



2010.03.05

## 出口引领增长，前高未必后低

### ——10年2季宏观策略报告



姜超



021-38676430



jiangchao6164@gtjas.c

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.

#### 本报告导读：

对10年2季以后全球及中国宏观经济形势展开分析。

#### 摘要：

- 展望10年，设备投资有望接替存货投资成为美国经济增长的新动力，并带动制造业就业复苏，确认失业率的下降。而美国的历史经验表明，一旦失业率开始下降，消费将出现强劲增长。
- 预计美联储将在10年底前启动加息，并带动美元走强。
- 欧美经济周期基本同步，而欧元区的高福利导致失业率滞后美国两年，加息滞后美国1年，这表明美国联邦基金利率的上行确有可能推升美元。
- 美国经济的强劲复苏将带动全球经济扩张，并惠及中国出口及以之为导向的制造业。加上稳定的消费、降幅有限的投资，中国经济将步入偏热区间，全年增速达到10.5%。
- 而均匀投放的信贷或使各季增长更为均衡，经济增速未必前高后低。
- 作出这一判断的核心依据是目前的信贷管制并不是控制总量，而是控制节奏，保证各季的均匀投放，这就使得10年下半年的信贷投放量可能相对上升，信贷同比增速在10年下半年很可能见底回升。
- 而触发下半年信贷放松的可能因素有两个，一是出口增速在4季度以后可能下降，二是地产成交的持续低迷迫使政府在下半年放松政策。而信贷作为经济增长的领先指标，其见底回升意味着GDP同比增速也有可能年底重新走高。
- 基于出口超预期，我们认为升值预期将急剧升温，外汇占款会显著上升，准备金率年内或四次上调。
- 我们倾向于认为在上半年而非下半年加息，最可能的时点是在4月下旬，因为届时公布的经济数据将显示经济连续两季位于偏热区间。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

#### 相关报告

- 《两驾马车拉经济 调整节奏求均衡》  
2009.12.04
- 《增长回归均衡、政策走向稳健》  
2009.10.16
- 《走出底部》  
2009.06.24
- 《全球长周期回落下的中国动力》  
2009.06.24
- 《长期调整中的触底回升》  
2009.04.13

---

## 目 录

美国：设备投资接力增长 .....	3
一、存货主导当前复苏 .....	3
二、设备投资启动接力 .....	5
三、失业率已出现拐点 .....	7
四、失业减少推升消费 .....	8
五、地产投资回升可期 .....	8
六、预期增速再次上调 .....	9
七、联储年底有望加息 .....	10
八、美元见底逐渐走强 .....	11
中国：经济未必前高后低 .....	14
一、出口推动工业复苏 .....	14
二、地产投资非为拖累 .....	16
三、居民消费保持稳定 .....	17
四、增长步入偏热区间 .....	17
五、经济未必前高后低 .....	18
六、货币信贷三季见底 .....	19
七、通胀上行趋势明确 .....	20
政策：上半年或启动加息 .....	21
一、升值预期急剧升温 .....	21
二、准备金率四次上调 .....	22
三、上半年或启动加息 .....	23

## 美国：设备投资接力增长

展望 10 年，设备投资有望接替存货投资成为美国经济增长的新动力，并带动制造业就业复苏，确认失业率的下降。而美国的历史经验表明，一旦失业率开始下降，消费将出现强劲增长。

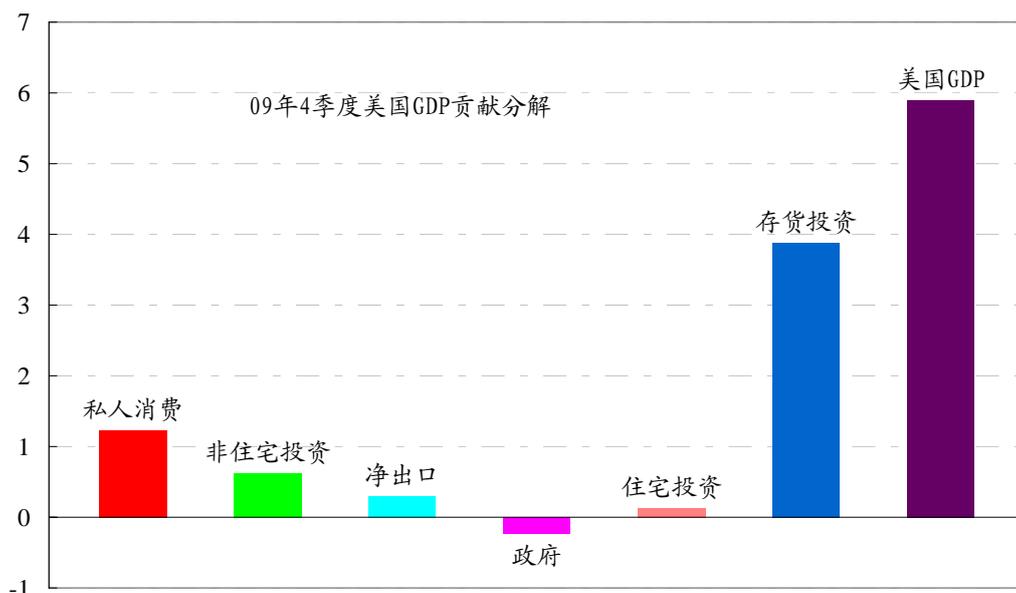
### 一、存货主导当前复苏

当前，美国的经济复苏由存货投资主导。在 09 年 4 季度 5.9% 的经济增速中，有 3.9% 都是由存货投资所贡献。

图 1：  
09 年 4 季美国 GDP 贡献分解

(09 年 4 季)

