

展望 2009 美国复苏之路（1）

美联储“三重奏”且看信贷渠道如何疏通

报告要点

- **美国制造业进一步萎缩。**美国供应管理学会周五公布，其 12 月份制造业指数为 32.4，低于 11 月份的 36.2 和 10 月份的 38.9。市场此前预期为 35.4。12 月份 ISM 制造业指数为 1980 年 6 月以来的最低水平。
- **美国首次申请失业救济人数意外大幅下降，但一个月均值仍处于高位，尚需进一步关注。**上周美国首次申请失业救济人数意外大幅下降，创 16 年来最大降幅。美国劳工部周三公布，经季节性因素调整后，截至 12 月 27 日当周首次申请失业救济人数减少 94,000 人，至 492,000 人。此前一周首次申请失业救济人数为 586,000 人
- **欧洲制造业 PMI 指数小幅下滑起稳，英国房价进一步下滑。**欧元区 12 月份制造业活动连续第七个月出现萎缩，当月制造业采购经理人指数 (PMI) 降至纪录新低。12 月份 PMI 由 11 月份的 35.6 降至 33.9，创下该调查开展 11 年以来的最低水平。12 月 Halifax 房价指数较 11 月份下降 2.2%，较上年同期下降 16.2%。
- **一周评析：美联储如何疏通信贷渠道。**通过降息来降低无风险资金利率，通过大量注入流动性使金融机构拥有过剩现金头寸，通过各种方式压低无风险资产收益率将使金融中介机构的资金成本大于其无险收益，迫使中介机构在金融市场较为稳定的情况下向私人部门放贷并承担相应风险。美联储的这“三重奏”将共同发挥作用，并有效疏通信贷渠道，我们预计明年一季度美国信贷市场将逐步解冻，信贷的畅通将有助于推升美国经济在 2009 年的复苏。
- **年末行情股指大涨，但全年累计跌幅创历史记录。**美国：道琼斯工业平均指数至 9034.69 点，涨幅为 6.09%；标准普尔 500 指数至 931.8 点，涨幅为 6.75%；纳斯达克综合指数收报 1632.21 点，涨幅为 6.66%。欧洲及日本：英国金融时报 100 指数收报 4561.79 点，涨幅为 8.18%，法国 CAC40 指数收报 3349.69 点，涨幅为 7.49%，德国 DAX30 指数收报 4973.07 点，涨幅为 7.42%，日经 225 指数收报 8859.56 点，涨幅为 1.37%。
- **板块方面：**能源、原材料、可选消费等周期性较强的板块大幅反弹。

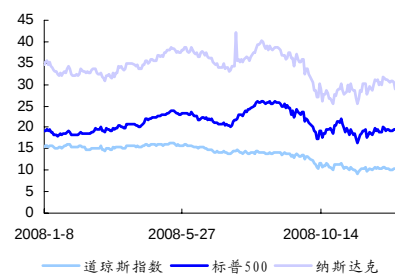
相关研究

往期世界经济周报

美国经济与中国牛市繁荣机制

美国经济：信贷泡沫及其溢出效应

美国近一年以来三大股指 PE 比较



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

分析师：钟华 沈楠
(8621) 63290499
zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：
杨靖凤
021- 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

发达国家经济	4
美国：首次申领失业人数大幅下降，但 PMI 仍大幅下跌	4
其他发达经济体：PMI 起稳，但通缩风险仍存	5
一周经济评析：美联储“三重奏”，且看信贷渠道如何疏通	6
全球股市	7
美国股市评析：风险情绪略有回升推动股指大幅反弹	7
其他经济体股市评析：周期性行业大幅反弹，未来预期有所改观	8
美国国债：长债收益率继续反弹	9
汇市：美元小幅反弹	10
全球经济一周演绎趋势	11
虚拟经济：美国、欧洲、日本主要股指及估值	11
实体经济：美国、欧洲、日本本周公布重点经济指标	13

图表目录

图 1: 本周美股行业指数涨跌幅 (%) --- 周期性行业反弹	7
图 2: 本周全球行业指数涨跌幅 (%) --- 周期性行业反弹	8
图 3: 近半年美国国债收益率走势 (单位: %)	9
图 4: 美国国债收益率曲线变化 (单位: %)	9
图 3: 一年以来美元兑日元与欧元兑美元走势	10
图 4: 美国近一月道琼斯指数图	11
图 5: 美国近一月标准普尔指数	11
图 6: 美国近一月纳斯达克指数	11
图 7: 美国近一年以来三大股指 PE 比较	11
图 8: 英国金融日报 100 指数及 PE	12
图 9: 法国 CAC-40 指数及 PE	12
图 10: 德国 DAX-30 指数及 PE	12
图 11: 日经 225 指数及 PE	12
图 14: 美国 芝加哥采购经理指数	13
图 15: 美国 ABC 消费者信心指数	13
图 16: 美国 MBA 抵押贷款申请指数	13
图 17: 美国 首次失业人数	13
图 18: 美国 ISM 制造业 指数	13
图 19: 美国 ISM 制造业 价格指数	13
图 20: 美国 标普/CS 综合指数-20 同比	14
图 21: 美国 持续领取失业救济人数	14
图 22: 德国 PMI 制造业	14
图 23: 欧元区 PMI 制造业	14
图 24: 英国 PMI 制造业	14
图 25: 英国 HBOS 房价经季调 (月环比)	14
表 1: 美国本周重要经济数据回顾	4
表 2: 其他经济体本周重要经济数据回顾与评论	5
表 3: 本周美国国债收益率及涨跌幅	10

