

2012 年 1 月 8 日

宏观经济



一季度经济环比增速回升可期

中国经济周报 (2011 年 1 月 4 日-2012 年 1 月 8 日)

■ 本周评论

投资者目前纠结于今年 1 季度的经济走势。尽管大多数人相信景气的好转需要等到 2 季度，我们仍然坚持认为经济环比增速有望在 1 季度就迎来回升。这是因为去年 4 季度信贷就已经放量，且势头仍在延续。从历史经验来看，信贷放量往往预示着 1 个季度后经济环比增长的上升。而近期经济领先指标也显示出触底的迹象，增加了我们对 1 季度经济增长的信心。

■ 本周经济跟踪

12 月非制造业 PMI 明显回升；2010 年中国地方债务审计查出问题资金约 5308 亿元。

■ 本周政策跟踪

温总理称今年一季度经济可能比较困难。

■ 周度数据跟踪

物价：上周食用农产品价格涨幅小幅扩大至 0.8%；本周石油价格继续上涨，金价大幅回升。

流动性和资金价格：本周央行停止公开市场对冲，实现资金净投放 560 亿元；短期资金紧张状况有所缓解，不同期限资金价格均有所回落；人民币即期汇率基本稳定，不过人民币贬值预期开始走弱。

联系人：

徐高

010-56513082

gaoxu@ebscn.com

联系人：

钟正生

010-56513077

zhongzs@ebscn.com

分析师：

何媛媛

(执业证书编号：S0930511010008)

内容目录

中国经济周评：一季度经济环比增速回升可期.....	1
一周综述.....	2
本周经济跟踪.....	2
12 月非制造业 PMI 明显回升.....	2
2010 年中国地方债务审计查出问题资金约 5308 亿元.....	4
本周政策跟踪.....	4
温总理称今年一季度经济可能比较困难.....	4
周度数据跟踪.....	5
物价.....	5
流动性与资金价格.....	7
下周经济日历.....	9

图表目录

图 1. 信贷放量往往预示着经济增长加速.....	1
图 2. 领先指标已显现经济触底的迹象.....	1
图 3. 12 月非制造业 PMI 走强.....	3
图 4. 12 月非制造业 PMI 超过历史均值.....	3
图 5. 投入价格走高，拖累非制造业企业利润前景.....	4
图 6. 大类行业中只有建筑业景气下行.....	4
图 7. 上周商务部农产品价格指数涨幅小幅扩大.....	5
图 8. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数.....	5
图 9. 商务部食品价格监测：肉类、粮食.....	6
图 10. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果.....	6
图 11. 商务部食品价格监测：食用油、禽类.....	6
图 12. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类.....	6
图 13. WTI 和布伦特原油期货结算价.....	6
图 14. COMEX 金银期货收盘价.....	6
图 15. 本周公开市场净投放 560 亿元.....	7
图 16. 7 天回购利率下行.....	7
图 17. 1 年期央票二级市场利率微降.....	7
图 18. 10 年期国债收益率回落.....	7
图 19. 主要经济圈票据直贴利率下行.....	8
图 20. 人民币贬值预期走弱.....	8

表格目录

表格 1. 12 月中国非制造业 PMI 及分项指数.....	3
表格 2. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）	5
表格 3. 近 3 月央行公开市场操作情况.....	8
表格 4. 未来一周（1 月 9 日至 1 月 15 日）我国重要宏观数据公布时间	9
表格 5. 未来一周（1 月 9 日至 1 月 15 日）海外重要宏观数据公布时间	9

中国经济周评：一季度经济环比增速回升可期

目前，许多投资者纠结于今年一季度的经济走势，在经济增长触底回升和继续下滑这两种可能之间举棋不定。

我们一直认为经济环比增速在今年一季度有望回升，推高经济的景气度（请参见我们2011年11月19日发布的报告《2012中国经济展望》）。相比市场的主流看法——环比增速的回升最早也需要等到二季度——我们的观点有些小众。尤其是温总理在今年元旦调研时还说：“从全国来说，一季度可能比较困难。”这更让我们的观点显得有些与众不同。但基于一以贯之的逻辑框架，以及近期的经济数据，我们仍然坚持之前的观点不变，相信在今年1季度就有望看见经济环比增长的加速。

我们的信心来自于政策的放松。次贷危机以来，中国经济就是一个政策市——政策收放带来的内需变化决定了经济的短期波动。而在各项政策工具中，信贷无疑是最重要的一个。自2011年10月25日温总理提出政策要“预调微调”以来，信贷发放已经明显加速。考虑到4季度一般是信贷发放的淡季，2011年4季度1.8万亿的新增贷款无疑可算作信贷放量。而从近期央行停发央票，开展逆回购的政策举动来看，今年1季度的信贷也应该会延续放量的态势，有望达到2.5万亿。就2008年以及2010年两轮政策放松的历史经验来看，从信贷放量到经济环比增速上行之间的时滞大概是一个季度（图1）。因此，去年4季度信贷增长的加速理应带来今年1季度经济环比增速的上行。

