

2011.05.23

美联储政策退出的三个层次

——海外宏观周报 53 期

	姜超	薛鹤翔	王虎
	021-38676430	021-38674809	021-38676011
	jiangchao6164@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com	wanghu007633@gtjas.com
	S0880511010045	S0880110100143	S0880511010057

本报告导读：

本报告对一周全球宏观经济展开点评与分析

摘要：

- 2011 年 4 月美国房屋市场继续震荡，产能利用率略有下降，费城 PMI 大幅下降，2 季度美国经济的反弹力度很可能会不及预期。美联储 4 月议息会议纪要显示，联储已着手考虑政策退出，QE2 到期后不会推出 QE3 已成为市场和联储的共识。我们认为，对于如何退出，收缩资产负债表和提高联邦基金利率如何安排等技术性问题是第三层次需要考虑的问题，第一层次要考虑的是通胀是否真如联储估计的只是短期现象，不会冲击核心通胀。如果通胀继续上行，政策退出（当然大概率上不是加息）的时点是有可能提前的，尽管这种政策退出举动可能一开始象征意义更强，第二层次要考虑的是美国经济基本面是否已能支持政策退出，尤其是持续的政策退出动作。如果 2 季度美国经济不能在 1 季度低基数基础上有力反弹，这很可能影响到联储政策退出的决心。这三个层级之外，则是财政紧缩与奥巴马的谋求连任。
- 英国 4 月 CPI 同比达到 4.5%，比 3 月提高 0.5%，是 1992 年 5 月以来的高点。同时，RPI 达到 5.21%，连续 4 个月超过 5%。分项来看，烟草、交通、教育上涨居前。展望未来，我们预测英国通胀将在年内突破 5%，英格兰央行 2011 年底或 2012 年年初加息的概率较大。
- 日本 2011 年第 1 季度 GDP 同比下降 0.72%，环比折年下降 3.72%，环比增速继 2010 年第 4 季度下降 3.1% 以来继续下降。造成 GDP 大幅下降的主要原因是地震海啸核泄漏造成的电力短缺、产业链受损对投资、消费、出口造成损伤。我们预计 2 季度日本经济仍将萎缩，经济增速在 -3% 至 -5% 的区间，3 季度经济将反弹，4 季度可能将是全年经济增速的高点。
- 巴西 4 月房价环比上涨 0.48%，同比上涨 6.64%。巴西房屋均价折合美元，为 500 美元/平方米不到，即不到 3500 人民币/平方米，同时平均的同比涨幅也是 10% 不到。以巴西雷亚尔为计价单位，巴西房屋均价从 1994 年 7 月的 250 雷亚尔涨到了 2011 年 4 月的 779.18 雷亚尔，涨幅达到 300%。而同期巴西股指从 1994 年 7 月的 36000 点上涨到 2011 年 4 月的 66000 点，上涨幅度在 190%。因此巴西房市和股市都还便宜。
- 本周发达市场涨少跌多，澳大利亚、英国、法国股市上涨，纳斯达克下跌 1.4%。新兴市场股市涨少跌多，印尼股市上涨 1.7%，越南股市大跌 9.8%。外汇市场上，瑞郎上涨 1.7%，澳元、欧元、英镑反弹，美元指数、日元下跌。大宗商品涨跌互现，小麦大涨 15.9%，铝上涨 8.3%，糖下跌 6.7%。债市普遍上涨，希腊和西班牙债券下跌。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《央票利率意义或重于数量》

2011.05.23

《美国经济显现“滞胀”迹象》

2011.05.16

《工业全面回落、紧缩或未加码》

2011.05.16

《输入性通胀压力降低，加息预期减弱》

2011.05.09

《全球政策趋紧，经济减速将至》

2011.05.09

目 录

一、 美国经济.....	3
1.1 美联储政策退出的步骤.....	3
1.2 费城PMI 大幅度下滑.....	3
1.3 产能利用率.....	4
1.4 房地产市场.....	4
1.5 周度失业数据.....	7
1.6 房贷与零售周度观察.....	8
二、 欧洲经济.....	9
2.1 欧债危机追踪.....	9
2.2 ZEW 经济调查.....	9
2.3 欧元区通胀继续上升.....	10
2.4 英国通胀.....	12
2.5 欧猪国家国债收益率.....	13
2.6 欧元走势.....	14
三、 日本经济:	15
3.1 GDP 环比继续下跌。	15
3.2 私人支出下滑，政府支出上升.....	15
3.3 进出口增速下降.....	16
四、 新兴国家.....	16
4.1 巴西经济： 房市和股市都还便宜.....	16
4.2 俄罗斯经济.....	18
4.3 印度经济.....	18
4.4 南非经济： 4 月通胀低于预期	19
五、 大类资产配置策略.....	20
5.1 大类资产表现.....	20
5.2 大类资产配置.....	26

一、 美国经济

1.1 美联储政策退出的步骤

2011 年 4 月的房屋市场继续震荡，产能利用率略有下降，费城 PMI 大幅度下降，2 季度美国经济的反弹力度很可能会不及预期，我们的中性预测是 2 季度 GDP 环比折年增长 2.7%。5 月 18 日美联储公布了 4 月议息会议纪要，会议纪要显示联储已着手考虑政策退出，QE2 到期后不会推出 QE3 已成为市场和联储的共识。

4 月份议息纪要还显示，FOMC 原则同意将引导货币政策正常化过程：1) 正常化速度和次序将由就业最大化和物价稳定的政策目标推动。2) 同意“组合投资将在中期内降至与透过管理联邦基金利率而不是改变美联储资产负债表来实施货币政策相一致的水平”；3) 中期退出策略将包括调整公开市场账户 (SOMA) 资产为国债。这要求联储“在某个时刻出售机构债”；4) 资产出售将提前沟通，并以可以对经济形势作出反应的“可调整步伐进行”。“几乎所有人都表示正常化的第一步应该是停止”机构债/MBS 收益“再投资”，同时或之后很快停止国债本金收益再投资。声明变化将前瞻性指引随后的正常化过程。

我们认为，对于如何退出，收缩资产负债表和提高联邦基金利率如何安排等技术性问题是第三层次需要考虑的问题，对这一层次的问题我们在之前的周报中已经反复讨论，第一层次要考虑的是通胀是否真如联储估计的只是短期现象，不会冲击核心通胀。如果通胀继续上行，政策退出（当然不一定是先加息）的时点是有可能提前的，尽管这种政策退出举动可能一开始象征意义更强，第二层次要考虑的是美国经济基本面是否已能支持政策退出。如果 2 季度美国经济不能在 1 季度低基数基础上有力反弹，这很可能影响联储政策退出的决心。

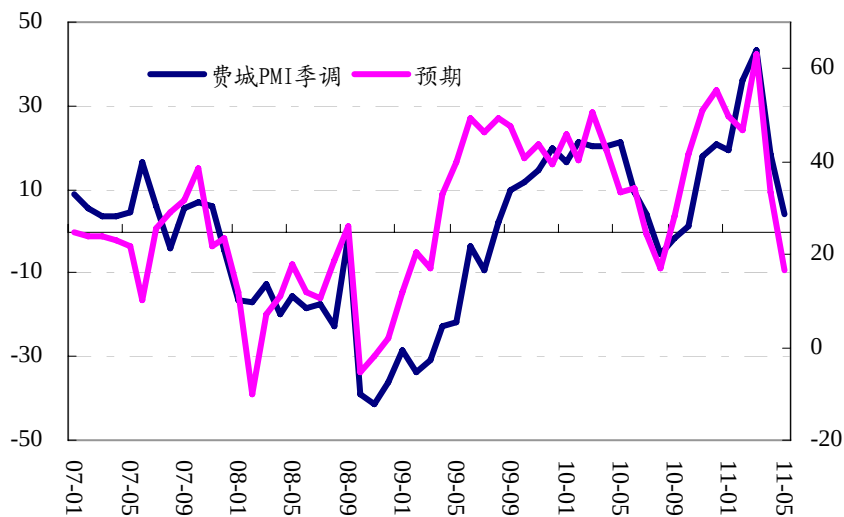
对思考美联储政策退出的三个层次可小结为，第一层次决定了联储政策退出的必要性以及首次行动的时点，第二层次决定了联储政策退出的基础和现实性，第三层级决定联储政策退出的操作性。在这三个层级之外，是财政紧缩与奥巴马的谋求连任。

1.2 费城 PMI 大幅度下滑

2011 年 5 月费城 PMI 读数得 3.9，大幅度低于 4 月 18.5，也低于市场预期的 20，预期指数亦从 4 月的 33.6 大幅下降至 16.6。

图 1：费城 PMI、预期

左右轴单位：%



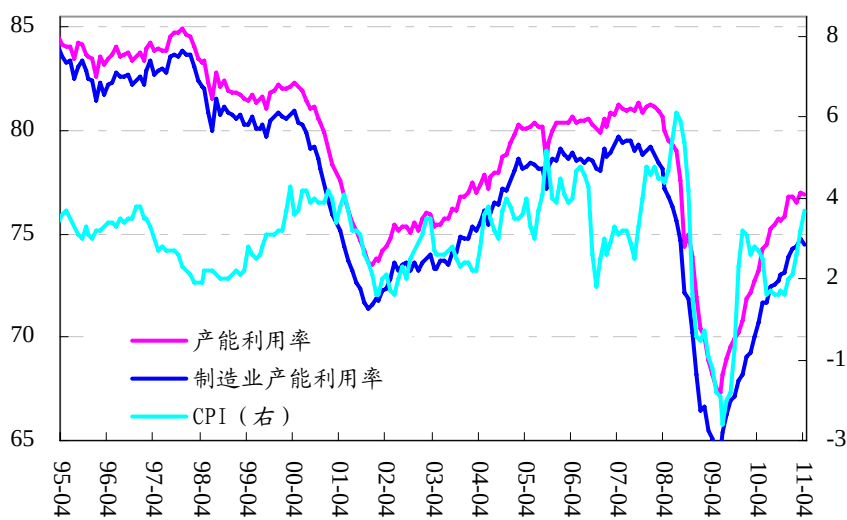
数据来源：国泰君安证券研究，费城联储

1.3 产能利用率

4月全部工业部门产能利用率达到76.91%，较上月下降0.09%，制造业产能利用率达到74.44%，较上月下降0.36%。美国经济没有进一步向过热状态发展，这意味着核心通胀受到的压力可能有所减弱。

