

点评报告

管理预期或成为未来货币政策的核心

2011年11月28日

美联储十一月议息会议纪要点评

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/GDP	-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

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

- 1、从对经济基本面的判断上看，联邦公开市场委员会成员普遍认为第三季度经济增长速度在某种程度上有所增强，但是抑制经济复苏速度因素的影响不容忽视。经济未来增长的不确定性较高。
- 2、总体上，美国金融市场大体上仍属稳定，但暗潮涌动：1、美国国债市场稳定，国债收益率维持在低位；2、股票市场在风险情绪推动下持续波动；3、银行业放宽贷款标准的趋势有所放缓，对于投资和消费的促进作用减弱。
- 3、为了应对金融市场的潜在风险，美联储近期决定对美国大型银行进行“压力测试”。此次基准假设较 2009 年的基准假设有所改善，显示美国现在经济状况较 2009 年稳健。从严重衰退假设来看，房地产市场的假设反映了其下行风险较 2009 年低。GDP 增速和失业率的假设则反映了在欧债危机及全球增长疲弱的影响下，经济下行风险较高。总体上，本次美联储的压力测试涵盖银行范围广，测试条件亦较 2009 年压力测试更为严格。银行补充资本金计划预计会给 2012 年金融市场流动性带来压力。
- 4、宽松的货币政策、家庭和企业资产负债表的改善、社会需求的增加将支持经济复苏。然而房地产市场和就业市场的复苏过程缓慢，欧洲主权债务危机或将蔓延都会抑制美国经济复苏的速度。
- 5、我们认为未来货币政策的核心更多的在于改变市场的通胀预期，从而降低真实利率水平。预计美联储会通过除了议息会后声明以外的方式反映委员会对于政策目标和政策框架的想法的可能性，从而更为有效地影响市场通胀预期，提高货币政策的效用。此外，考虑到现在美国经济复苏还处于初级阶段，如果联储官员贸然改变货币政策框架，风险性过高。所以，我们认为短时间内，联储官员推出新的政策框架的可能性低。
- 6、从人数上看，现在鸽派委员多于鹰派委员。伯南克亦在 11 月份议息会议会后记者会上表示“在经济条件允许的情况下，购买更多的抵押贷款支持债券是可行的”。我们仍维持之前对于美联储货币政策的判断，即量化宽松政策仍属于在经济条件允许时，可选择推出的刺激政策之一。

Comments Report

Anchoring Expectations May Become the Key for the Future Monetary Policy

28 Nov 2011

Comments on FOMC Minutes from Nov 1-2 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

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

Stella YAN

86-755-83896863

yanling@cmschina.com.cn

➤ From the economic fundamental point of view, the FOMC members generally agreed that economic growth has been enhanced to some extent in the third quarter. However, the suppressed factors which may slow down the economic growth could not be ignored. The uncertainty of future economic growth has increased.

➤ On the whole, the U.S. financial market remains relatively stable with some undercurrents: 1. the treasury market is stable and bond yields remain at the low level; 2. the stock market is volatile due to the risk sentiment; 3. the pace to relax the lending standard has slowed down in most of the banks, which in turn may impact the growth rate of the investment and consumption.

➤ In response to the potential risks in the financial market, the Fed recently plan to carry out another 'stress test' on large U.S. financial institutions. Assumptions in the baseline scenario is not as strict as ones in the last stress test in 2009, which indicates that current economic situation is more robust and the risk of a collapse in real estate is low. However, assumptions on GDP growth and unemployment rate reflect high risk of economic downturn due to the risk of European debt crisis and the weak global growth. Overall, the current stress test covered a wider range of financial institutions and applied more stringent conditions compare with the last test. Bank recapitalization need is expected to increase liquidity pressure of the financial market in 2012.

➤ Accommodative monetary policy, improvements in the balance sheet of the household and corporates, as well as the increase in the social demand will support the U.S. economic recovery. However, not only the weak real estate market and job market, but also the contagion risk from the European sovereign debt crisis would inhibit the rate of the recovery.

➤ The key of the future monetary policy is to change inflation expectations, thus reduces real interest rates. Taking into account the current U.S. economic recovery is "still in infancy", if Fed officials hastily changed the monetary policy framework, risk is too high. Therefore, we believe that the possibility of a new monetary policy framework is low at this stage.

