

2010年7月25日

宏观策略部

光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

发达经济体：“低增长”、“低通胀”、“低利率”

——宏观经济周报第 29 期

当前美国经济面临的下行风险主要反映在相对疲软的消费支出，信贷状况依然偏紧，失业率水平高企，楼市持续低迷，经济内生增长动力不足。美联储也看到美国经济前景的不确定性，表示如有需要，将会进一步采取行动。不过，令市场倍感失望的是伯南克在上周的国会陈词中并未提到实施新的刺激经济增长措施。由于黯淡的经济前景可能需要维持低利率一段时间，似乎“低增长”，“低通胀”，“低利率”将成为未来一段时间内美国经济的主要特征。此外，美国总统奥巴马于上周签署金融监管改革议案，以法律的形式将金融监管改革确立为保护消费者的武器。该法案强化了银行资本和流动性标准，以缩小再度重蹈危机的风险。由于这是迄今以来美国最严格的金融监管法案，也令华尔街金融机构承受着巨大压力。

欧元区经济复苏势头有好于预期的迹象：欧元区 7 月份服务业和制造业均超预期上涨，本月消费者信心指数有所改善，5 月份工业订单也有所增加。同时，欧洲银行业的压力测试结果好于预期，接受测试的 91 家欧洲银行中仅有 7 家未能通过（此前预期约有 10 家银行将不能通过压力测试），资本金缺口达 35 亿欧元。

英国方面，得益于制造业强劲的复苏势头和消费支出的增加，英国第二季度 GDP 增长强劲，创下了 2006 年 1 季度以来最大增幅。我们认为虽然第二季度的 GDP 数据喜人，但鉴于英国的预算紧缩等政策的影响，加上消费者信心摇摆不定，英国经济复苏前景依然充满不确定性。特别是近期公布的数据显示出房价回落，工业生产正在减速，预计英国经济在今年下半年可能放缓。

日本政府的 7 月经济月报中，维持对经济正在稳步加速的评估不变，对抗通缩依然是首要任务。考虑到海外需求的放缓，日本政府也指出本国经济有可能会进入一段停滞期。日本央行表示将继续考虑新的措施以提高日本经济增长潜力，而这些支持日本增长型领域的举措并不局限于央行最近的贷款计划。

潘向东（执业证书编号：S0930210010238）

(8610)68561122-1788

(8610)68561288

panxiangdong@ebscn.com

联系人：

刘娟秀

(8610)68566388

liujx@ebscn.com

相关报告：

海外复苏遇阻，我国出口堪忧-宏观经济周报第 28 期

预计经济政策：三季度“真空”，四季度“有限宽松”-宏观经济周报第 27 期

发达经济体将陷入“流动性陷阱”的困局-宏观经济周报第 26 期（2010.6.28-2010.7.4）

海外复苏开始放缓-宏观经济周报第 25 期（2010.6.21-2010.6.27）

人民币为何“重汇改，避升值”？-宏观经济周报第 24 期（2010.6.7-2010.6.20）

“欧债危机”阴霾不散-宏观经济周报第 23 期（2010.5.31-2010.6.6）

国内重“分类调控”，海外偏“宽货币，紧财政”-宏观经济周报第 22 期（2010.5.24-2010.5.30）

经济复苏将成为发达经济体的主旋律-宏观经济周报第 21 期（2010.5.17-2010.5.23）

主权债务危机”与“通胀预期”同行-宏观经济周报第 20 期（2010.5.10-2010.5.16）

避免“二次危机”：“量化宽松”为上策-宏观经济周报第 19 期（2010.5.3-2010.5.9）

中国未来两年是“政策式经济”-宏观经济周报第 18 期（2010.4.26-2010.5.2）

发达经济体：“低增长”、“低通胀”、“低利率”