另外，我们还需要考虑到这次的信贷放松始于去年4季度。由于从信贷发放到最终投资项目上马会有一个时滞，因此到此次增发的信贷真正有可能作用到实体经济时，我国大部分地区已经进入了不适宜施工的深冬。这有可能是最近几个月实体经济似乎并未表现出很强增长动能的原因之一。相信这部分受到冬季抑制的投资需求会在今年1季度开春后得到释放。这也让我们有理由对今年1季度的经济增长保持乐观。

最近经济领先指数的积极变化也印证了我们的判断。在我们看来，PMI与统计局的经济领先指标对中国经济有着最好的指示性。而近期这两个数据都已企稳，结束了之前数月的下滑态势。从这两个指标一致的走势，我们应该可以对未来几个月的经济增长保持乐观（图2）。

不过，虽然环比增速在1季度就会回升，但由于基数效应，同比增速的回升需要等到2季度。我们预测，去年4季度到今年2季度这3个季度的GDP同比增速分别为8.3%，8.2%和8.4%。同比增速的低点在1季度，比环比增速的低点晚1个季度。

投资者纠结于一季度的经济走势

我们认为经济环比增速在今年1季度有望回升

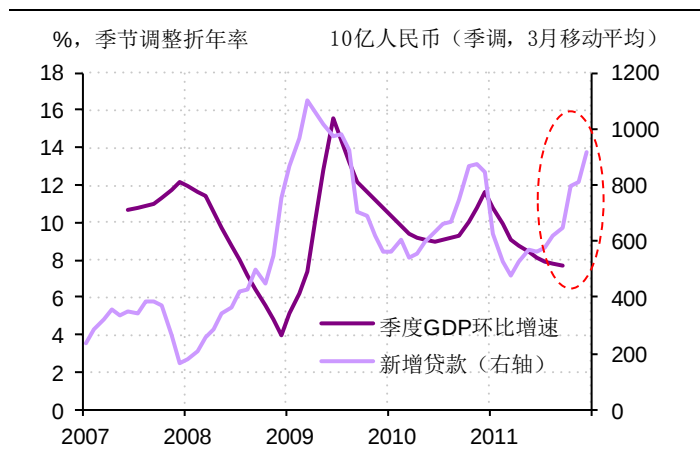
信贷放松是1季度经济环比增速回升的主要原因

受冬季影响而推迟的投资需求会在1季度释放，利好经济增长

经济景气指数已在近期显示出经济触底的迹象

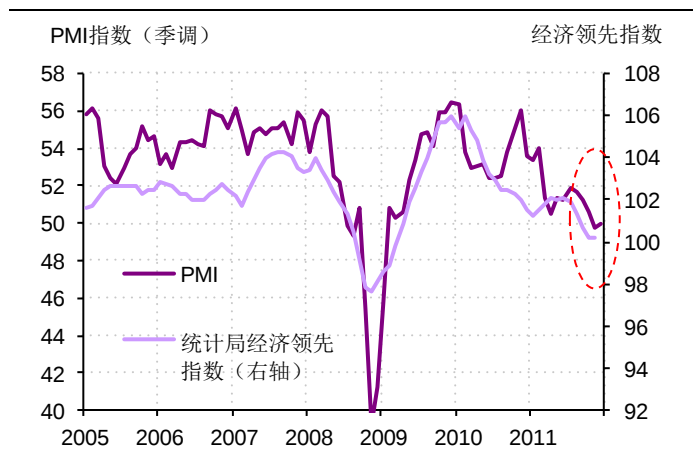
同比增速的回升会比环比增速晚，要到2季度才会出现

图 1. 信贷放量往往预示着经济增长加速



资料来源：CEIC

图 2. 领先指标已显现经济触底的迹象



资料来源：CEIC

一周综述

食用农产品价格涨幅扩大

上周(11年12月26日至12年1月1日)商务部重点监测食用农产品价格指数环比上涨0.8%，涨幅比前一周扩大0.2个百分点(图7，表格2)。8大类产品中，蔬菜和水果价格受天气和节日因素的影响涨幅扩大，分别由前一周的2.7%和1.1%扩大到上周的3.4%和2.1%。肉类价格涨幅小幅上升至0.4%。其中猪肉价格上涨0.3%。本周(12年1月2日至1月8日)农业部“菜篮子”产品批发价格指数环比上涨1.6%，涨幅较上周扩大2.2个百分点(图8)。春节前一般是食品快速上涨的时期，未来几周食品价格环比涨幅可能仍处高位。不过，这不会改变CPI同比的下行趋势。我们预测12月CPI同比4.1%，略低于11月的4.2%。

