

美联储的“扭转操作”奏效了吗？

国际经济周报（2011年9月19日-25日）

◆本周视点

本周三，美联储如市场所预期的那样推出了“扭转操作”——从现在到明年6月，总共买入4000亿美元的6-30年期美国国债，同时卖出等量3月-3年期短期债券。虽然在这一政策出台后美国长债收益率明显走低，但这反映的是市场看淡经济前景，资金逃向无风险资产，而并不意味着“扭转操作”已经奏效。鉴于经济和就业前景黯淡，且财政政策放松已无空间，我们相信美联储很可能会进一步放松货币政策。QE3会是一个可能的选择。如果QE3要出台的话，可能的时间点似乎明年年初。

◆美国：联储“扭转操作”，资金寻求避险

美国房地产建设数据显示房地产市场低迷依旧。奥巴马发表讲话称将向富豪加税，但并未透露细节。美联储宣布进行资产负债表的“扭转操作”，对经济前景的担忧引发资金逃向安全资产。美国失业人数、领先指标、房价数据向好，但并未改变市场对经济增长前景的悲观情绪。

◆欧元区：需求仍然疲软

7月欧元区新订单增长放缓，需求持续疲软。希腊债务谈判取得积极进展。标普下调意大利信用评级从A+下调至A。欧盟将加速提升16家风险较大银行的资本充足率。

◆日本：贸易逆差将持续

日本8月出现大额贸易逆差，符合我们预期，预计逆差将持续。日本计划增税来为震后重建融资。

联系人：

徐高

010-68561288

gaoxu@ebcn.com

李燕飞

010-68561122-1789

liyanfei@ebcn.com

SAC 执业证书编号：S0930510120002

联系人：

孙旺明

010-68566388

sunwm@ebcn.com

联系人：

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebcn.com

内容目录

本周视点.....	1
国际经济周评：美联储的“扭转操作”奏效了吗？.....	1
一周综述.....	2
美国：联储“扭转操作”，资金寻求避险.....	2
欧元区：需求仍然疲软.....	3
日本：贸易逆差将持续.....	4
重要国际指标周度监测.....	5
发达经济体重要宏观数据.....	7
下周经济日历.....	9

图表目录

图 1. 美国 8 月新屋开工折年率同比转降.....	3
图 2. 美国 8 月成屋销售同比增长放缓.....	3
图 3. 10 年期美债收益率创历史新低.....	3
图 4. 美国初次与持续申领失业救济人数下降.....	3
图 5. 欧元区 7 月工业新订单同比增长放缓.....	4
图 6. 日本 8 月出现大额贸易逆差.....	4
图 7. 原油与黄金期货的本周均价比上周回落.....	5
图 8. 波罗的海干散货指数的本周均值下降.....	5
图 9. CRB 现货指数和期货价格指数的本周均值回落.....	6
图 10. 标普 500VIX 的本周均值上升.....	6
图 11. TED 利差本周均值小幅上升.....	6

表格目录

表格 1. 过去 10 周重要国际指标监测.....	5
表格 2. 美国近期重要宏观数据.....	7
表格 3. 欧元区近期重要宏观数据.....	7
表格 4. 日本近期重要宏观数据.....	8
表格 5. 未来一周（9 月 26 日至 10 月 2 日）海外重要宏观数据公布时间.....	9

本周视点

国际经济周报：美联储的“扭转操作”奏效了吗？

本周，美联储如市场预期的那样推出了“扭转操作”——卖出短债，买入长债。本周三（21日），美联储发布声明称其将在2012年6月前买入4000亿美元的6-30年期美国国债。购买这些长债的款项来自于出售等量联储所持短期国债——联储将出售4000亿3月-3年期美国国债，出售量大致占到目前联储对这些期限债券持有总量的3/4。据估计，这一“扭转操作”会使联储持有美国国债的平均到期期限由现在的75个月拉长到100个月。在其声明中，联储宣称“扭转操作”会压低长期利率，令整体金融状况更为宽松。

