



国家破产、主权违约及其应对机制

欧债危机可能引发希腊违约

2011 年以来，希腊的主权债务危机愈演愈烈，欧洲债务问题的普遍性和严重性持续恶化，更重要的是，希腊等经济体面临债务违约的风险。市场悲观的预期认为，可能会有希腊等其他国家和冰岛一样面临“国家破产”风险，全球经济的发展仍面临巨大的不确定性。

国家破产与流动性危机

一旦一个经济体面临“国家破产”风险，出现偿付危机或流动性危机，最后可能引发更为严重的系统性危机。“国家破产”风险将可能引发三种类型的危机：由于资产减计导致的银行或金融危机、由于资源配置紊乱及私人部门总需求萎缩导致的经济危机以及外国投资者信心崩溃引发的货币危机。

国家破产的应对

上世纪 80 年代之后，以市场力量来解决主权违约的趋势日益明显，形成了以传统国家救助为基础、以市场手段为主要方式的主权违约应对机制。这个机制最为核心的内容是主权债务重组。相对而言，国际救助是主权违约危机的短期缓解之策，债务重组则主要是侧重于债务违约问题的解决。

债务重组的方式

针对债务人，债务重组包括五个方式：一是本金延期支付、利息减少支付；二是本金延期支付、利息全额支付；三是债务减免，包括要求对本金和利息的全部或部分减免；四是再融资，用新债偿还旧债；五是债务结构重组，用新的更好的利率和期限结构债务来改变此前较为不利的利率和期限结构。

阿根廷的经验

2001 年阿根廷债务危机的债务重组。阿根廷的债务重组最终计划为“布宜诺斯艾利斯计划”。2004 年 6 月，阿根廷加快了国际债务重组进程，提出了新的方案，对 818 亿美元的债务进行重组，大幅提高新债券发行规模，下限为 385 亿，上限为 418 亿，即偿还票面债务的 47%-51%，但需要 70% 的债权人同意。最后的妥协大致是偿还票面价值的 50%。

希腊可能的债务重组

希腊债务的硬重组并非没有可能，市场认为需要针对希腊债券贬值 30% 做出风险准备。而 10 月 23 日欧元区首席谈判代表维托里奥·格利里指出，希腊债权人需要作出 60% 的资产减计。如果希腊债务重组，债权人的损失可能要比此前预期的大。

海外宏观

郑联盛

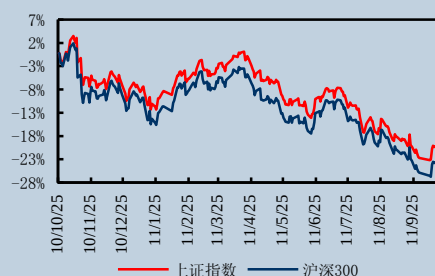
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 10 月 25 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目 录

“国家破产”的涵义	2
“国家破产”与流动性危机	3
“国家破产”的应对	4
主权债务重组	5
主权债务重组：阿根廷的经验	5



由美国次贷问题引发的金融危机，演化了大萧条以来最为严重的全球性金融经济危机，对国际金融市场和世界经济发展造成了巨大的负面冲击。更重要的是，危机的影响仍在深化，对部分国家的冲击仍在持续。欧债危机就是最好的典型。

2011 年以来，希腊的主权债务危机愈演愈烈，欧洲债务问题的普遍性和严重性持续恶化，更重要的是，希腊等经济体面临债务违约的风险。市场悲观的预期认为，可能会有其他国家和冰岛一样面临“国家破产”风险，全球经济的发展仍面临巨大的不确定性。

“国家破产”的涵义

市场认为，随着金融危机的深化，债务问题的恶化，可能有国家将面临冰岛一样的困境，出现“国家破产”的风险。基于冰岛“破产”的现实，实际上是从国家的资产负债表进行分析，当时冰岛的主权负债远远大于其资产及产出，从而使得并到资产负债表崩溃，技术上冰岛已经破产。

从财务原则上，破产主要是针对公司而言的，破产是指当债务人的全部资产不以清偿到期债务时，债权人通过一定程序将债务人的全部资产进行平均受偿，从而使债务人免除不能清偿的其他债务，并由法院宣告其破产解散。