12月非制造业PMI明显回升

2011年12月非制造业经营活动状况指数从11月的49.7大幅升至56.0，自上月明显回落后重回50这一景气扩张收缩分界线之上。经季节调整后，12月非制造业经营活动状况指数57.2，较上月上涨1.4个百分点，半年来首度高于2007-2010年间12月历史均值56.7。12月内外需改善对经济景气的提升效应在非制造业上也体现出来。结合之前公布的12月制造业PMI小幅回升，市场对经济加速滑坡的担忧应可进一步缓解。我们指出如下几点：一、此前数月，在经济持续放缓的背景下，非制造业景气度一直显著高于制造业。原因可能在于，非制造业与宏观经济周期的关联度相对较弱一点。二、11年12月非制造业景气回升幅度再次高于制造业，则可能源自节日效应的提前或逐渐显现。消费性服务业较上月大涨3个百分点至56.5可能就是一个例证。三、不管是制造业还是非制造业，12月购进价格(中间投入价格)都有一个明显上涨，显示对原材料需求有所改善。

央行春节前将开展短期逆回购操作

我们一直认为，在春节前短期资金面仍然偏紧的情况下，央行有可能通过下调存款准备金率等手段来维持货币市场流动性的平稳，放松商业银行的放贷条件，保证信贷对实体经济(特别适合基建投资和小微企业)的支持力度。本周五，央行发布公开市场业务公告，称“为促进春节前银行体系流动性平稳运行，人民银行决定春节前暂停中央银行票据发行，并根据实际需求开展短期逆回购操作”。对此，我们并不感到十分意外。央行释放流动性这一结果在我们预料之中。至于央行为何选择逆回购而非下调存准，我们认为原因可能有二：

一、央行不想造成将连续下调存款准备金率的预期。下调存准虽然只是一个调控流动性的“中性”工具。但其动静较大，而且被不少人视为一个政策放松的明确信号。在去年11月已经下调过一次存准之后，如果此时再度下调，难免不会让人产生存准会连续下调的预期。在通胀压力并未完全散去的时候，这种预期不利于控制通胀预期。因此，不难理解央行为何慎用存款准备金率工具，而多用日常的公开市场操作(包括使用频率相对较低的逆回购在内)就。

二、在外汇占款走势不确定的背景下，央行可能希望保留更多的灵活性。近几个月来外汇占款持续走低，需要央行在国内释放流动性来做对冲。不过，外汇占款波动性较大，判断其走势并不容易。近期我国外汇占款的持续走低，除了与贸易顺差的明显回落有关外，还与国际金融市场动荡，美国经济向好，资金回流美国避险有关。这些因素在未来难说不会发生变化，逆转目前资本流出的态势。面对这样的不确定性，通过短期、而且可逆的公开市场操作来释放流动性就可以为下一步的货币政策留出更大的空间。

本周经济跟踪

12月非制造业PMI明显回升

非制造业景气度明显回升。11年12月非制造业经营活动状况指数从11月的49.7大幅升至56.0，新订单指数则从47.2回升到50.5，两者自上月明显回落后均重回50这一景气扩张和收缩分界线之上。经季节调整后，12月非制造业经营活动状况指数57.2(图3)，较上月上涨1.4个百分点，高于2007-2010年间12月历史均值56.7(图4)；新订单指数52.0，较上月小幅上涨0.4个百分点。12月内外需改善对经济景气的提升效应在非制造业上也体现出来。结合之前公布的12月制造业PMI小幅回升，市场对经济加速滑坡的担忧应可进一步缓解。

中间投入价格显著走高，拖累非制造业企业利润前景。12月利润指数(新订单减去中间投入价格)为-5.3，价格差

指数（收费价格减去中间投入价格）为-7.6，跌幅均较上月扩大接近3个百分点（图5）。非制造业企业利润前景有所恶化，这一恶化主要来自中间投入价格的大幅走高。

建筑业景气下行，生产性和消费性服务业景气上行。经季节调整后，12月建筑业经营活动状况指数为58.0，较上月下降0.9个百分点；生产性服务业经营活动状况指数为58.5，较上月上涨1.1个百分点；消费性服务业56.5，较上月大涨3个百分点（图6）。严厉的房地产调控之下，建筑业经营活动状况指数已从年初67的高位明显回落。

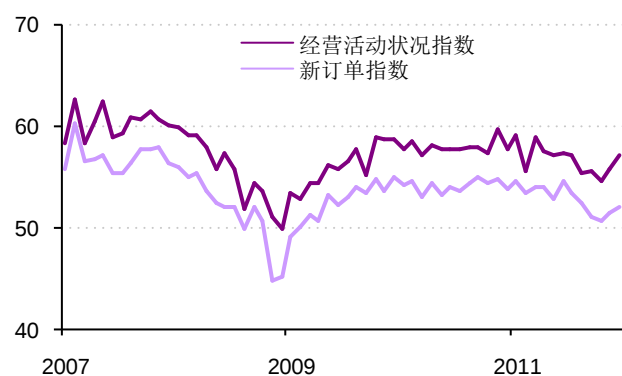
表格 1. 12 月中国非制造业 PMI 及分项指数

指数名	指数值 (%)	当月环比变化 (百分点)	上月环比变化 (百分点)
经营活动状况	57.2	1.5	1.1
新订单（业务需求）	52.0	0.4	0.9
在手订单（业务需求）	44.2	-1.2	1.0
主要原材料库存	48.8	0.3	0.2
中间投入价格	57.3	3.2	-4.0
收费价格	49.7	0.5	-0.1
生产经营人员	52.3	0.5	0.1
供应商配送时间	51.6	-0.9	0.1
经营活动预期	64.2	-0.6	0.4
国（境）外形订单	48.0	-1.2	-0.2