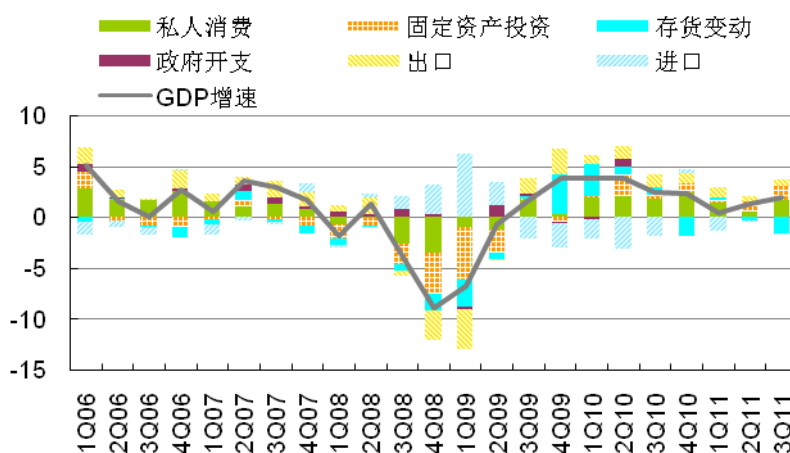
➤ The quantitative easing policy is still a viable option if the economic conditions warrant.

1、经济数据好转 复苏动能尚需提高

为期两天的美联储议息会议于 11 月 2 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，并维持之前的判断，即当前和未来的经济条件 - 包括低资源利用率以及中期通胀受抑制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。另一方面，联邦公开市场委员会决定继续实施在 9 月份宣布的延长所持债券资产平均到期时间的计划。

基于美联储议息的纪要，联邦公开市场委员会成员表示三季度美国经济数据好转，不过强劲经济复苏的动能尚未具备。新订单指数等多项指标显示美国经济将延续温和复苏的趋势。疲弱的就业市场和房地产市场以及低迷的消费者情绪预计抑制美国经济的复苏速度。

图 1：美国三季度 GDP 增长数据减少市场忧虑



资料来源：彭博，招商证券研发中心

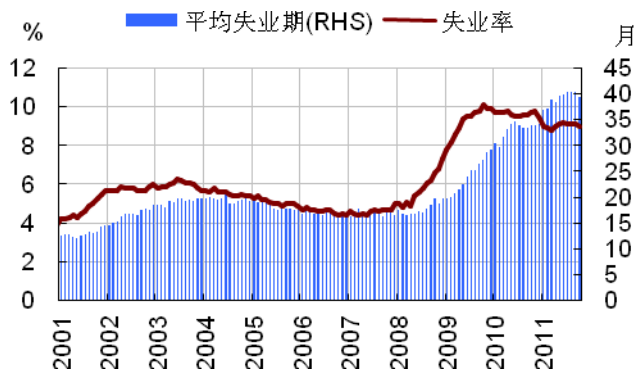
联邦公开市场委员会成员认为部分受 8 月份罢工的通讯公司 VERIZON 员工重返工作岗位影响，9 月份非农就业人数温和上升。总体上看，三季度私营领域的新增职位数低于今年上半年。另一方面，虽然申领首次申领失业救济人数自 9 月中开始回落，但是仍保持在高位。现在首次申领失业救济人数所在的水平与温和的就业增长相一致。此外，大多数商业雇佣计划指标没有出现好转。

房地产市场方面，受大量的止赎房产和查封房产、有限的购房需求、房价的不确定性以及严格的按揭贷款承销标准影响，房地产相关活动继续疲弱。单户住宅的新屋开工和营建许可证虽有上升，但较去年年中并没有出现明显的改善迹象。

消费方面，在汽车供应链逐渐恢复的影响下，9 月份汽车购买增加量远远高于春季。然而，第三季度个人实际可支配收入出现环比下降，消费者信心指数亦处于历史低点。消费增长的可持续性需要关注。