图2：产能利用率、CPI

左右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美联储

1.4 房地产市场

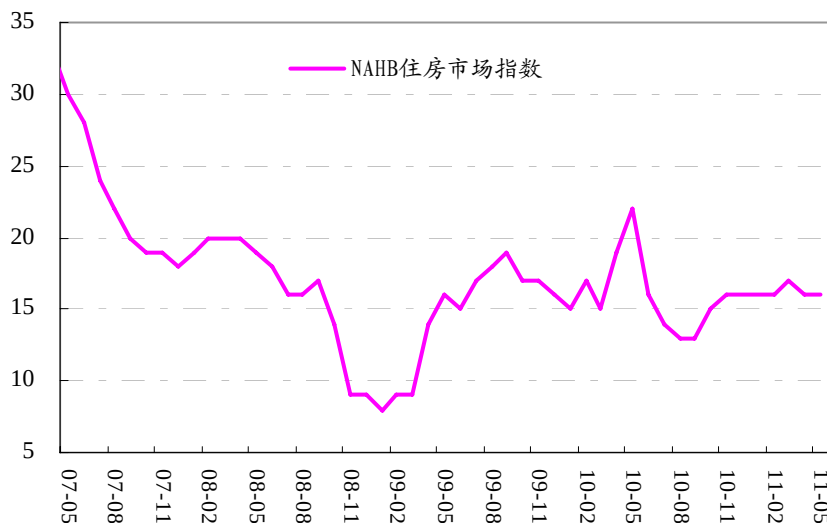
房地产市场的表现用一句话可以概括为：如果这个月数据普遍高于预期，并环比高于上月的话，那么下个月数据就将普遍低于预期，并环比以相似的幅度下降。

1.4.1 NAHB 住宅市场指数

2011年5月NAHB住宅市场指数读数得16，与4月持平，低于市场预期的17。

图 3: NAHB 住宅市场指数

左轴单位: 1



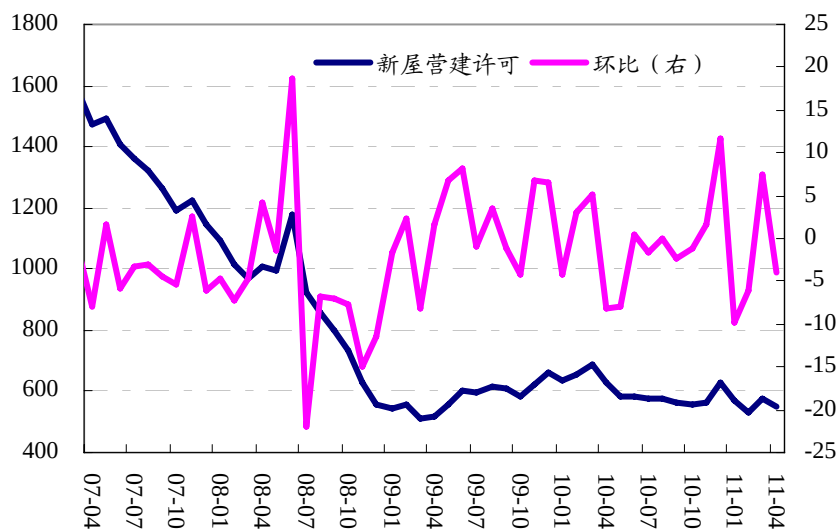
数据来源: 国泰君安证券研究, 全美房屋建筑商协会

1.4.2 营建许可

2011 年 4 月建筑许可读数得 55.1 万套, 低于市场预期的 59 万套, 亦低于 3 月修正后的 57.4 万套, 环比下降 4%。

图 4: 新屋营建许可、环比

左轴单位: 千套 右轴单位: %



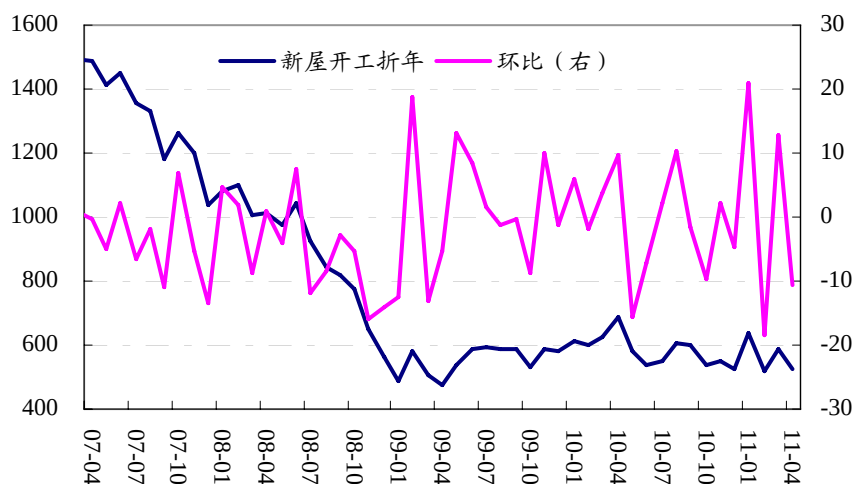
数据来源: 国泰君安证券研究, 美国商务部

1.4.3 新屋开工

2011 年 4 月新屋开工 52.3 万套, 低于市场预期的 56.9 万套, 也低于修正后 3 月的 58.5 万套, 环比下降 10.6%。

图 5: 新屋开工、环比

左轴单位: 千套 右轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，美国商务部

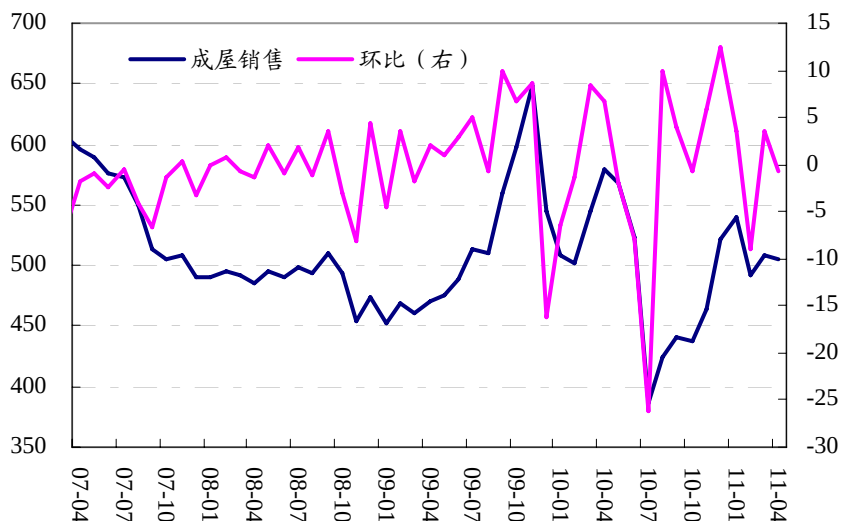
1.4.4 成屋销售

2011 年 4 月成屋销售 505 万套，低于市场预期的 520 万套，亦低于修正后 3 月的 509 万套，环比下降 0.70%。

4 月成屋库存 387 万套，高于 3 月的 352 万套，环比上涨 9.94%。

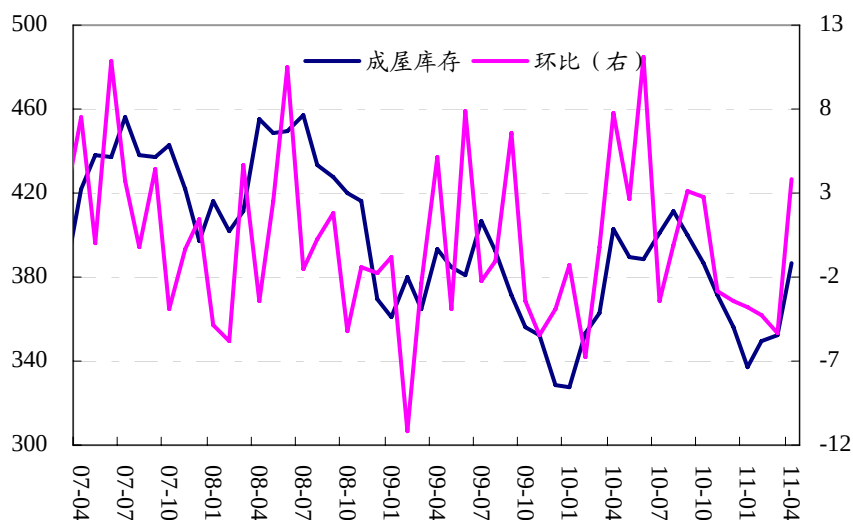
成屋月度供给为 9.2 月，较 3 月提高 0.9 个月。

图 6：成屋销售、环比 左轴单位：万套 右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国商务部

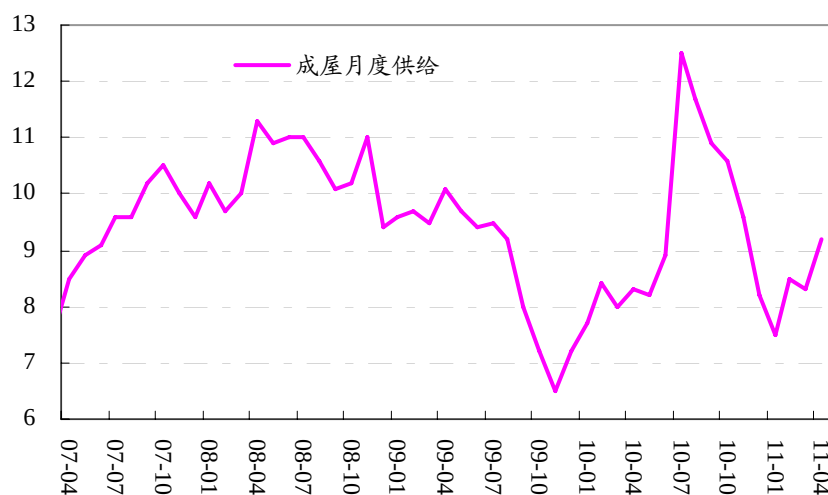
图 7：成屋库存、环比 左轴单位：万套 右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国商务部

图 8：成屋月度供给

左轴单位：月

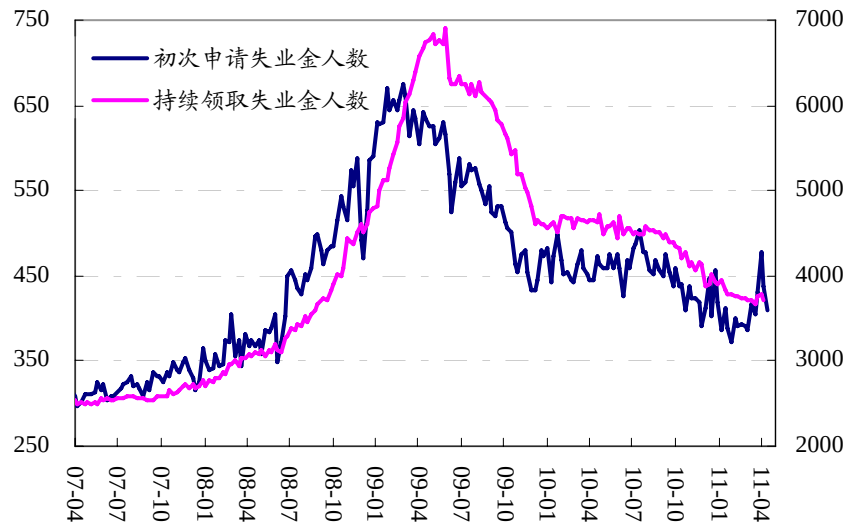


数据来源：国泰君安证券研究，美国商务部

1.5 周度失业数据

5月14日当周首次申请失业金人数达到40.9万人，优于上周的43.8万人，而劣于市场预期的42万人，5月7日当周持续领取失业金人数达到371.1万人，劣于上周的379.2万人，而优于市场预期的372.8万人。