“扭转操作”之后美国长债收益率确实有所下降，但这并不意味着这一政策已经奏效。联储的“扭转操作”是否已经开始取得效果？有人可能以联储声明发布后美国长期国债收益率的下行为依据，给出肯定的回答——在联储的声明发布之后的第一天（本周四），美国10年期国债收益率就下降16基点至1.72%，创下了历史新低。不过，这一看似直接的证据其实并不具有说服力。“扭转操作”的目的是压低长债收益率，从而通过降低社会中的资金成本来刺激经济。因此，如果“扭转操作”真的奏效了，除了长债收益率下行之外，我们还应看到（经济前景向好带来的）股价上升。前者是因，后者是果。但市场的反应却不是这样——周三下午2:30美联储公布声明之后，美股股价即开始跳水，至周末时已累计跌去了5%以上。这说明，长债收益率的下行恐怕并非是“扭转操作”的功劳。

长债收益率下降的背后，更多的是黯淡经济前景之下资金逃向无风险资产。在周三发布的声明中，联储认为“经济前景面临显著的下行风险，这其中包括全球金融市场的紧张状况。”通读声明全文，可以感觉联储对经济前景的判断更为悲观，且负面程度似乎高于市场之前的预期。由于市场的情绪本就因为欧洲的动荡而高度紧张，联储的这一表述无疑令市场更加看空经济前景。在这一背景下，资金继续逃离风险资产，涌入“安全避风港”，从而推高美国国债价格，压低其收益率。我们之前就发布报告说“扭转操作”不会对美国经济带来太多的刺激——美国经济目前的低迷并不是因为融资成本高，而是因为市场普遍缺乏信心，因此进一步压低已经很低的长债利率并不会给经济带来太大的帮助（参见我们9月11日的国际经济周报《美国将推出更多政策刺激，但别指望效果能有多强》）。而本周市场的反应也印证了我们之前的预料——“扭转操作”无法提升美国经济增长前景。

为了刺激美国经济，联储可能还会出台更多的刺激措施。从其声明措辞中，我们可以看到联储仍倾向于进一步放松货币政策。联储称：“（公开市场委员）会继续根据新的信息来评估经济前景，并准备在必要时部署（刺激经济增长的）政策。”鉴于目前美国的财政政策已经被政治完全绑住了手脚，难以推出新的经济刺激措施，联储事实上已成为了保增长的最后一道防线。因此，我们相信联储出台更多刺激措施的概率是很大的。

但联储进一步放松货币政策也面临着巨大的阻力。这些阻力即来自于外部，也来自于内部。一方面，联储在外部面临着来自共和党人越来越强的压力。本周一，参加共和党总统初选的德克萨斯州州长佩里将矛头直指联储主席伯南克，称伯南克“这家伙”如果进一步放松货币政策，其行为将几乎等同于“叛国”。虽然美联储具有相当的独立性，但这种政治的压力仍很有可能成为联储决策时的考虑因素之一。另一方面，联储内部对是否进一步放松货币政策也存在着巨大的分歧。在联储10位公开市场委员会中，Fisher, Kocherlakot与Plosser这3位委员对“扭转操作”投了反对票。在今年8月9日的联储委会议中，这3人也对联储的“大喊操作”——宣称0利率将至少持续到2013年年中——投了反对票。虽然3张反对票看起来不多，但在今年8月之前，上一次联储内部出现3张反对票的情形还需追溯到1992年。目前联储内部分裂的严重情况由此可见一斑。联储的分裂状况无疑也会对进一步的货币政策放松形成阻力。

QE3仍然是一个可能的选择，推出的时机可能会在明年年初。由于美国经济增长低迷，失业率居高不下，且财政政策放松的空间已经几乎没有，我们相信美联储很可能在未来进一步放松货币政策。而QE3将是一个主要的备选方案。

“扭转操作”出来后市场的反应让我们相信QE3出来的可能更高了。但鉴于目前美国通胀压力仍然很大，QE3如果要推出，最快也需等到明年年初。在今年余下的时间里，我们还需持续关注美国就业、增长与通胀的数据，进而研判联储下一步的走向。

