

点评报告

扭曲操作符和预期 未来货币政策空间有限

2011年9月27日

美联储九月议息会议声明点评

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
失业率	9.6	9.0
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	77.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
失业率	10	10
外贸顺差/G P	-0.45	-0.5
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.40

资料来源：彭博，招商证券研发中心

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理:

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

事件:

为期两天的美联储议息会议于9月21日结束。联邦公开市场委员会宣布维持联邦基金利率在0%-0.25%区间不变，并预计，当前和未来的经济条件 - 包括低资源利用率以及中期通胀放缓的前景可以令联邦基金利率维持在非常低的水平至少到2013年年中。此外，委员会计划在2012年6月底以前买入4000亿美元的美国国债，其剩余到期时间在6年到30年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为3年或以下。旨在通过这项计划会对长期利率造成下行压力，有助于刺激经济复苏。另一方面，委员会计划将把来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资到机构抵押贷款支持债券中去，并将维持现有的一项政策，即在国债标售交易中展期即将到期的美国国债。

评论:

- 1、基于美联储议息会议及会后声明，我们可以得出以下推论：1、全球金融市场的动荡推波助澜，美国经济增长的下行风险显著增加。外部风险，特别是欧债危机或恶化引发的市场担忧对于美国经济复苏进程的影响增加；2、美联储对于通胀趋势的判断为美联储未来推出进一步宽松的货币政策留有余地；3、褐皮书显示美国经济总体上维持了温和复苏的势头，但是12个地区的增长趋势分化，预计美联储内部出现的分歧将难以解决。由于大多数地区经济复苏速度放缓，我们认为美联储大多数委员仍将倾向于在适当的时候，推出新的货币刺激政策。
- 2、扭转操作和本金再投资机构抵押贷款支持债券计划可以对压低长期国债利率以及贷款利率起到积极的作用。然而单靠降低长期融资利率，刺激需求的效用将十分有限。我们维持之前只有财政政策和货币政策的协作，才可以从本质上改善疲弱的美国经济复苏的判断。
- 3、近期的经济数据，特别是通胀的形势显示，美联储短期内并不具备推出QE3的基本条件。阻止美联储进一步实施量化宽松政策的政治势力亦在增强。在这样的情况下，美联储再次推出新的刺激货币政策的空间有限、有效性存疑。美国经济亟需财政政策的支持。
- 4、财政政策方面，奥巴马9月8日于国会上公布的《美国就业法案》措施较为全面，刺激力度亦远超市场预期。但《美国就业法案》能否全盘顺利得到通过仍是未知数。在两党政治分歧仍大的情况下，某种程度上的法案缩水或难以避免。同时由于政策时滞的存在，美国就业市场恢复仍是一个长时间过程。我们维持美国下半年经济复苏将较预期放缓，美国经济全年增长为1.6%的判断。

Comments Report

Limited Space for Future Monetary Policy Stimulus

27 Sept 2011

Comments on FOMC Statement from Sep 20-21 Meeting

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
Unemployment	9.6	9.0
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	77.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-0.45	-0.50
Fiscal balance/GDP	-6.0	-4.6
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.40

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

➤ Based on the FOMC meeting and post-meeting announcement, we can draw the following inferences: 1. The Fed's expectation on economic growth in the U.S. is pessimistic than the previous. The economic outlook worsens owing to the strains in global financial markets and negative impacts caused by external factors, especially the contagion risk of the European debt crisis; 2. Fed's inflation call leave room for more policy stimulus in the future; 3. Disagreements within the Fed may last due to the economy growth differences among 12 individual districts. However, as most of the regions saw slower growth, we believe that the majority would agree to the implementation of more stimulating policies at the appropriate time.

➤ Operation twist and the plan to reinvest principal payments to agency mortgage-backed securities can lower the long term interest rates and loan rates. However, decreased financing rate has only limited effect to boost demands. We maintain our view that only the coordination of fiscal and monetary policies can essentially improve the sluggish U.S. economic recovery.

➤ Latest economic data, especially the inflation rate indicated that the lack of basic conditions will not support the Fed to launch QE3 in the near term. Republicans also prevent the Fed from juicing the economy. In such circumstances, we see limited space for further stimulus policies and cast doubt on their effectiveness. U.S. fiscal policy has to play its role to support the economy growth.