资料来源：CFLP

图 3. 12 月非制造业 PMI 走强

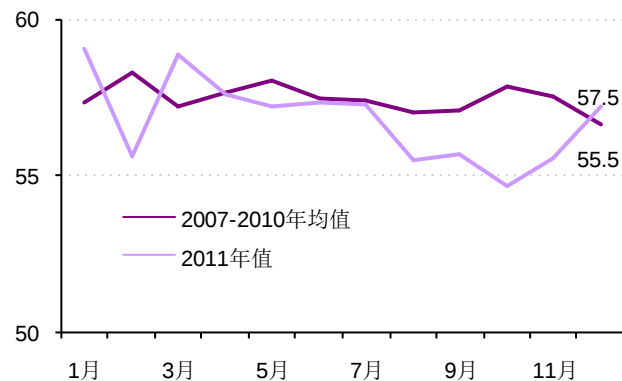
非制造业PMI（%，季调）



资料来源：CFLP

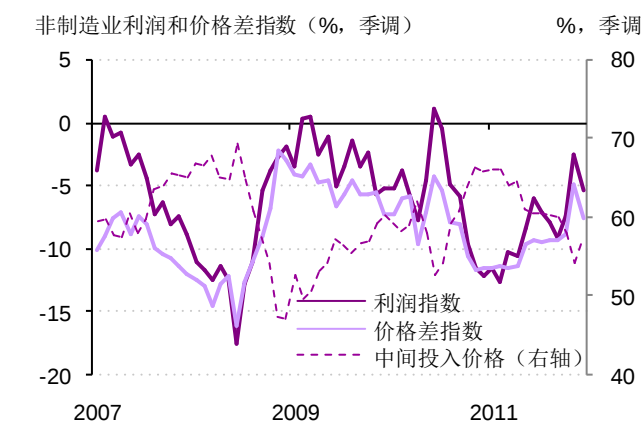
图 4. 12 月非制造业 PMI 超过历史均值

非制造业PMI（%，季调）



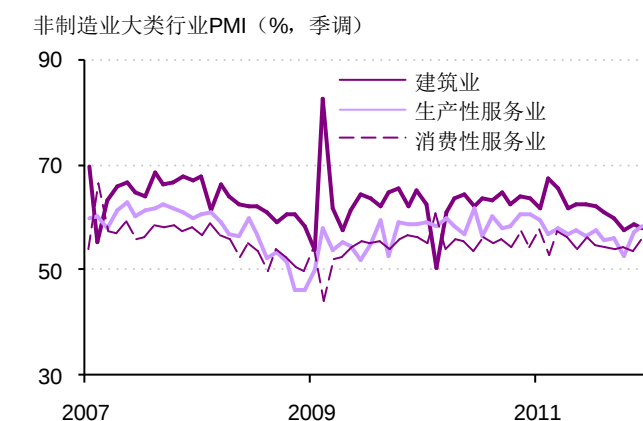
资料来源：CFLP

图 5. 投入价格走高，拖累非制造业企业利润前景



资料来源：CFLP

图 6. 大类行业中只有建筑业景气下行



资料来源：CFLP

2010 年中国地方债务审计查出问题资金约 5308 亿元

1月4日，政府网刊登“关于2010年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题的整改结果”的公告，显示2010年地方政府性债务审计查出问题涉及资金累计约5308亿元。其中包括：违规为464.75亿元债务提供担保，融资平台公司违规抵押或质押取得债务资金731.53亿元，351亿元债务资金被投向资本市场、房地产和“两高一剩”（高能耗、高污染、产能过剩）项目，以及融资平台公司虚假出资、注册资本未到位等2441.5亿元等。

【光大评论】2010年底地方政府性债务余额中，2011年、2012年到期偿还的占24.49%和17.17%。因此，今年是地方政府性债务偿付压力仍然较为集中的一年。随着严厉房地产调控的持续，地方政府土地出让金收入大幅滑坡，这给地方政府债务偿付带来的风险值得关注。

本周政策跟踪

温总理称今年一季度经济可能比较困难

今年年初温家宝总理在湖南湘潭和株洲调研经济运行情况时指出：“从全国来说，一季度可能比较困难……市场偏冷，这是目前问题的核心。我们正处在经济下行压力和物价高位并存的状况。中央提出稳中求进，这里我要强调，稳中求进的稳不是不动，而是要稳定增长，保持物价总水平基本稳定，同时还要实现结构调整和经济发展方式转变的进步。温总理同时指出，一个普遍性问题，从产业链和资金链反映出企业困难。中央已经明确实行稳健的货币政策，并因时因势进行预调微调，要有紧有松，有保有压。资金供给有一个结构性问题，关键是钱要用对地方。支持实体经济，支持结构调整，是中央确定的方针。有的地方基本建设规模过大，要加以控制，项目也要有保有压。”