发达国家经济

美国：首次申领失业人数大幅下降，但 PMI 仍深幅下跌

表 1：美国本周重要经济数据回顾

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
12/30	美国	标普/CS综合指数-20 同比	OCT	-18.04%	-17.40%	-17.39%
12/30	美国	芝加哥采购经理指数	DEC	34.1	33.8	--
12/30	美国	消费者信心	DEC	38	44.9	44.7
12/31	美国	ABC 消费者信心指数	Dec	-49	-48	--
12/31	美国	MBA抵押贷款申请指数	Dec	0.00%	48.00%	--
12/31	美国	首次失业人数	Dec	492K	586K	--
12/31	美国	持续领取失业救济人数	Dec	4506K	4370K	4366K
01/02	美国	ISM制造业	DEC	32.4	36.2	--

资料来源：长江证券研究部

周二，芝加哥供应管理学会周二公布，12 月份采购经理人指数(PMI)由 11 月份的 26 年低点 33.8 升至 34.1。12 月份数据略有起色，反映出美国经济急刹车的压力略有减缓。该学会表示，最新的数据不仅进一步体现了当前经济衰退的程度之深，而且还反映出衰退涉及面之广。美国世界大型企业联合会公布，12 月份消费者信心指数降至 38.0，11 月份数据修正后为 44.7，初步数据为 44.9。报告显示，美国 12 月份消费者信心降至历史低点，一反 11 月份小幅上升的态势。堪萨斯城联邦储备银行周二公布的数据显示，12 月份该行辖区的制造业活动减弱。与上月相比的 12 月份生产指数降至-21，11 月份为-31。指数低于零表明经济活动萎缩，反之则表明经济活动扩张。与上年同期相比的 12 月份生产指数降至-40，11 月份为-35。

周三，上周美国首次申请失业救济人数意外大幅下降，创 16 年来最大降幅。美国劳工部周三公布，经季节性因素调整后，截至 12 月 27 日当周首次申请失业救济人数减少 94,000 人，至 492,000 人。此前一周首次申请失业救济人数为 586,000 人，未经修正。周三公布的数据显示，受假日消费以及寒流导致用电量上升影响，12 月 20 日当周道琼斯-三菱东京 UFJ 银行商业景气指数上升 1.4%，之前一周为下降 0.5%。

周四，美国联邦储备委员会周四发布的最新一周货币供应报告显示，经季节性因素调整后，截至 12 月 22 日当周 M1 货币供应量下降 153 亿美元，至 1.592 万亿美元，M2 货币供应量增加 136 亿美元，至 8.118 万亿美元。

周五，美国供应管理学会周五公布，其 12 月份制造业指数为 32.4，低于 11 月份的 36.2 和 10 月份的 38.9。市场此前预期为 35.4。12 月份 ISM 制造业指数为 1980 年 6 月以来的最低水平。

其他发达经济体：PMI 起稳，但通缩风险仍存

表 2：其他经济体本周重要经济数据回顾与评论

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
12/30	欧元区	欧元区 M3 季节调整 (同比)	NOV	7.8%	8.7%	--
12/30	德国	消费价格指数 (月环比)	DEC	0.30%	-0.50%	--
12/30	德国	消费价格指数(同比)	DEC	1.10%	1.40%	--
01/02	德国	PMI 制造业	DEC	32.7	33.5	--
01/02	欧元区	PMI 制造业	DEC	33.9	34.5	--
01/02	英国	PMI 制造业	DEC	34.9	34.4	34.5
01/02	英国	住宅房贷证券净额	NOV	0.7B	0.5B	--
01/02	英国	按揭许可	NOV	27K	32K	31K
01/02	英国	M4 货币供应(月环比)	NOV	1.20%	1.20%	--
01/02	英国	HBOS 房价经季调 (月环比)	DEC	-2.20%	-2.60%	-2.70%

资料来源：长江证券研究部

周二，欧洲央行公布的数据显示，欧元区 11 月份广义货币供应量增速大幅放缓，且低于经济学家预期，同时私营企业贷款增速也有所减缓。欧元区 11 月份 M3 货币供应量较上年同期的增速从 10 月份的 8.7% 降至 7.8%，低于经济学家 8.5% 的预期。德国联邦统计局周二公布的数据显示，德国 12 月份消费者价格升幅低于预期，彰显出欧元区通货膨胀面临的下行风险。数据显示，12 月份消费者价格指数(CPI)较 11 月份上升 0.3%，较 2007 年 12 月上升 1.1%。较上年同期的升幅创 2006 年 10 月以来的最低水平，当时的 CPI 升幅也是 1.1%。法国经济财政就业部周二公布，法国 11 月份失业人数较 10 月份增长 3.2%。据经济财政就业部称，11 月份已登记的正在积极寻找工作的人数为 2,068,500 人，较 10 月份的 2,004,500 人增加 64,000 人。

周五，12 月份英国房价进一步下滑。12 月 Halifax 房价指数较 11 月份下降 2.2%，较上年同期下降 16.2%；11 月份该指数较上月下降 2.6%，较上年同期下降 14.9%。周五透露的数据显示，英国 12 月份制造业采购经理人指数(PMI)意外上升，但仍接近纪录低位。欧元区 12 月份制造业活动连续第七个月出现萎缩，当月制造业采购经理人指数(PMI)降至纪录新低。12 月份 PMI 由 11 月份的 35.6 降至 33.9，创下该调查开展 11 年以来的最低水平。

一周经济评析：美联储“三重奏”，且看信贷渠道如何疏通

2008 对于全球的资本市场而言无疑是黑暗的一年，美国股市的表现完全可以列入 20 世纪以来最差的前三甲。展望新的一年，每位投资者都充满了期望，但似乎还有很多问题萦绕未决。衰退已成事实的情况下美国经济会否陷入长期衰退或是类似日本的低增长；信贷体系究竟能否恢复顺畅；全球的复苏之路将如何演绎；通缩解决后通胀是否会卷土重来；政府政策究竟还有多大余地，效果又将如何；……