➤ "The Americans Job Act" announced on 8th September is a comprehensive plan with more stimulus than expected. However, "The Americans Job Act" may only be partially adopted considering the political differences. Furthermore, the job market recovery will come faster but not sooner. It will still be a prolonged process due to the presence of various lags or delays in the impact of fiscal policy. We maintain our forecast that the U.S. economy will slowdown sharply than expected in the second half with annual GDP growth of 1.6% in 2011

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S109051104001

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin SUN

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

1、经济下行风险显著增加

为期两天的美联储议息会议于9月21日结束。联邦公开市场委员会宣布维持联邦基金利率在0%-0.25%区间不变，并预计，当前和未来的经济条件 - 包括低资源利用率以及中期通胀放缓的前景 - 可以令联邦基金利率维持在非常低的水平至少到2013年年中。此外，委员会计划在2012年6月底以前买入4000亿美元的美国国债，其剩余到期时间在6年到30年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为3年或以下。旨在通过这项计划会对长期利率造成下行压力，有助于刺激经济复苏。另一方面，委员会计划将把来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资到机构抵押贷款支持债券中去，并将维持现有的一项政策，即在国债标售交易中展期即将到期的美国国债。

表 1: 本次与 8 月份联储议息会后声明措辞对照

	本次议息声明	8 月份议息会议声明
经济概述	经济增长速度仍在放缓，整体就业市场状况继续恶化，失业率仍处于较高水平。供应链中断的状况有所缓和，推动汽车销售市场有所复苏。此外，经济前景正面临着重大的下行风险（significant downside risks to the economic outlook），如全球金融市场正处于紧张状况。	经济复苏速度远慢于委员会的预测，整体就业市场恶化，失业率上升。经济前景的下滑风险增加（downside risks to the economic outlook have increased）。
家庭支出与企业的设备与软体投资	家庭支出温和增长，企业的设备与软体投资持续扩张	家庭支出趋于平稳、企业的设备与软体投资持续扩张
非住宅结构的投资	仍然疲弱	仍然疲弱
住房市场	继续低迷	继续低迷
通胀形势	通胀看起来有所下降，原因是粮食和能源价格已从高点回落。更长期通胀前景一直都保持稳定。委员会预计，随能源和其他商品价格上涨的影响逐渐消散，通胀将下降到与委员会双重任务一致的水平上。委员会将继续密切关注通胀和通胀预期的演变。	由于能源价格和其他商品价格已经从高位下降，近期通胀放缓，长期的通胀预期保持稳定。委员会预计，随能源和其他商品价格上涨的影响逐渐消散，通胀将下降到与委员会双重任务一致的水平上。委员会将继续密切关注通胀和通胀预期的演变。
非常规货币政策	1、委员会将把来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资到机构抵押贷款支持债券中去。此外，委员会还将维持现有的一项政策，即在国债标售交易中展期即将到期的美国国债。委员会定期检讨所持有债券的规模与组成，并准备视需要调整。 2、委员会计划在2012年6月底以前买入4000亿美元的美国国债，其剩余到期时间在6年到30年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为3年或以下。	委员会维持其证券到期本金再投资的现行政策。委员会定期检讨所持有债券的规模与组成，并准备视需要调整。

常规货币政策

委员会将维持联邦基金利率在 0-0.25% 的区间不变, 并预计在包括较低的资源利用率以及中期通胀放缓的经济状况影响下, 联邦基金利率将在 2013 年年中前维持在超低水平。

委员会将维持联邦基金利率在 0-0.25% 的区间不变, 并预计在包括较低的资源利用率以及中期通胀放缓的经济状况影响下, 联邦基金利率将在 2013 年年中前维持在超低水平。

资料来源: 美联储, 招商证券 (香港)

从对经济基本面的判断上看, 联邦公开市场委员会的声明显示经济前景正面临着重大的下行风险, 较 6 月 22 日的经济增长与委员会预期相比有点慢的措辞更为悲观。其中特别提及了全球金融市场的动荡。

从对通胀的趋势的判断上看, 联邦公开市场委员会认为通胀率在未来几个季度回归锚定值是大概率事件, 更长期通胀前景一直都保持稳定, 未来几个季度美国通胀上行风险并不大。