单位：%



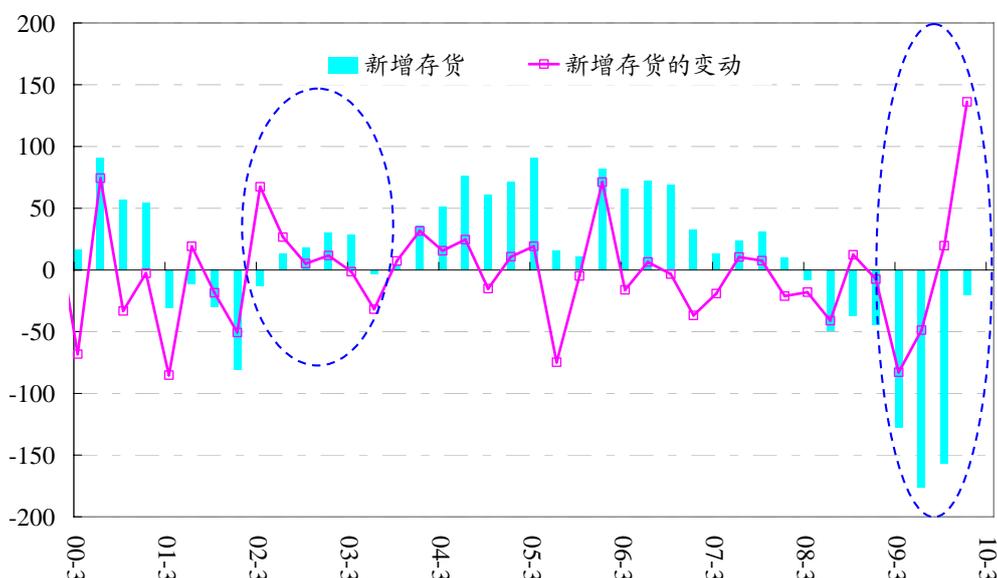
既然存货投资在 09 年 4 季度的贡献如此之大，给人的印象是美国的企业已经在大量地补库存，然而同期美国的企业库存还下降了 200 亿美元。

其中的关节在于，对经济增长起贡献的并非存货变动本身，而是存货变动的变动，或者说新增存货的变动。

图 2：  
美国各季度新增存货、新增存货的变动额

(00-10 年)

单位：10 亿美元

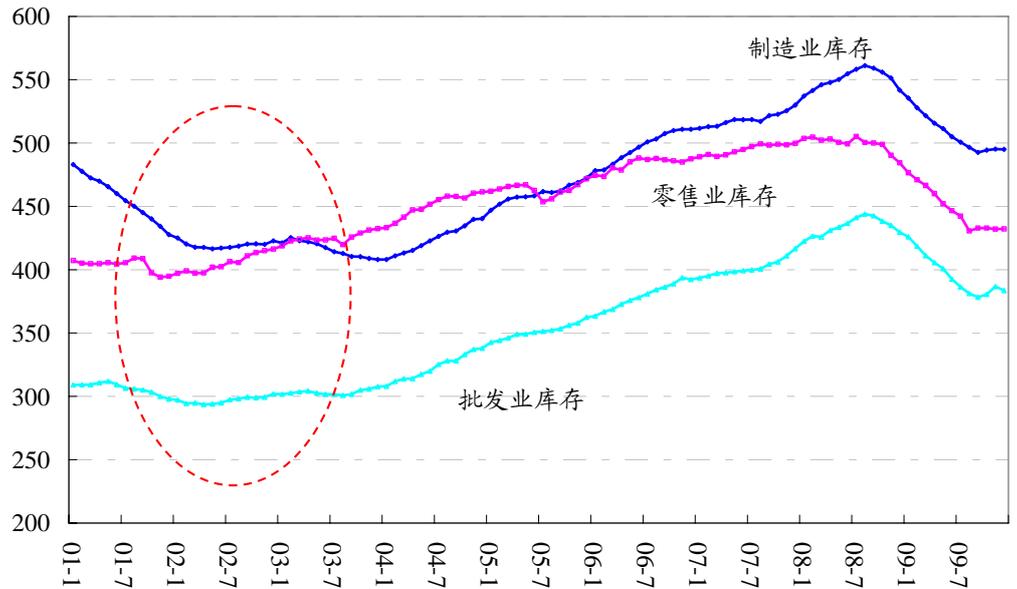


以 09 年 4 季为例，存货减少了 200 亿美元，而 3 季度的存货减少了 1565 亿美元，因而新增存货的变动为 1365 亿美元，相当于 14.5 万亿 GDP 的 0.94%，或者是年化后的 3.77%，与 3.9% 的存货贡献增速基本相当。

这也就意味着，美国目前的存货贡献主要是去库存的贡献。

观察美国三大行业的库存水平变化，我们发现目前的库存已经停止了下降，也就是去库存基本结束。但从 01 年经济衰退的经验看，库存企稳以后将逐渐上升，也就是补库存仍将继续推动经济增长。