面对种种不确定性，我们准备分三期集中讨论一下美国 2009 的复苏之路。当然，限于周报篇幅，我们无意一一详细阐述，但会就几个比较重要的方面对 2009 年的经济复苏之路作一预判，可以看作是我们对未来趋势的一种总结。

本期主要讨论的一个关键问题就是美国金融体系的信贷渠道何时才能恢复正常运转。自次贷爆发以来，尤其是雷曼破产后，信贷渠道一直出现闭塞，L-O 价差居高不下，至今仍远远高于历史平均水平。美联储甚至在危急时刻撇开商业银行，亲自上阵为公司商业票据等私人部门提供流动性。是否信贷渠道真的无法打通，大部分报告均认为尽管美联储不断降息，但收效甚微，银行始终不肯放贷，而是抱着现金，造成私人部门实际借贷成本仍然很高，这表现在两方面，一是私人借款利率很高，二是根本借不到款，借贷机会太少。信贷渠道不畅将直接影响消费和投资，这将严重阻碍美国经济的顺利复苏。确实，这是一个大问题，但并非没有解决之策，下面我们就来看一下美联储的“三重奏”将如何发挥效应疏通堵塞的信贷渠道，推动美国经济复苏。

“三重奏”在这里指的是三种政策工具，它们将在最后一起发挥作用迫使银行开始借贷。首先美联储进行了大幅降息，但正如之前所说的，这只能降低无险利率，对于刺激借贷作用几乎没有。在这之后，美联储意识到了光降息作用的有限，开始大量向金融体系注入流动性，希望通过堆积流动性现金，让金融机构摆脱流动性危机的可能，增强放贷意愿，在过去的三个月中，狭义货币供应以及基础货币均出现大幅飙升，不过似乎这一效果也并不十分明显，在信贷风险仍然较高的情况下，资金疯狂涌入短期的无险资产市场而不愿借贷。不过这一措施与降息一样，是非常重要也是必不可少的，因为通过定量宽松政策这将确保银行有足够的甚至过多的资金头寸在其资产负债表上。

最后，当前面两种工具均发挥到极致但对信贷渠道的打通却收效甚微时，美联储采取了第三步，也是最关键的一步，即压低各类无险资产的市场利率，无论是短期或是长期，均使其达到足够低的水平。这正是我们目前所看到的情况。由于无险资产的收益率极低，见周报下文关于收益率曲线的图，商业银行如果若仍投入无险资产市场，则支付给存款人的利率将超过其从无险资产市场所获得的收益，而商行的资金成本由于其他经营开支、保费等其他成本的纳入将远远超过其支付存款的利率，显然总的算来这是一笔亏本买卖。这就好比股市中，即使分红率不变，若长期国债的收益率下降了很多，股市也有可能变得更具吸引力一样，无险资产的低收益将迫使商业银行等金融机构开始放贷，并承担一部分的信用风险，毕竟亏本的买卖不可能长期做下去。

美联储的这一措施结合之前的降息和释放大量流动性将共同对信贷渠道的疏通起到至关重要的作用，如果金融机构仍不放贷，则将承担经营不断亏损的局面，这样的行为一定不能长久。当然，金融中介机构只有在权衡了负息差的成本大于借贷所承担的信用风险成本时才会放贷，从这个角度来讲，金融体系的稳定健康仍然十分重要。

全球股市

美国股市评析：风险情绪略有回升推动股指大幅反弹

周一，美国股市周一走低，受陶氏化学与科威特组建合资企业计划流产的影响，同时中东地区军事冲突导致石油和汽油价格止跌回升也对股市构成压力。道琼斯工业股票平均价格指数收盘跌 31.62 点，至 8483.93 点，跌幅 0.37%。纳斯达克综合指数跌 19.92 点，至 1510.32 点，跌幅 1.3%。标准普尔 500 指数跌 3.38 点，至 869.42 点，跌幅 0.39%。

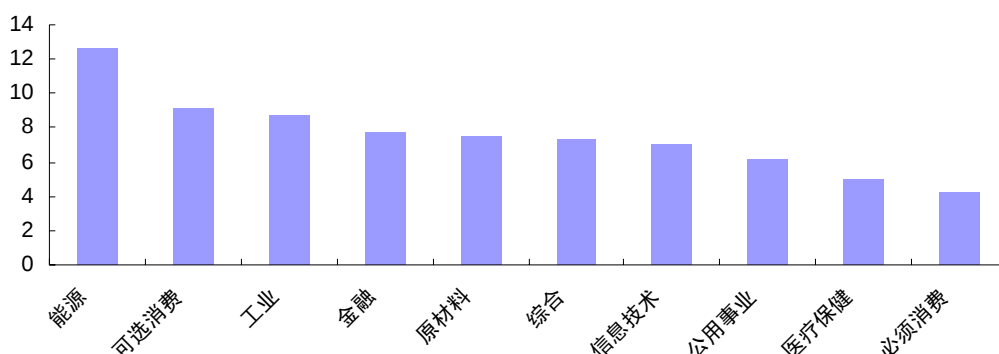
周二，美国股市周二收盘走高，逢低买进者入场抢购通用汽车、花旗集团和美国铝业公司等今年跌幅最大的几只股票。道琼斯工业股票平均价格指数收盘涨 184.46 点，至 8668.39 点，涨幅 2.17%，创下 12 月 17 日以来的最高收盘点位。道指 12 月份迄今为止累计下跌 1.8%，今年以来累计跌幅为 35%，2008 年因此可能成为自 1931 年以来道指表现最差的一年。标准普尔 500 指数涨 21.22 点，至 890.64 点，涨幅 2.44%；纳斯达克综合指数涨 40.38 点，至 1550.70 点，涨幅 2.67%。