目前，对于“国家破产”（National Bankruptcy），学术界仍然没有严格的定义。不过，有些研究是通过情景的不同来分析界定“国家破产”风险。一般地将以下三种情况定义为“国家破产”：

一是主权债务违约。主权国家由于特定的经济原因或其他原因，无法履行其到期债务本息的支付责任，甚至是无法支付到期的利息，那该国就遭遇偿付危机，面临“国家破产”风险。这个定义主要是从债务债权的财务分析原则进行界定的。这就是目前希腊、意大利、葡萄牙甚至美国可能面临的风险，实际上是一种主权债务违约风险，或主权债务危机。针对违约的对象，一般可以分为内部型违约和外部型违约，内部型违约主要是针对国内的债权人，外部型违约是针对国外的债权人。由于外部型主权违约的影响力更大、更复杂，往往引发更为密切的关注。

二是政府的变更。一般而言，政府的正常更迭是不会改变前政府承担的信用承诺，不会改变一个国家的债务债权关系，但是，如果一个新政府质疑前政府的合法性，那就有可能为此否认前政府的信用行为，从而不承认前政府的债务责任，此时，这个国家也是面临“国家破产”的风险。比如，在苏联成立之后，苏联就完全废除了沙皇和克伦斯基政府的债务。

三是国家的消失。严格意义上，这是“国家破产”的最本质特征。不过，一般而言，一个国家消失，往往会有新的国家或新的几个国家产生，新国家或其中一国经常会承担此前国家的主要债务债权责任。但是，如果新的国家不承认此前的债务债权关系，那完全意义上的“国家破产”就产生了。

根据上述三个情景，严格意义上的“国家破产”是国家的消失及其引致的债务债券的关系的可能消亡，而最为普遍的“国家破产”情景是债务违约导致的偿付危机，或是我们所熟悉的主权债务危机，而并非一个国家像一个公司会消失或被进行破产清算。比如，美国如果无法在 8 月初就债务上限达成妥协，那就无法进行到期债务的支付，就产生主权违约，可能就面临“国家破产”风险，但不是美国的消失或被清算。

基于第一个情形的“国家破产”分析，实际上是一种主权债务危机，其大致可以分为两个不同的情况。其

一，从这个国家的收支角度出发，如果一个国家收支长期处于不平衡状态尤其是长期是支出大于收入，那就会使得这个国家在某个时点就无法支付到期的债务本息，从而发生债务违约，面临“国家破产”风险。此前，众多的主权债务危机都是这样的情况。

其二，从该国的资产负债表分析，如果这个国家的负债或然大幅增加，比如外币大幅升值（或本币大幅贬值）导致其持有的相应外币负债头寸的支付压力上升，在其资产价值没有变化的情况下，可能使得资产负债表的平衡被打破，从而资不抵债；另外，可能由于其资产的大幅贬值，导致资不抵债的情况，冰岛就是这样的遭遇。

“国家破产”与流动性危机

主权债务危机是“国家破产”风险最为普遍的表现形式。如果一个国家的债务负债不断攀升，其债务占经济产出的水平持续上升，而收入水平增长相对有限，那在某个时点这个国家将由于过度负债（Over-indebtedness）而无法支付到期的债务本息，甚至无法支付利息，那就可能面临债主违约或债务危机。此时，这个国家就是面临了严重的偿付危机（Insolvency crisis）。

偿付危机一般并不会使得“国家破产”解体。如果对于一个公司而言，当其面临偿付危机之后，债权人就会要求通过法定程序将债务人的全部资产供其平均受偿，最后是公司被清算破产。但是，对于国家而言，特别是和平时，债权人是无法对一个国家的全部资产进行平均受偿的，因为国家的主权是不得侵犯的。为此，一个国家面临偿付危机，并不必然导致这个国家的破产解体。

主权债务违约引致的偿付危机实质上是流动性危机。由于国家是有固定的收入来源，一般是税收，偿付危机一般都是特定时刻的支付危机，如果这个国家能够在较短的时间内获得支付的资金，那偿付危机就可以缓解甚至消除。从这个意义上，一个国家无法履行债务支付责任的关键是支付意愿，而非支付能力，是临时性的支付困难，而非真正的无法支付。所以，对于面临破产风险的国家而言，债务危机实际上是一种流动性危机，或临时违约。