图 9：初次申请失业金人数、持续领取失业金人数 左右轴单位：千人



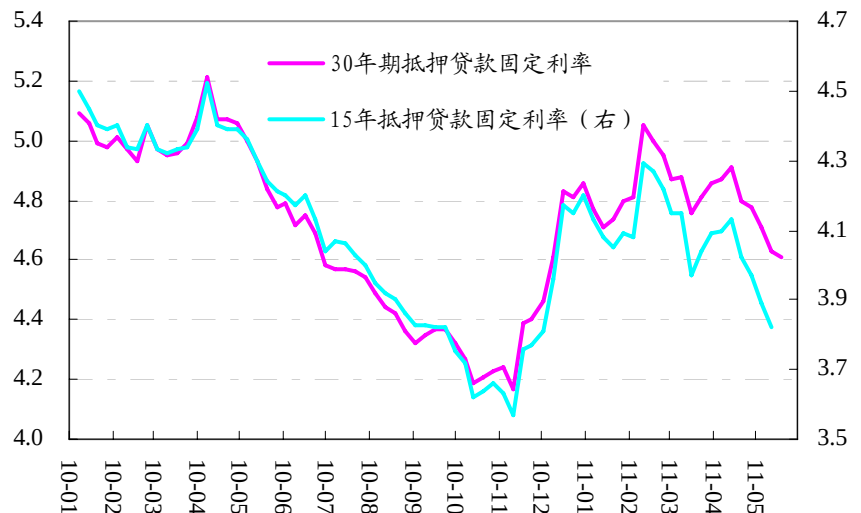
数据来源：国泰君安证券研究，美国劳工部

1.6 房贷与零售周度观察

5月19日当周房贷利率下降,30年期抵押贷款固定利率下降2BP至4.61%,15年期下降2BP至3.80%。

5月17日当周连锁店销售年率增长3.2%,商业零售销售年率增长4.0%,零售仍在强势区域。

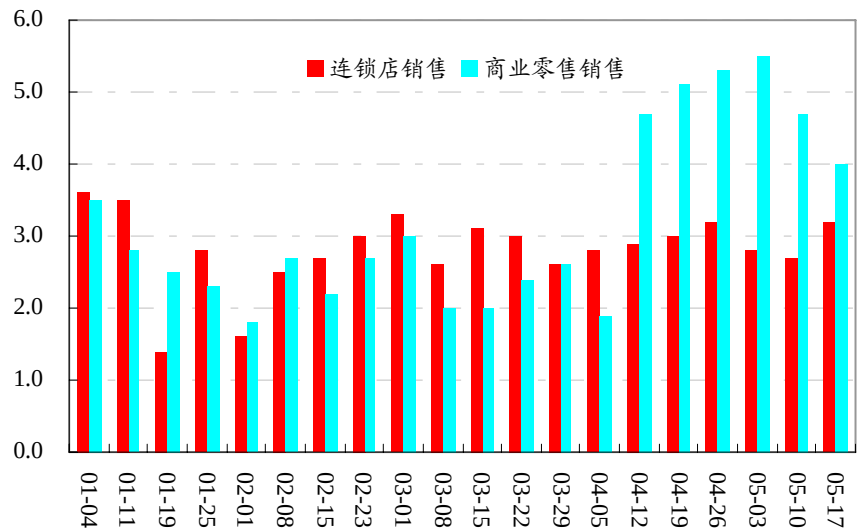
图 10: 30 年、15 年抵押贷款固定利率 左右轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，房地美

图 11: 连锁店、商业零售销售

左轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，外汇网

二、欧洲经济

2.1 欧债危机追踪

我们的欧债危机每日追踪数据库将于近期推出，追踪欧债危机流程，为广大投资者提供最及时的欧债危机信息。

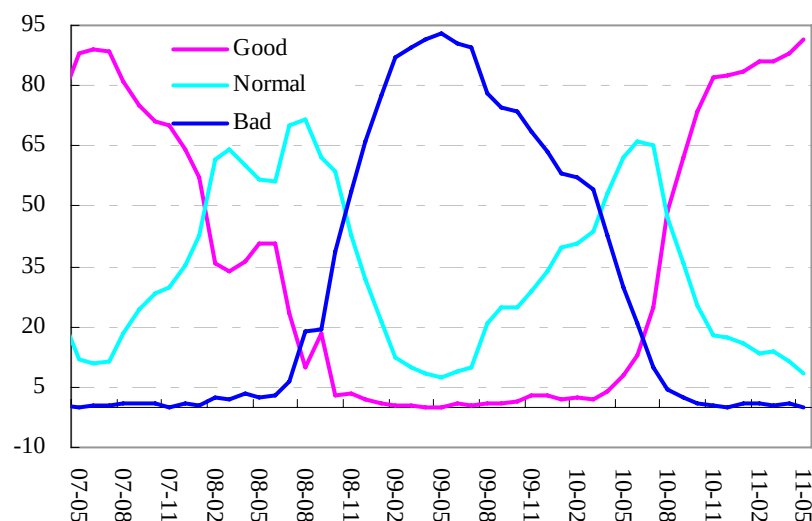
2.2 ZEW 经济调查

5月德国 ZEW 经济调查结果出炉。认为经济 GOOD 的占比达到 91.5%，认为经济 NORMAL 的占比达到 8.5%，认为经济 BAD 的为 0%。

经济预期调查中，认为经济改善的占比 20.1%，较 4 月下降 3.2%，认为经济状况不变的占比 62.9%，认为经济恶化的占比 17%，较 4 月上升 1.3%。

图 12: ZEW 经济调查

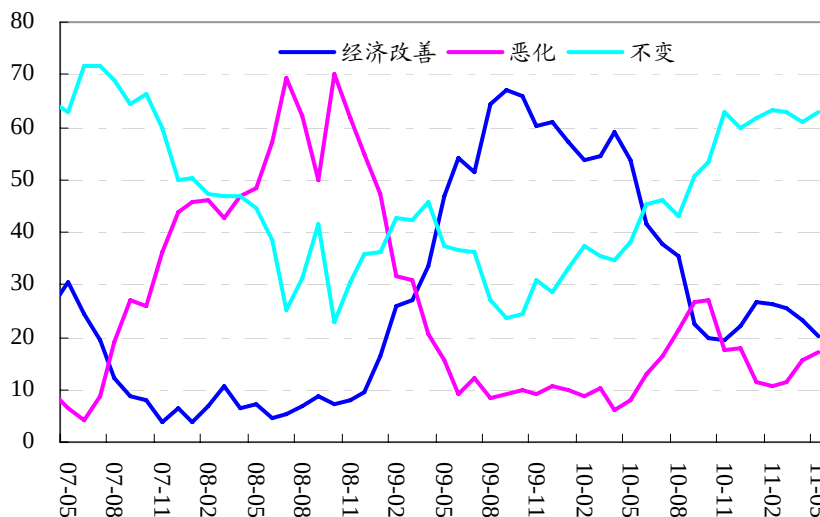
左轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，德国统计局

图 13: ZEW 经济预期调查

左轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，德国统计局

2.3 欧元区通胀继续上升

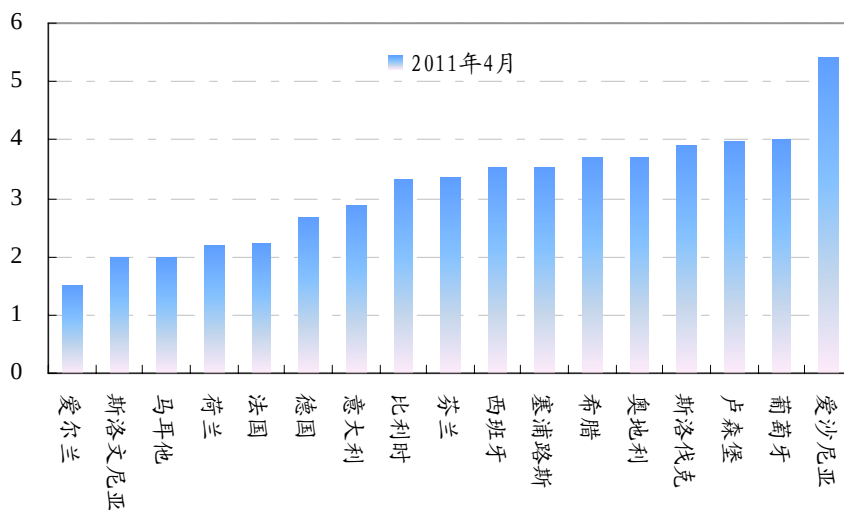
欧元区 4 月通胀 2.8%，与之前公布的预估值一致，同时本周同时公布了各分项数据。分国别来看，爱尔兰、斯洛文尼亚、马耳他、荷兰、法国、德国低于平均水平，葡萄牙通胀达到 4%，爱沙尼亚高达 5.4%。

分项来看，大部分分项通胀低于平均水平，推高通胀的主要原因是烟酒、能源。

本周我们也分析了欧元区 CPI 的权重，得到以下结论。第一，能源占比接近 10%，非能源接近 90%，并且能源权重从 2010 年的 9.559% 上升到 10.364%，这意味着能源价格上涨对通胀的影响变大。第二，水电煤气、交通、食品饮料分居前三位，占比分别达到 15.788%、15.615%、15.348%。第三，CPI 核心部分即为剔除能源、食品饮料、烟酒后的部分，这部分占比接近 70%。

图 14：欧元区各国 4 月通胀

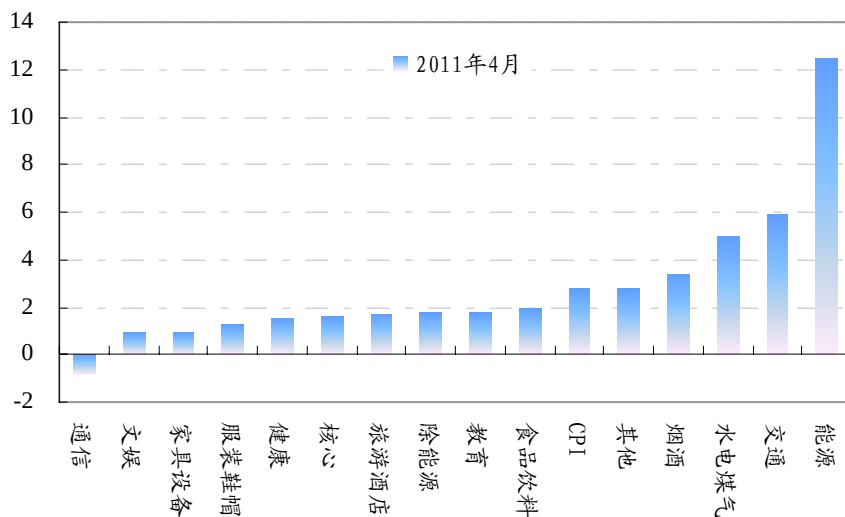
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