周三，2008 年的最后一天美国股市反弹，2008 年是大萧条时期以来美国股市表现最差的一年。道琼斯工业股票平均价格指数收盘涨 108 点，至 8776.39 点，涨幅 1.25%，但该指数 2008 年累计下挫 34%，为 1931 年以来的最大年度跌幅。道琼斯指数 12 月份累计跌 0.6%，为 2008 年内第九个月出现下滑。标准普尔 500 指数涨 12.61 点，至 903.25 点，涨幅 1.42%。但该股指 08 年仍累计下跌 38%，同样创下 1931 年以来的最大年度跌幅。纳斯达克综合指数收盘涨 26.33 点，至 1577.03 点，涨幅 1.7%。该股指 2008 年累计下跌 40.5%，为该指数逾 37 年历史上的最大百分比跌幅，这一跌幅甚至超过了 2000 年科技泡沫破裂时的 39%。

周四，休市

周五，美国股市周五飙升，道琼斯工业股票平均价格指数上涨逾 250 点，为 2008 年 11 月以来首次收于 9000 点上方。交易人士预计通用汽车和美国铝业等一些 2008 年表现欠佳的个股会在 2009 年出现好转。道琼斯工业股票平均价格指数收盘涨 258.3 点，至 9034.69 点，涨幅 2.94%，为 2008 年 11 月 5 日以来的最高收盘点位。纳斯达克综合指数涨 55.18 点，至 1632.21 点，涨幅 3.5%。标准普尔 500 指数涨 28.55 点，至 931.8 点，涨幅 3.16%。

图 1：本周美股行业指数涨跌幅（%）--- 周期性行业反弹



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

其他经济体股市评析：周期性行业大幅反弹，未来预期有所改观

周一，欧洲股市周一收盘走高。在原油价格上涨的推动下，石油生产商类股在 2008 年最后一周大幅上扬。英国富时 100 指数收盘涨 2.4%，至 4,319.35 点。德国 DAX 30 指数涨 1.6%，至 4,704.86 点。法国 CAC-40 指数涨 0.5%，至 3,130.72 点。

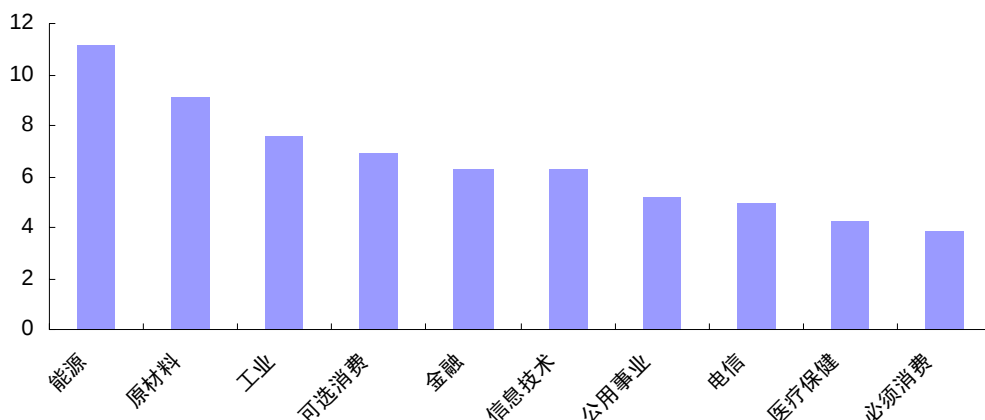
周二，欧洲股市收盘上扬，市场交投淡静。汽车类股走高，受有关通用汽车公司旗下的金融服务子公司从美国政府获得更多救助资金的消息提振。德国 DAX 30 指数在今年的最后一个交易日收盘涨 105.34 点，至 4,810.20 点，涨幅 2.2%。这一股指在今年下跌 40.4%，英国富时 100 指数涨 1.2%，至 4,369.50 点。法国 CAC-40 指数涨 1%，至 3,160.87 点。

周三，英国富时 100 指数收盘涨 0.9%，至 4434.17 点；法国 CAC-40 指数收盘涨 0.03 点，至 3217.97 点。法兰克福股市休市。

周四，休市

周五，欧洲股市在新年的第一个交易日收盘大幅上扬，得益于矿业类股的强劲上涨以及多数银行股新年伊始的良好表现。英国富时 100 指数收盘上涨近 128 点，至 4,561.8 点，涨幅 2.9%。法国 CAC-40 指数收盘涨 4.1%，至 3,349.7 点。德国 DAX 30 指数涨 3.4%，至 4,973.1 点。

