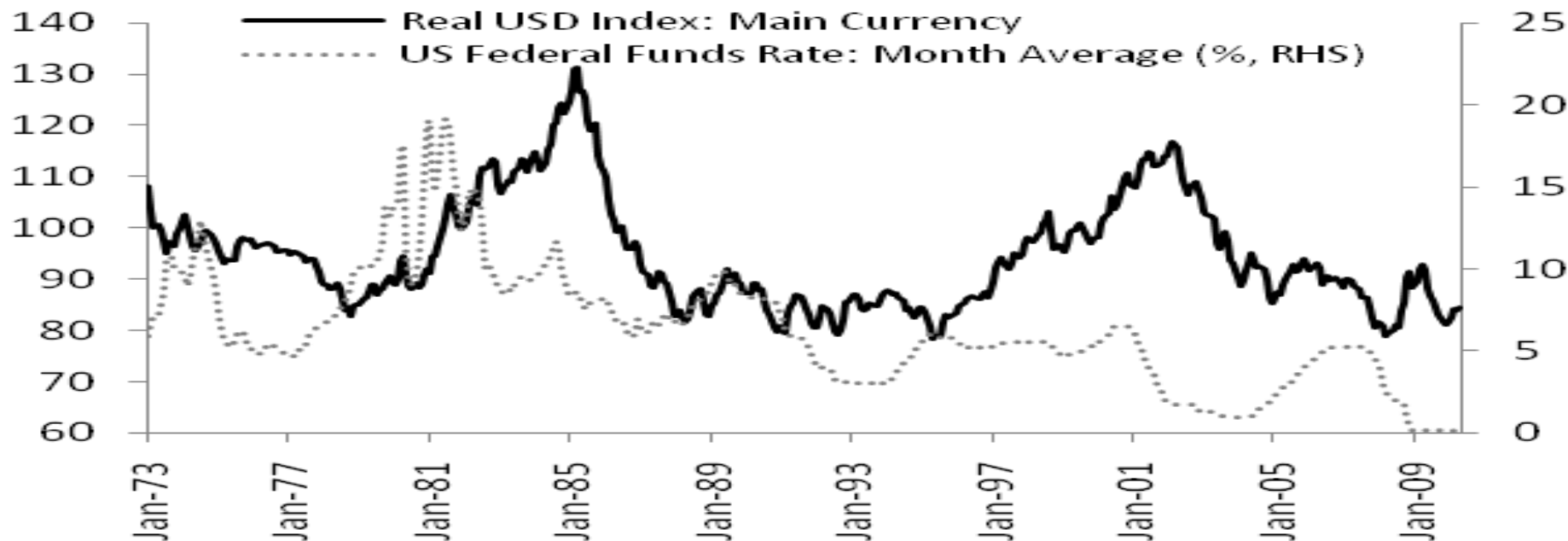


# 半年来人民币有效汇率攀升





# 美元指数仍在长周期下限附近



# 人民币汇改一波三折

时间	汇率制度
1981-1993	双轨制
1994-1997	以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度
1998-2005.7	事实上钉住美元的汇率制度
2005.7-2008.7	参考篮子货币为基础的、有管理的浮动汇率制度
2008.7至今	事实上钉住美元的汇率制度