一周综述

美联储“扭转操作”，资金寻求避险，欧元区需求仍然疲软，日本贸易逆差将持续。美国8月新屋开工同比由上月的上升转为下降，成屋销售量同比增速也放缓，房地产这个经济增长的发动机一直熄火。奥巴马称他减赤计划的核心是，美国百万富翁的税率不能比中产阶级低。美联储宣布进行资产负债表的“扭转操作”，对经济前景的担忧引发资金逃向安全资产。虽然美国失业人数、领先指标、房价数据向好，但并未改变市场对经济增长前景的悲观情绪。欧元区工业新订单的同比增长不断放缓，反映出需求的持续疲软。希腊债务谈判取得积极进展，标普下调意大利信用评级从A+下调至A，欧盟将加速提升16家风险较大银行的资本充足率。日本8月出现大额贸易逆差，符合我们预期，预计逆差将持续。日本计划增税来为震后重建融资。

美国：联储“扭转操作”，资金寻求避险

美国房地产建设数据显示房地产市场低迷依旧。新屋建设在8月环比降5%，降幅比7月的2.3%拉大。房地产市场指数也在9月下滑，绝对水平仍处于危机以来的低点。8月开工许可数涨3.2%，预示9月的房地产建设情况可能会改善。8月成屋销售反弹，成屋销售量上升7.7%（7月下降3.5%），达503万套（季调折年率）。销量绝对水平仍然处于低位，显示房地产市场疲软依旧。从同比看，8月新屋开工同比由上月的上升转为下降（图1），成屋销售量同比增速也放缓（图2）。在过去美国经济的复苏中，房地产市场都是重要的发动机。但是在次贷危机的复苏中，房地产这个发动机一直熄火。

奥巴马发表讲话称将向富豪加税，但并未透露细节。奥巴马提出了在10年内总共减少4.4万亿美元财政赤字的目标。在本周一（9月19日）的讲话中，奥巴马称他减赤计划的核心是，美国百万富翁的税率不能比中产阶级低。由于之前亿万富翁巴菲特曾说他的税率比他秘书的税率要低，所以白宫的这项向富人加税的计划被称为“巴菲特税”。但奥巴马并未在讲话中透露更多的细节。

美联储宣布进行资产负债表的“扭转操作”，对经济前景的担忧引发资金逃向安全资产。在9月20-21日的会议上，联储决定保持联邦基金利率在0-0.25%的水平不变，同时将开始进行“扭转操作”——买入4000亿的6-30年期的美国国债，同时卖出等量的期限不超过3年的短期债券。“扭转操作”不会改变美联储资产负债表的尺寸，但应该会压低美国长期国债收益率。由于美国经济中的许多利率与长债收益率挂钩，美联储希望通过此举来降低社会资金成本，刺激经济。但是，30年固定利率房地产按揭利率已经下降到了4.1%，是60年以来的最低点。市场普遍怀疑，联储再进一步压低已经很低的长债利率并不能够对经济带来多大的刺激作用。在会后声明中，联储认为：“经济前景面临很大的下行风险，包括全球金融市场的紧张状况。”这里无疑指向的是欧元区目前面临的问题。联储还认为通胀会在未来几月内回落，长期通胀预期仍然保持稳定。联储内部继续有很明显的分裂，10为投票委员中的3位——Fisher, Kocherlakota, Plosser——在会上投了反对票。联储宣布“扭转操作”后，10年期美债收益率降至1.73%，是历史新低（图3）。不过，收益率的走低主要是市场普遍担心经济增长，因而“逃往安全资产”的结果。这一方面是因为联储在21日的声明中对经济前景的预期描述更为悲观，另一方面是因为中国和欧洲PMI的指数的下滑——中国的汇丰PMI从8月的49.4小幅下滑至9月的49.4%。欧元区的制造和服务业PMI也从8月的50.7下滑至9月的49.2。