图 2：本周全球行业指数涨跌幅（%）--- 周期性行业反弹

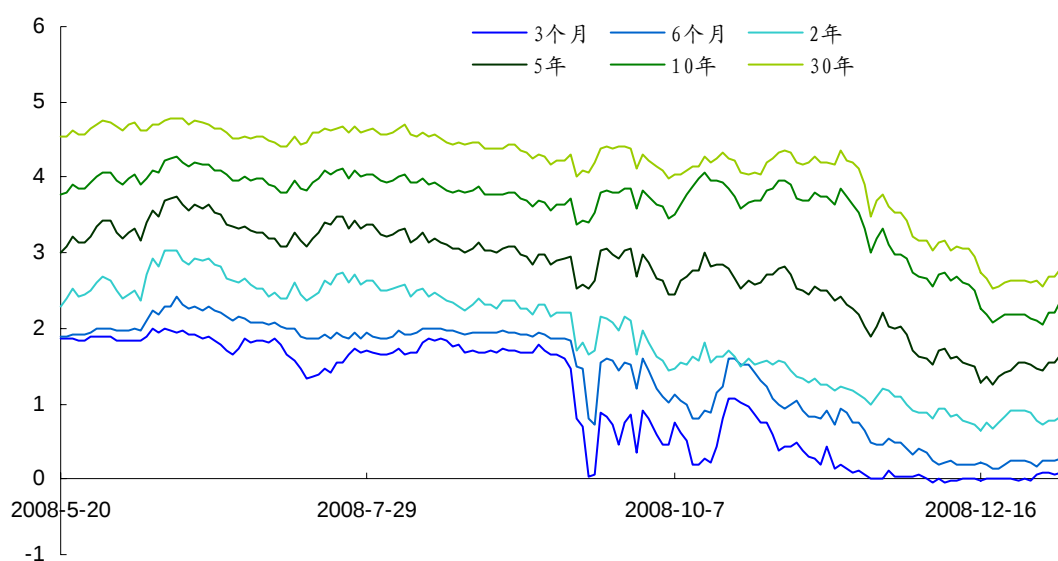


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

美国国债：长债收益率继续反弹

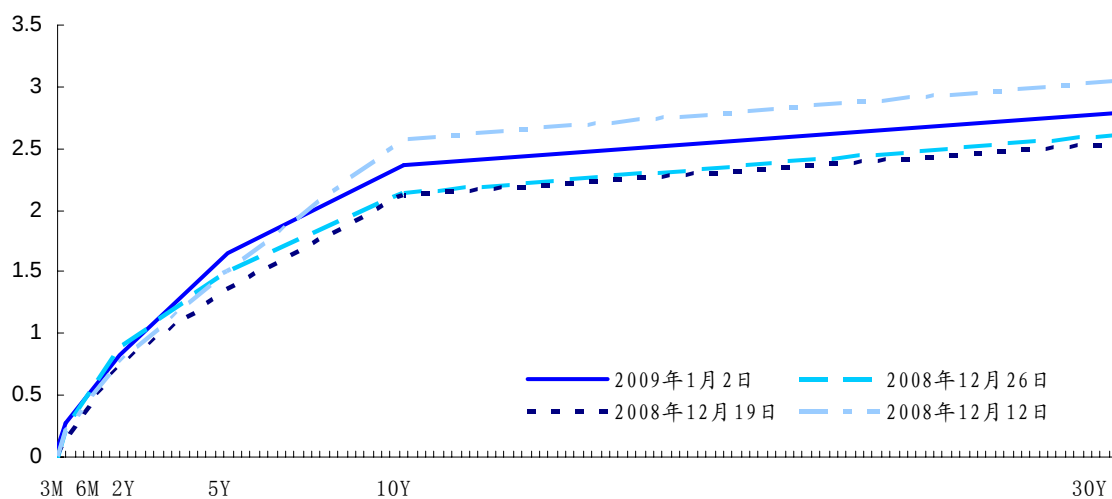
本周受首次申领失业救济人数大幅下降超出预期的影响，国债市场特别是长债收益率出现了明显的回升。美国劳工部周三公布，截至12月27日当周首次申请失业救济人数减少94,000人，至492,000人。这创下了16年来最大降幅。此外在新年来临之前，投资者避险情绪明显回落，且偏乐观，这不仅导致了股市的大幅回升（本周美欧主要股指上升均超过6%）以及美元的走强，也使资金在新年初部分撤出了国债市场，为新的一年布局而调整头寸。不过，在近阶段中东局势仍值得关注，这将直接影响到市场的风险偏好，同时马上美联储将开始执行购买机构债及机构MBS的措施，这将使包括国债在内的长期债券仍具有一定的吸引力。最终，本周各期限国债收益率除二年期外均出现不同幅度回升，而反映期限价差的2年期国债与10年期国债收益率之差达到155个基点，比上周扩大了30个基点。

图 3：近半年美国国债收益率走势（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 4：美国国债收益率曲线变化（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

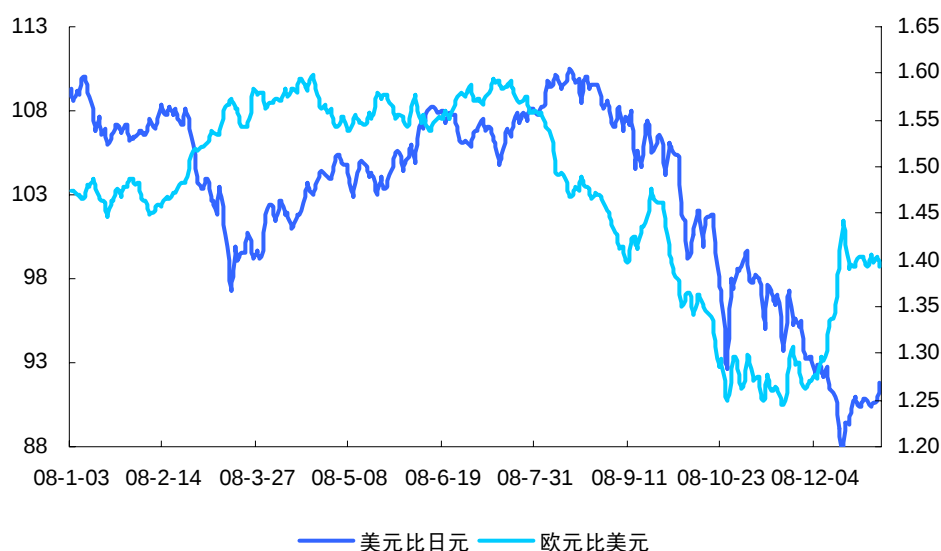
表 3: 本周美国国债收益率及涨跌幅

	2008-12-26 收益率	2009-01-02 收益率	涨/跌(%)
3 个月国债	-0.0101	0.0791	-
6 个月国债	0.2213	0.2741	23.86
2 年期国债	0.8829	0.8194	-7.19
5 年期国债	1.513	1.6507	9.10
10 年期国债	2.1318	2.3688	11.12
30 年期国债	2.6056	2.7948	7.26