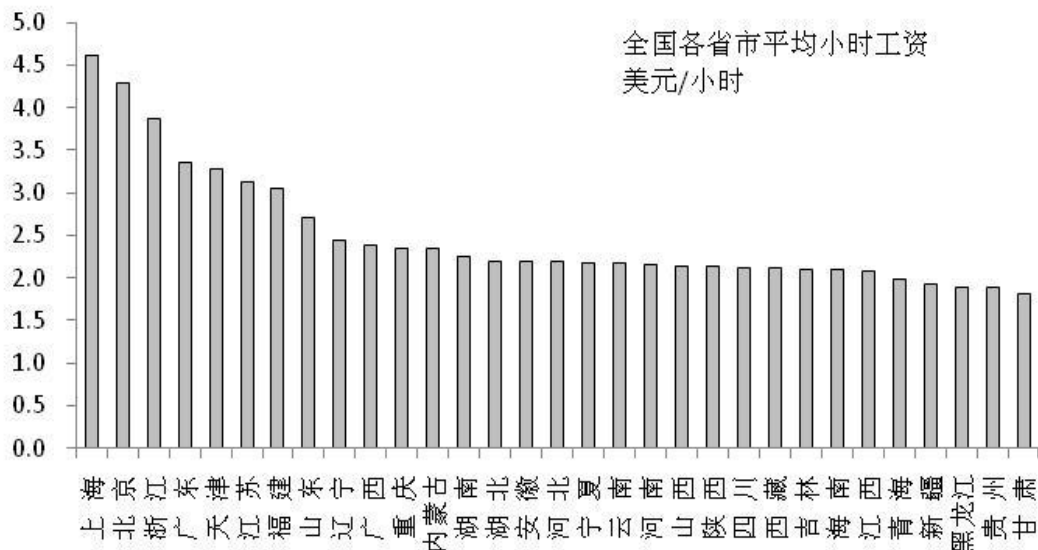
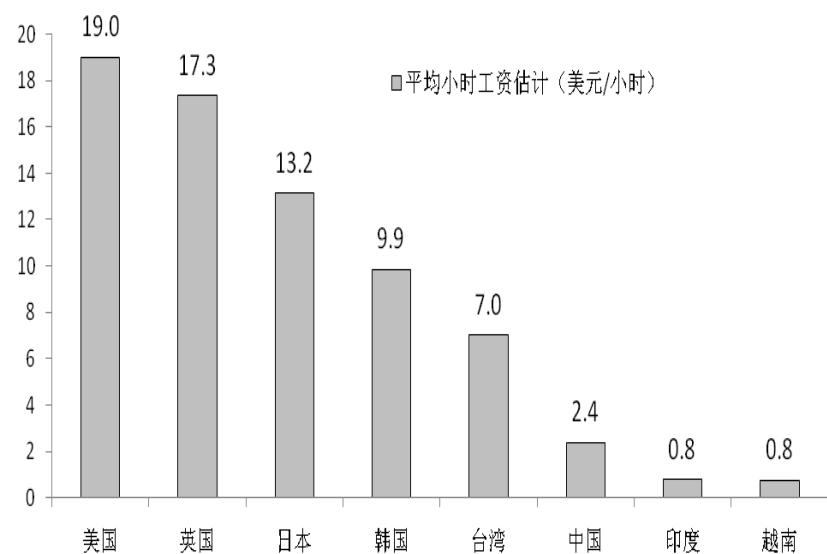
1997年亚洲金融危机，逆转