【光大评论】我们在上周周报中指出“央行货币政策走向进一步宽松的程度和时点，仍然取决于经济增长中的隐忧在多大层面上展开”。温总理此番讲话表明，决策层可能进一步意识到经济增长中的风险点正在充分暴露，因此需要在政策微调和预调下更多的功夫。我们认为，这将包括在不大规模放松信贷的前提下，维持对重点在建和续建工程的信贷投入，加大对陷入融资和经营困境的中小企业的金融和财税支持等。

周度数据跟踪

物价

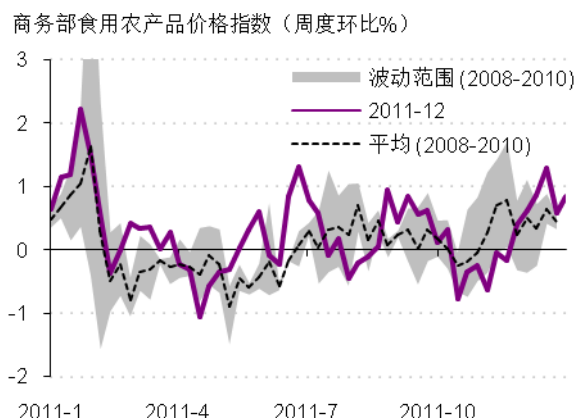
上周食用农产品价格涨幅小幅扩大至**0.8%**。上周（11年12月26日至12年1月1日）商务部重点监测食用农产品价格指数环比上涨0.8%，涨幅比前一周扩大0.2个百分点（图7，表格2）。8大类产品中，蔬菜和水果价格受天气和节日因素的影响涨幅扩大，分别由前一周的2.7%和1.1%扩大到上周的3.4%和2.1%。肉类价格涨幅小幅上升至0.4%。其中猪肉价格上涨0.3%。其他几类产品价格涨幅基本不变（图9至图12）。本周（12年1月2日至1月8日）农业部“菜篮子”产品批发价格指数环比上涨1.6%，涨幅较上周扩大2.2个百分点（图8）。鉴于春节前一般是食品快速上涨的时期，未来几周食品价格环比涨幅可能仍处于高位。不过，这不会改变CPI同比的下行趋势。我们预测12月CPI同比在4.1%，低于11月的4.2%。

表格 2. 商务部食用农产品价格指数（周度环比%）

	11月28日至 12月4日	12月5日至 12月11日	12月12日至 12月18日	12月19日至 12月25日	11年12月 26日至12年 1月1日
农产品价格	0.6	0.9	1.3	0.6	0.8
粮食	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.1
食用油	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
肉类	-0.7	0.2	0.9	0.2	0.4
禽类	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.1
蛋类	-0.7	-0.6	-0.3	0.1	0.0
蔬菜	4.7	7.9	7.9	2.7	3.4
水产品	0.9	-0.5	-0.4	0.9	1.1
水果	1.9	0.3	2.8	1.1	2.1