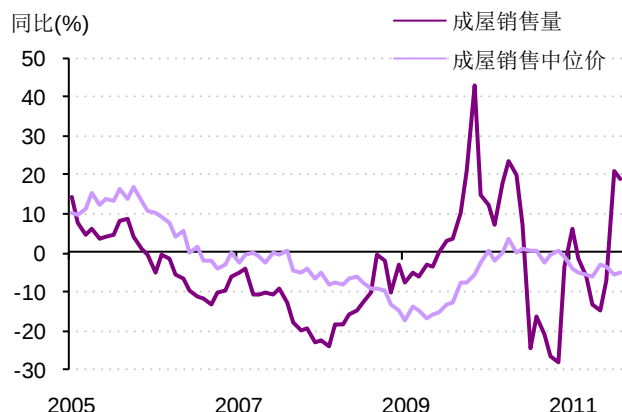
美国失业人数、领先指标、房价数据向好，但并未改变市场对经济增长前景的悲观情绪。美国9月10-17日这周初次申领失业救济人数下降9000人至42.3万人，之前一周持续领取失业救济人数也下降2.8万人至372.7万人（图4）。美国经济咨商局宣布，8月的先行经济指标指数环比增长0.3%，高于市场预期的0.1%的增幅（7月该指数的环比增幅为0.5%）。美国联邦住房金融局（FHFA）数据显示美国8月房价指数攀升0.8%。但这些数据并未改变市场对经济增长前景的悲观情绪。

图 1. 美国 8 月新屋开工折年率同比转降



资料来源：WIND，光大证券

图 2. 美国 8 月成屋销售同比增长放缓



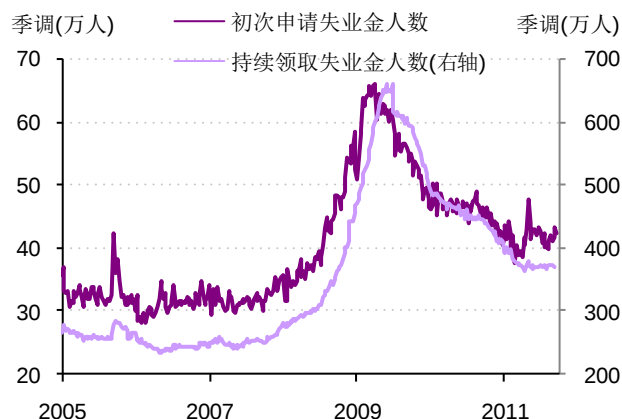
资料来源：WIND，光大证券

图 3. 10 年期美债收益率创历史新低



资料来源：WIND，光大证券

图 4. 美国初次与持续申领失业救济人数下降



资料来源：WIND，光大证券

欧元区：需求仍然疲软

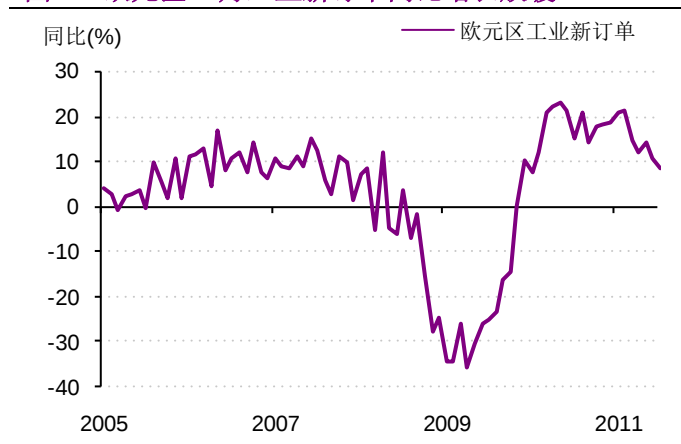
7 月欧元区新订单增长放缓，需求持续疲软。7 月欧元区工业新订单环比下降 2.1%，降幅比上月扩大，而同比增幅降至 8.4%（图 5）。从今年 3 月开始，欧元区工业新订单的同比增长不断放缓，反映出需求的持续疲软。

希腊债务谈判取得积极进展。本周二（9 月 20 日）举行了希腊、欧盟、IMF 及欧央行参加的电话会议。会后，希腊财长称这一会议很有成果，双方已经接近达成协议。这是迄今为止最为明确的欧盟将拨付 80 亿欧元援助款项的信号。据估算，如果不能获得这笔 80 亿欧元的款项，希腊政府将在 10 月 10 日耗尽其资金。