——宏观经济周报第 29 期（2010.7.19-2010.7.25）

近期美企公布的第二季度业绩财报未能显示营业收入跟随盈利取得理想增幅，令投资者担忧美国经济复苏缺乏可持续性。我们认为，当前美国经济面临的下行风险主要反映在相对疲软的消费支出，信贷状况依然偏紧，失业率水平高企，楼市持续低迷，经济内生增长动力不足。美联储也看到美国经济前景的不确定性，表示如有需要，将采取进一步行动。不过伯南克在上周的国会陈词中并未提到实施新的刺激经济增长措施，使市场倍感失望。由于黯淡的经济前景可能需要维持低利率一段时间，似乎“低成长”，“低通胀”，“低利率”将成为未来一段时间内美国经济的主要特征。此外，美国总统奥巴马于上周签署金融监管改革议案，以法律的形式将金融监管改革确立为保护消费者的武器。金融监管改革法案强化了银行资本和流动性标准，以缩小再度重蹈危机的风险。由于这是美国迄今以来最严格的金融监管法案，也令华尔街金融机构承受着巨大压力。

欧元区经济复苏势头有好于预期的迹象：欧元区 7 月份服务业和制造业均超预期上涨，本月消费者信心指数有所改善，5 月份工业订单也有所增加。同时，欧洲银行业的压力测试结果好于预期，接受测试的 91 家欧洲银行中有 7 家未能通过（此前预期约有 10 家银行将不能通过压力测试），资本金缺口达 35 亿欧元。

英国方面，得益于制造业强劲的复苏势头和消费支出的增加，英国第二季度 GDP 增长强劲，创下了 2006 年 1 季度以来最大增幅。我们认为虽然第二季度的 GDP 数据喜人，但鉴于英国的预算紧缩等政策的影响，加上消费者信心摇摆不定，英国经济复苏前景依然充满不确定性。特别是近期公布的数据显示出房价回落，工业生产正在减速，预计英国经济在今年下半年可能放缓。

日本政府的 7 月经济月报中，维持对经济正在稳步加速的评估不变，对抗通缩依然是首要任务。考虑到海外需求的放缓，日本政府也指出本国经济有可能会进入一段停滞期。日本央行将继续考虑为提高日本经济增长潜力所能采取的新举措，支持日本增长型领域的举措并不局限于央行最近的贷款计划。

1、美国：经济复苏的可持续性受到挑战

美国经济正面临长期增长放缓的压力，使得曾经是美国经济增长动能的消费支出疲软。当前美国消费者谨慎开支的态度，也使得美国楼市持续低迷。美国 7 月 NAHB 房价指数由 6 月的 16 跌至 14，为 2009 年 4 月以来最低，并且是连续第二个月下跌。多数建筑商认为市场形势不佳，该指数自 06 年 4 月以来一直位于分水岭 50 下方。房市再度下滑可能威胁刚刚萌芽的经济复苏。虽然 6 月的营建许可出现增长，环比上升 2.1% 至年率 58.6 万套，但从另一个反映房地产市场状况的领先指标—新屋开工来看，美国 6 月新屋开工环比下降 5% 至季调后的年率 54.9 万套，是 2009 年 10 月以来最低水平。就地区而言，6 月份南部地区新屋开工下降 2.4%，东北部下降 11.3%，中西部下降 6.9%，西部下降 5.9%。此外，在优惠政策到期后，美国成屋销售连续第二个月下滑，美国 6 月成屋销售下降 5.1%，5 月为下降 2.2%，表明缺乏政府刺激计划的美国楼市复苏仍非常缓慢。

上周公布的美国就业数据并未看到积极迹象。根据美国劳工部公布，6 月有多达 27 个州就业人口减少，其中加州和纽约州降幅最大，表明就业市场增长减缓是普遍现象。此外，截至 7 月 17 日当周，美国首次初请失业

金人数环比增加了 3.7 万人，至 46.4 万人。

我们认为，当前美国经济面临的下行风险主要反映在相对疲软的消费支出，信贷状况依然偏紧，失业率水平高企，楼市持续低迷，经济内生增长动力不足。美联储也看到美国经济前景的不确定性，声称如有需要，将采取进一步行动。不过伯南克在上周的国会陈词中并未提到实施新的刺激经济增长措施，使市场倍感失望。由于黯淡的经济前景可能需要维持低利率一段时间，似乎“低增长”，“低通胀”，“低利率”将成为未来一段时间内美国经济的主要特征。