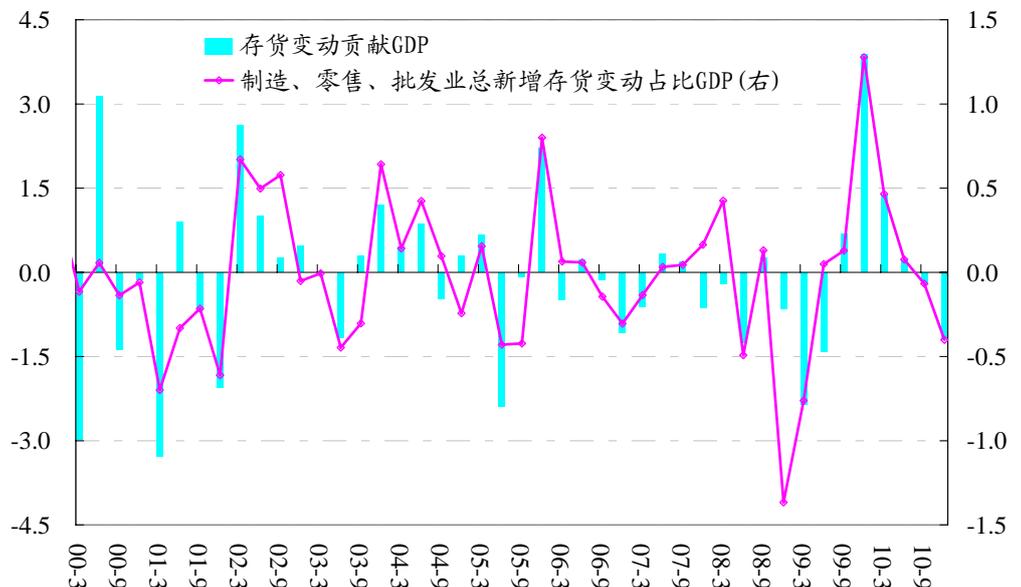
**图 3:**  
美国制造业、零售业、批  
发业库存  
(05-10 年)  
单位: 10 亿美元



但补库存效应的持续很难超过半年，因为美国的库存周期大约在两年左右，目前存货对增长的贡献已经达到顶峰，因而未来将逐季下降，而且到下半年很可能产生负贡献。

因此，美国经济未来的核心问题在于，有什么动力可以接替存货投资来拉动经济增长。

**图 4:**  
美国存货变动贡献 GDP、  
三大行业存货变动总额占  
比 GDP  
(97-10 年)  
单位: %  
注: 10 年后为预测值、下同



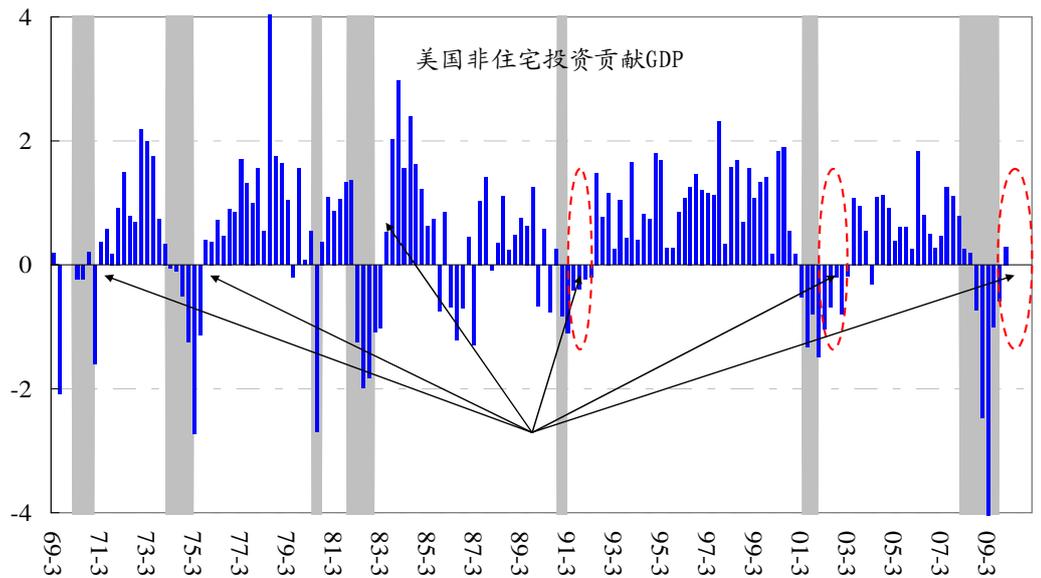
## 二、设备投资启动接力

我们认为,设备投资有望接替存货投资成为美国经济扩张的主要动力。

因为从历史经验看,美国设备投资将在经济复苏以后启动,其中最晚的是 91 和 01 年的衰退期,设备投资在经济复苏 1 年以后才启动,而 90 年以前设备投资均在经济复苏半年内就出现正增长。