标普下调意大利信用评级从 A+ 下调至 A。虽然上周欧央行宣布联合其他四大央行向欧洲银行提供美元流动性，但由于上周五欧洲财长未能就是否向意大利提供新一轮援助款达成一致，市场情绪已经走向负面。标普的下调更进一步推升了市场的悲观情绪。欧元汇率因此走贬，而美国和德国国债价格则上扬。

欧盟将加速提升 16 家风险较大银行的资本充足率。据法国一位高级官员称，欧洲有 16 家银行需要立即充实其资本金。这 16 家银行在去年夏天进行的泛欧洲银行系统压力测试中表现不好，被认为有较大风险。这 16 家银行中西班牙有 7 家，德国、希腊与葡萄牙分别有两家，意大利、塞浦路斯、与斯洛文尼亚各有一家。欧洲银行管理局（European Banking Authority, 简称 EBA）给这些银行的一级核心资本充足率设定的目标是 5%，并要求这些银行在 2012 年 4 月之前达标。但现在由于市场对欧洲银行的稳健性有较大疑虑，欧盟开始加速这些银行的资本补充进程。对于怎样提升这些银行的资本充足率，法国政府倾向于使用欧洲金融稳定基金（EFSF）的资金来为这些银行注资。

图 5. 欧元区 7 月工业新订单同比增长放缓



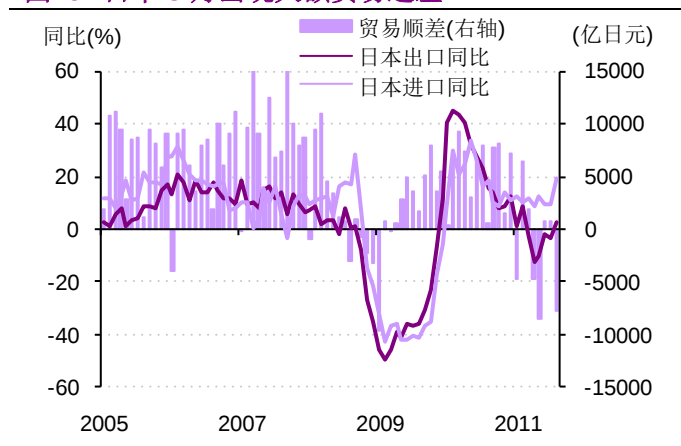
资料来源: WIND, 光大证券

日本: 贸易逆差将持续

日本 8 月出现大额贸易逆差, 符合我们预期, 预计逆差将持续。日本出口同比由 7 月的下降转为 8 月增长 3%, 进口增速也大幅升至 19%。8 月逆差规模达 7753 亿日元, 创 09 年以来次高(图 6)。我们之前一直强调日本 6、7 月各近 700 亿日元的顺差不会持续, 现在仍维持此观点: 由于震后重建导致进口增加, 而外需疲软使出口增长有限, 预计日本的逆差还将持续。

日本计划增税来为震后重建融资。日本首相野田计划在未来 10 年内累计增加 11.2 万亿日元(1460 亿美元)的个人收入税和企业税, 为日本震后重建融资。根据计划, 日本的震后重建将在 5 年内花费 19 万亿日元(2470 亿美元)。