此外，美国总统奥巴马于上周签署金融监管改革议案，以法律的形式将金融监管改革确立为保护消费者的武器。新规定意味了“将不会再有用纳税人的钱的拯救方案”，该议案将为银行家、企业和消费者带来确定性。同时，金融监管改革法案强化了银行资本和流动性标准，以缩小再度重蹈危机的风险。由于这是美国迄今以来最严格的金融监管法案，也令华尔街金融机构承受着巨大压力。

图 1：美国 NAHB 房价指数

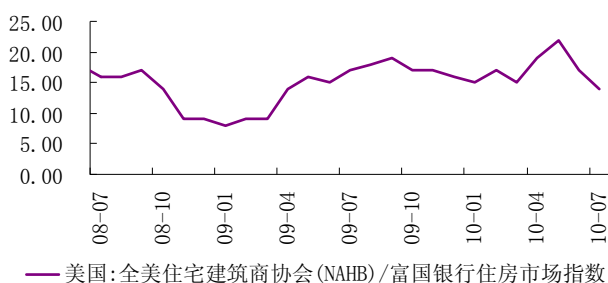
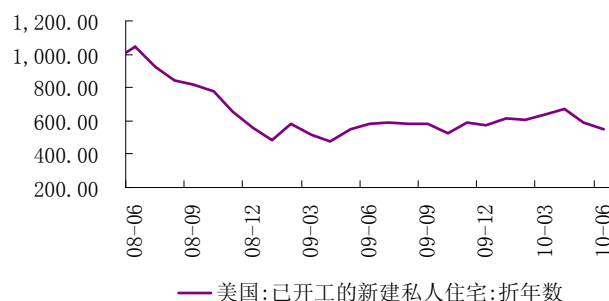
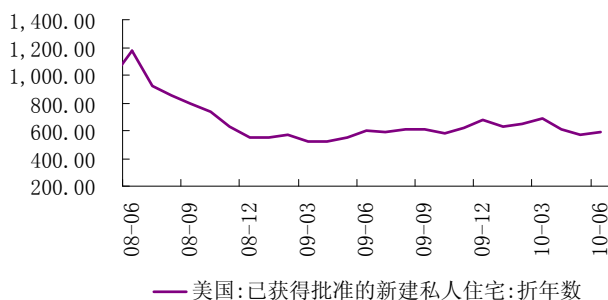