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

汇市: 美元小幅反弹

本周, 首次申领失业金人数跌幅远超预期为美国明年复苏带来一丝希望, 尽管周五公布的 PMI 指数仍然非常糟糕, 且创出了二战后的最低水平, 但是包括股市在内的市场并不为所动, 显示市场已经在本周稍早预期消化了该数据的不利影响。由于本周迎来 2009 年的第一个交易日, 市场情绪相对稳定且偏乐观, 股市更是大幅攀升, 一周以来美欧股指均上升超过 6%-7%, 这为美元兑欧元和日元走强带来强劲支撑, 美元与欧元之间的走势也反映了投资者对未来美欧利差的预期。最终, 与上周五收盘相比, 日元兑美元跌 1.11%, 欧元跌 0.76%。

图 3: 一年以来美元兑日元与欧元兑美元走势


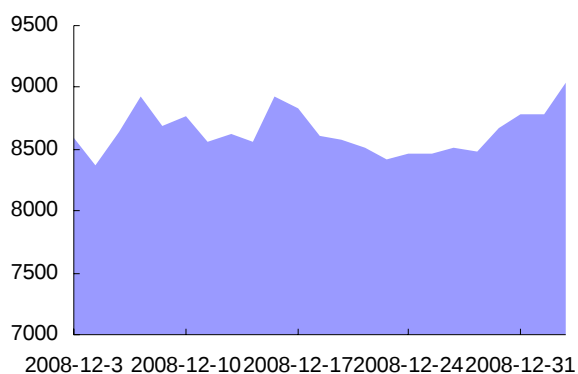
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

全球经济一周演绎趋势

虚拟经济：美国、欧洲、日本主要股指及估值

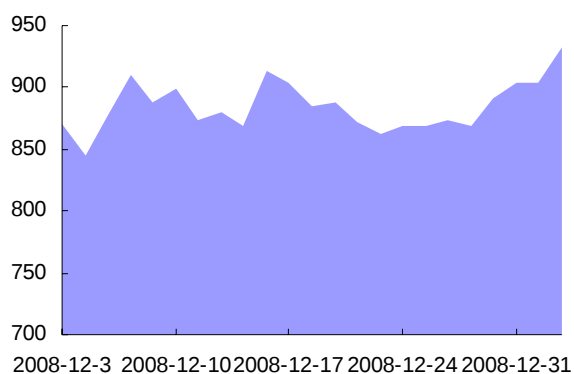
美国

图 4：美国近一月道琼斯指数图



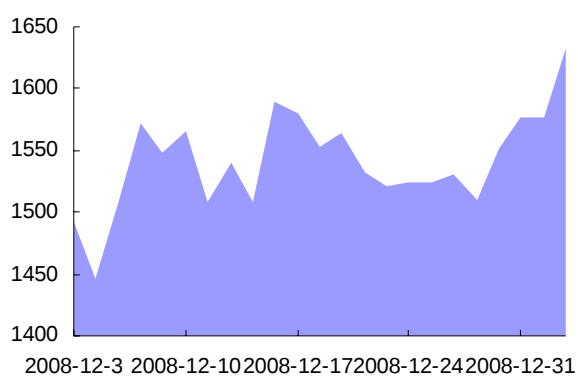
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 5：美国近一月标准普尔指数



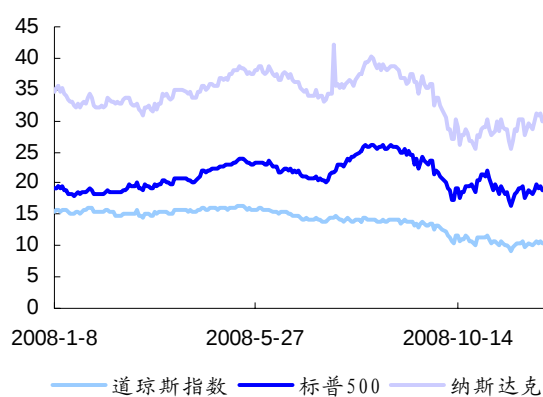
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 6：美国近一月纳斯达克指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

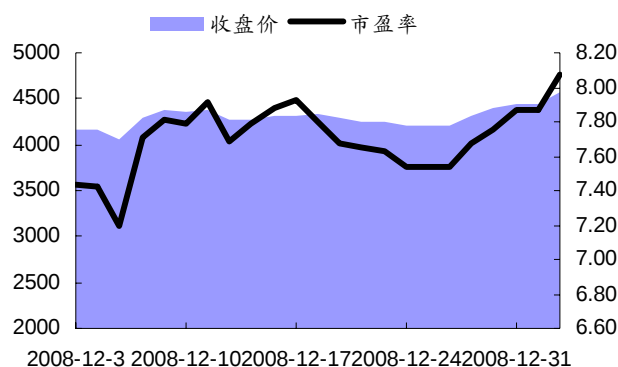
图 7：美国近一年以来三大股指 PE 比较



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

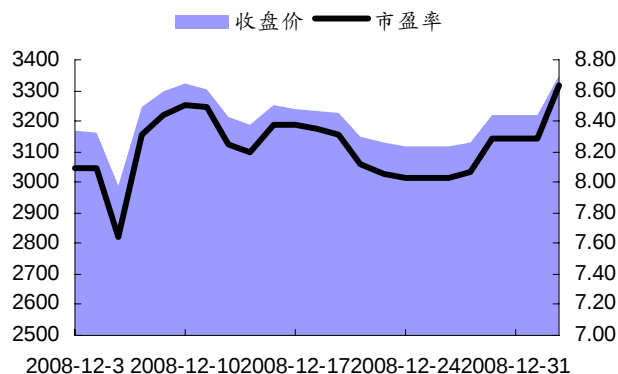
欧洲、日本

图 8: 英国金融时报 100 指数及 PE



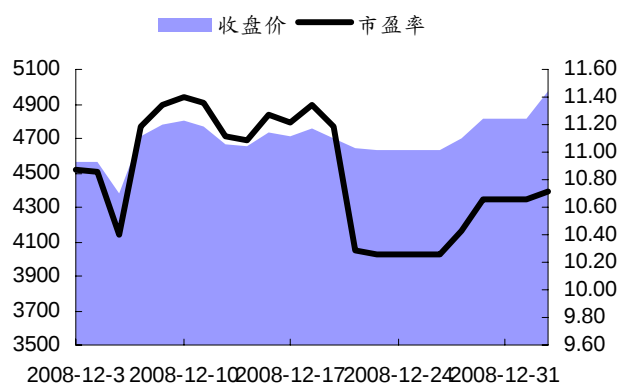
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 9: 法国 CAC-40 指数及 PE