图 6. 日本 8 月出现大额贸易逆差



资料来源: WIND, 光大证券

重要国际指标周度监测

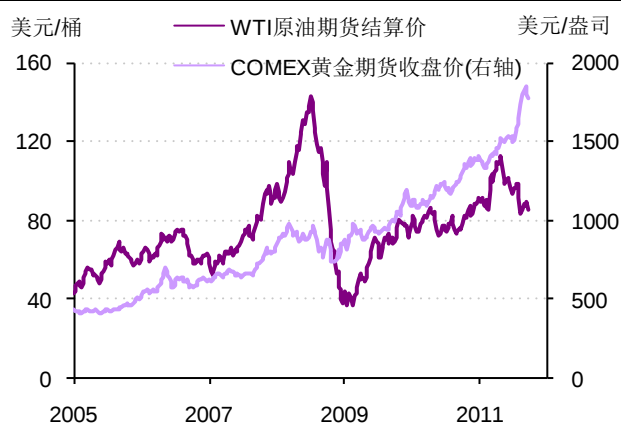
表格 1. 过去 10 周重要国际指标监测

该周周日	WTI 原油期货结算价 (美元/桶)	COMEX 黄金期货 收盘价 (美元/盎司)	波罗的海干 散货指数	CRB 现货 指数	CRB 期货价 格指数	标普 500VIX	美元隔夜 Libor (%)	Ted Spread* (BP)
2011-07-24	98.11	1593.08	1329.2	554.85	649.32	18.74	0.1222	22
2011-07-31	97.87	1618.34	1293.0	555.43	650.11	22.92	0.1244	18
2011-08-07	90.82	1648.80	1261.0	553.60	641.32	30.78	0.1535	22
2011-08-14	82.92	1741.68	1270.0	540.83	622.01	38.52	0.1386	25
2011-08-21	85.35	1799.38	1379.4	530.70	639.38	38.22	0.1426	28
2011-08-28	85.08	1803.04	1561.0	539.52	647.94	36.83	0.1440	30
2011-09-04	88.07	1828.66	1623.4	542.77	656.80	33.35	0.1433	31
2011-09-11	87.58	1853.34	1776.2	541.50	653.26	36.54	0.1432	32
2011-09-18	88.93	1806.78	1885.0	535.91	641.69	33.82	0.1459	34
2011-09-25	84.76	1781.92	1813.5	525.00	617.48	36.06	0.1468	35