图 2：美国新屋开工折年数



资料来源：CEIC，光大证券

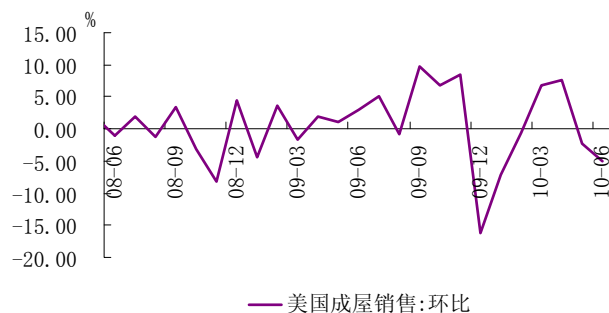
图 3：美国营建许可折年数



资料来源：CEIC，光大证券

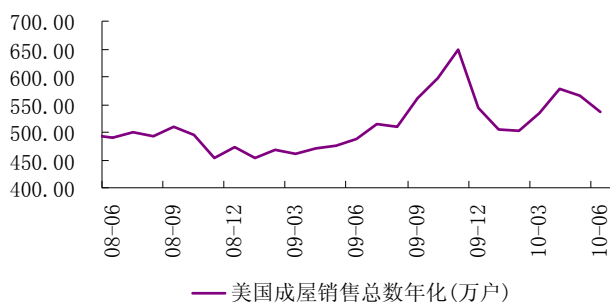
资料来源：CEIC，光大证券

图 4：美国成屋销售环比



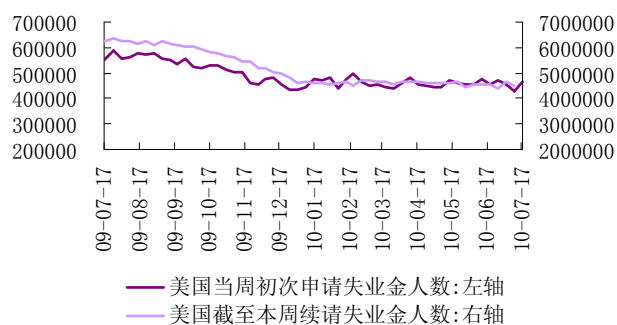
资料来源：CEIC，光大证券

图 5：美国成屋销售折年数



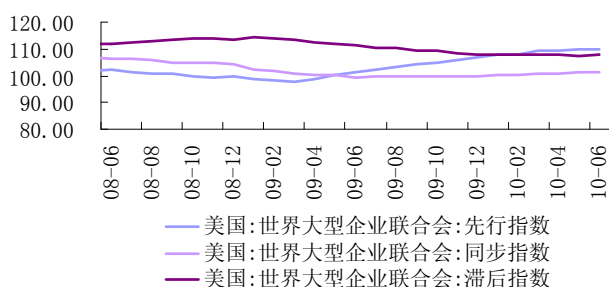
资料来源：CEIC，光大证券

图 6：美国当周初请失业金与续请失业金人数



资料来源：CEIC，光大证券

图 7：美国咨商会先行指数



资料来源：CEIC，光大证券

2、欧元区：经济复苏仍在延续

首先，欧元区 5 月工业订单获得超预期的良好表现，环比上升 3.8%，同比上升 22.7%，订单的激增表明欧元区制造业的复苏可能会持续。

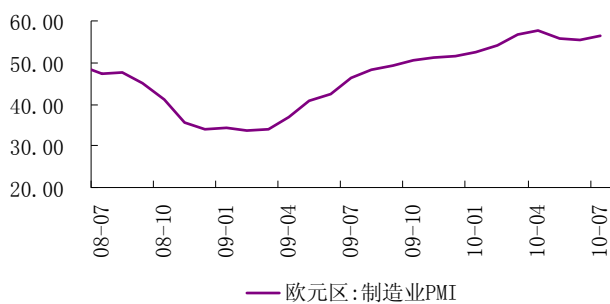
其次，采购经理人的调查显示，欧元区 7 月综合采购经理人指数初值增至 56.7，其中制造业指数增至 56.5，服务业指数增至 56.0，暗示经济在第三季度开头增长趋于强劲。欧元区各成员国中，德国 7 月制造业采购经理人指数初值为 61.2，而 7 月服务业采购经理人初值为 57.3，表明 7 月私营部门复苏步伐加快。法国 7 月服务业采购经理人初值增至 61.3，而制造业采购经理人指数初值降至 10 个月低点 53.7。

再次，随着对欧元区债务危机担忧的逐步缓和，欧元区 7 月消费者信心好转，由 6 月的 -17 升至 -14.1，创 26 个月来高点。我们认为，继欧元区制造业和服务业采购经理人数据改善之后，7 月消费者信心指数也回升，预示着欧元区经济在第三季度的表现有可能好于预期。

另外，5 月欧元区出口环比上升 5.8% 至 1316 亿欧元，为 2008 年 9 月以来最高水平。尽管出口增长强劲，但欧元区 5 月经常帐赤字扩大至 58 亿欧元，因收入和经常转移账户的赤字状况。截止 5 月的 12 个月以来，经常帐赤字累计为 439 亿欧元，约占欧元区 GDP 的 0.5%。同时，欧元区 5 月建筑业产出连续第二个月出现下滑，环比下降 1%，同比下降 6.3%，主要是因为作为欧洲的最大经济体——德国建筑业产出出现下降（环比下降 2.3%）。此外，法国 5 月建筑业产出环比持平，西班牙环比下降 1%。