从委员会投票的结果上看, 10 位联邦公开市场委员会仍然有 3 位委员会成员不赞成进一步放松货币政策的决定。3 位委员会成员分别为达拉斯联储行长理查德-费舍尔 (Richard Fisher)、明尼阿波利斯联储行长那拉亚纳-科切拉科塔 (Narayana Kocherlakota) 和费城联储行长查尔斯-普罗索 (Charles Plosser)。这三位委员也曾对美联储 8 月份的货币政策决议表示反对。

非常规货币政策方面, 美联储这次公布了两项新的刺激政策: 一是推出高达 4000 亿美元的扭转操作; 二是计划将所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资机构抵押贷款支持债券。

由此我们可以得出以下推论: 1、全球金融市场的动荡推波助澜, 美国经济增长的下行风险显著增加。外部风险, 特别是欧债危机或恶化引发的市场担忧对于美国经济复苏进程的影响增加; 2、美联储对于通胀趋势的判断为美联储未来推出进一步宽松的货币政策留有余地; 3、褐皮书显示总体上美国经济维持了温和复苏的势头, 但是 12 个地区的经济增长趋势分化, 预计美联储内部出现的分歧将难以解决。由于大多数地区经济复苏速度放缓, 我们认为美联储大多数委员仍将倾向于在适当的时候, 推出新的货币刺激政策。

2、扭转操作符合预期 新招出炉援助房地产市场

美联储此次公布的扭转操作符合市场预期, 具体计划如下: 美联储将在 2012 年 6 月底以前买入剩余到期时间在 6 年到 30 年之间的 4000 亿美元的美国国债, 于此同时出售等量的剩余到期时间为 3 年或以下的美国国债。预计到 2012 年末, 该项操作可以将美联储所持有的国债平均到期日从 75 个月延长至 100 个月。将短期国债置换成长期国债后, 美联储可以通过消除期限风险溢价降低长期利率。由于房屋贷款利率, 企业融资利率一般以长期国债收益率为基准, 因此, 长期国债收益率的下降将有助于降低长期贷款利率, 从而起到刺激企业投资, 消费者支出的作用。

本质上, 扭转操作和 QE2 非常相似, 都是通过降低长期国债收益率刺激需求回升的方式提振经济。最大的区别在于 QE2 是通过增发了货币购买长期国债, 而扭转操作

是通过卖出短期国债筹集资金，再购入长期国债，较 QE2 的方式更为温和，并不会造成美联储资产负债表规模的膨胀。

1961 年 2 月 2 日，肯尼迪执政期间，为了在不降低短期利率¹的前提下刺激于 1960 年 4 月陷入衰退的美国经济，美国财政部曾经实施过扭转操作。在扭转操作期间总共购买了 88 亿美元的长期国债。旧金山联邦储备银行(San Francisco Federal Reserve Bank)的埃里克斯旺森(Eric Swanson)今年 3 月 14 日公布的研究报告显示 1961 的扭转操作成功使当时的长期利率下降了 15 个基点。