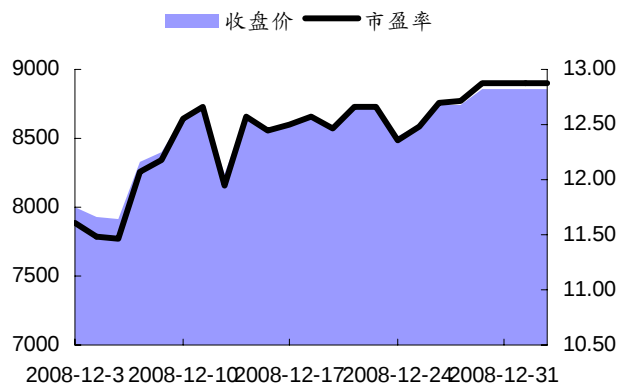
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 10: 德国 DAX-30 指数及 PE



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 11: 日经 225 指数及 PE



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

实体经济：美国、欧洲、日本本周公布重点经济指标

图 14: 美国 芝加哥采购经理指数

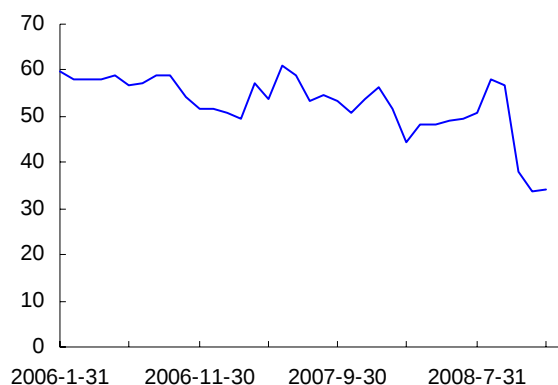


图 15: 美国 ABC 消费者信心指数

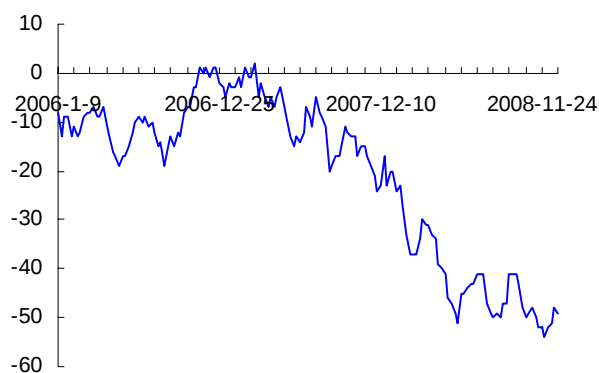


图 16: 美国 MBA 抵押贷款申请指数

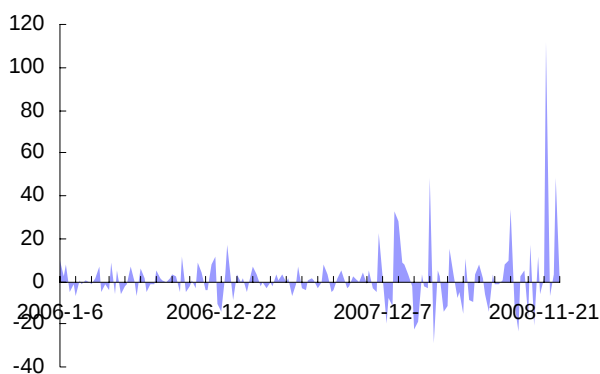


图 17: 美国 首次失业人数

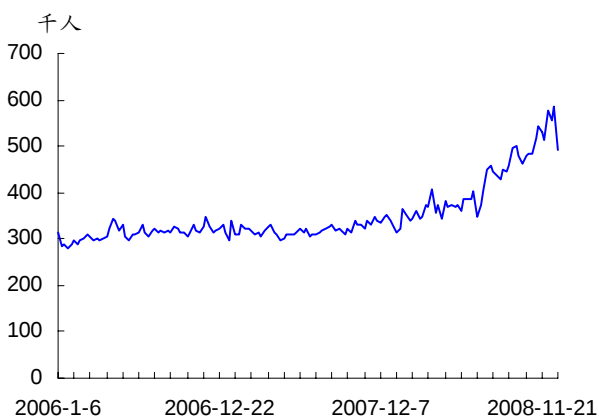


图 18: 美国 ISM 制造业 指数

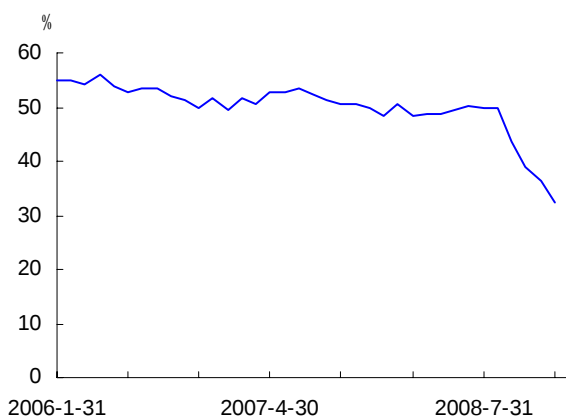