*Ted Spread (Ted 息差) 为三个月 LIBOR 与美国三月期国债收益率之差。

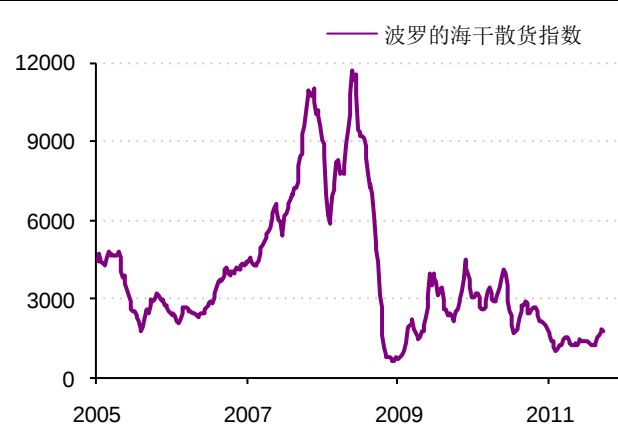
资料来源: WIND, 光大证券

图 7. 原油与黄金期货的本周均价比上周回落



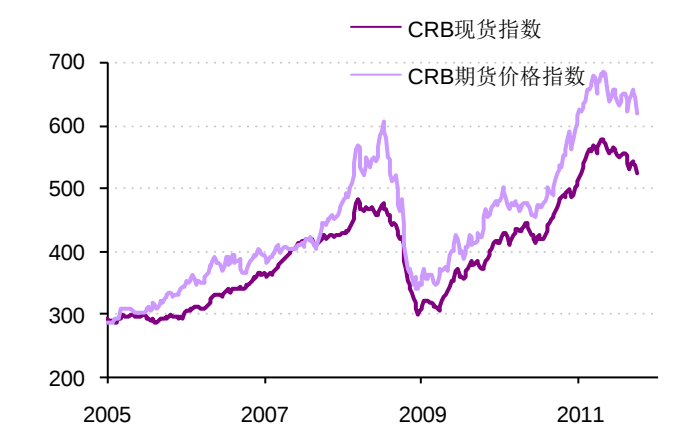
资料来源: WIND, 光大证券

图 8. 波罗的海干散货指数的本周均值下降



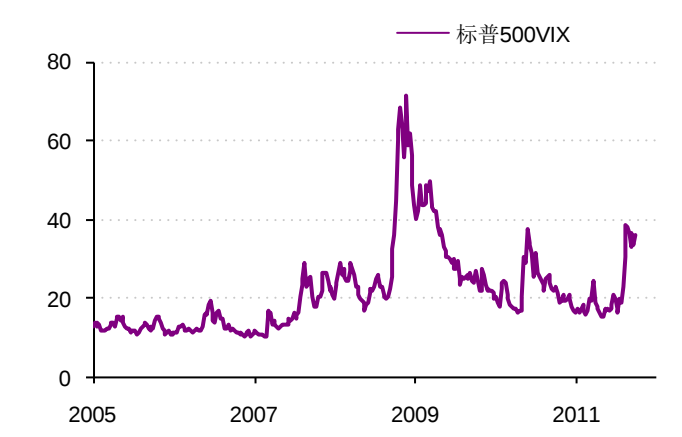
资料来源: WIND, 光大证券

图 9. CRB 现货指数和期货价格指数的本周均值回落



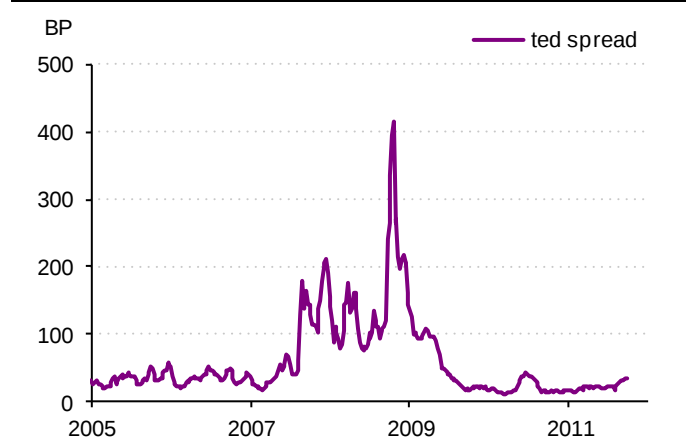
资料来源：WIND，光大证券

图 10. 标普 500VIX 的本周均值上升



资料来源：WIND，光大证券

图 11. Ted 利差本周均值小幅上升



资料来源：WIND，光大证券

发达经济体重要宏观数据

表格 2. 美国近期重要宏观数据

单位: %	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09
实际 GDP 季调环比折年率	2.3	\	\	0.4	\	\	1.0	\	\	\
工业产出同比	6.7	5.8	5.2	5.3	4.5	3.4	3.4	3.4	3.4	\
ISM 制造业 PMI	58.5	60.8	61.4	61.2	60.4	53.5	55.3	50.9	50.6	\
零售销售额同比	7.6	8.0	9.1	7.5	7.2	7.9	8.2	8.3	7.2	\
密歇根大学消费者信心指数	74.5	74.2	77.5	67.5	69.8	74.3	71.5	63.7	55.7	57.8
出口额同比	14.5	16.9	15.1	16.8	19.3	15.5	13.5	15.1	\	\
进口额同比	12.4	19.1	14.3	16.0	16.0	16.3	12.7	13.6	\	\
贸易顺差 (亿美元)	-405	-479	-457	-464	-432	-502	-516	-448	\	\
CPI 同比	1.4	1.7	2.2	2.7	3.1	3.4	3.4	3.6	3.8	\
核心 CPI 同比	0.6	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0	\
PPI 同比	3.8	3.7	5.6	5.6	6.5	7.0	7.0	7.2	6.5	\
核心 PPI 同比	1.4	1.6	1.9	2.0	2.2	2.1	2.3	2.5	2.5	\
OFHEO 房价指数同比	-3.8	-4.8	-5.6	-6.1	-6.2	-6.2	-4.5	-3.3	\	\
失业率	9.4	9.0	8.9	8.8	9.0	9.1	9.2	9.1	9.1	\
联邦基金利率	0.13	0.17	0.16	0.10	0.09	0.10	0.07	0.11	0.08	\
美元指数	82.1	81.2	80.5	79.2	78.0	78.2	78.1	77.8	78.0	\