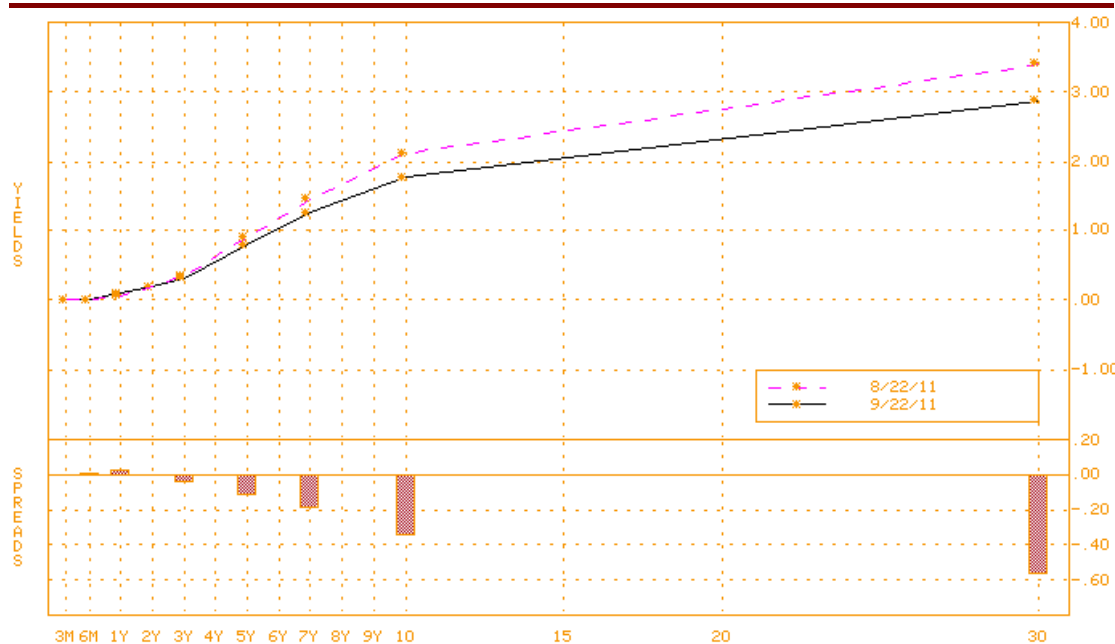
表 1: 本次扭转操作和 1961 年扭转操作的比较

单位(十亿美元)	1961 年扭转操作	本次扭转操作
扭转操作规模	8.8	400
美国名义 GDP	528	15003
可流通国债	189.3	9521.805
占 GDP 规模比率	1.70%	2.67%
占可流通国债比率	4.70%	4.20%

资料来源: Let's Twist Again, 彭博, 招商证券(香港)

另一方面，美联储宣布的所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资机构抵押贷款支持债券计划超出市场预期。之前美联储实施的计划，是将其证券到期本金再投资国债，从而保持资产负债表的规模。此次计划将一部分到期资金转投到机构抵押贷款支持债券计划。我们认为该方案可以有效降低抵押贷款利率。长期利率的降低可以吸引潜在购房者和刺激房主再融资，支持疲弱的房地产市场回暖。截至 9 月 14 日，美联储共持有 2.65 万亿美元的证券，其中包括约 1.66 万亿美元的美国国债、8850 亿按揭证券以及 1090 亿机构债券。

图 1: 收益率曲线近一个月来趋平

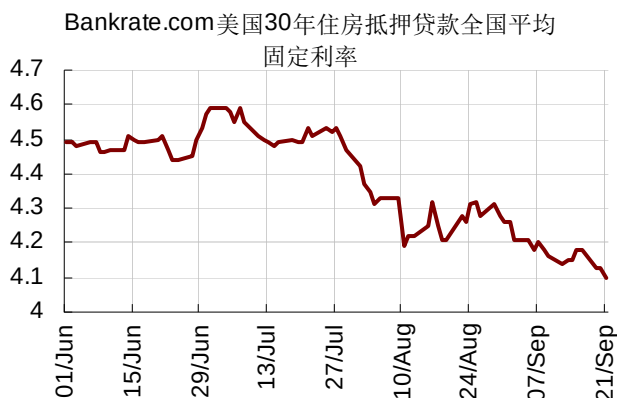


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

¹ 当时欧洲的利率高于美国。在布雷顿森林货币体系下，若美国降低短期利率，将导致资金及黄金外流情况的恶化。

总体上，我们认为，扭转操作和本金再投资机构抵押贷款支持债券计划可以对压低长期国债利率以及贷款利率起到积极的作用。值得注意的是，现时影响美国经济复苏的最大的负面因素在于高居不下的失业率。企业的现金流状况与危机时期相比已经有了大幅的改善，然而企业并没有积极创造新的就业机会的原因更多是在于社会总需求不足。金融市场的下跌和房地产市场的疲弱造成了大量财富缩水，抑制市场需求增长。若市场“造血”功能无法恢复，单靠降低长期融资利率，刺激需求的效用将十分有限。

图 2：住房抵押贷款利率下降



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 3：房利美 30 年住房抵押贷款利率下降



资料来源：彭博，招商证券（香港）

我们维持之前只有财政政策和货币政策的协作，才可以从本质上改善疲弱的美国经济复苏的判断。

3、经济温和复苏 货币政策空间所剩无几

美国最新的宏观经济数据好坏参半。8 月份的制造业 PMI 从 7 月份的 50.9 小幅下降到 50.6，好于市场预期，显示制造业连续 25 个月扩张。其中新订单指数上升 0.4 个百分点，至 49.6，库存指数上升 3 个百分点，至 52.3，重新回到扩张区间。8 月份 ISM 服务业指数显示服务业仍在扩张，好于市场预期。其中服务业新订单指数回升，证明占美国经济约 90% 的服务行业前景比预期乐观。制造业及服务业的 PMI 数据显示美国经济复苏放缓的速度低于市场预期，并不支持美国经济近期内会二次探底的判断。不过，服务业 PMI 就业分项指标有所下滑，需留意就业市场不景气对未来消费、投资支出的影响。