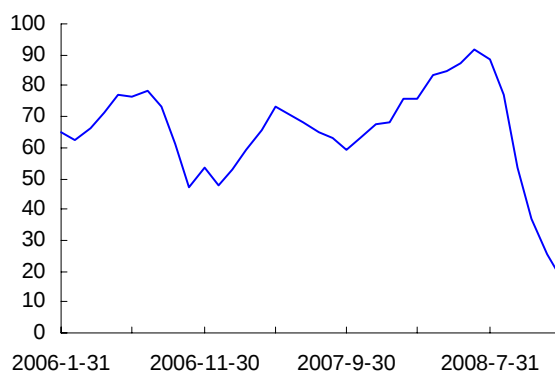


图 19: 美国 ISM 制造业 价格指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 20: 美国 标普/CS 综合指数-20 同比

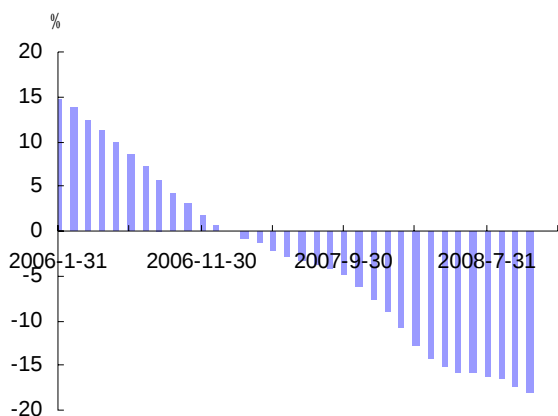


图 21: 美国 持续领取失业救济人数

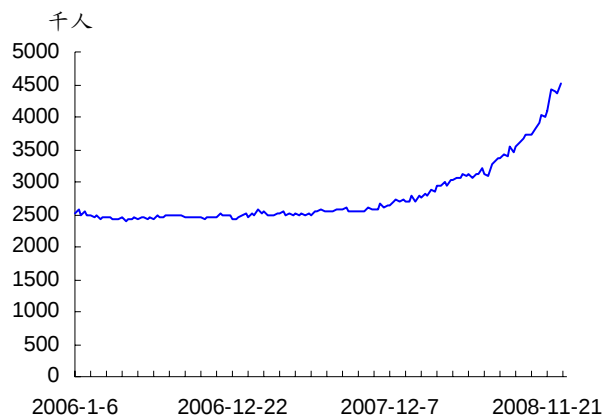


图 22: 德国 PMI 制造业

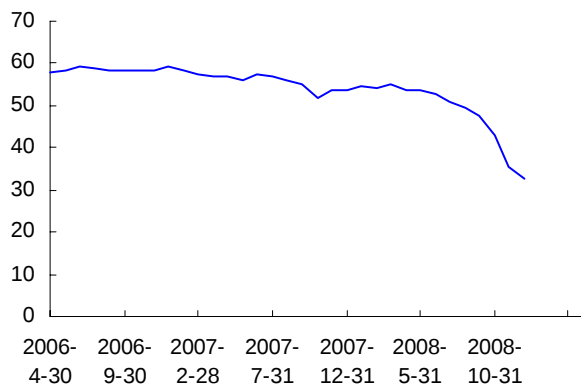


图 23: 欧元区 PMI 制造业

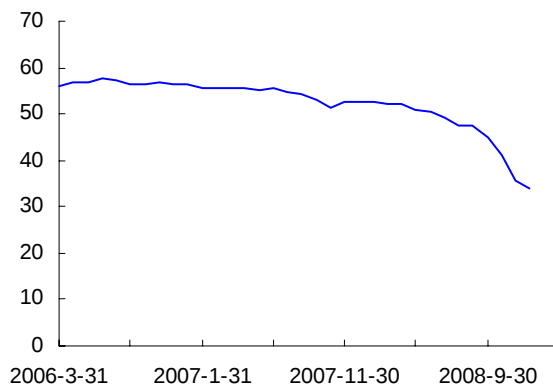


图 24: 英国 PMI 制造业

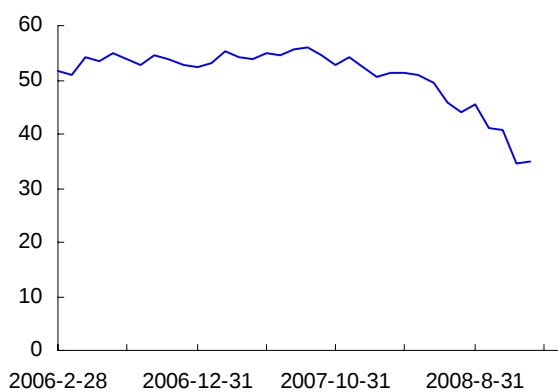
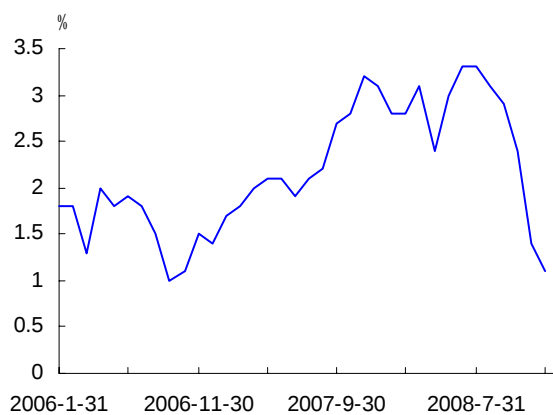


图 25: 英国 HBOS 房价经季调 (月环比)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部策略分析师助理，研究领域为世界经济。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。