“国家破产”可能引发严重的金融经济危机。一般的，国家的债务大部分是以债券或借款的形式存在，如果面临流动性危机，债权人的债权就无法得到偿付，持有的债券等资产就面临着资产减计，对于金融机构或企业，就会破坏其资产负债表的平衡，导致资不抵债，最后使得银行等金融机构和企业破产，引发金融危机。同时，由于流动性危机的存在，会使得市场对风险溢价的补偿要求提高，债券的收益率会大幅提高，资金成本整体也将上扬，加上此前金融部门的混乱，这对于资源配置的效率将是巨大的冲击，最后导致经济增长和发展的效率降低甚至引发严重的经济危机。

一个国家如果出现“国家破产”风险，不管是偿付危机还是流动性危机，对于外国政府、金融机构、企业和个人债权人以及该国家自身等都有严重的后果。对于债权人，可能包括外国政府、金融机构、国际金融组织、国内债权人（有金融机构、企业、个人等），将面临全部或者部分的债权违约风险，其债权的价值面临萎缩。对于国家自身，由于存在“国家破产”的风险，必然导致公共支出的降低和预算规模的下降，从而对经济增长造成影响；同时，违约将导致该国的信用和公信力大大降低，其在资本市场的融资能力将短期受限，融资的成本将大幅提升，甚至无法获得融资。对于该国家的居民，由于“国家破产”风险的持续，个人的财富将受到极大的威胁，国家对个人的信用将降低，作为最重要的债权人，个人（主要是其储蓄）可能不再会成为国家债务的主要融资渠道。

根据经济逻辑的分析和历史经验，一旦一个经济体面临“国家破产”风险，出现偿付危机或流动性危机，最后可能引发更为严重的系统性危机。“国家破产”风险将可能引发三种类型的危机：由于资产减计导致的银行或金融危机、由于资源配置紊乱及私人部门总需求萎缩导致的经济危机以及外国投资者信心崩溃引发的货币危机。

“国家破产”的应对

主权违约的历史由来已久。根据相关的研究，最早的主权违约案例是 1557 年，西班牙菲利普二世政府无法偿还其到期债务，不得不宣布“国家破产”，这是历史上主权国家第一次宣布“国家破产”。其后 1560 年、1575 年和 1596 年西班牙再次宣布“国家破产”，无法偿还到期债务的本息。19 世纪 20 年代，一些拉美国家在伦敦债券市场发生主权违约，19 世纪末期和 20 世纪初期，大量国家发生主权违约，比如美国、土耳其、秘鲁、埃及、阿根廷、希腊、巴西等。二战以来，影响最深远的违约发生在 70 年代初期，美国对美元-黄金挂钩机制的违约，即尼克松冲击，最后导致了布雷顿森林体系的崩溃。其后主权违约主要发生于上世纪 80 年代（拉美债务危机）、90 年代（俄罗斯等）以及本世纪初期（土耳其、阿根廷等）。

自救是主权违约的首要政策。由于主权危机是一种偿付危机，更是一种流动性危机，为此，应对主权违约的首选之策就是获得新的流动性，以提高偿付能力。一般地，获得流动性的方法主要有：一是向其他国家或国际金融组织申请短期贷款，在短期内获得新的流动性，来缓解支付压力；二是在资本市场上发行新的债务凭证，以发行新债的资金收入来偿付旧债的本息，当然这需要的前提条件是该国仍然能够获得资本市场的信用认可；三是出售资产，获得一定的额外收入，来进行支付；四是增加税收，特别是关税，来增加政府的收入；五是减少支出，削减公共支出，降低债务水平。一般地，前面两个措施需要和外部经济主体相互联系起来，而后面三个措施主要是针对国内的。内部型违约的解决之道相对简单，外部型违约由于涉及到国外的经济利益，处置更加复杂。