2008年全球金融危机，逆转

汇率升贬支持增长证据不足

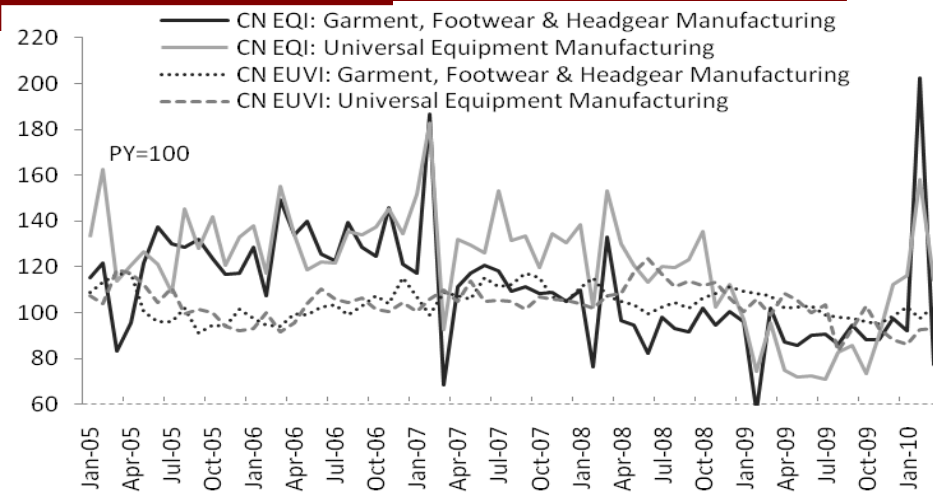
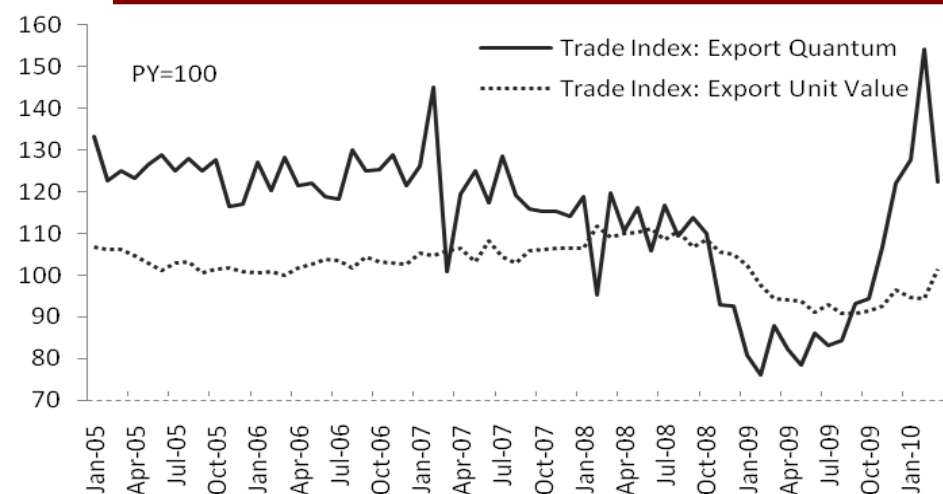
国家	被解释变量	解释变量	相关系数	显著性
巴西	汇率	GDP增速差（滞后1期）	-0.0008	不
台湾	汇率	GDP增速差（滞后1期）	-1.0217	高
韩国	GDP增速差	汇率（滞后2期）	-0.0141	高
日本	GDP增速差	汇率（滞后1期）	0.0510	高
中国（1979-2009）	汇率	GDP增速差（滞后1期）	0.068	高

## 大规模产业空心化压力不大



- ◆ 与日本案例差异在于产业空心化压力（日本当时小时工资已在发达水平）与利率政策。1985年的日本经济早已跻身发达国家，劳动力成本相对周边亚洲四小龙悬殊。出于降低成本的需要，劳动力密集的制造业迅速外移，造成产业空心化。而利率调整过于谨慎，担心短期资本流入而投鼠忌器。结果反而形成了大泡沫。
- ◆ 同样在“广场”协议压力下升值的德国，较灵敏的调整了利率，不仅成功避免了资产泡沫和恶性通胀，而且在升值期间保持了出口与经济增长。
- ◆ 以中国目前的劳动力成本水平，初步估算与发达水平相差8倍，在全球分工中处于中下游。由于中国同时满足了政治稳定、投资友善、产业集聚、市场规模、社会经济进步速度较快等诸多条件，加之内陆腹地辽阔，大规模的产业外移可能性较小，产业空心化的压力较小。

# 升值对出口影响需要仔细评估



被解释变量	人民币真实汇率增长率	美国零售增长率	当前汇率与12个月NDF差幅
出口数量增长率	0.17	2.66	-9.11
出口价格增长率	0.65	0.50	9.80

- ◆ 在90年代的贬值案例，利润被进口贸易商吸收。
- ◆ 汇率变动会导致出口商重新配置资产。如果人民币贬值，出口商倾向于多持有外币资产，这就会有出口额少报瞒报的激励；人民币升值，出口商选择更多人民币资产，这会导致上报的出口额多于实际出口额。
- ◆ 从出口数量指数及出口价格指数对人民币真实有效汇率和NDF与当期汇率差幅的回归结果显示，高的人民币真实有效汇率导致较高的出口量和出口价格，高的人民币升值预期导致出口价格升高和出口量降低。