图 15：欧元区 4 月通胀分项

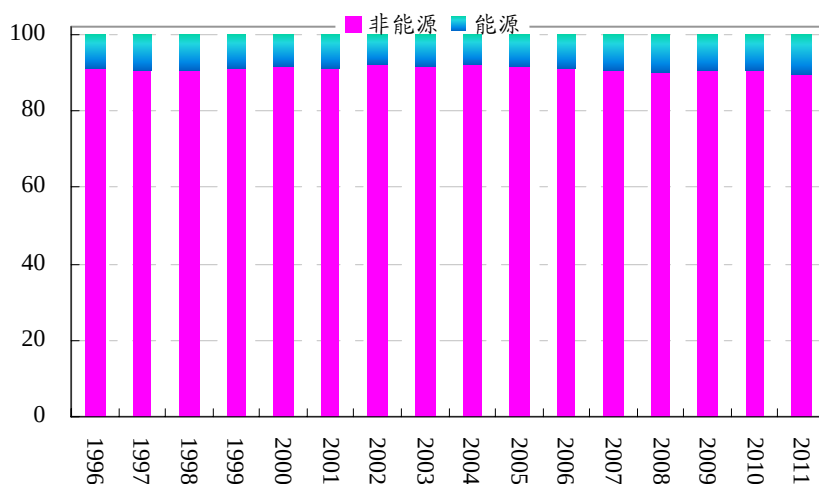
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

图 16: 欧元区 CPI 能源、非能源权重

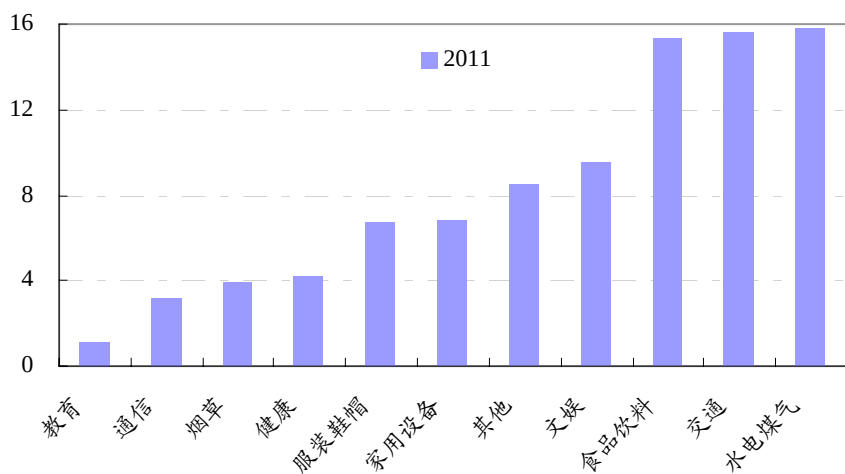
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

图 17: 欧元区 CPI 非能源分项权重

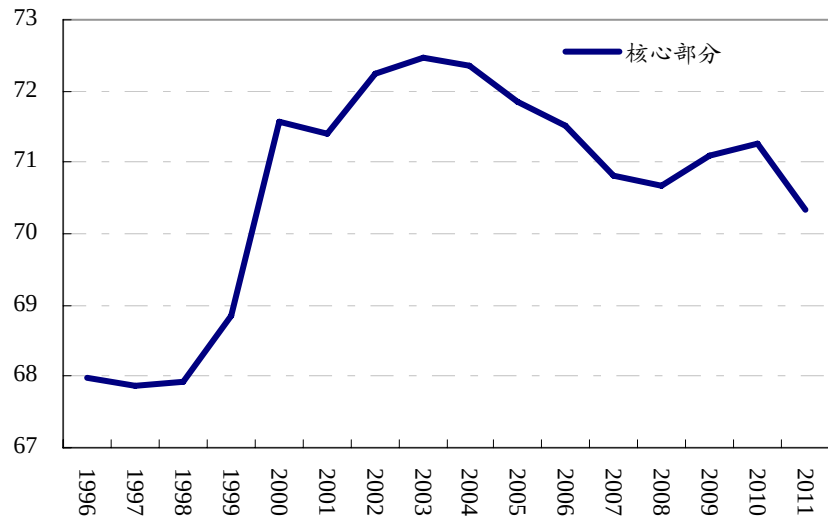
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

图 18: 欧元区 CPI 核心部分权重

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

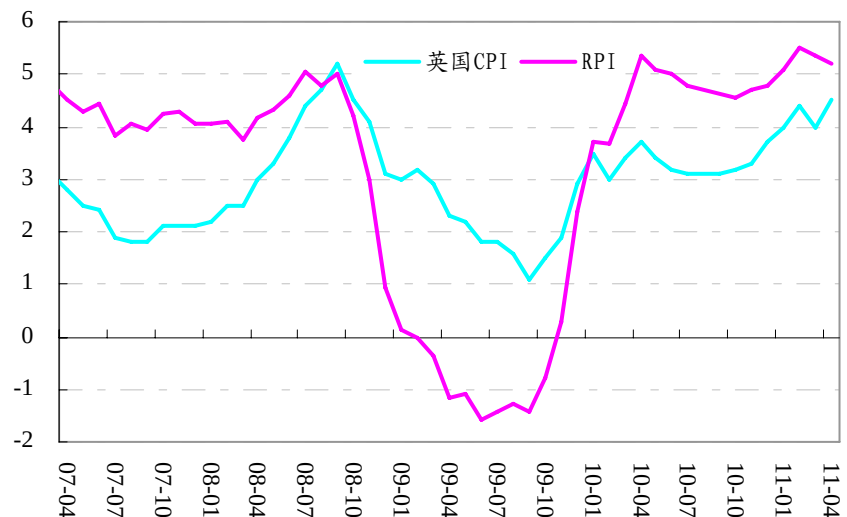
2.4 英国通胀

英国 4 月 CPI 同比达到 4.5%，比 3 月提高 0.5%，是 2008 年 11 月以来的高点。同时，RPI 达到 5.21%，连续 4 月超过 5%。分项来看，烟草、交通、教育上涨居前。

展望未来，我们预测英国通胀将在年内突破 5%，英格兰央行 2011 年底或 2012 年年初加息的概率较大。

图 19：英国 CPI、RPI

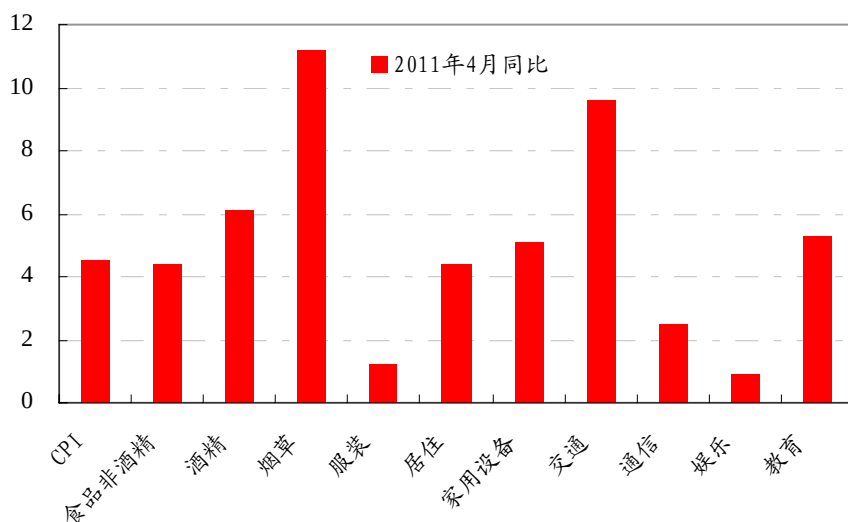
左轴单位：1



数据来源：国泰君安证券研究，英国统计局

图 20：英国 CPI 分项

左轴单位：%



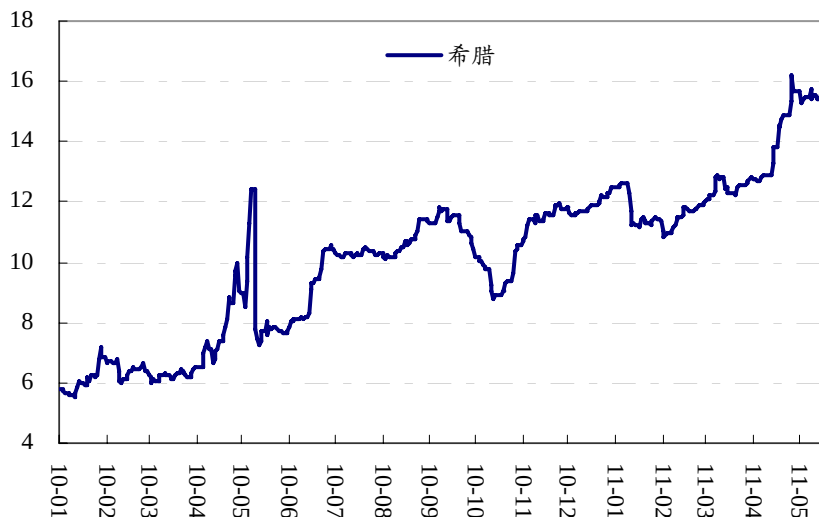
数据来源：国泰君安证券研究，英国统计局

2.5 欧猪国家国债收益率

本周希腊 10 年期国债收益率上升 109BP 至 16.651%，爱尔兰上升 0.7BP 至 10.517%，葡萄牙上升 6.1BP 至 9.276%，西班牙上升 20.6BP 至 5.465%，意大利上升 17BP 至 4.777%。目前最具备危险性的就是希腊，其次是爱尔兰。