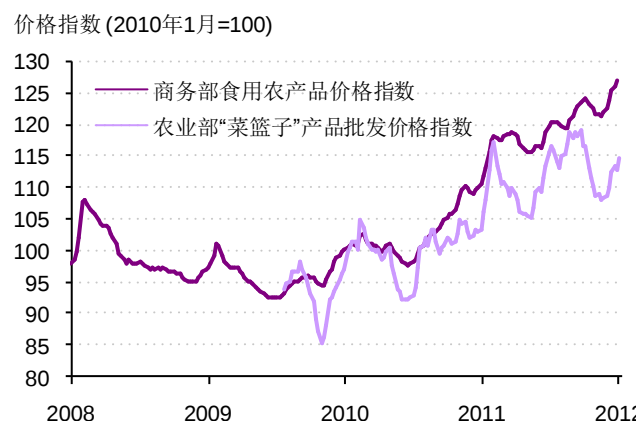
资料来源：CEIC

图 7. 上周商务部农产品价格指数涨幅小幅扩大



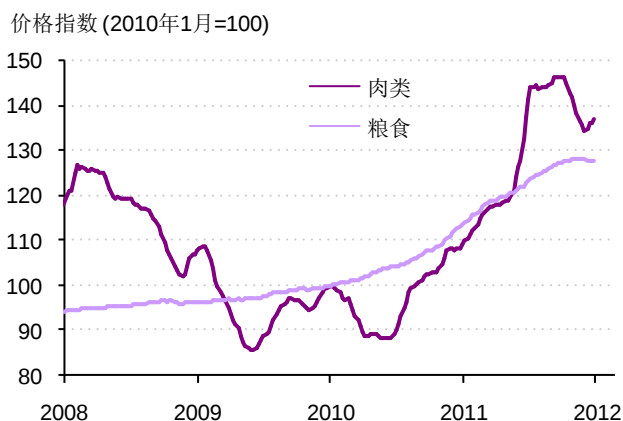
资料来源：CEIC

图 8. 商务部价格指数 vs. 农业部农产品价格指数



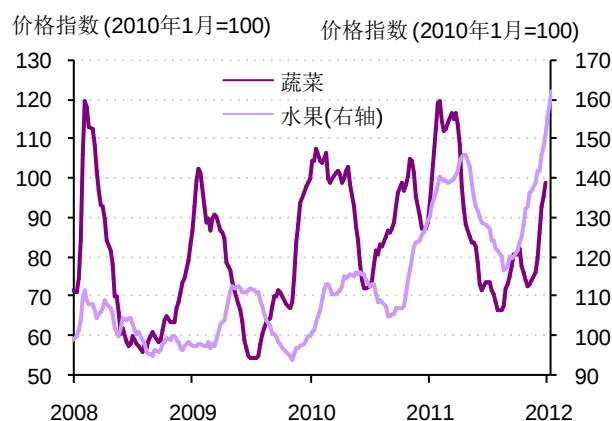
资料来源：CEIC

图 9. 商务部食品价格监测：肉类、粮食



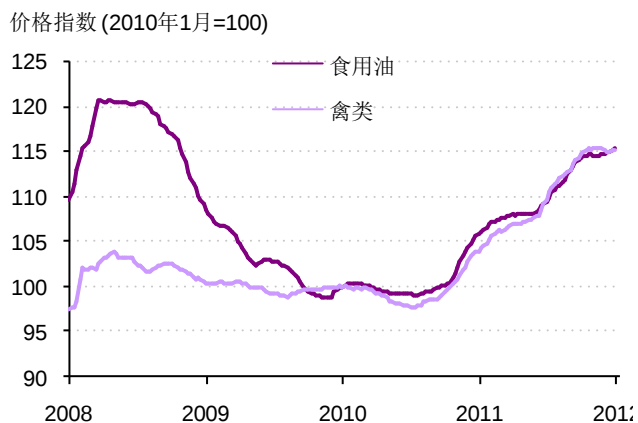
资料来源：CEIC

图 10. 商务部食品价格监测：蔬菜、水果



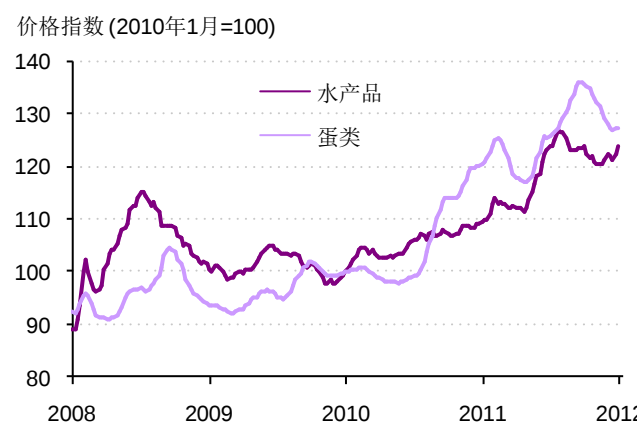
资料来源：CEIC

图 11. 商务部食品价格监测：食用油、禽类



资料来源：CEIC

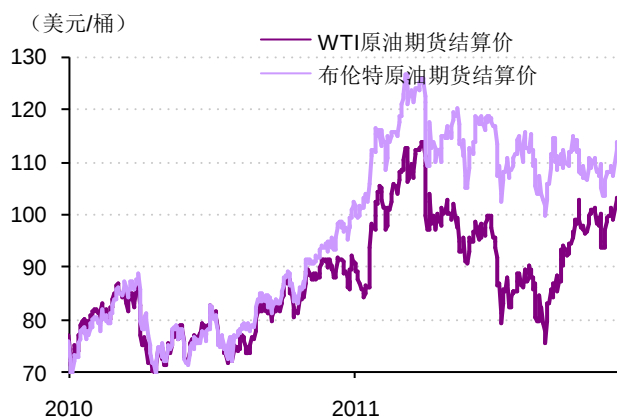
图 12. 商务部食品价格监测：水产品、蛋类



资料来源：CEIC

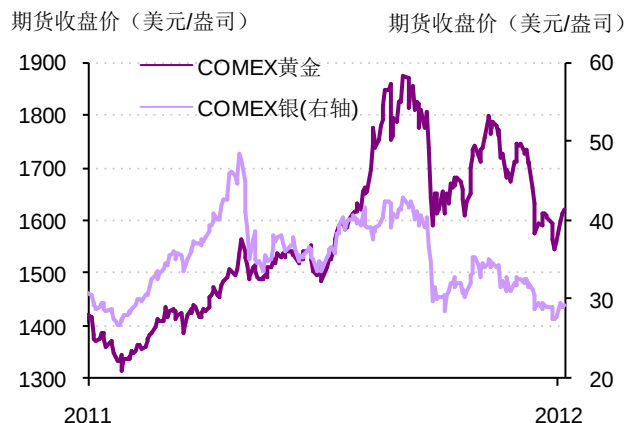
本周石油价格继续上涨，金价大幅回升。受对中东地缘政治局势的担忧情绪加剧，以及本周中美经济数据向好的影响，本周国际石油价格进一步上涨。本周 WTI 原油和布伦特原油价（周度均值）分别继续上涨至 102 美元/桶和 113 美元/桶（图 13）。本周 COMEX 金价（周度均值）从上周的 1566 美元/盎司大涨至本周的 1612 美元/盎司，COMEX 银价从上周略升至 30 美元/盎司（图 14）。

图 13. WTI 和布伦特原油期货结算价



资料来源：WIND

图 14. COMEX 金银期货收盘价



资料来源：WIND