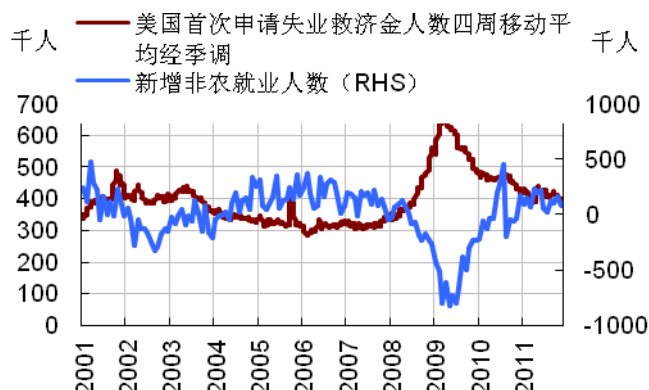
物价水平方面，用个人消费开支价格指数（PCE）衡量的美国整体消费物价通胀增长水平较今年上半年温和，较长期的通胀预期保持稳定。

图 2：平均失业期略有改善



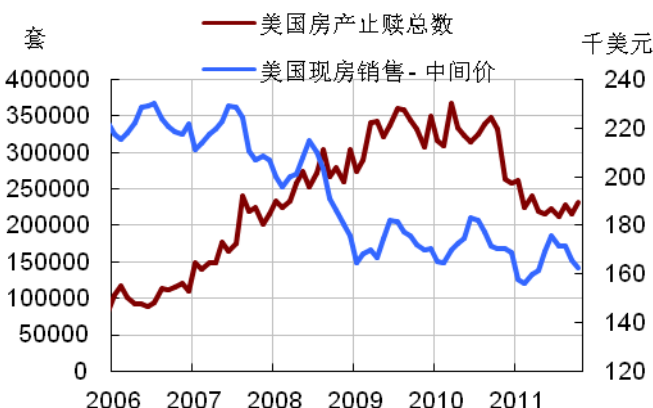
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 3：首次申领失业金人数所对应的新增非农就业人数仍处低位



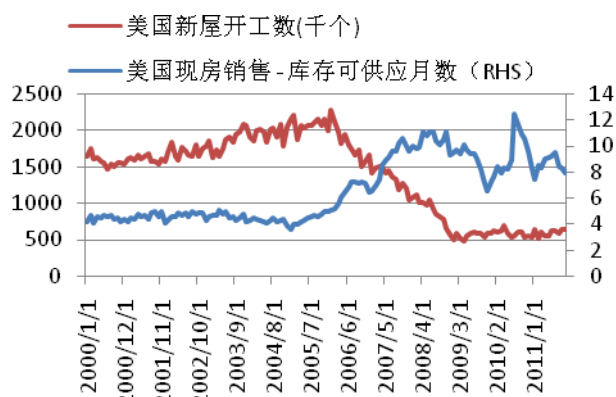
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 4：美国房价尚未企稳



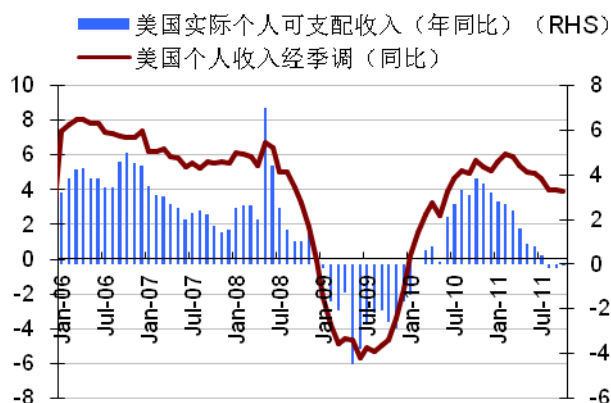
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 5：库存量仍然较高，抑制新屋开工量



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 6：个人实际可支配收入近期环比下跌



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 7：通胀预期近期下滑



资料来源：彭博，招商证券研发中心

国外经济活动基本上已经从3月份日本地震灾害的影响中恢复。然而，最近的数据显示欧元区经济相当疲软。在其他地方，指标较为乐观的有加拿大及中国。加拿大的就业情况继续好转，中国第三季度的GDP增长虽然较上半年慢，但仍然相当强劲。

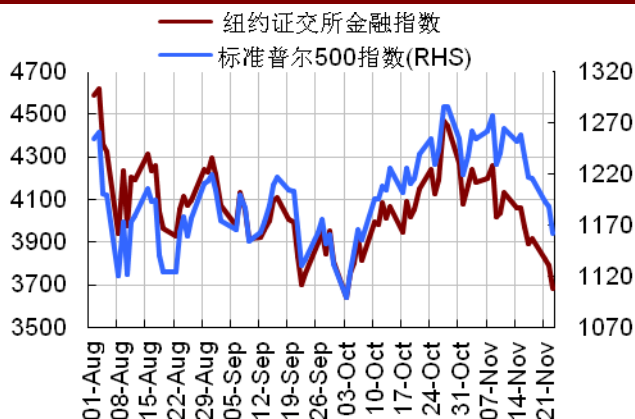
从对经济基本面的判断上看，联邦公开市场委员会成员普遍认为第三季度经济增长速度在某种程度上有所增强，但是抑制经济复苏速度因素的影响不容忽视。经济未来增长的不确定性较高。