图 21：希腊 10 年期国债收益率

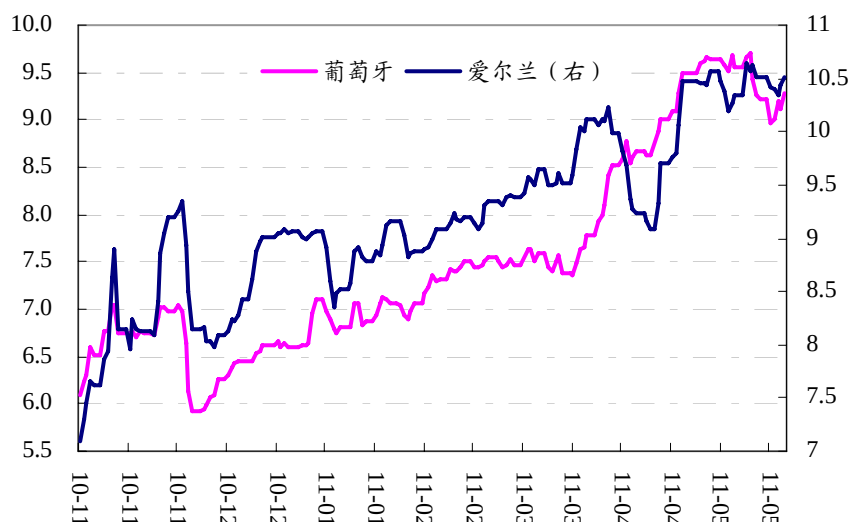
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

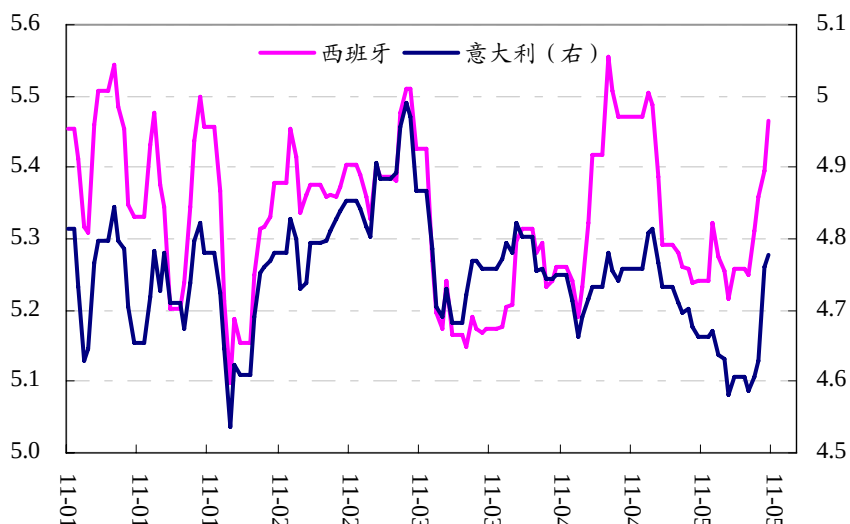
图 22：葡萄牙、爱尔兰 10 年期国债收益率

左右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 23：西班牙、意大利 10 年期国债收益率 左右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

2.6 欧元走势

本周欧元兑美元报收于 1.431，较上周上升 0.02。

图 24：欧元兑美元

左轴单位：1



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

三、 日本经济：

本周关注日本 1 季度 GDP 数据。

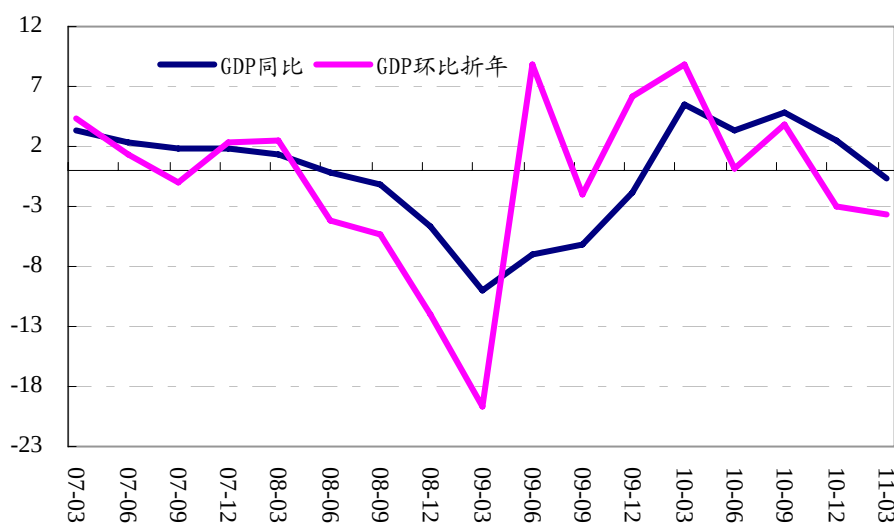
3.1 GDP 环比继续下跌。

日本 2011 年第 1 季度 GDP 同比下降 0.72%，环比折年下降 3.72%，环比增速继 2010 年第 4 季度下降 3.1% 以来继续下降。造成 GDP 大幅下降的主要原因是地震海啸核泄漏造成的电力短缺、产业链受损对投资、消费、出口造成损伤。

我们预计 2 季度日本经济仍将萎缩，经济增速在 -3% 至 -5% 的区间，3 季度经济将反弹，4 季度将是全年经济增速的高点。

图 25：日本 GDP 同比、环比

左轴单位：%



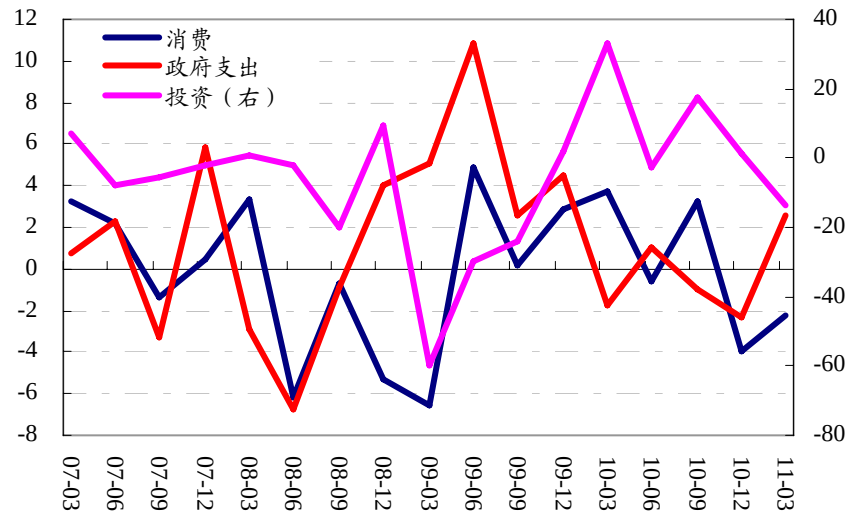
数据来源：国泰君安证券研究，日本总务省

3.2 私人支出下滑，政府支出上升

私人支出下滑，其中消费下跌 2.25%，投资则大跌 13.48%，政府支出上升 2.56%。

图 26：日本消费、投资、政府支出

左轴单位：%



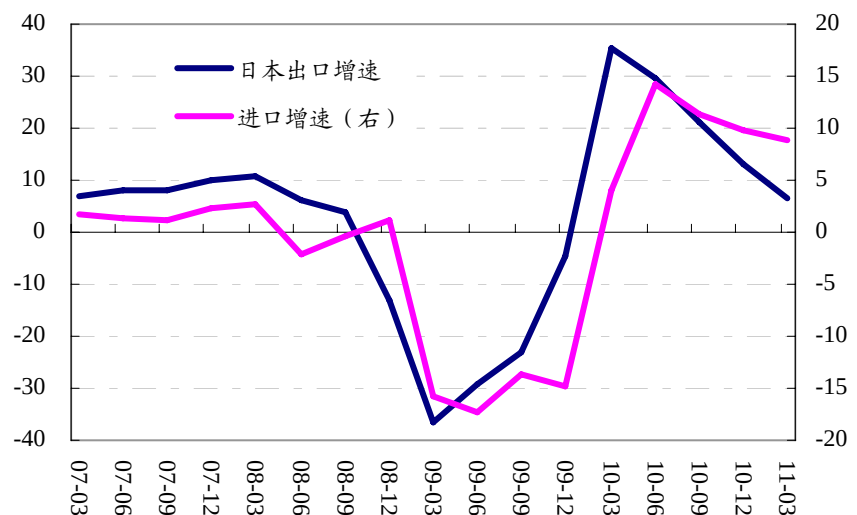
数据来源：国泰君安证券研究，日本总务省

3.3 进出口增速下降

2011 年 1 季度出口同比增长 6.71%，较 2010 年 4 季度的 13.06%大幅度下降，进口同比增长 8.89%，较 2010 年 4 季度的 9.83%略有下降，进口环比折年增长 7.94%。1 季度灾后重建尚未开始，而随着灾后重建的展开，日本的进口会大幅增长，将对当季经济增长形成拖累。

图 27：日本出口同比增速、进口增速

左右轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，日本总务省

四、新兴国家

4.1 巴西经济：房市和股市都还便宜

巴西 4 月房价环比上涨 0.48%，同比上涨 6.64%。巴西房屋均价折合成美元，为 500 美元/平方米不到，即不到 3500 人民币/平方米，同时同比涨幅

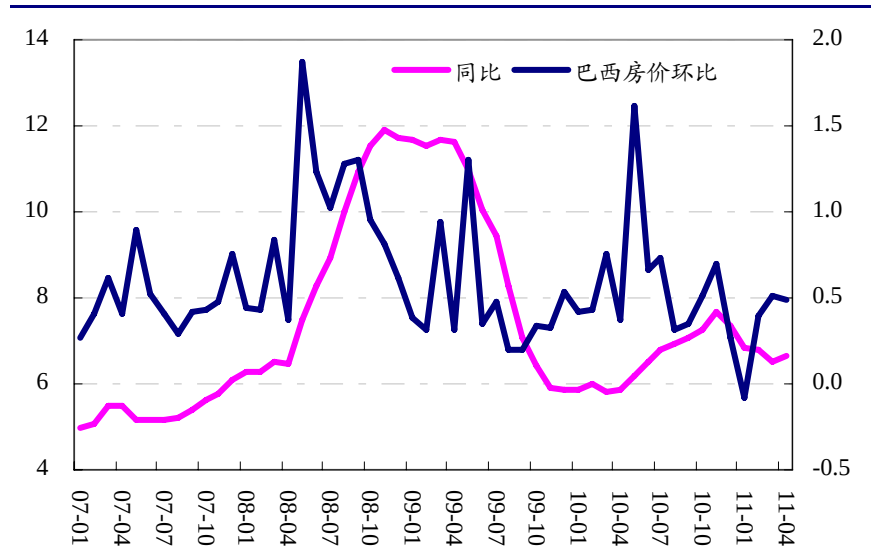
也是 10% 不到。以巴西雷亚尔为计价单位，巴西房屋均价从 1994 年 7 月的 250 雷亚尔涨到了 2011 年 4 月的 779.18 雷亚尔，涨幅达到 300%。