流动性与资金价格

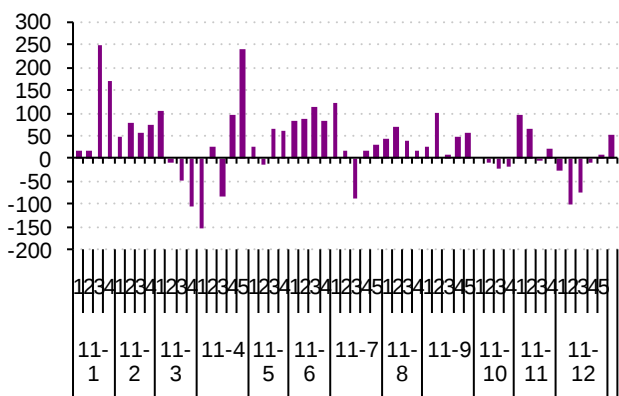
本周央行停止公开市场对冲，实现资金净投放 560 亿元。本周公开市场到期仅 560 亿元，央行停止了公开市场对冲，因此本周资金净投放 560 亿元（图 15）。由于商业银行年底存贷比考核已过，以及元旦节日效应的过去，短期资金紧张状况有所缓解。不过，考虑到春节之前商行备付金需求依然旺盛，加之近期外汇占款可能持续低迷，短期资金面可能再度趋紧。央行本周发布公告称，春节之前将停止公开市场对冲，并会适时进行逆回购操作，以维持货币市场流动性的平稳。

短期资金紧张状况有所缓解，不同期限资金价格均有所回落。由于短期资金面紧张状况有所缓解，本周短期资金价格整体来说有所下行。不过，1月5日是存款准备金缴存日，令周末短期资金价格略微上扬。票据利率自上周有所反弹后，本周小幅下行，不过实体经济资金紧张状况仍待缓解。银行间货币市场 7 天回购利率折年率周度均值从上周的 4.83% 下降至本周的 4.27%（图 16）。本周央行停发了 1 年期央票，不过二级市场利率微降至本周的 3.486%（图 17）。10 年期国债收益率（周平均收益率）从上周的 3.503% 进一步回落到本周的 3.471%（图 18）。本周主要经济圈 6 月期票据直贴利率（日息）从上周的 8.0% 下降至 7.7%，转贴利率（日息）从上周的 6.1% 降至 5.8%（图 18）。

人民币即期汇率基本稳定，不过人民币贬值预期开始走弱。本周人民币对美元汇率中间价从上周跌至 6.31 之下重新回到 6.31 之上，1 月 6 日为 1 美元对 6.3166 元人民币。不过，在即期汇率基本稳定的同时，人民币对美元贬值预期开始走弱，人民币隐含贬值率从上周的 1.28% 降至本周的 0.50%（图 20）。