2、金融市场波动持续 信贷放松脚步放缓

货币政策委员会成员对于金融市场的回顾包括了对国债、股市、信贷市场以及海外金融市场的评论。

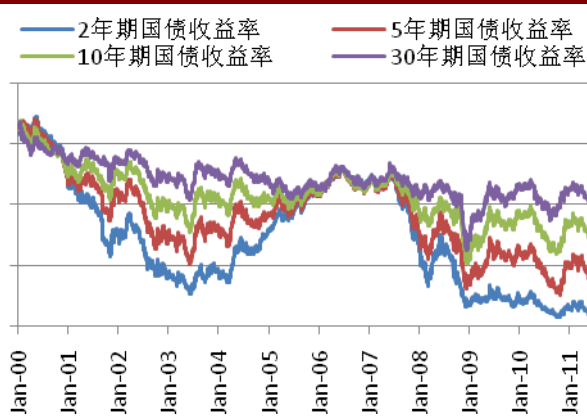
国债市场方面，自9月份议息会议后，长期国债收益率明显下降，短期国债收益率维持稳定；股市方面，在欧债及银行对于欧洲风险敞口的相关消息影响下，美国银行机构的信贷违约掉期利差和股价持续波动。此外，由于股票市场近期大幅波动，大量公司推迟了上市计划；公司债方面，投资和投机等级的债券收益率下降，和国债收益率的息差缩小。

图 8：金融股近期大幅下跌



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 9：国债收益率持续走低



资料来源：彭博，招商证券研发中心

融资方面，商业房地产市场的融资条件出现恶化迹象，商业抵押贷款支持证券（CMBS）的发行在第三季进一步放缓，CMBS利差扩大。此外，个人信贷的拖欠率有所下降。部分原因在于，在严格的贷款标准要求下，成功借贷的个人具有更强的经济实力，可以负担起应付款项。核心商业银行的贷款在第三季度略有扩大。对商业和工业（C&I）的贷款继续增长。这种贷款增长主要集中在国内大型银行和非欧洲的海外金融机构。在个人消费贷款以及银行持有的封闭式住宅按揭贷款增加的同时，商业地产贷款出现下降。从信贷标准的角度看，10月份高级贷款官员调查报告中显示放宽贷款标准和条款限制的银行数量有所减少。

海外市场方面，多家央行重启经济刺激计划。其中英国央行和日本央行扩大了资产购买计划。欧洲央行宣布推出一年期银行贷款计划并且重启有担保债券购买计划。巴西、印度尼西亚以及以色列陆续降息。

我们可以发现美国金融市场大体上仍属稳定，但暗潮涌动：1、美国国债市场稳定，国债收益率维持在低位；2、股票市场在风险情绪推动下持续波动；3、银行业放宽贷款标准的趋势有所放缓，对于投资和消费的促进作用减弱。

受欧洲主权债务危机蔓延影响，美国有一些实力稍弱的金融机构已经申请破产。美国经纪公司 MF Global 持有约 63 亿美元的欧元区主权债务。10 月份意大利局势恶化导致这家前高盛总裁 Jon Corzine 领导的公司走向破产。

为了应对欧洲主权债务危机加剧及全球经济疲弱带给金融市场的风险，美联储近期决定对美国大型银行进行“压力测试”，测试对象为总资产至少为 500 亿美元的 31 家大型银行。银行业要以真实 GDP 从峰值下跌 6.9%、2013 年初失业率上升至 13%、美国经济活动低迷以及全球经济活动显著下滑等不利条件作为假设情景，审查自身资产负债表的健康状况。

根据本次压力测试和 2009 年压力测试的假设条件分析，我们可以发现此次基准假设较上次有所改善，显示美国现在经济状况较 2009 年稳健。从严重衰退假设来看，房地产市场的假设反映了其下行风险已经较 2009 年低。GDP 增速和失业率的假设则反映了在欧债危机及全球增长疲弱的影响下，经济下行风险较高。总体上，本次美联储的压力测试涵盖银行范围广，测试条件亦较 2009 年压力测试更为严格。参加压力测试的银行必须在 2012 年 1 月 9 日前呈交资本计划。