而同期巴西股指从 1994 年 7 月的 36000 点上涨到 2011 年 4 月的 66000 点，上涨幅度在 190%。

因此巴西房市和股市都还便宜。

图 28: 巴西房价环比、同比

左右轴单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 巴西统计局

图 29: 巴西房价

左轴单位: 美元/平方米



数据来源: 国泰君安证券研究, 巴西统计局

图 30: 巴西圣保罗 IBOVESPA 指数

左轴单位: 1

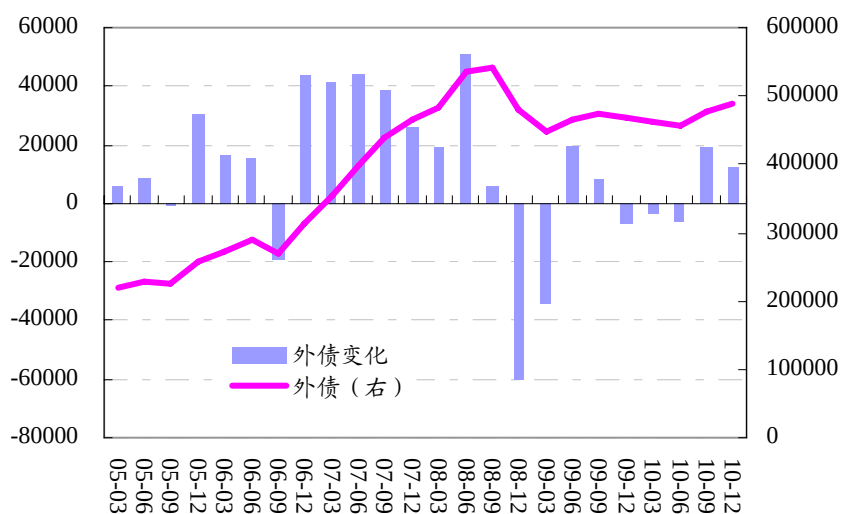


数据来源：国泰君安证券研究，巴西统计局

4.2 俄罗斯经济

俄罗斯 2010 年 4 季度外债余额达到 4886.5 亿美元，较 2010 年 3 季度增长 120.2 亿美元。

图 31：俄罗斯外债、外债变化 左右轴单位：百万美元



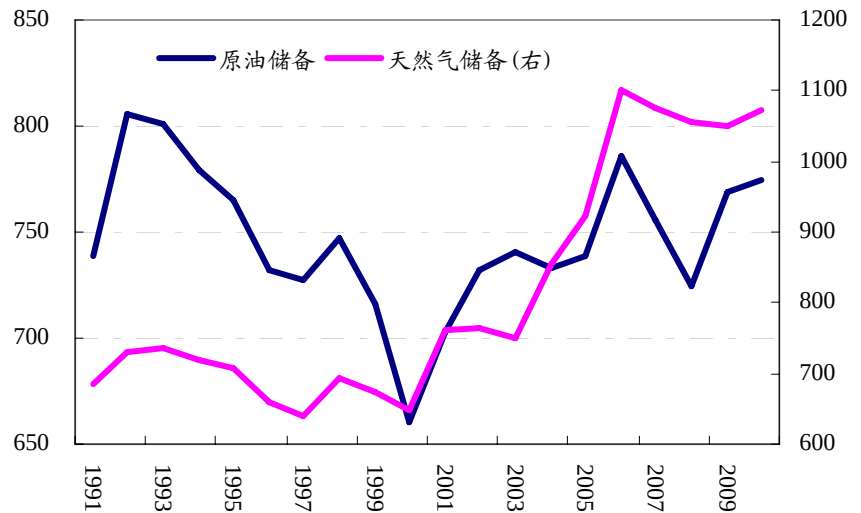
数据来源：国泰君安证券研究，俄罗斯统计局

4.3 印度经济

能源需求与瓶颈越来越受到世界的关注。

印度 2010 年的原油储备达到 7.75 亿吨，天然气储备达到 10.74 亿立方米。

图 32：印度原油、天然气储备 左轴单位：百万吨 右轴单位：百万方



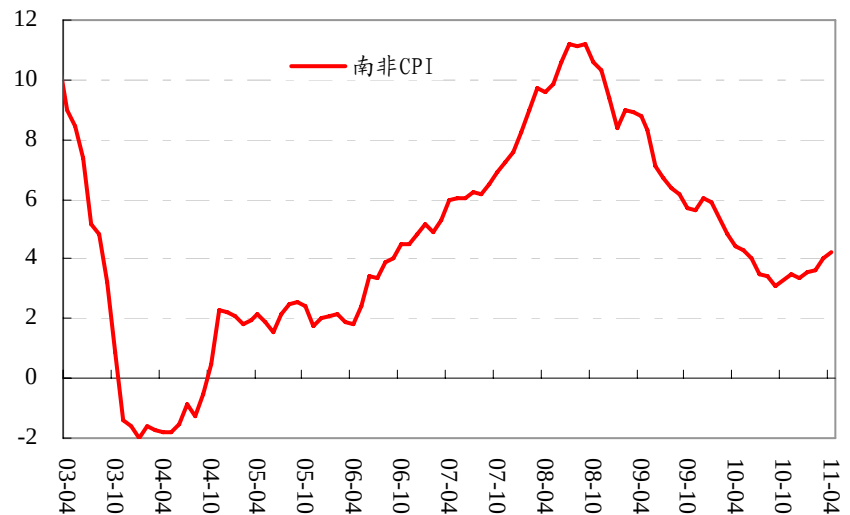
数据来源：国泰君安证券研究，印度统计局

4.4 南非经济：4月通胀低于预期

南非4月CPI同比增长4.23%，低于市场预期的4.4%。推升通胀的主要是长期因素，比如教育、医疗保健、住房，4月涨幅分别达到8.87%、6%、6.84%。

图 33：南非 CPI

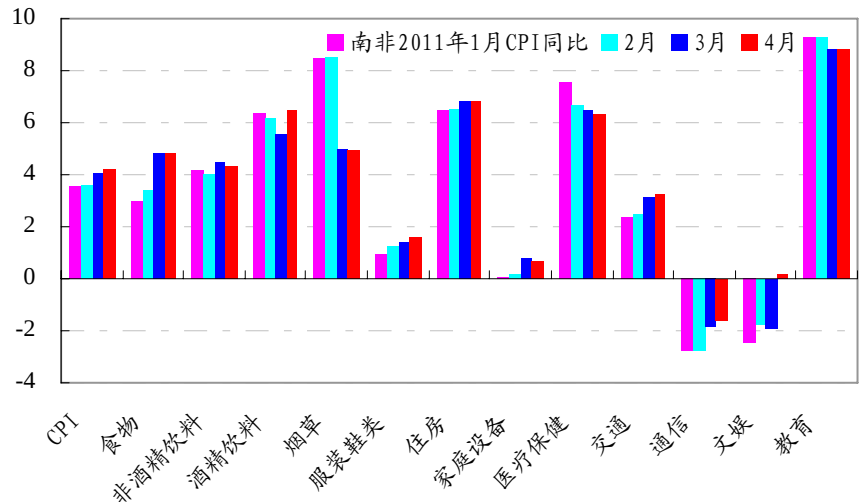
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，南非统计局

图 34：南非 CPI 分项

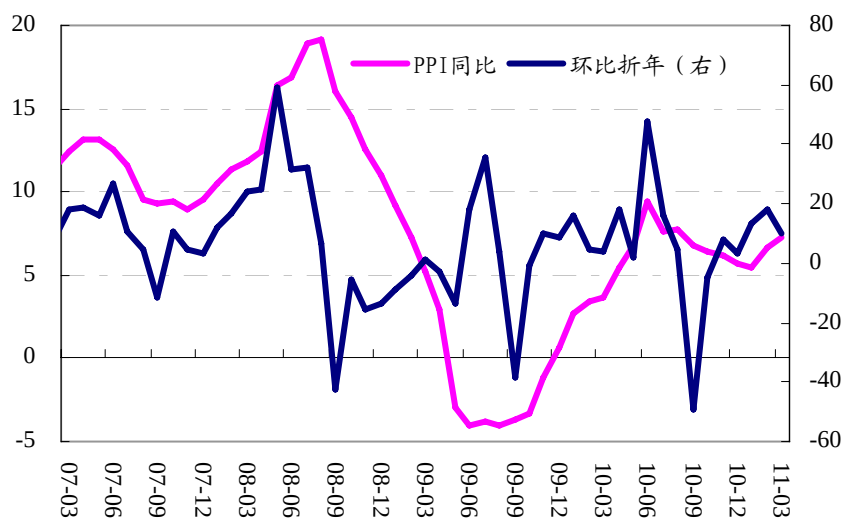
左轴单位：%



数据来源: 国泰君安证券研究, 南非统计局

图 35: 南非 PPI 同比、环比折年

左轴单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 南非统计局

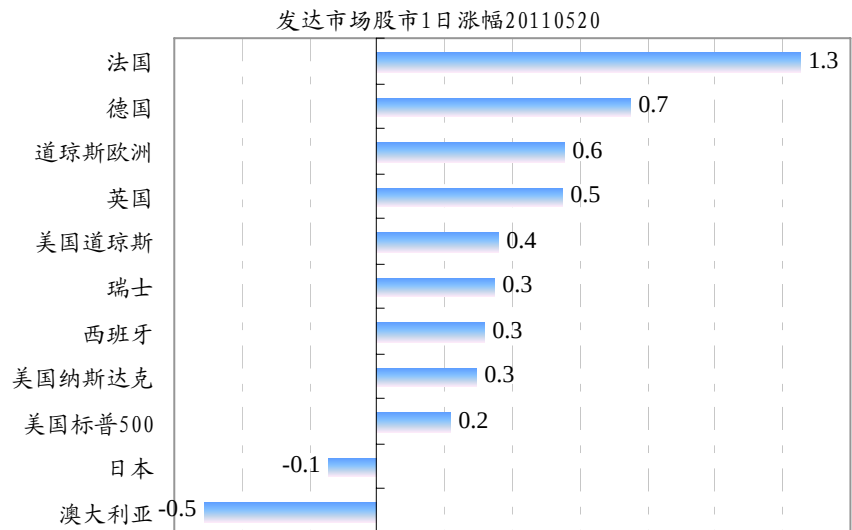
五、 大类资产配置策略

5.1 大类资产表现

本周发达市场涨少跌多, 澳大利亚、英国、法国股市上涨, 纳斯达克下跌 1.4%。新兴市场股市涨少跌多, 印尼股市上涨 1.7%, 越南股市大跌 9.8%。外汇市场上, 瑞郎上涨 1.7%, 澳元、欧元、英镑反弹, 美元指数、日元下跌。大宗商品涨跌互现, 小麦大涨 15.9%, 铝上涨 8.3%, 糖下跌 6.7%。债市普遍上涨, 希腊和西班牙债券下跌。