但在 09 年 4 季度,也就是本轮经济复苏开始一个季度以后,美国的设备投资已经对经济产生了正贡献,这要远好于前两次衰退的情况。

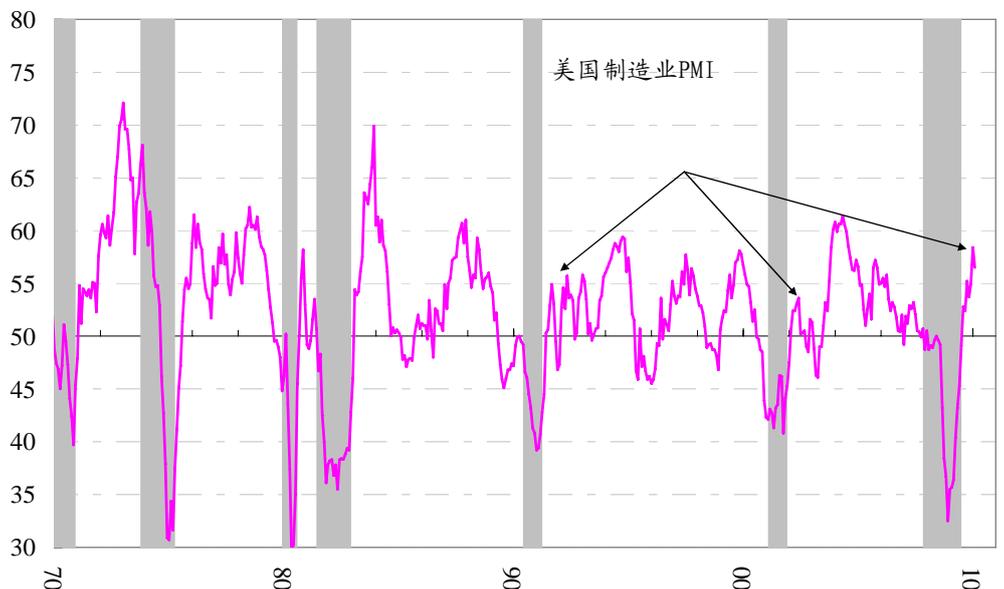
图 5:  
美国非住宅投资贡献 GDP  
(69-10 年)  
单位: %  
注: 美国的非住宅投资主要是  
设备投资



从生产角度看,与设备投资相对应的是制造业。

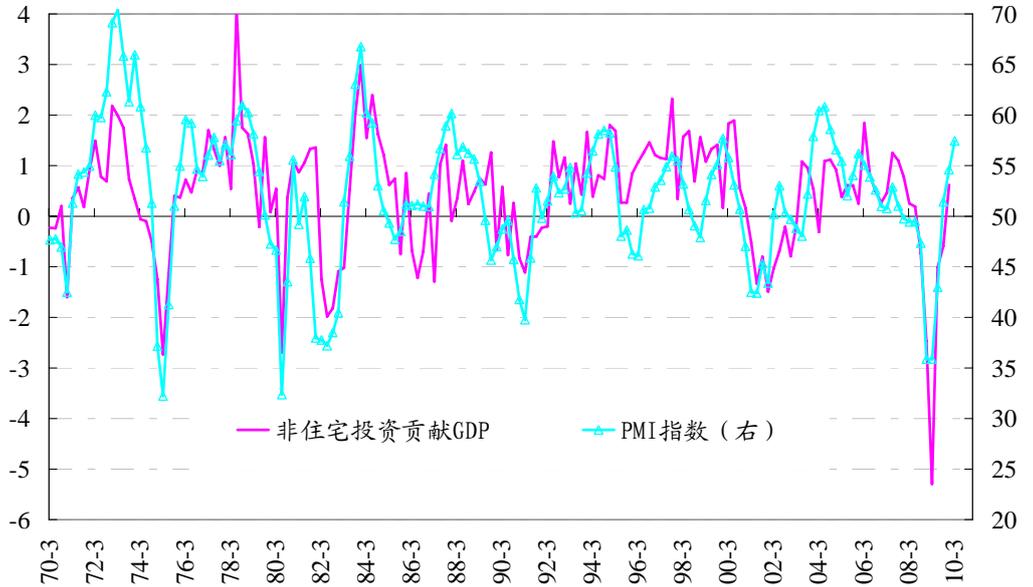
而从美国制造业 PMI 指标看,91 和 01 年经济衰退后复苏的 1 年内,PMI 指数均没能超过 55%。而目前美国的 PMI 指标已经连续两月稳定在 55% 以上,复苏情况也要远好于此前两次衰退。

图 6:  
美国制造业 PMI、经济周期  
(70-11 年)  
左轴单位: %



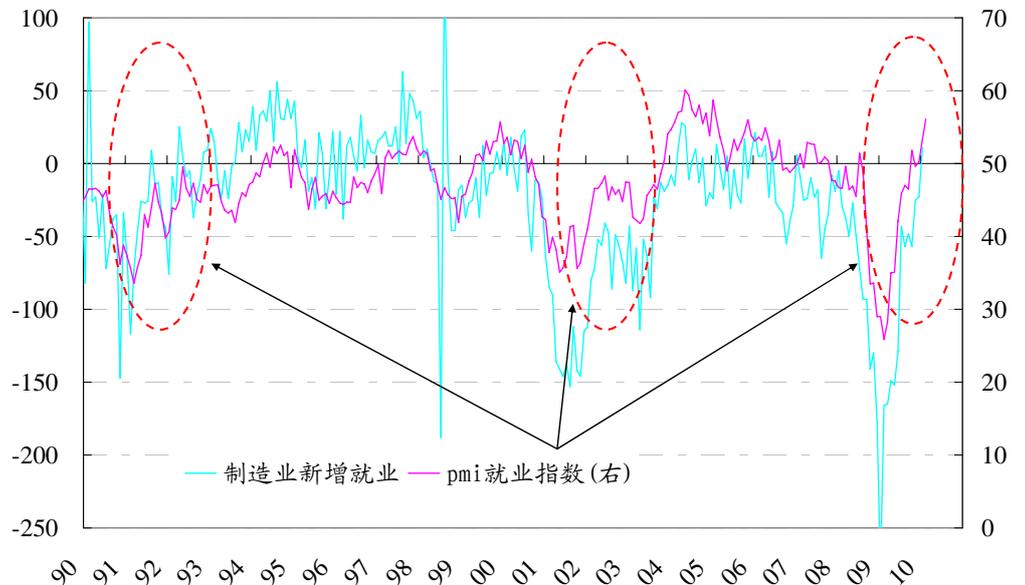
由于10年1季度美国制造业PMI指标继续攀升,相应设备投资对增长的贡献也将继续上扬。而只要PMI指数超过55%,设备投资对增长的贡献就在1%以上,成为经济的重要推动力。