就业数据方面，8 月份非农就业人数持平，大幅低于预期的 80000 人左右，其中失业六个月以上人数在 600 万人左右，大幅高于 1947 至 2007 年平均约 150 万人，说明美国就业市场仍然十分疲弱。

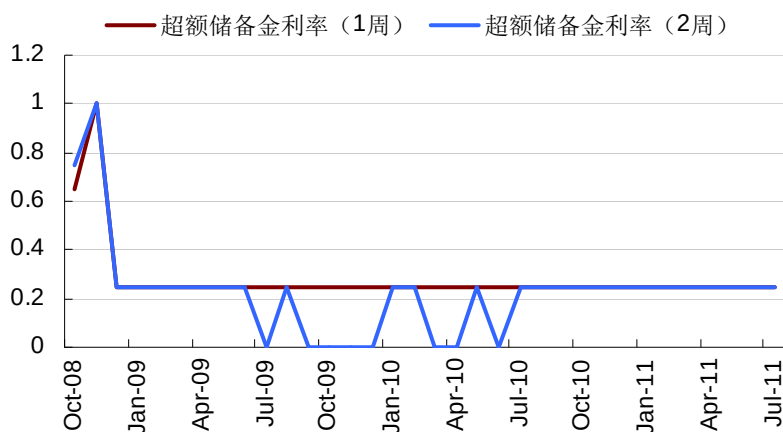
美国 8 月份零售额与 7 月份持平，差于市场预期，反映出 8 月初国债上限上调之争以及美国国债评级遭下调对消费者行为的负面影响。8 月份核心消费环比增 0.1%，亦差于市场预期的 0.2%。汽车和家电的消费开支受新增就业岗位不足以及失业预期影响受压。

此外，美国民众的生活成本在 8 月份继续上升，8 月份 CPI 环比涨幅超过预期。核心 CPI 同比增幅达 2.0%，为 2008 年 11 月以来首次达到美联储目标通胀率 1.7%-2.0% 的上限。

在之前的报告《美联储八月议息会议纪要点评-QE3：望梅止渴 引而不发》中，我们提过新一轮量化宽松政策推出的条件：只有在经济二次衰退和通货紧缩风险显著增加时，QE3 才具备推出的基本条件。在此之前，美联储的货币政策仍将处于观察期，仓促打光最后一发子弹，绝非上策。近期的经济数据，特别是通胀的形势显示，美联储短期内并不具备推出 QE3 的基本条件。

政治方面，共和党人对于美联储推出的两轮量化宽松政策一直表示反对。9 月 19 日四位共和党国会领导人在递交给美联储主席伯南克的一封信中呼吁美联储不要对美国经济进行更多的特别干预，否则可能会使本就衰弱的经济形势更加恶化。签署这封信的四位共和党国会领导人分别是美国众议院议长约翰·博纳、众议院多数党领袖埃里克·坎托、参议院少数党领袖米奇·麦康奈尔以及参议院共和党人乔恩·凯尔。说明了阻止美联储进一步实施量化宽松政策的政治势力亦在增强。

图 4：超额准备金利率走势



资料来源：彭博，招商证券（香港）

在这样的情况下，美联储进一步推出新的刺激货币政策的空间所剩无几，可选的方案包括：1、减少对超额准备金支付的利率，从而可以刺激金融机构的放贷意愿，提高资金的流动性；2、将联邦基金利率和经济增长目标挂钩，如芝加哥联储行长查尔斯埃文斯(Charles Evans)提出的，将联邦基金利率保持在当前水平直到失业率降至 7.0%-7.5%，前提条件是核心通胀同比增长不超过 3%；3、提高通胀锚定值²。

其中超额准备金利率下调的空间并不大，现在美国 1 周和 2 周的超额准备金利率均为 0.25%。虽然历史上 2 周的超额准备金利率最低曾下降至 0.00%，但下调幅度仍然有限。方案 2 和 3 都需提高通胀锚定值。然而，通胀锚定值的提高是一柄双刃剑：一方面可以在增加货币政策活动空间的同时减少美国政府所背负的沉重债务；另一方面却会减弱市场对于美联储管理通胀的信任度，情况恶化时会造成通胀预期大幅上升。此外通货膨胀率的走高还会伴随着价格扭曲和不确定性增加。