图 36: 发达市场股市最近 1 日表现

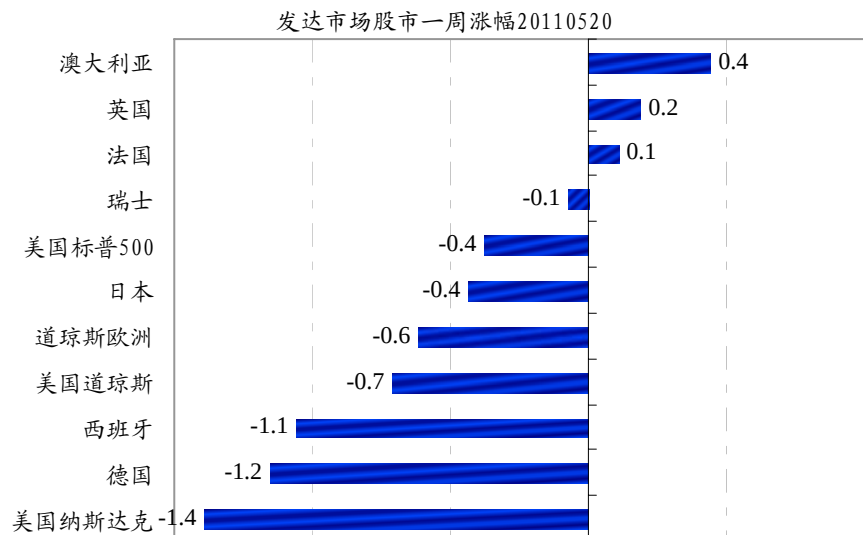
单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 37：发达市场股市最近 1 周表现

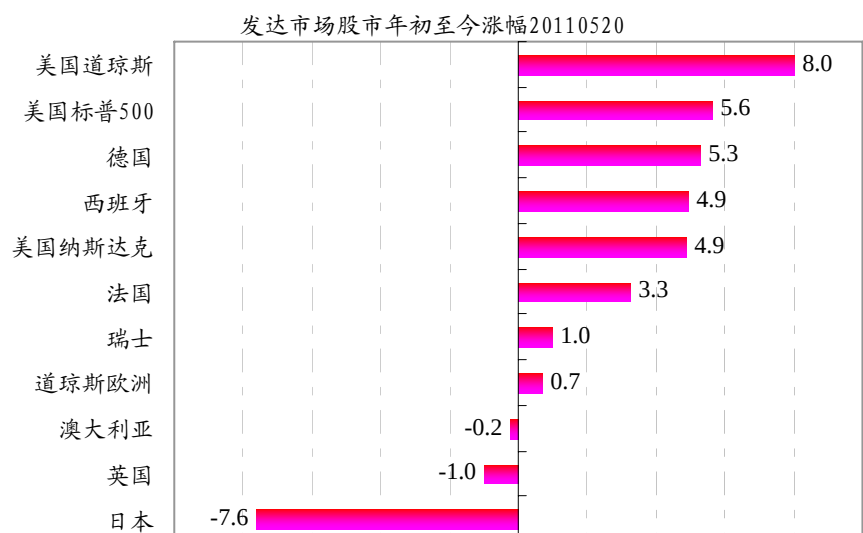
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 38：发达市场股市年初至今表现

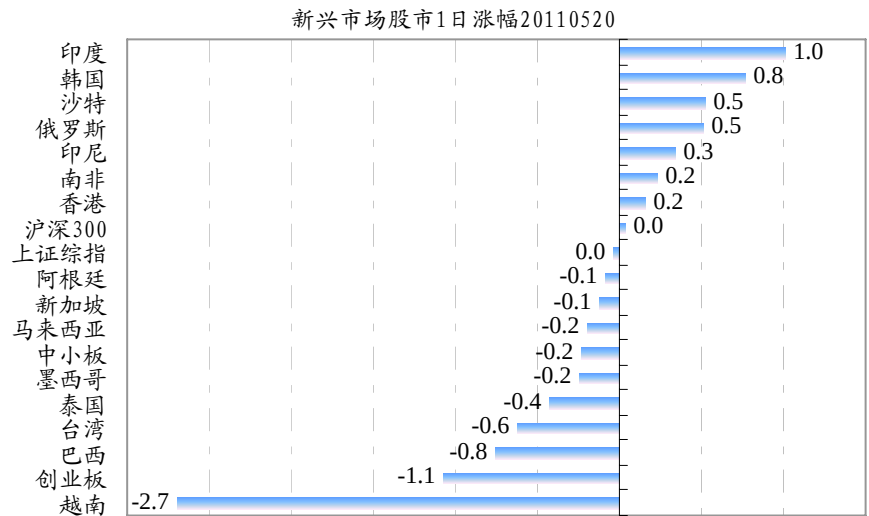
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 39：新兴市场股市最近 1 日表现

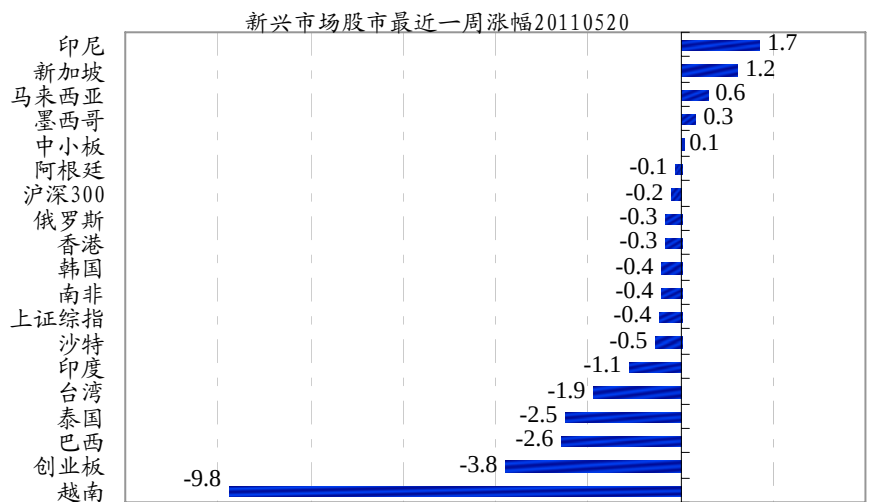
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 40：新兴市场股市最近 1 周表现

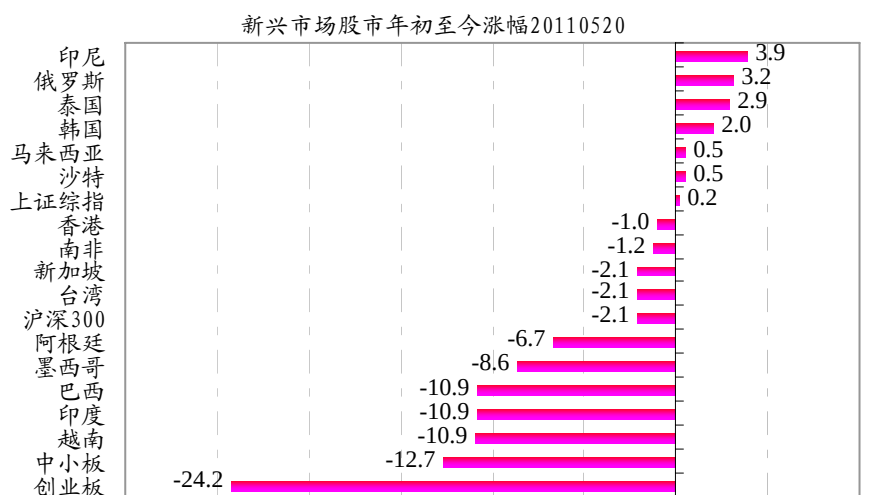
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 41：新兴市场股市年初至今表现

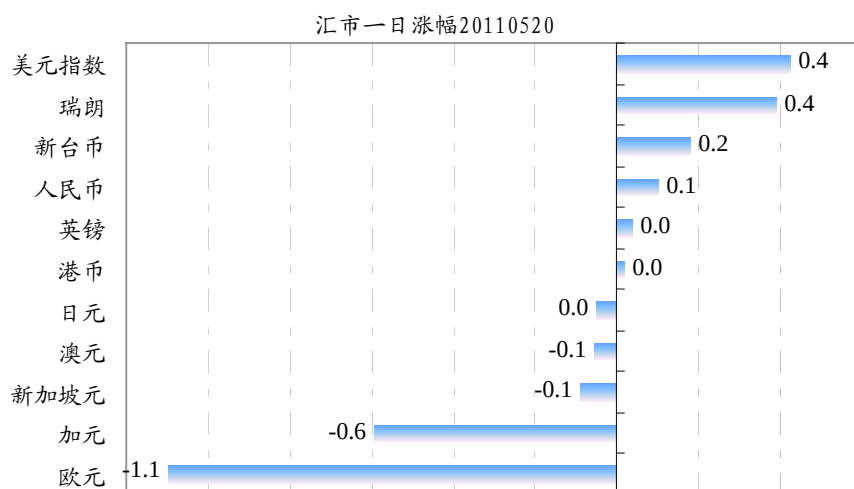
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 42: 外汇市场最近 1 日表现

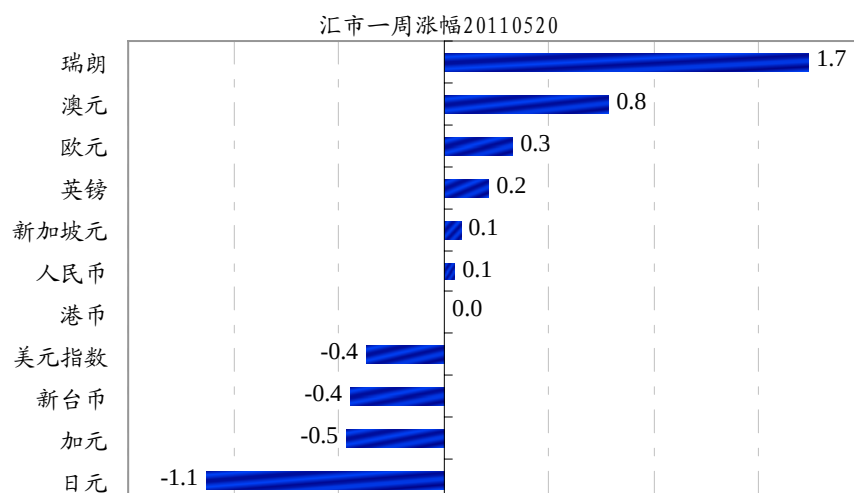
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND, CEIC, BLOOMBERG