外部型的主权违约的原始应对方式多以协商加武力威胁方式解决。由于特定国家面临破产风险，在国际法尚未建立的条件下，债权人无法通过法律获得债权的合法收入，债权人只能与债务国进行协商，同时以武力相威胁。19 世纪至 20 世纪起初，欧洲国家作为很多国家作为债权人，一旦某个国家发生或可能主权违约，欧洲国家就经常以武力接管或威胁该国，以该国的税收和关税收入来偿还债务，或者以税收和关税收入作为担保。典型的事件有：1861 年英国、法国和西班牙入侵违约的墨西哥；1869 年、1880 年和 1898 年，突尼斯、埃及和希腊分别被军事控制；1902 年英国、德国和意大利联合围堵委内瑞拉港口，迫使其按期如数偿还债务。1901 年中国清朝政府与英国、美国、日本、俄国、法国、德国、意大利、奥匈、比利时、西班牙和荷兰签订的《辛丑条约》规定中国赔款 4.5 亿两白银，分 39 年还清，年息 4 厘，本息共 9.8 亿两。由于担心中国违约，英美等国要求以清政府的关税、盐税和常关税作担保。

传统的国际救助方式在二战之后盛行开来。第一次世界大战之后，以武力解决债务债权关系就很少见，多为协商解决，特别是二战之后，新的国际经济秩序建立起来，新成立的国际货币基金组织的宗旨就是促进全球国际收支的平衡，对失衡国家进行援助。一旦一个国家面临违约风险，IMF 等机构和主要发达国家（比如七国集团）多会积极参与救助违约国，向违约国提供相对充足的紧急贷款，使得违约国能够支付到期的债务本息，缓解其支付压力。这样，就形成了以国际金融组织和发达国家为救援主体、以短期紧急贷款为主要方式的传统国际救援方式。不过，由于国际金融组织和发达国家的贷款往往具有条件性，这个方式受到一定的质疑。2001 年 11 月开始，IMF 开始研究主权债务重组机制（Sovereign Debt Restructuring Mechanism），并于 2003 年 IMF/ 世行春季年会前出台，但是由于美国和部分新兴经济体的反对，这个机制也被搁置，传统的国际救援机制没有



得到有效的完善。

“国家破产”的市场应对机制的重要性日益提高。由于传统的国际救助方式存在道德风险、未来违约以及有效性等问题，同时还存在对国家主权的侵蚀等弊端，在东亚金融危机之后受到了较多的质疑，特别是以 IMF 作为最后贷款人的救援机制的条件性被认为是加剧危机而不是缓解危机。上世纪 80 年代以来，以市场力量来解决主权违约的趋势日益明显，形成了以传统国家救助为基础、以市场手段为主要方式的主权违约应对机制。这个机制最为核心的内容是主权债务重组。相对而言，国际救助是主权违约危机的短期缓解之策，债务重组则主要是侧重于债务违约问题的解决。

主权债务重组

当一个国家面临偿付危机的情况下，如果短期内通过自救和国际救援能够恢复偿付能力，那流动性危机就将解决，主权违约的压力将缓解，“国家破产”风险就大大降低。但是，如果该国过度负债，导致其信用水平低下，或者该国具有系统重要性，没有其他国家或国际金融组织能够有效进行救援，那通过自救和国际救援就无法解决该国的偿付能力，那“国家破产”的风险就陡然上升，最后的结果往往就是要进行以市场手段为主的主权债务重组。

某种意义上说，主权债务重组是主权债务危机的最后归途。鉴于此，比如欧洲债务危机中的希腊等国在 IMF 和欧盟的救援之下，如果无法恢复偿付能力，那希腊就极有可能走向债务重组的道路。如果意大利甚至美国如果发生违约并引发连锁反应，由于其经济规模和债务规模很大，则可能出现无法有效救援的情况，债务重组也有可能发生。

主权债务重组（Sovereign Debt Restructuring）是指债权人与债务国对现有债务债权关系及债务的本息支付的重新安排。对于外部型主权债务违约，债权人主要是外国政府、国际金融组织或银行等，但一般是政府作为债权人或债权人代表。主权债务重组的主要目的是使得债务国能够短期内缓解或解除债务负担，缓解偿付危机，以通过市场等方式获得流动性，最终支付全部或部分债务本息。