金融危机以来，美国还创造了多种超常规货币工具以应对危机对实体经济造成的冲击，如 The Term Auction Facility、Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility、Asset-Backed Securities Loan Facility 等工具，多是以提供流动性，稳定市场为主。在信贷急剧紧缩、流动性冻结时，这些工具可以有效解决市场流

² 伯南克曾在去年的“杰克逊霍尔”央行会议上表示美联储无意实施此项提议。

动性紧缺的问题,但这些工具对于提振经济增长的作用相当有限。只有财政政策和货币政策的协作,才可以支持美国经济的长期增长。

财政政策方面,奥巴马9月8日于国会上公布的《美国就业法案》规模达4470亿美元,超过市场之前预期的3000亿美元。《美国就业法案》主要内容包括:为员工和企业提供减税优惠;延长490亿美元的失业保险;提供300亿美元用于学校设施现代化;在公路、铁路和航空基础设施方面投入500亿美元等。其中所占比重最大是2,400亿美元的减税方案,包括在明年将雇员薪资税减半并降低雇主薪资税。《美国就业法案》中的措施较为全面,刺激力度亦远超市场预期。市场近期对于经济疲弱的担心和对于美国政治体系风险的忧虑可以促进两党寻求一定范围内的妥协与合作。若奥巴马的《美国就业法案》获得通过,预计将提供约190万新增职位。对于美国就业市场预期的改善将有助于提振消费者信心及能力。

不过《美国就业法案》能否全盘顺利得到通过仍是未知数。在两党政治分歧仍大的情况下,某种程度上的法案缩水或许难以避免。同时由于政策时滞的存在,美国就业市场恢复仍是一个长时间过程。我们维持美国下半年经济复苏将较预期放缓,美国经济全年增长为1.6%的判断。

参考报告:

1. 《欧债进入新阶段 亟待政策有效应对—欧元区债务危机动向追踪》 2011/09/26
2. 《人民币升值预期出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 9 月第 4 周)》 2011/9/25
3. 《香港股票市场资金流动状况月度报告 (2011 年 8-9 月) 》 2011/9/22
4. 《欧元区债务危机发展动向追踪-跌宕起伏 危机犹存》 2011/9/19
5. 《中国病人—宏观经济视角看中国地方政府债务问题--政府债务问题专题研究之四》 2011/9/18
6. 《2011 年 8 月份进出口数据点评-价格因素导致进口超预期》 2011/9/13
7. 《2011 年 8 月份宏观数据点评-经济如期回落, 调整趋势确认》 2011/9/13
8. 《9 月份欧洲央行议息会议声明点评-经济增长放缓, 加息步伐暂停》 2011/9/13
9. 《M2 增速继续走低, 仍未到货币政策拐点--2011 年 8 月份金融货币数据点评》 2011/9/13
10. 《人民币升值预期处于走弱趋势--国际资本与国内流动性监测周报 (2011 年 9 月第 2 周)》 2011/9/13
11. 《1998 年俄罗斯债务危机的前因后果及其启示-政府债务问题专题研究之三》 2011/9/9
12. 《升值预期对外汇占款有较强预测力--对 9 月至明年 2 月外汇占款增量的预测》 2011/9/7
13. 《国际资本与国内流动性监测周报-预计 9 月外汇占款增量将明显回升 (2011 年 9 月第 1 周)》 2011/9/5
14. 《2011 年 8 月份 PMI 数据点评-三季度经济将延续前期调整走势》 2011/9/1
15. 《全球宏观经济图册 (2011 年 8 月份) 》 2011/9/1
16. 《又是货币紧缩? --存款准备金覆盖范围扩大到保证金存款点评》 2011/8/31
17. 《评点伯南克“杰克逊霍尔”会议上的演讲-此时无招胜有招》 2011/8/31
18. 《1980 年代拉美债务危机的历史启示-政府债务问题专题研究之二》 2011/8/30
19. 《政府债务问题专题研究之一-往事并不如烟》 2011/8/30
20. 《国际资本与国内流动性监测周报-银行间流动性状况将趋于紧张(2011 年 8 月第 4 周)》 2011/8/29
21. 《美国二季度经济数据点评-经济年内二次探底概率低》 2011/8/23

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。