图 43: 外汇市场最近 1 周表现

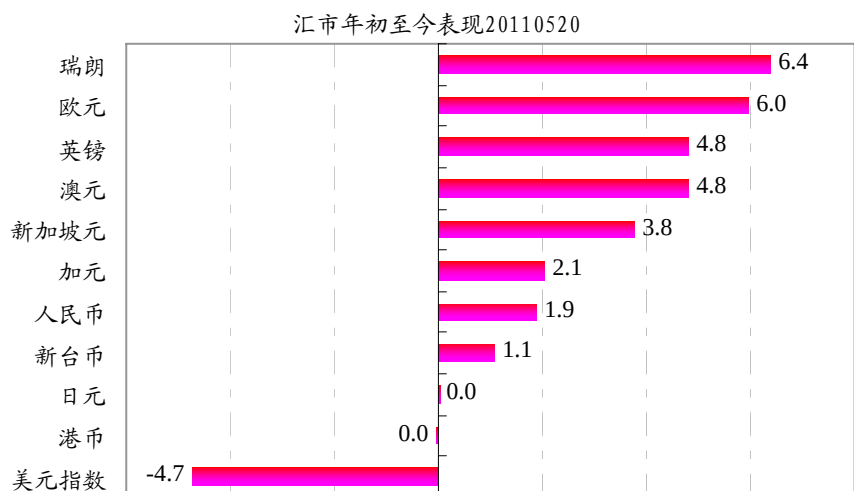
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND, CEIC, BLOOMBERG

图 44: 外汇市场年初至今表现

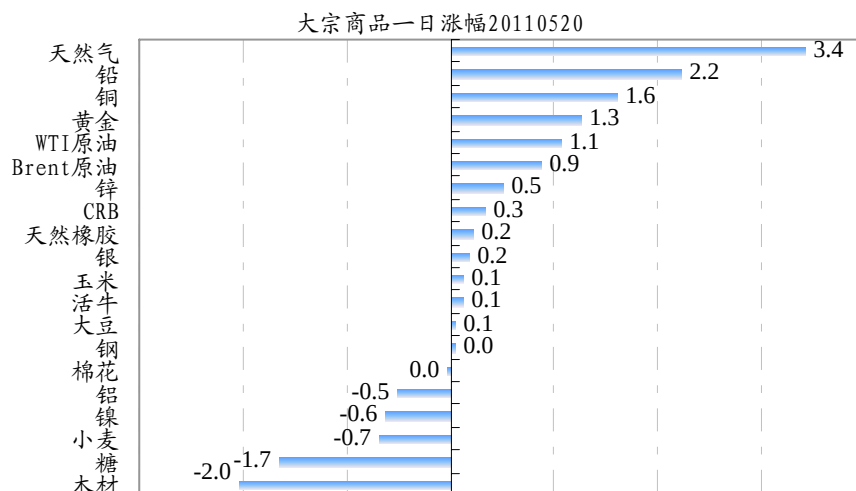
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND, CEIC, BLOOMBERG

图 45: 大宗商品最近 1 日表现

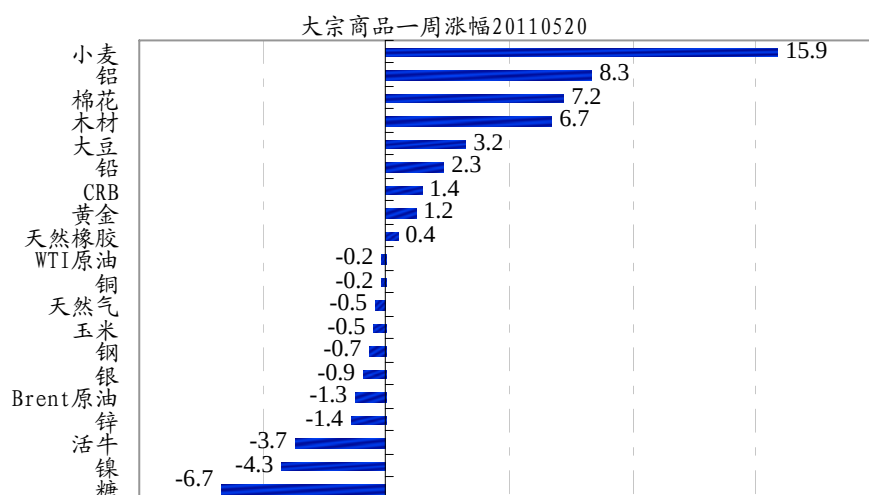
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND, CEIC, BLOOMBERG

图 46: 大宗商品最近 1 周表现

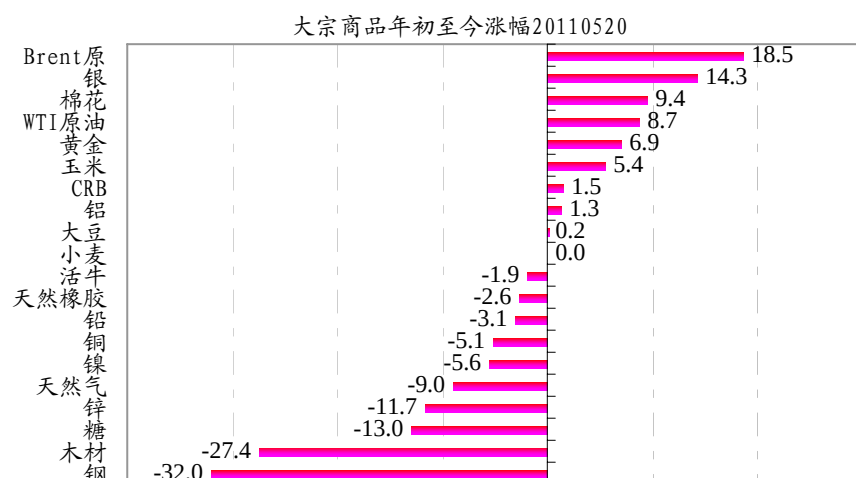
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND, CEIC, BLOOMBERG

图 47: 大宗商品年初至今表现

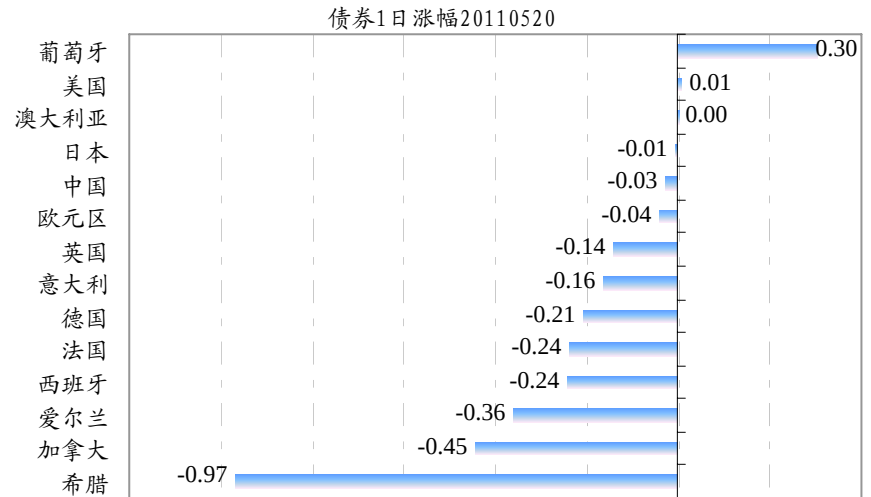
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, WIND, CEIC, BLOOMBERG

图 48: 债券最近 1 日表现

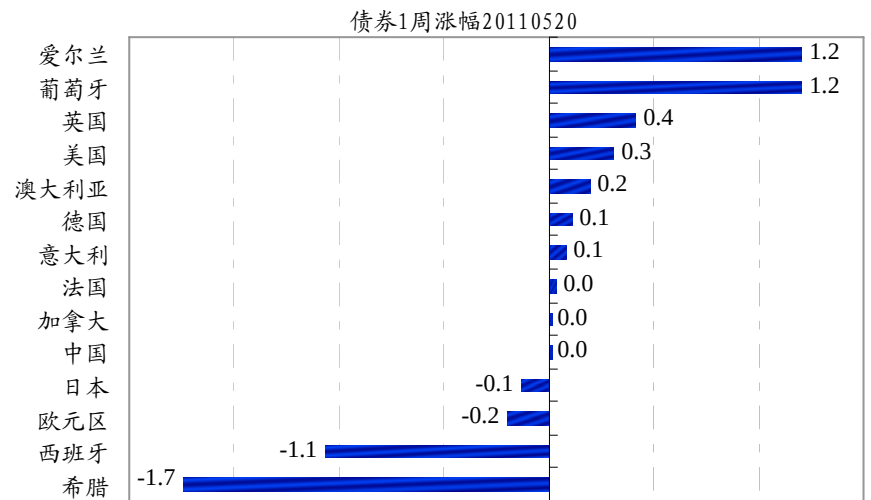
单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 49：债券最近 1 周表现

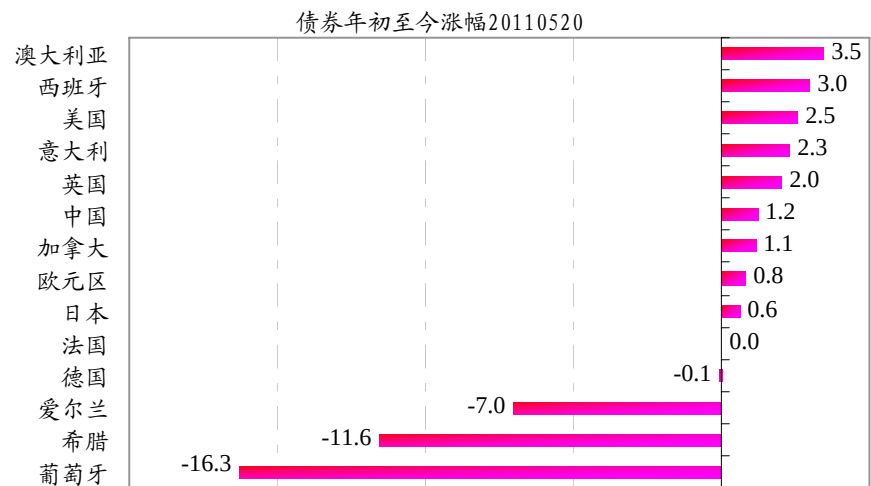
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

图 50：债券年初至今表现

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND，CEIC，BLOOMBERG

5.2 大类资产配置

本周维持大类资产配置不变。

表 1: 大类资产配置策略

单位: %

大类资产	股票	国债	企业债	房地产	大宗商品	TIPS	现金
配置比例	30	25	10	10	15	5	5

表 2: 股票配置策略

单位: %

股票	美国	欧元区	英国	日本	中国	其它	总计
配置比例	15	4	1	0	5	5	30

表 3: 国债配置策略

单位: %

国债	美国	欧元区	英国	日本	中国	其它	总计
配置比例	11	6	1	7	0	0	25

表 4: 企业债配置策略

单位: %

企业债	美国投资级	美国高收益	欧元投资级	英镑投资级	总计
配置比例	5	2	1.5	1.5	10

表 5: 房地产配置策略

单位: %

房地产	美国	欧元区	英国	日本	中国	其它	总计
配置比例	4	3	2	1	0	0	10

表 6: 大宗商品配置策略

单位: %

大宗商品	能源	工业金属	贵金属	农产品	活畜	总计
配置比例	5	1	2	7	0	15

作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

王虎:

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其它机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		