主权债务重组根据债务人和债权人的侧重不同分为两类。第一类是针对债务人的，旨在解决债务人的偿付能力，主要包括五种方式：一是本金延期支付、利息减少支付；二是本金延期支付、利息全额支付；三是债务减免，包括要求对本金和利息的全部或部分减免；四是再融资，用新债偿还旧债；五是债务结构重组，用新的更好的利率和期限结构债务来改变此前较为不利的利率和期限结构。债务人的债务重组安排是主权债务重组的主要内容，严格意义上，第四和第五项主要是间歇性违约，如果短期内获得融资或进行了债务结构重组，就可以恢复偿付能力。一般而言，债务重组计划多是五种方式的有机集合体。

第二类是针对债权人的重组形式，一般成为债务重新安排（Debt Rescheduling），即债权人对到期本金或利息的支付进行重新安排，比如延期或减免等。世界银行等国际发展组织以及部分发达经济体，对于一些发展中国家经常进行债务的重新安排，比如对非洲不发达国家的债务减免等。债务重组安排的主要内容大致与债务重组相似，但更侧重于延期和（或）本息的减免。

主权债务重组：阿根廷的经验

历史上最重大的债务重组是 2001 年阿根廷债务危机。

阿根廷债务危机发端于其债务结构重组。新世纪之交，阿根廷的经济形势日益恶化，2001 年通胀高企、债台高筑的阿根廷不得不开始进行紧缩计划，削减财政赤字。同时为了减少债务的利息支出，阿根廷于 2001 年 6 月进行主动的债务重组，主要是债务结构的重组，政府发行长期债券以交换 300 亿美元即将到期的短期外国债券，新的长期债券利率相对更高，但整体仍然可以为阿根廷在其后的 5 年内节省超过 160 亿美元的利息支出。债务结构重组同样用于阿根廷国内。2001 年 10 月和 11 月，阿根廷政府发行新的债券以交换未来 10 年内到期的 950 亿美元的债券，不过新的债权利率更低，而且延期 3 年支付，这引发了国内债权人的不满和抵触。这实际上已经是阿根廷对国内债权人的违约。

金融管制最终导致主权违约。2001 年下半年，资本流入严重，阿根廷为了限制资本的过度流出，开始实行金融管制：限制存款人提取存款，每月限取 1000 比索，同时冻结美元账户；向境外资金转移被管制；减少对当地投资者持有的 450 亿美元政府债券的利息支付等。加上对国内债权人的实质性违约，金融管制行为激发了严重的社会不满，引发了全国性抗议，最后阿根廷进入紧急状态。2001 年 12 月 23 日阿根廷政府宣布暂停偿还其 1320 亿美元的外债，成为历史上最大的主权债务危机。此时，阿根廷债务水平为其 GDP 的 150%。

2001-2003 年阿根廷债务危机的债务重组安排主要是债权人进行的。宣布暂停偿还外债之后，阿根廷甚至对世界银行、美洲开发银行等多边金融组织违约，这是主权债务危机历史上第一次的多边债务违约行为。债务重组安排首先由 IMF 提出，2003 年 1 月 IMF 宣布临时备用安排延期了阿根廷的债务，并提供流动性资金，以帮助阿根廷偿还世界银行、美洲开发银行等的债务。

随着阿根廷经济秩序的恢复和经济的复苏，阿根廷开始进行主动的债务重组尝试，2003 年 9 月阿根廷在 IMF/世行迪拜年会上提出了针对国际债权人的债务重组计划，即迪拜计划（Dubai Proposal）。该计划针对 2001 年 12 月的债务，阿根廷保证偿还重组后的所有债务，但是国际债务总额需要按债务的面值大幅减免 75%，即对于 870 亿美元的债务发行上限为 218 亿美元的新债务进行重组，阿根廷保证新债务的足额偿还。这个债务重组计划，相当于阿根廷只支付债务面值的 25%，如果考虑净现值，那支付比例更低，约为应当支付总额的 10%。由于迪拜计划的减免幅度过大，国际债权人强烈反对，最后无果而终。