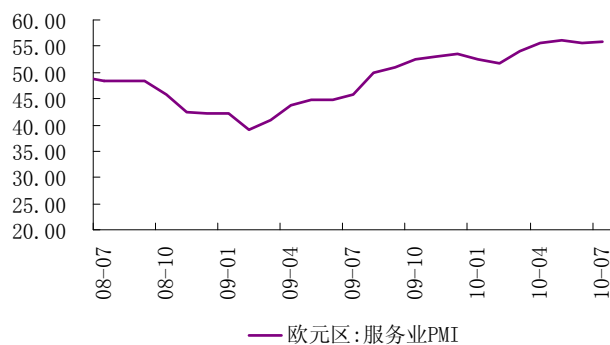
上周欧元区各主要成员国公布的经济数据是好坏参半：德国最新公布的经济数据高于预期，表明所有经济领域都有所改善。德国7月商业信心指数意外升至3年高点。7月Ifo商业景气指数由6月份的101.8升至106.2，为2007年7月以来最高，商业现况指数为106.8，同时，商业预期指数为105.5。受中间产品价格上涨影响，德国6月生产者物价指数环比上升0.6%，同比上升1.2%，涨幅均超过此前市场预期。海外需求强劲增长推动了意大利5月工业订单环比上升3.2%，同比上升26.6%，是2005年以来最快年增速。然而，西班牙5月不良贷款额突破1000亿欧元，不良贷款率处于15年来最高水平，同时破产企业数量增加，在经济下滑背景下失业率持续上升。法国7月INSEE商业景气指数小幅改善，该指数自6月的95升至98。不过，法国消费者信心仍处于低水平。7月消费者信心指数稳定在-39，略好于市场预期的-40。此外，因爱尔兰政府负债增加致其财政实力下降等原因，穆迪上周一表示决定将其债券评级由Aa1下调至Aa2，并将爱尔兰评级前景由“负面”转为“稳定”。