表 1：本次压力测试和 2009 年压力测试的假设条件对比

	2009-2010 年		2012-2013 年	
公司总资产	1000 亿美金以上		500 亿美金以上	
公司数目	19		31	
	FED 基准假设	FED 严重衰退假设	FED 基准假设*	FED 严重衰退假设*
今年 GDP	-2.0	-3.3	2.2	-5.0
今年失业率	8.4	8.9	9.0	10.9
今年住房价格指数	-14.0	-22.0	0.7	-7.4
明年 GDP	2.1	0.5	2.7	1.3
明年失业率	8.8	10.3	8.7	12.9
明年住房价格指数	-4.0	-7.0	1.0	-11.0
需要补充股权资本	746 亿美金			

资料来源：美联储，招商证券研发中心*注：假设条件按照假设平均值计算

银行补充资本计划预计会给 2012 年金融市场流动性带来压力。下行风险观测方面，银行间隔夜拆息利率和有效联邦基金利率值得留意。现在银行间贷款利率和有效联邦基金利率仍然处于低位。

图 10：美元银行间隔夜拆息利率仍处低位

图 11：有效联邦基金利率仍处低位



资料来源：彭博，招商证券研发中心



资料来源：彭博，招商证券研发中心

3、负面因素抑制经济增长 复苏前景不确定性高

对于近期的经济预测，由于支出数据，特别是消费者支出和资本支出数据较9月份预期好，委员会向上修正了近期的实际GDP总值。然而，其他重要的短期经济活动的指标显示经济复苏仍然疲弱，具体表现在消费者信心位于低位、商业调查指出公司对于投资和雇佣继续持有谨慎态度、劳动力市场状况依然疲弱、除机动车生产相关行业以外的制造业并不景气。

此外，如房屋空置率，紧缩的信贷条件和风险溢价升高等负面因素仍然存在。因此，货币政策委员会成员对于经济的未来走势预测和9月份联储议息会上的预测相似：在宽松的货币政策、信贷条件进一步改善以及消费者和商业信心从目前较低水平回升的支持下，预计美国实际国内生产总值将在2012年和2013年逐渐加速。不过在预测期内，实际国内生产总值的增加，预计只能缓慢减少产品冗余和改善劳动力市场。失业率预计将保持在高位直至2013年底。

表 2：美联储大幅下调经济数据预测

	预测值				预测范围			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
GDP 增速	1.6-1.7	2.5-2.9	3.0-3.5	3.0-3.9	1.6-1.8	2.3-3.5	2.7-4.0	2.7-4.5
6 月份预测	2.7-2.9	3.3-3.7	3.5-4.2	n.a.	2.5-3.0	2.2-4.0	3.0-4.5	n.a.
失业率	9.0-9.1	8.5-8.7	7.8-8.2	6.8-7.7	8.9-9.1	8.1-8.9	7.5-8.4	6.5-8.0
6 月份预测	8.6-8.9	7.8-8.2	7.0-7.5	n.a.	8.4-9.1	7.5-8.7	6.5-8.3	n.a.
通胀率	2.7-2.9	1.4-2.0	1.5-2.0	1.5-2.0	2.5-3.3	1.4-2.8	1.4-2.5	1.5-2.4
6 月份预测	2.3-2.5	1.5-2.0	1.5-2.0	n.a.	2.1-3.5	1.2-2.8	1.3-2.5	n.a.
核心通胀率	1.8-1.9	1.5-2.0	1.4-1.9	1.5-2.0	1.7-2.0	1.3-2.1	1.4-2.1	1.4-2.2
6 月份预测	1.5-1.8	1.4-2.0	1.4-2.0	n.a.	1.5-2.3	1.2-2.5	1.3-2.5	n.a.