资料来源: WIND, 光大证券

表格 3. 欧元区近期重要宏观数据

单位: %	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09
实际 GDP 季调环比折年率	1.2	\	\	3.1	\	\	0.6	\	\	\
工业产出同比	8.9	6.2	7.8	5.7	5.2	4.3	2.6	4.2	\	\
制造业 PMI	57.1	57.3	59.0	57.5	58.0	54.6	52.0	50.4	49.0	48.4
零售销售额同比	-0.1	0.6	1.1	-1.3	1.0	-2.0	-0.7	-0.2	\	\
消费者信心指数	-11.0	-11.2	-10.0	-10.6	-11.6	-9.9	-9.7	-11.2	-16.5	-18.9
出口额同比	21.3	27.6	22.4	16.5	14.5	21.5	3.1	5.3	\	\
进口额同比	25.2	30.0	26.1	16.9	17.5	17.1	3.4	5.8	\	\
贸易顺差 (亿欧元)	-18	-36	-23	-14	-28	-12	-25	-25	\	\
CPI 同比	2.2	2.3	2.4	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5	\
核心 CPI 同比	1.1	1.1	1.0	1.3	1.6	1.5	1.6	1.2	1.2	\
PPI 同比	5.4	5.9	6.6	6.8	6.8	6.2	5.9	6.1	\	\
失业率	10.0	10.0	10.0	10.0	9.9	10.0	10.0	10.0	\	\
3 月期 EURIBOR	1.006	1.074	1.094	1.239	1.385	1.433	1.547	1.609	1.542	\
欧元实际有效汇率指数	94.6	94.3	95.4	97.1	98.7	97.7	97.7	\	\	\

资料来源: WIND, 光大证券

表格 4. 日本近期重要宏观数据

单位: %	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08
实际 GDP 季调环比折年率	\	-2.4	\	\	-3.7	\	\	-2.1	\	\
工业产出同比	7.0	5.9	4.6	2.9	-13.1	-13.6	-5.5	-1.7	-3.1	\
制造业 PMI	47.3	48.3	51.4	52.9	46.4	45.7	51.3	50.7	52.1	51.9
零售销售额同比	1.9	-2.0	-0.3	-0.8	-8.3	-5.0	-1.1	1.3	0.6	\
消费者信心指数	40.9	41.2	41.6	41.2	38.6	33.1	34.2	35.3	37.0	37.0
出口额同比	9.1	12.9	1.4	9.0	-2.3	-12.5	-10.3	-1.6	-3.4	2.8
进口额同比	14.3	10.8	12.2	10.0	12.0	9.0	12.4	9.8	9.9	19.2
贸易顺差 (亿日元)	1576	7196	-4794	6503	1863	-4677	-8573	673	699	-7753
CPI 同比	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.2	\	\
核心 CPI 同比	-0.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	0.6	0.6	0.4	\	\
PPI 同比	0.9	1.2	1.5	1.7	2.1	2.5	2.1	2.5	2.9	2.6
失业率	5.1	4.9	4.9	4.6	4.6	4.7	4.5	4.6	4.7	\
隔夜拆借利率	0.061	0.060	0.060	0.060	0.060	0.059	0.059	0.059	0.050	0.050
日元实际有效汇率指数	104.1	103.2	103.0	101.2	101.6	98.0	100.2	101.1	102.1	104.8

资料来源: WIND, 光大证券

下周经济日历

表格 5. 未来一周（9 月 26 日至 10 月 2 日）海外重要宏观数据公布时间

公布时间	国家/地区	指标时间	指标名称
2011-09-26	美国	2011.08	新屋销售
2011-09-28	美国	2011.08	耐用品订单
2011-09-29	美国	2011.Q2	GDP(终值)
2011-09-29	欧盟	2011.09	经济景气指数
2011-09-29	日本	2011.08	详细贸易统计(初值)
2011-09-30	美国	2011.08	个人收入与支出
2011-09-30	美国	2011.09	密歇根消费者情绪指数(修正)
2011-09-30	欧盟	2011.08	失业率
2011-09-30	日本	2011.08	CPI
2011-09-30	日本	2011.08	工业生产指数(初值)
2011-09-30	日本	2011.08	每户(两人及以上)家庭支出
2011-09-30	日本	2011.08	失业率
2011-09-30	日本	2011.09	PMI

资料来源：WIND，光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系硕士、学士，2008年加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，所在团队获2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名，获2010年首届中国证券分析师金牛奖宏观经济第四名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebcn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。