# 年率升7%下进出口微降，顺差微升

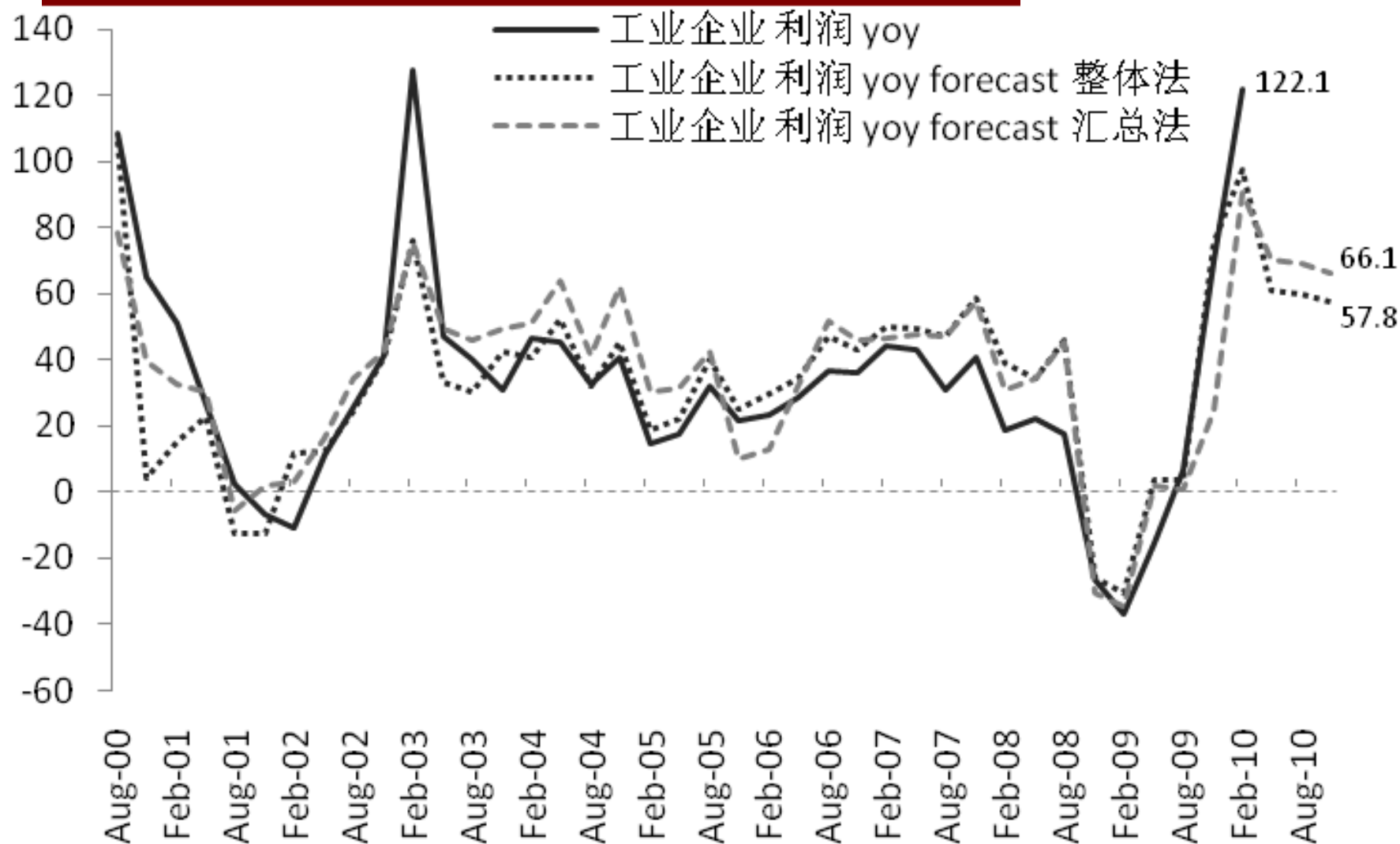
	情景A 2010年 进口	情景A 2010年 出口	情景A 贸易顺差 十亿美元	情景B 2010年 进口	情景B 2010年 出口	情景B 贸易顺差 十亿美元
同比%						
整体法:	29.4	20.1	142.0	28.3	19.9	149.8
汇总法:	30.1	19.9	132.7	29.1	19.4	136.7
汇总法: 初级产品						
食物及活动物	18.3	11.2		18.3	10.9	
饮料及烟类	38.2	4.1		47.7	4.1	
非食用原料(燃料除外)	49.9	17.9		48.5	17.4	
矿物燃料、润滑油及有关原料	53.7	32.0		53.5	32.2	
动植物油、脂及蜡	40.8	37.0		38.2	38.5	
汇总法: 工业制品						
化学成品及有关产品	24.6	24.8		23.7	24.6	
按原料分类的制成品	16.4	25.4		15.5	24.9	
机械及运输设备	21.2	22.6		20.1	21.9	
杂项制品	30.9	10.3		29.5	10.1	