图 15. 本周公开市场净投放 560 亿元

央行公开市场操作流动性净投放（10亿人民币）



资料来源：CEIC

图 16. 7 天回购利率下行

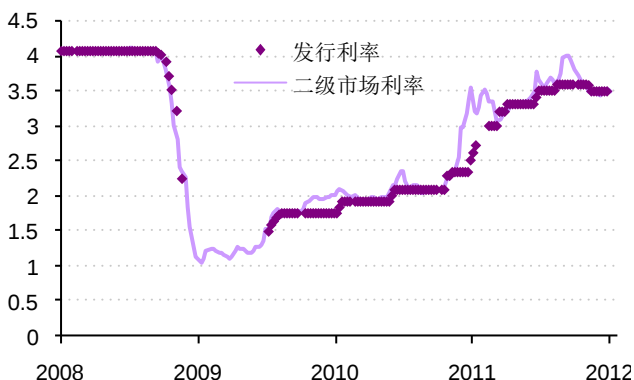
周度平均收益率（%，折年率）



资料来源：CEIC

图 17. 1 年期央票二级市场利率微降

1 年期央票收益率（%，年率）



资料来源：CEIC

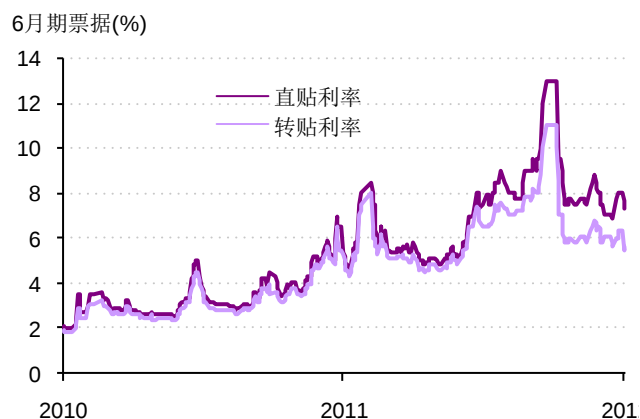
图 18. 10 年期国债收益率回落

周度平均收益率（%，折年率）



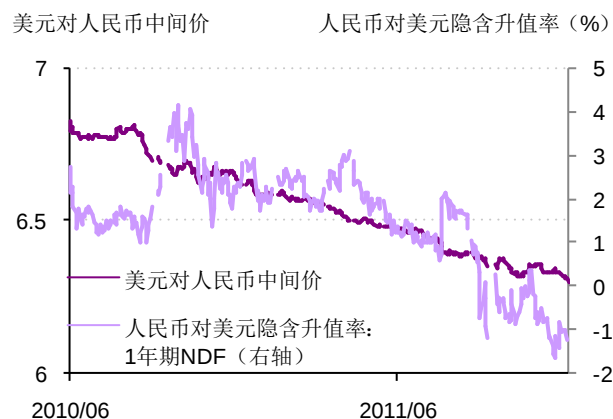
资料来源：CEIC

图 19. 主要经济圈票据直贴利率下行



资料来源: WIND

图 20. 人民币贬值预期走弱



资料来源: WIND

表格 3. 近 3 月央行公开市场操作情况

日期	流动性 回收 (十亿)	流动性 发放 (十亿)	流动性 净释放 (十亿)	央票发行 参考收益 率:3月 (% pa)	央票发行 参考收益 率:1年 (% pa)	央票收益 率:银行 间:即期:3 月 (% pa)	央票收 益率:银 行间:即 期:1年 (% pa)	银行间市 场 7 天回 购利率 (%)	10 年期 国债收益 率 (% pa)
2011-10-14	157	148	-9	3.1618	3.5840	3.1461	3.7201	3.6584	3.8073
2011-10-21	121	99	-22	3.1618	3.5840	3.1832	3.5955	3.4290	3.7786
2011-10-28	120	101	-19	3.1618	3.5840	3.1646	3.6021	4.1658	3.8136
2011-11-04	11	107	96	3.1618	3.5840	3.1897	3.5810	3.9700	3.7822
2011-11-11	42	109	67	3.1618	3.5733	3.1588	3.5014	3.5334	3.6750
2011-11-18	58	56	-2	3.1618	3.4875	3.1561	3.4578	3.4504	3.6606
2011-11-25	31	53	22	3.1618	3.4875	3.1985	3.5020	4.2126	3.6591
2011-12-02	26	2	-24	3.1618	3.4875	3.2197	3.4604	3.8516	3.6303
2011-12-09	136	35	-101	3.1618	3.4875	3.1669	3.4287	3.4309	3.5268
2011-12-16	86	13	-73	3.1618	3.4875	3.1880	3.4814	3.3642	3.5415
2011-12-23	27	17	-10	3.1618	3.4875	3.2123	3.5066	3.4728	3.5180
2011-12-30	4	13	9	...	3.4875	3.4687	3.5070	4.8301	3.5032
2012-01-06	0	51	51	...	...	3.4015	3.4864	4.2733	3.4708

资料来源: CEIC

下周经济日历

表格 4. 未来一周（1月9日至1月15日）我国重要宏观数据公布时间

公布时间	指标时间	指标名称
2012-01-10	2011.12	对外贸易
2012-01-12	2011.12	PPI
2012-01-12	2011.12	CPI

资料来源：WIND

表格 5. 未来一周（1月9日至1月15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
2012-01-11	欧盟	2011.09	GDP
2012-01-11	日本	2011.12	官方储备
2012-01-11	日本	2011.11	景气动向指数：先行指标
2012-01-12	欧盟	2011.11	工业生产指数
2012-01-12	欧盟		欧洲央行会议
2012-01-12	日本	2011.11	经常项目差额
2012-01-12	美国	2011.12	零售
2012-01-13	美国	2012.01	密歇根消费者信心指数
2012-01-13	欧盟	2011.11	贸易顺差
2012-01-13	美国	2011.12	进口价格指数
2012-01-13	美国	2011.11	商品和服务差额

资料来源：WIND

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。

钟正生，中国人民大学经济学院经济学博士，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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebscn.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做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，不应视本报告为做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做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，在做出投资决策前，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。