图7:  
美国非住宅投资贡献  
GDP、PMI指数  
(70-10年)  
单位: %



此外,从就业情况看,美国制造业在10年1月出现正就业,而且制造业PMI的就业指数也上升到50%以上,在复苏时间上均远早于此前两次衰退,再次印证设备投资已经启动,并体现在制造业的景气上。

图8:  
美国制造业新增就业、PMI  
就业指数  
(90-10年)  
左轴单位: 千人  
右轴单位: %

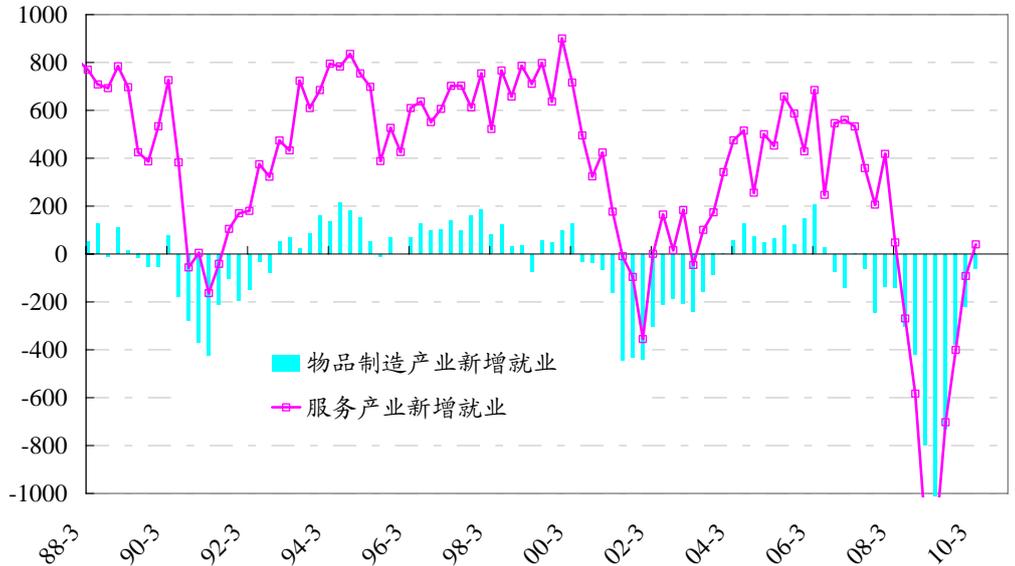


### 三、失业率已出现拐点

而制造业就业是决定失业率是否见顶的最关键因素。

从之前两次经济衰退的经验看，服务业往往伴随经济复苏就开始增加就业，而制造业则在经济复苏以后仍旧继续裁员，从而拖累失业率下降。

图 9：  
美国物品生产产业新增就业、服务业新增就业  
(88-10年)  
单位：千人



正是由于制造业就业复苏的滞后，导致 90、01 年两次失业率的见顶滞后经济复苏一年时间。

而今美国制造业出现提前复苏的迹象，因而失业率很可能提前见顶，09 年 10 月的 10.2%或许就是本轮失业率的最高值。