资料来源：美联储，招商证券研发中心

委员会对于通胀率的预测和9月议息会议的预测基本一致。来自于大宗商品价格和进口价格上升的物价压力预计在本季度进一步缓解。基于疲弱的就业市场考虑，委员会预计价格在2012年和2013年将以一个温和的步伐上升。

总体上，宽松的货币政策、家庭和企业资产负债表的改善、社会需求的增加将支持经济复苏。然而房地产市场和就业市场的复苏过程缓慢，欧洲主权债务危机或将蔓延都会抑制美国经济复苏的速度。

4、货币政策交流机制更趋透明化

11月份的议息会议纪要显示美联储官员除了探讨货币政策的内容外，还对如何改善货币政策策略和加强公共沟通清晰度的交流机制做了一定的探讨。

许多与会者指出了在货币政策指导中明确较长期的通胀目标的优点，但有人指出，这样做会误导市场-认为对于美联储而言，保持物价稳定的目标相较就业最大化的目标更为重要。因此，一些与会者建议，需要在明确强调双重任务都很重要的前提下，说明量化的通胀目标。大多数与会者都同意，制定和发布一个声明澄清委员会的政策做法是有助于货币政策的执行效果的。

一些与会者表示支持将超低的联邦基金利率与失业率和通货膨胀率的量化目标相结合，令货币政策更加清晰。然而，一些与会者指出，在没有一个清晰的长期货币政策目标的情况下，将量化的失业率和通货膨胀率作为货币政策的一部分会令市场感到迷惑。此外，一些与会者认为失业率的不确定性较高，作为货币政策的一部分并不合适。

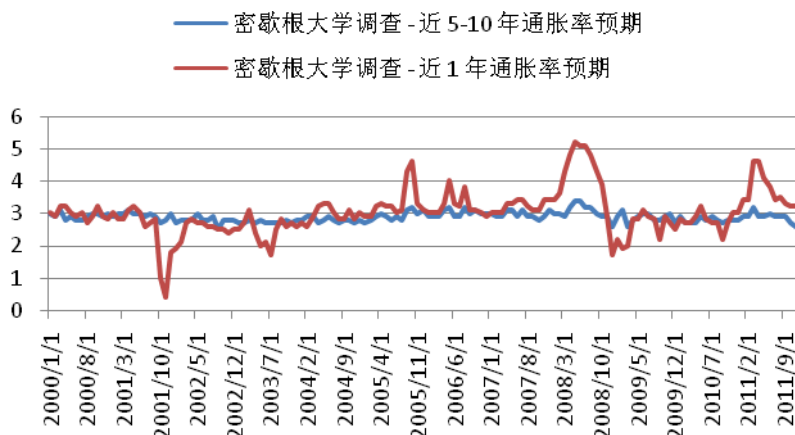
委员会还考虑了将名义国内生产总值（GDP）或价格水平设置为货币政策中间目标的可能性。与会者提供了模型表明，在较长期价格稳定的情况下，设置名义国内生产总值的目标有助于促进更强劲的经济复苏。不过总体来看，多数与会者对于将现有货币政策切换到一个新的政策框架表示疑虑，担心新框架可能会增加未来货币政策的不确定性或无法解决金融稳定所面临的风险。因此，与会者一致认为，不宜在目前情况下做出这样的变化。

此外，有一位与会者明确建议额外购买长期证券。认为该方式将是在联邦基金利率已接近其下界时，一个更为清晰和有效的提供额外宽松货币政策的方式。

总体上看，议息会议纪要显示一些与会者对于明确经济增长等政策较长期目标表示担忧。由于非货币性因素的影响预计会带来相当大的不确定性。因此，若委员会要达成明确货币政策较长期目标的共识时，需透彻地解释如何确定这些目标以及它们是如何融入决策框架的。我们认为，现在美联储货币政策的双目标框架是经过时间验证切实可行的。考虑到现在美国经济复苏还处于初级阶段，如果联储官员贸然改变货币政策框架，风险性过高。所以，我们认为短时间内，联储官员推出新的政策框架的可能性低。

在基准利率已经降至历史低位 0-0.25% 的情况下，美国常规货币政策的空間几乎已经用尽。我们认为未来货币政策的核心更多的在于改变市场的通胀预期，从而降低真实利率水平。所以我们并不排除美联储通过除了议息会后声明以外的方式反映委员会对于政策目标和政策框架的想法的可能性。委员会定期的经济预测总结（Summary of Economic Projections）或可成为议息会后声明的补充，为市场提供更多较长期的货币政策目标和货币政策可能演变的途径的相关信息，从而更为有效地影响市场通胀预期，提高货币政策的效用。