注：情景A是2010年人民币不升值；情景B是2010年7月开始人民币升值（年率6.6%）。

# 数据与政策指向7月升值

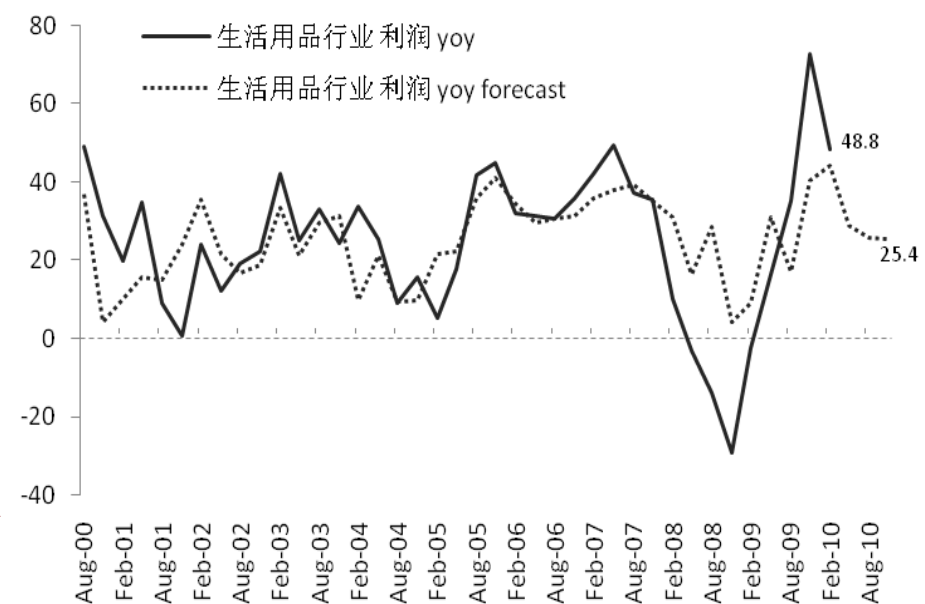
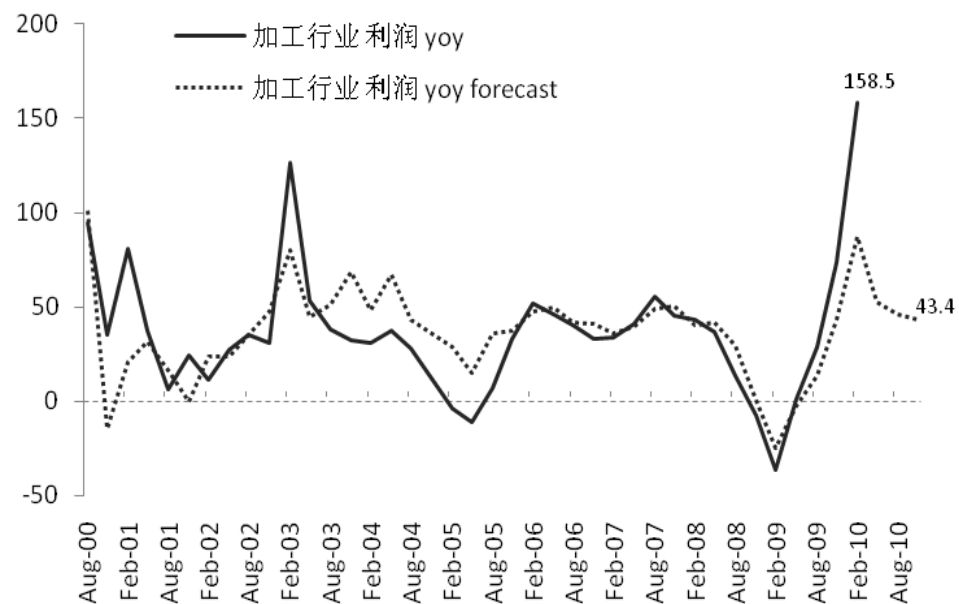
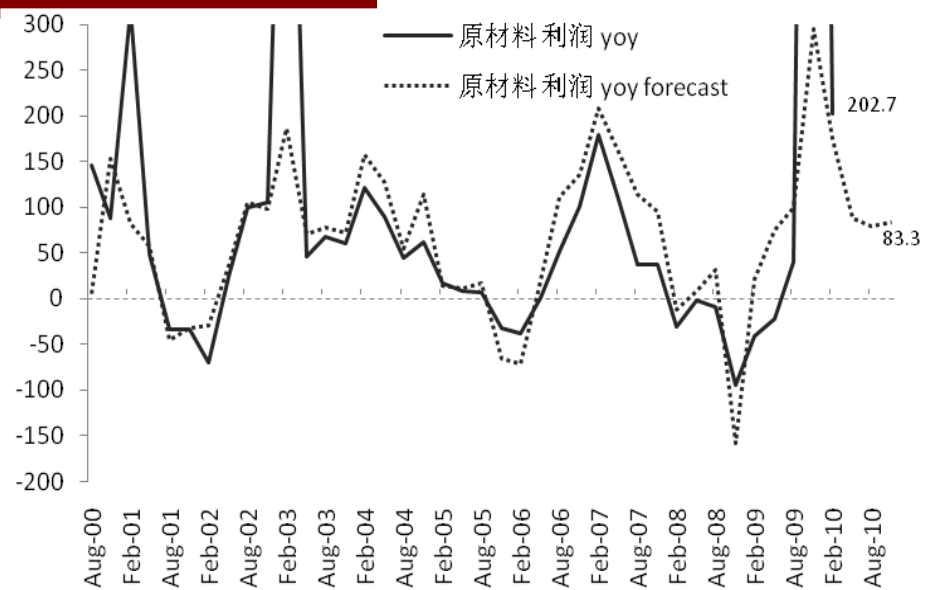
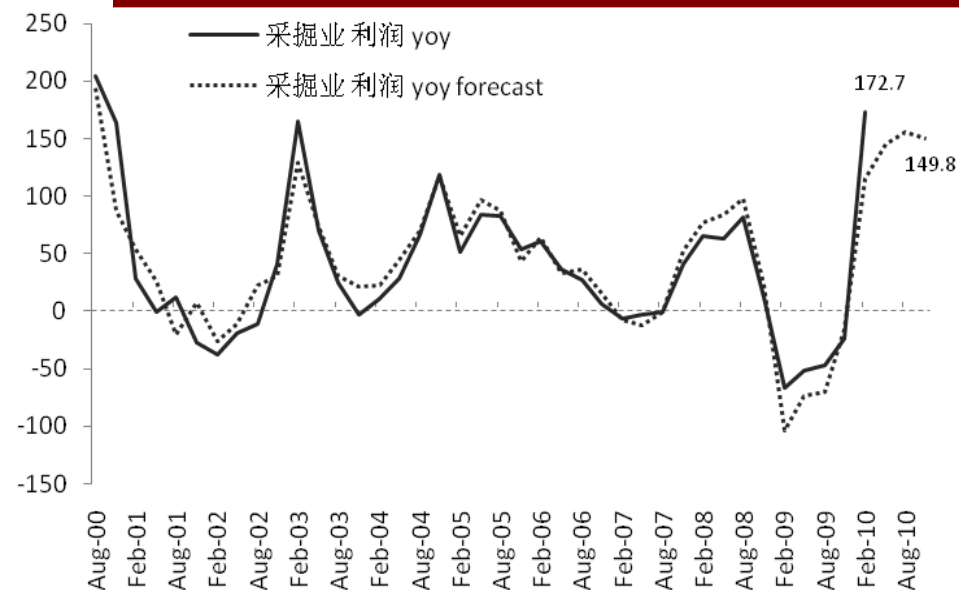
- ◆ 人民币汇率自2008年7月以来暂停兑美元升值。之前3年人民币兑美元已累计升值21.2%，7月22日一次性升值2.05%，然后按年率6.6%渐进升值。
- ◆ 中国的政策目标是价格稳定。上半年美元有效汇率很可能延续去年11月以来的趋势。去年11月至今年3月人民币名义与实际有效汇率累计分别升2.19%和2.05%；而2009年全年累计贬5.40%、5.03%。
- ◆ 7月结束盯住美元不动，恢复兑美元升值的概率相当高，而汇率形成机制近期发生大的改变概率不高。
- ◆ 预计下半年将启动年化7%以内幅度渐进升值局面，参照一篮子秘密货币确定基准利率。
- ◆ 目前香港12个月NDF美元兑人民币汇率与人民币中间价含升值预期3.2%左右，在政策信号明朗之前是正常水平。假设7月前后兑美元松动，以年化（2010.7--2011.7）升值7%左右计算，初估2010年全年升值约3%左右，至6.6276水平。
- ◆ 我们一向认为再平衡的实现过程将是未来10年甚至更长时间段中国经济与资本市场演变主轴。这一再平衡实现过程，从根本上决定人民币甚至美元的未来。