图 10：  
美国失业率、经济周期  
(70-10年)  
单位：%

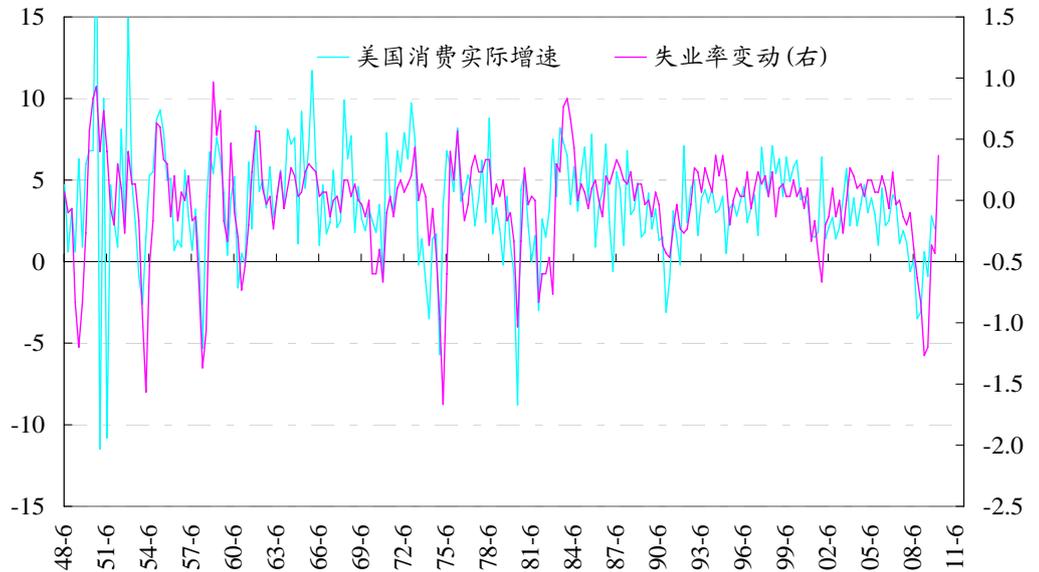


#### 四、失业减少推升消费

一旦美国失业率停止上升，意味着有更多的就业人群参与消费，消费增速将会得到显著的提升。

我们预计到 10 年下半年以后，居民消费也将成为美国经济增长的重要动力。

图 11：  
美国消费实际增速、失业率变动  
(48-10 年)  
单位：%  
注：失业率为反向变动

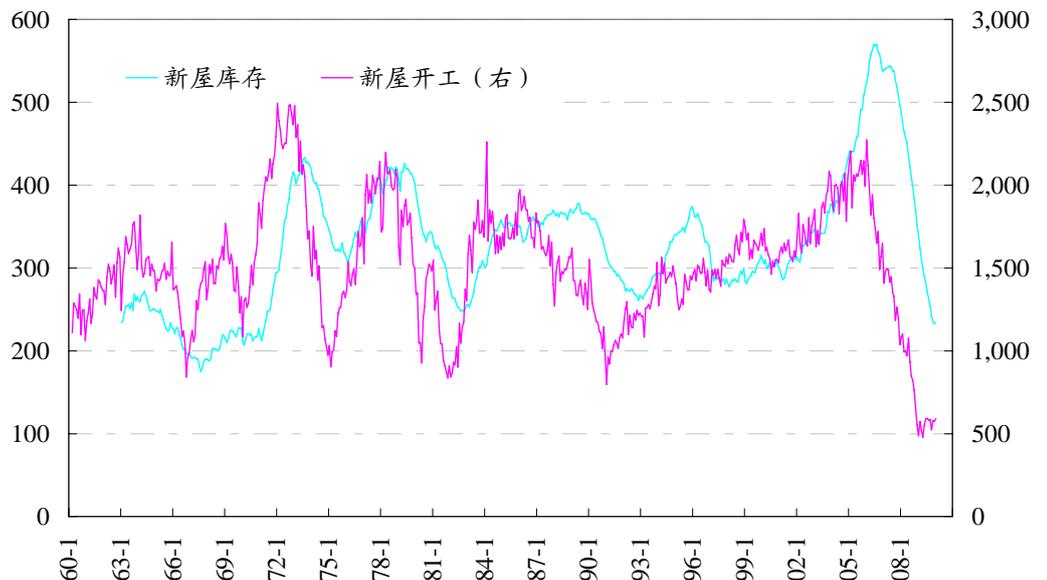


#### 五、地产投资回升可期

而在地产市场方面，我们发现新屋库存已经降至 20 万套左右水平，接近 60 年代以来的最低点，距离见底应已不远。

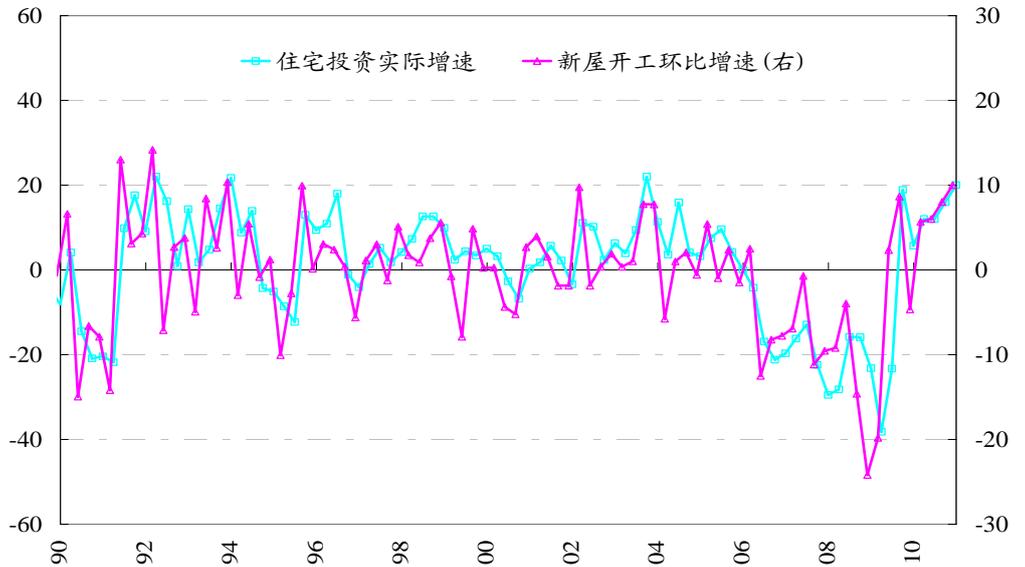
而新屋开工的见底往往领先于新屋库存，从这一点来看，09 年 4 月的 48 万套应是新屋开工本轮的最低点。