图 12: 通胀预期近期下降



资料来源：彭博，招商证券研发中心

5、鸽派成员投反对票 期望刺激政策出炉

11 月议息会议委员会投票结果显示，10 位联邦公开市场委员会有 1 位委员会成员并不赞成维持货币政策不变的决定。这位委员会成员正是在今年 8 月底曾提出将基准利率和失业率挂钩的芝加哥联储行长查尔斯-埃文斯(Charles Evans)。埃文斯认为在美国失业率高企不下的情况下，美联储可承诺在失业率下降至 7% 到 7.5% 以前不上调基准利率，前提是核心通胀了不超过 3%。作为坚定的鸽派观点持有者，埃文斯这次反对按兵不动的货币政策并不令人感到意外。

埃文斯表示异议的理由主要有以下三点：1、需要出台新的宽松货币政策改善高失业率和疲弱的经济增长前景；2、低资源利用率的形势持续的时间越长，经济的长期增长潜力越有可能会被削弱；3、鉴于目前的政策，通货膨胀将回落至委员会的双重任务相一致的水平以下，因此可以支持刺激性货币政策的执行。

在货币政策与市场沟通的方面，他认为需要对维持联邦基金利率在非常低的水平提出更明确的指导政策，从而起到提高经济增长和就业前景的作用。埃文斯还相信即使美联储在一段时间内接受略高的通胀率，仍然可以起到维护价格稳定的作用。

基于成员的近期发表的讲话，现在联邦公开市场委员会成员分为三派，鹰派、中立派和鸽派：其中纽约联储行长威廉-达德利(William C. Dudley)、美联储副主席珍妮特-耶伦(Janet L. Yellen)、美联储理事丹尼尔-塔鲁洛(Daniel K. Tarullo)和芝加哥联储行长查尔斯-埃文斯(Charles Evans)持鸽派观点；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)持鹰派观点，其余包括主席本-伯南克(Ben S. Bernanke)在内的三位委员持中立观点。从人数上看，现在鸽派委员多于鹰派委员。伯南克亦在这次议息会议会后记者会上表示“在经济条件允许的情况下，购买更多的抵押贷款支持债券是可行的”。我们仍维持之前对于美联储货币政策的判断，即量化宽松政策仍属于在经济条件允许时，可选择推出的刺激政策之一。

参考报告:

1. 《2012: 关于全球经济和资本市场的预言》 2011/11/24
2. 《通胀下行势如破竹--2011 年 10 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/11/10
3. 《2011 年 10 月份宏观数据点评-工业生产活动明显收缩》 2011/11/10
4. 《美联储十一月议息会议声明点评-QE3: 屏息以待》 2011/11/08
5. 《地方政府债务问题的治理: 巴西经验-政府债务问题专题研究之七》 2011/11/7
6. 《从中央和地方政府博弈看增值税改革-评点上海增值税扩大征收范围改革试点》 2011/11/6
7. 《汇率市场发出的信号更灵敏--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 11 月第 1 周)》 2011/11/6
8. 《2011 年 10 月份 PMI 数据点评-通胀水平下移, 库存再次调整》 2011/11/1
9. 《通胀迅速回落--2011 年 10 月份 CPI 数据预测》 2011/10/28
10. 《欧元区债务危机发展动向点评-雷声大雨点小》 2011/10/27
11. 《银行表外融资规模压缩--2011 年前三季度社会融资规模点评》 2011/10/21
12. 《货币政策出现微调信号--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 10 月第 3 周)》 2011/10/21
13. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 9-10 月)》 2011/10/20
14. 《2011 年三季度宏观数据点评-经济维持稳步调整态势》 2011/10/18
15. 《货币政策或将进入政策微调期-2011 年 9 月金融货币数据点评》 2011/10/16
16. 《票据直贴利率显著回落--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 10 月第 2 周)》 2011/10/17
17. 《通胀压力逐步缓解--2011 年 9 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/10/17
18. 《2011 年 9 月份进出口数据点评-新兴市场国家需求下滑, 出口增速快速回落》 2011/10/14
19. 《政策微调的信号--近期出台相关措施以解决温州中小企业困境的点评》 2011/10/14
20. 《2011 年 9 月份 PMI 数据点评-旺季不旺, 经济延续前期调整趋势》 2011/10/10
21. 《10 月份欧洲央行议息会议声明点评-欧洲央行出招救银行, 力度有限》 2011/10/10

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。

闫玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

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。