图8：欧元区制造业PMI指数



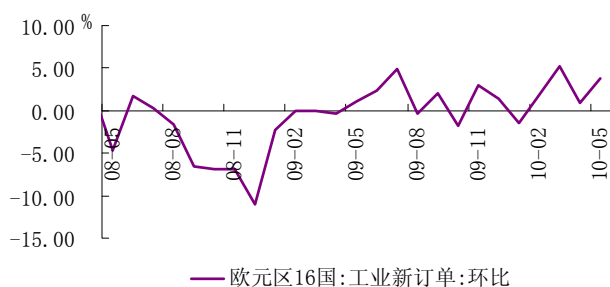
资料来源：CEIC，光大证券

图9：欧元区服务业PMI指数



资料来源：CEIC，光大证券

图10：欧元区工业新订单环比



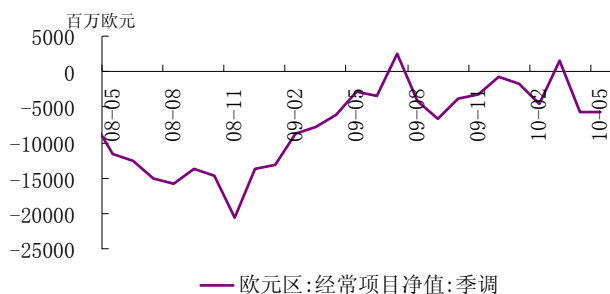
资料来源：CEIC，光大证券

图11：欧元区工业新订单同比



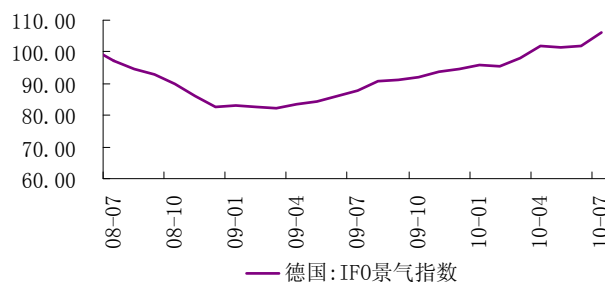
资料来源：CEIC，光大证券

图 12: 欧元区经常项目净值



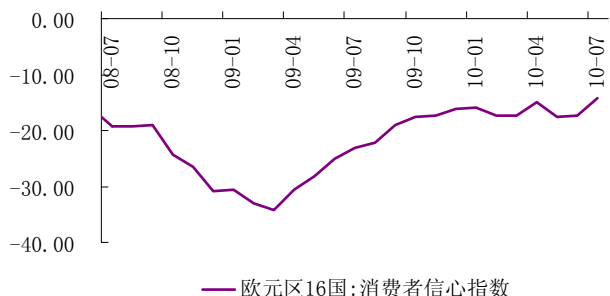
资料来源: CEIC, 光大证券

图 13: 德国 IFO 景气指数



资料来源: CEIC, 光大证券

图 14: 欧元区消费者信心指数



资料来源: CEIC, 光大证券

3、英国: 下半年经济增速将放缓

英国方面, 得益于制造业强劲的复苏势头和消费支出的增加, 英国第二季度 GDP 增幅强劲。数据显示, 英国 2 季度 GDP 季率上升 1.1%, 好于之前市场所预测的上升 0.6%, 创 2006 年 1 季度以来最大增幅; 英国 2 季度 GDP 年率上升 1.6%, 好于市场预期值上升 1.1%。其中, 英国第二季度制造业上升 1.6%, 为 1993 年第三季度以来最快; 英国第二季度建筑业上升 6.6%, 为 1963 年第二季度以来最快; 英国第二季度服务业上升 0.9%, 为 2007 年第一季度以来最快。

我们认为, 强劲的第二季度 GDP 数据缓解了市场对欧元区采取财政紧缩措施后将影响经济复苏的担忧。虽然第二季度的 GDP 数据喜人, 但鉴于英国的预算紧缩等政策的影响, 加上消费者信心摇摆不定, 英国经济复苏前景依然充满不确定性。特别是近期公布的数据显示房价回落, 工业生产正在减速, 预计英国经济在今年下半年将放缓。

英国 7 月 Rightmove 房价指数环比下降 0.6%, 为今年来首次下降。房价回落的原因是待售房屋量增加, 令买家获得更多主动权。伦敦 6 月零售销售强劲增长, 年率增幅创逾三年半来最高水平, 显示出伦敦消费者对经济持更乐观的态度。特别是受促销和世界杯的推动, 英国 6 月零售销售环比上升 0.7%, 同比上升 1.3%, 好于预

期。不过，考虑到经济复苏力度存在不确定性、2011 年 1 月即将上调销售税以及公共部门就业前景黯淡，零售销售强劲增长的持续性受到质疑。英国 6 月公共部门债务占 GDP 比创 1993 年 3 月以来最高，该国政府 6 月公共部门净借款 145 亿英镑，主要因政府税收增长放缓。英国 7 月工业产出指数由 6 月的 15 降至 6；订单指数由-23 改善至-16，为 2008 年 8 月以来最强劲水平，但出口订单指数由-2 降至-12。总体来看，英国 7 月工业产出增长连续第二个月减速，表明经济复苏在丧失一些动力。而在截至 7 月的三个月，制造业产出以 15 年来最快速度增长，对英国制造的产品的需求持续增强，企业重新增加库存。预计未来生产会进一步上升，但速度将会更加缓和。英国央行公布的 7 月政策会议纪要显示，将维持利率和量化宽松规模不变，并考虑进一步扩大货币宽松政策和适度紧缩政策。

4、日本：经济进入停滞期

日本方面，该国 5 月同步指标修正值仍为 101.2，出现 14 个月来首次下降。5 月领先指标修正值为 98.6，连续第二个月较上月出现下降。第二季度日本企业银行贷款需求两个季度以来首次下降，企业融资需求指数降至近 6 年以来最低水平，显示出中小企业复苏缓慢导致管理者不愿借款，预示着企业资本支出减少。由于企业支出在经济复苏中起很大作用，这将拖累日本经济复苏。此外，日本 5 月所有产业活动指数环比上升 0.2%，同比上升 3.4%。除第三产业活动指数环比下滑 0.9% 之外，制造业、政府部门以及建筑业分别上升了 0.1%、0.9% 和 8.9%。