图 12：  
美国新屋开工、新屋库存  
(60-10 年)  
单位：千套



只要确定新屋开工已经见底，那么住宅投资对经济增长将不会构成负面拖累。

图 13:  
美国新屋开工环比增速、  
住宅投资实际增速  
(90-10年)  
单位: %

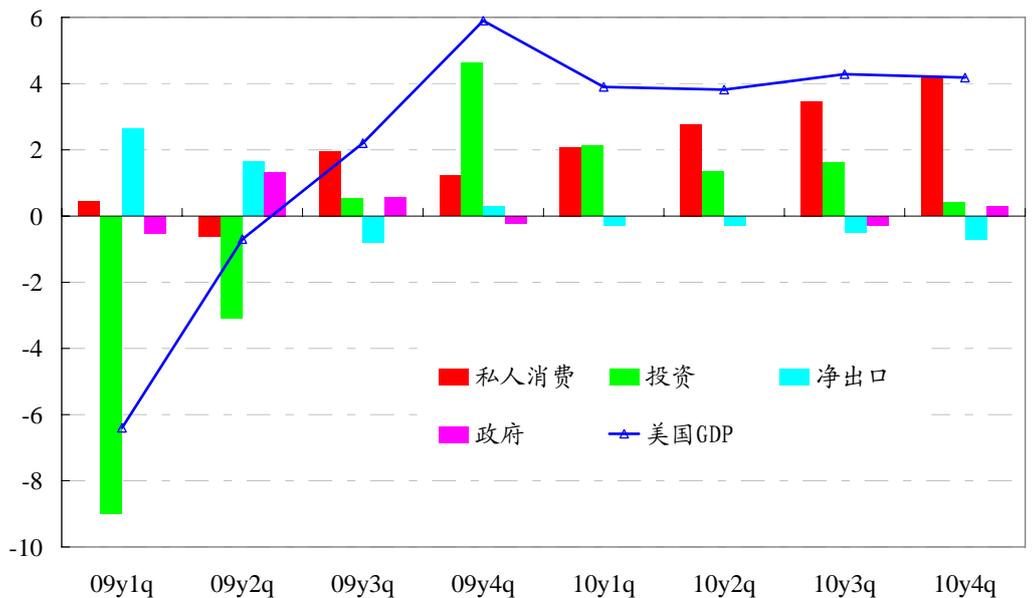


## 六、预期增速再次上调

综上所述，我们认为 10 年上半年设备投资将接力存货投资拉动经济增长，而随着失业率的见底下降，消费贡献在下半年将显著提升。

由于失业率的提前下降超出预期，我们将美国 10 年全年经济增速预测从 09 年底时的 3.2% 提升至 4%，其中前两季度增速约为 3.8%，后两季度增速约为 4.2%。

图 14:  
预测美国 10 年各季 GDP  
(09-10 年)  
单位: %

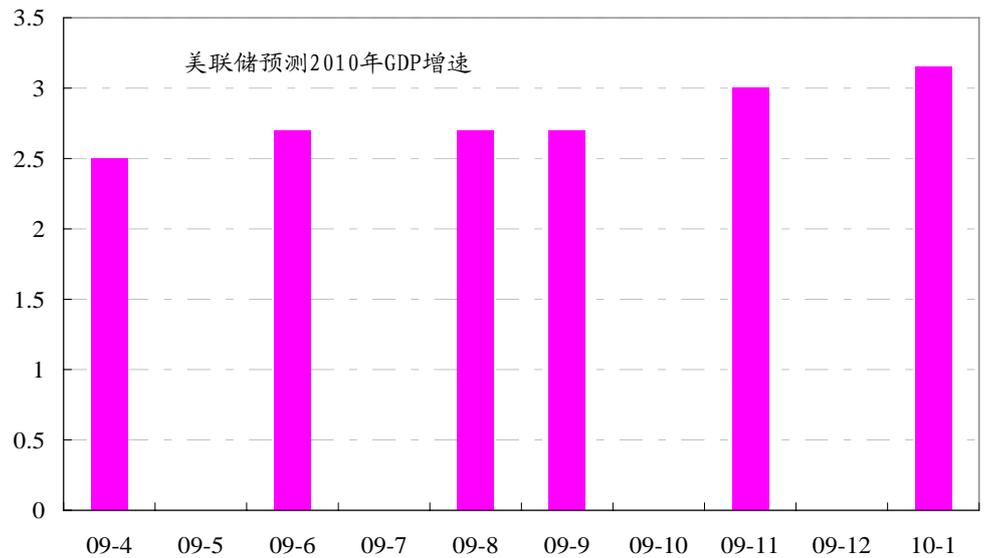


2月24日，美联储主席向国会提交了关于货币政策的证词，我们注意到其再次上调了对2010年美国GDP增速的预测，预测均值由09年11月的3%上调至3.15%，而且有40%的人预测GDP增速将达到3.5%。

而自09年以来，美联储对10年GDP增速的预测一直在稳步提高。对于未来3年，美联储预测GDP增速仍将继续上升，10年、11、12年分别为3.15%、3.95%、4%，增速将高于2.8%左右的趋势增速。