阿根廷的债务重组最终计划为“布宜诺斯艾利斯计划”（Buenos Aires Offer）。2004 年 6 月，阿根廷加快了国际债务重组进程，提出了新的方案。该计划对 818 亿美元的债务进行重组，大幅提高新债券发行规模，下限为 385 亿，上限为 418 亿，即偿还票面债务的 47%-51%，但需要 70%的债权人同意。

其后，阿根廷政府根据债务的总额调整了布宜诺斯艾利斯计划新债券的发行规模，总额为 432 亿美元，偿还票面价值约 50%。新债券分为三种：折扣债券（Discount Bond）、平价债券（Par Bond）和准平价债券（Quasi-Par Bond）。其中，折扣债券为 199 亿美元，现有债券以面值 63%折扣（即面值的 37%）换取以美元计价 30 年期的新债券，前 5 年利率为 4.15%，第 6-10 年利率为 8.51%，20 年宽限期。平价债券（Par Bond）为 150 亿美元，现有债券以面值换取以美元计价 35 年期新债券，前 5 年收益率为 2.08%，第 6-15 年收益率为 2.5%，第 16-25 年为 3.75%，其余为 5.25%，宽限期为 25 年。准平价债券为 83 亿美元，现有债券以一定的折扣（依据不同债券而定）换取比索计价 42 年期债券，收益率为 3.6-4.0%，宽限期为 32 年。

由美国、欧洲和日本等债权人组成的全球阿根廷债券持有人委员会仍对布宜诺斯艾利斯计划不满，要求偿还票面价值至少 60%。由于这个组织宣称的对阿根廷的权益超过阿根廷国际债务的 30%，布宜诺斯艾利斯计划暂时搁浅。

低利率时代的到来使得布宜诺斯艾利斯计划顺利实施。网络泡沫之后，全球进入减息周期，发达经济体的



债券收益率水平很低，布宜诺斯艾利斯计划承诺的利率开始显得有吸引力，越来越多的机构投资者接受了布宜诺斯艾利斯计划的债券交换安排。2005年2月底，当时阿根廷最大的债权人、由德国与奥地利等国投资者组成的阿根廷债券重组机构接受了阿根廷的债务重组计划，使得布宜诺斯艾利斯计划的支持率超过了70%，阿根廷债务重组计划得以顺利进行。

希腊的债务重组

根据阿根廷的经验，希腊的债权人需要对债务重组特别是硬重组作出充分的准备。历史上最大的债务重组是上述的2001年阿根廷债务危机，违约规模为1320亿美元，阿根廷提出的债务重组计划甚至要求减免票面价值的75%，以净现值计算，偿付比例仅为面值的10%，最后的妥协大致是支付票面价值的50%。

希腊债务的硬重组并非没有可能，市场认为需要针对希腊债券贬值30%做出风险准备。一般地，硬重组是指本息的全部或部分减免。虽然，欧元区和IMF的救援大大缓解了希腊违约的可能性，但硬重组也并非没有可能。评级机构穆迪就认为，希腊在未来5年违约的可能性提高到50%。希腊债务硬重组导致的面值损失市场预计为30%左右。德意志银行研究认为需要对希腊主权债务违约进行资金安排，以应对希腊主权债券贬值20-30%引致的风险。花旗银行认为，未来1-2年内希腊债务重组可能引发其债务价值损失30-50%，债务重组时间越晚，损失越大。瑞士信贷亦指出，如果希腊、爱尔兰、葡萄牙减计32%的债务，欧洲商业银行将产生2000亿欧元的亏损，相当于欧洲银行业在计提贷款损失拨备前的一年利润。

2011年10月22日，IMF总裁克里斯蒂娜·拉加德法国总统尼古拉·萨科齐以及欧洲央行行长让-克洛德·特里谢指示意大利财政部副部长、欧元区首席谈判代表维托里奥·格里里向跨国银行组成的财团强调，希腊债券持有人应该接受面值减计60%。这远远超过了2011年7月私人部门与欧元区在希腊第二轮救援中的减计水平，当时减计水平不足20%。为此，如果希腊债务发生违约，那对债务持有人的损失可能比预期的要大很多。



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。