日本政府的 7 月经济月报中，维持对经济正在稳步加速的评估不变，对抗通缩依然是首要任务。考虑到海外需求的放缓，日本经济将进入停滞期。日本央行表示将继续考虑采取新的举措以提高日本经济增长潜力，而这些举措并不局限于央行最近的贷款计划。

附表

附表 1: 一周重要海外经济数据公布一览表 (2010. 7. 19-2010. 7. 23)

公布时间	经济事件	前期值	现公布值	关注程度
7-19 周一	欧元区 5 月季调后经常帐 (欧元)	-51 亿	-58 亿	高
7-19 周一	欧元区 5 月末季调经常帐 (欧元)	-69 亿	-167 亿	高
7-19 周一	美国 7 月 NAHB 房价指数	17. 0	14. 0	高
7-20 周二	澳洲联储公布 7 月货币政策会议记录			高
7-20 周二	德国 6 月生产者物价指数 (年率)	+0. 9%	+1. 7%	高
7-20 周二	德国 6 月生产者物价指数 (月率)	+0. 3%	+0. 6%	高
7-20 周二	意大利 5 月季调后工业订单 (月率)	+4. 7%	+3. 2%	高
7-20 周二	意大利 5 月末季调工业订单 (年率)	+20. 6%	+26. 6%	高
7-20 周二	英国 6 月公共部门净借款 (英镑)	+160 亿	+145 亿	高
7-20 周二	英国 6 月政府收支短差 (英镑)	+120 亿	+209 亿	高
7-20 周二	英国 7 月 CBI 工业订单预期差值	-23. 0	-16. 0	高
7-20 周二	美国 6 月新屋开工 (年化月率)	-10. 0%	-5. 0%	高
7-20 周二	美国 6 月新屋开工总数年化 (万户)	59. 3	54. 9	高
7-20 周二	美国 6 月营建许可总数 (万户)	57. 4	58. 6	高
7-20 周二	加拿大央行公布指标利率决定	0. 50%	0. 75%	高
7-21 周三	日本央行公布 6 月 4 日货币政策会议记录			高
7-21 周三	英国央行公布 7 月 7-8 日货币政策委员会 (MPC) 会议记录			高
7-22 周四	德国 7 月 Markit/BME 服务业采购经理人初值	54. 8	57. 3	高
7-22 周四	德国 7 月 Markit/BME 制造业采购经理人指数初值	58. 4	61. 2	高
7-22 周四	欧元区 Markit7 月服务业采购经理人指数初值	55. 5	56. 0	高
7-22 周四	欧元区 Markit7 月制造业采购经理人指数初值	55. 6	56. 5	高
7-22 周四	英国 6 月季调后零售销售 (年率)	+2. 2%	+1. 3%	高
7-22 周四	英国 6 月季调后零售销售 (月率)	+0. 6%	+0. 7%	高
7-22 周四	欧元区 5 月工业订单 (年率)	+22. 1%	+22. 7%	高
7-22 周四	欧元区 5 月工业订单 (月率)	+0. 9%	+3. 8%	高
7-22 周四	美国 上周初请失业金人数 (至 0717)	42. 9 万	46. 4 万	高
7-22 周四	美国 上周续请失业金人数 (至 0717)	468. 1 万	448. 7 万	高
7-22 周四	美国 6 月 NAR 季调后成屋销售 (年化月率)	-2. 2%	-5. 1%	高
7-22 周四	美国 6 月 NAR 季调后成屋销售总数年化 (万户)	566	537	高
7-22 周四	美国 6 月谘商会领先指标	109. 9	109. 8	高
7-22 周四	美国 6 月谘商会领先指标 (月率)	+0. 4%	-0. 2%	高
7-22 周四	欧元区 7 月消费者信心指数	-17. 3	-14. 1	高
7-23 周五	德国 7 月 Ifo 商业景气指数	101. 8	106. 2	高
7-23 周五	德国 7 月 Ifo 商业现况指数	101. 1	106. 8	高
7-23 周五	德国 7 月 Ifo 商业预期指数	102. 4	105. 5	高