# 企业利润仍被低估





# 大类行业利润均被低估





# 季度预测

	2010F	2009	2008	2007	2010F	2010	2009					
	2010	2009	2008	2007	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1
GDP同比	11.0	8.7	9.6	13.0	10.5	10.5	10.9	11.9	10.7	9.1	7.9	6.2
GDP经季节调整环比折年									11.3	11.0	11.4	9.5
<b>工业投资零售</b>												
工业增加值同比	18.0	11.0	12.9	18.5	17.0	17.6	18.0	19.6	17.9	12.3	9.0	5.1
名义零售额同比	17.9	15.5	21.6	16.8	18.7	18.0	17.2	17.9	16.5	15.4	15.0	15.0
固定资产当月投资同比	25.0	30.5	26.1	25.8	29.1	23.2	22.0	26.4	26.2	32.9	35.9	28.6
<b>对外贸易</b>												
出口同比	20.5	-15.9	17.2	25.8	15.1	19.4	21.3	28.7	0.2	-20.3	-23.4	-19.7
进口同比	30.6	-11.3	18.5	20.8	18.0	25.4	28.2	64.6	22.3	-12.0	-20.2	-30.8
贸易余额(十亿美元)	137.5	196.1	295.5	262.7	62.3	29.6	25.7	14.5	61.5	39.3	34.9	62.5
<b>货币信贷</b>												
M1同比	22.0	32.4	9.1	21.0	22.0	24.5	27.1	29.9	32.4	29.5	24.8	17.0
M2同比	19.0	27.7	17.8	16.7	19.0	19.0	19.1	22.5	27.7	29.3	28.5	25.5
人民币贷款同比	19.0	31.7	18.7	16.1	19.0	19.2	19.4	21.8	31.7	34.2	34.4	29.8
<b>价格指数</b>												
消费价格指数同比	3.6	-0.7	5.9	4.8	4.6	4.6	3.1	2.2	0.7	-1.3	-1.5	-0.6
工业品出厂价格指数同比	7.7	-5.4	6.9	3.1	8.4	9.8	7.4	5.2	-2.1	-7.7	-7.2	-4.6

注：粗字为预测值。

# 4月预测

%同比	GDP	工业 增加值	名义 零售 额	城镇 固定 资产 当月 投资	CPI	PPI	M1	M2	人民 币贷 款	出口	进口	贸易 余额 (十亿 美元)
1季度预测值	12.0	19.8	17.7	24.0	2.4	5.6	30.4	22.0	22.6	29.0	62.2	19.8
1季度实际值	11.9	19.6	17.9	26.4	2.2	5.2	29.9	22.5	21.8	28.7	64.6	14.5
4月预测值		19.0	18.5	26.5	2.8	6.6	28.0	21.5	21.5	32.6	44.8	7.8
2010年预测值	11.0	18.0	17.9	25.0	3.6	7.7	22.0	19.0	19.0	20.5	30.6	137.5

# Q&A

---

## 欢迎交流

Tel: 8621-38565956 , 8610-66290223

Email: [dongxa@xyzq.com.cn](mailto:dongxa@xyzq.com.cn)

Msn: [xadong@live.cn](mailto:xadong@live.cn)

### 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。