7-23 周五	英国 第二季度 GDP 初值 (季率)	+0.3%	+1.1%	高
7-23 周五	英国 第二季度 GDP 初值 (年率)	-0.2%	+1.6%	高

资料来源：光大证券

附表 2：主要央行当前利率变化

国家	当前利率水平	上一次利率调整时间	下一次会议时间	预期
美国	0-0.25%	10 年 4 月 27 日减息 0 点	7 月 24 日	利率不变
欧洲	1.00%	10 年 5 月 6 日减息 0 点	8 月 5 日	利率不变
日本	0.10%	10 年 5 月 21 日减息 0 点	8 月 10 日	利率不变
英国	0.50%	10 年 5 月 10 日减息 0 点	8 月 5 日	利率不变
加拿大	0.75%	10 年 7 月 20 日升息 0.25 点	9 月 8 日	利率不变
澳大利亚	4.50%	10 年 6 月 1 日减息 0 点	8 月 6 日	利率不变
新西兰	2.75%	10 年 6 月 10 日升息 0.25 点	7 月 29 日	利率不变

资料来源：各央行官网，光大证券

未来一周重点关注的经济数据

根据对近期海外宏观经济的分析，在未来新的一周里，我们建议投资者重点关注以下即将公布的经济数据。

附表 3：新一周内海外重点经济数据公布

时间	地区	数据名称	前值
2010-7-26 周一	日本	日本 6 月季调后商品贸易帐 (日元) (海关)	+3242 亿
	日本	日本 6 月商品出口 (年率) (海关)	+32.1%
	日本	日本 6 月商品出口 (十亿日元) (海关)	5311.044
	日本	日本 6 月商品进口 (年率) (海关)	+33.4%
	日本	日本 6 月商品进口 (十亿日元) (海关)	4986.807
	美国	美国 6 月新屋销售 (年化月率)	-32.7%
	美国	美国 6 月新屋销售总数年化 (万户)	30.0
2010-7-27 周二	美国	英国 7 月 CBI 零售销售差值	-5
	美国	美国 7 月谘商会消费者信心指数	52.9
2010-7-28 周三	美国	美国 6 月耐用品订单 (月率)	-0.6%
2010-7-29 周四	日本	日本 6 月季调后零售销售 (月率)	-2.0%
	日本	日本 6 月零售销售 (年率)	+2.8%
	欧元区	欧元区 7 月消费者信心指数	-17.0
2010-7-30 周五	日本	日本 6 月全国核心消费者物价指数 (年率)	-1.2%
	日本	日本 6 月全国消费者物价指数	99.7
	日本	日本 6 月全国消费者物价指数 (年率)	-0.9%
	日本	日本 6 月失业率	5.2%
	日本	日本 6 月受薪者家庭支出 (年率)	-3.4%
	日本	日本 6 月所有家庭支出 (年率)	-0.7%

	日本	日本 6 月所有家庭支出(月率)	+0.7%
	日本	日本 7 月东京核心消费者物价指数(年率)	-1.3%
	日本	日本 7 月东京消费者物价指数	99.2
	日本	日本 7 月东京消费者物价指数(年率)	-0.9%
	美国	美国 第二季度 GDP 平减指数初值	+1.1%
	美国	美国 第二季度个人消费支出物价指数初值(年化季率)	+1.6%
	美国	美国第二季度核心个人消费支出物价指数初值(年化季率)	+0.7%
	美国	美国 第二季度劳工成本指数(季率)	+0.6%
	美国	美国 第二季度年化实际 GDP(十亿美元)	13238.6
	美国	美国 第二季度实际 GDP 初值(年化季率)	+2.7%
	美国	美国 7 月芝加哥采购经理人指数	59.1
数据来源：光大证券			

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓风	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。