如果美国经济未来增速能够稳定在4%左右，一定离不开占GDP比重70%的居民消费的强劲复苏，而这意味着美联储眼中的失业率将持续下降。

图 15:  
美联储预测 2010 年 GDP  
(10-13 年)  
单位: %

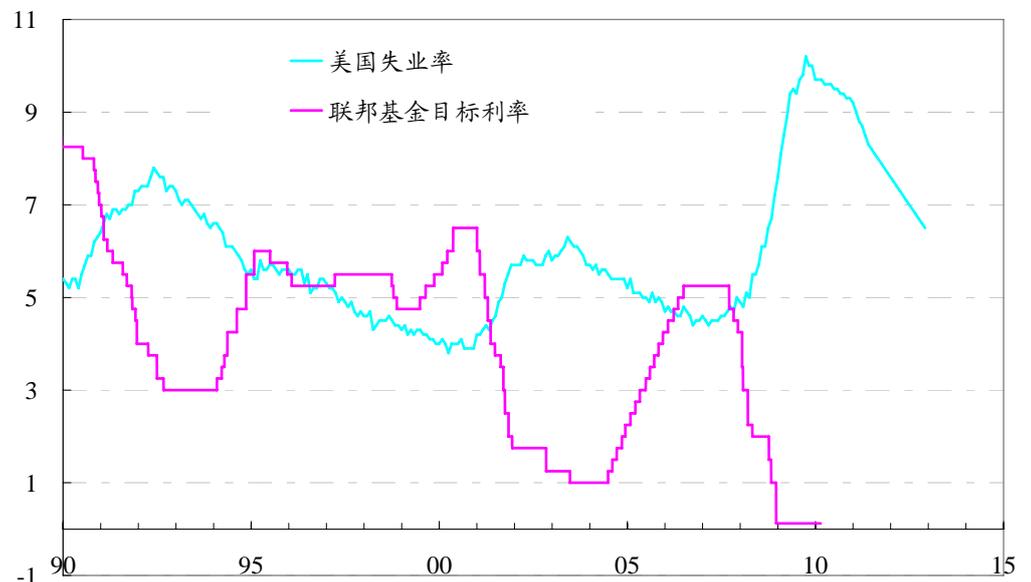


## 七、联储年底有望加息

而自90年代以来，由于物价趋于稳定，失业率成为美联储利率决策的主要依据。在91年和01年的经济衰退之后，美联储加息周期的启动滞后失业率的见顶约一年左右。

如果09年10月的美国失业率确定已经见顶，那么美联储很可能在10年年底启动加息。

图 16:  
预测美国失业率、联邦基金目标利率  
(90-10 年)  
单位: %



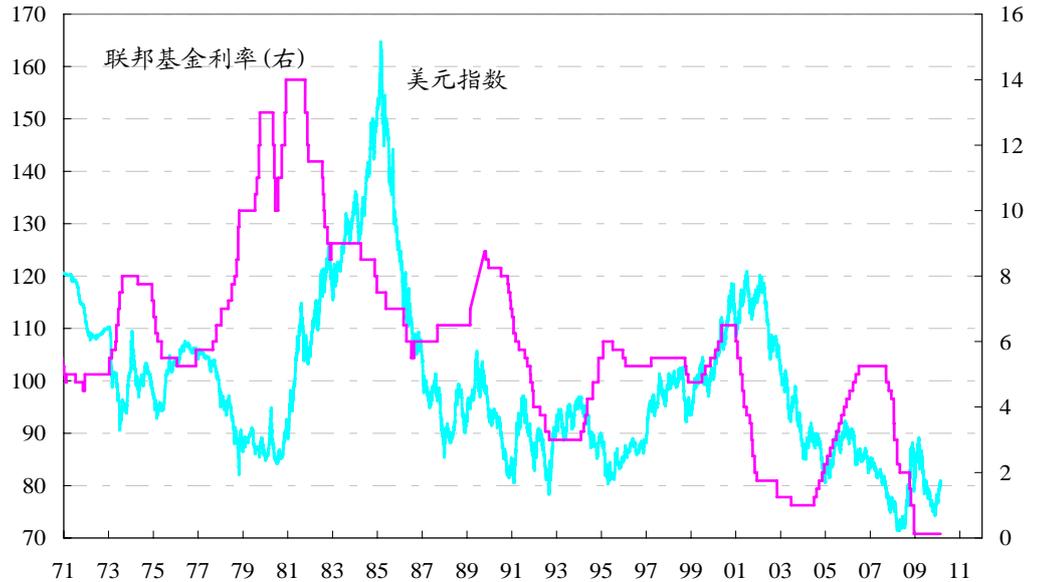
## 八、美元见底逐渐走强

而美国联邦基金利率是决定美元走势的最重要指标。

由于我们预期 10 年年底美联储将展开加息周期，因而未来美元或将逐渐走强。

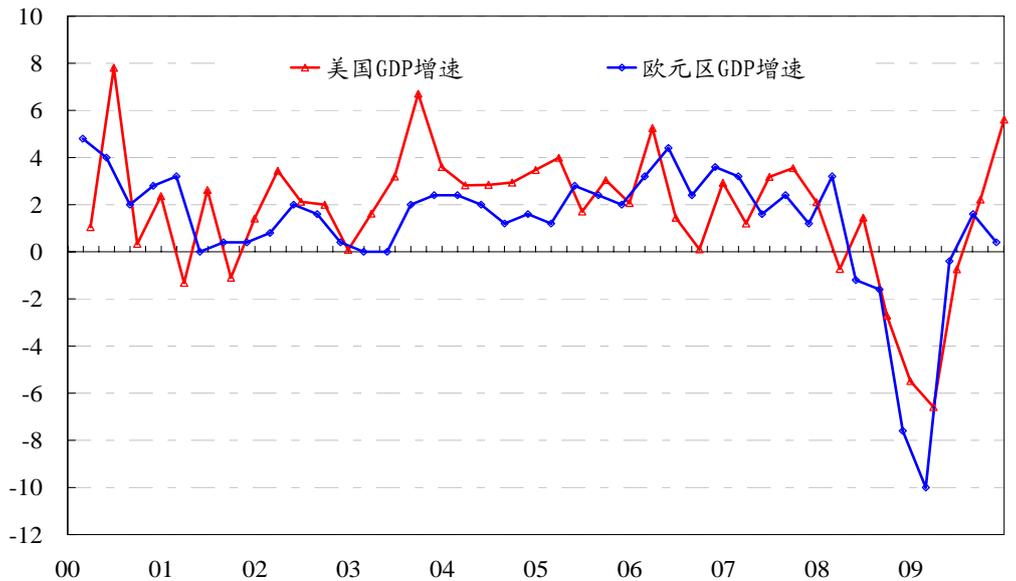
由于美元指数中欧元占接近一半的比重，因而美元是否走强还取决于欧元区的货币政策。

**图 17:**  
**联邦基金利率、美元指数**  
 (09-10 年)  
 左轴单位: 1  
 右轴单位: %



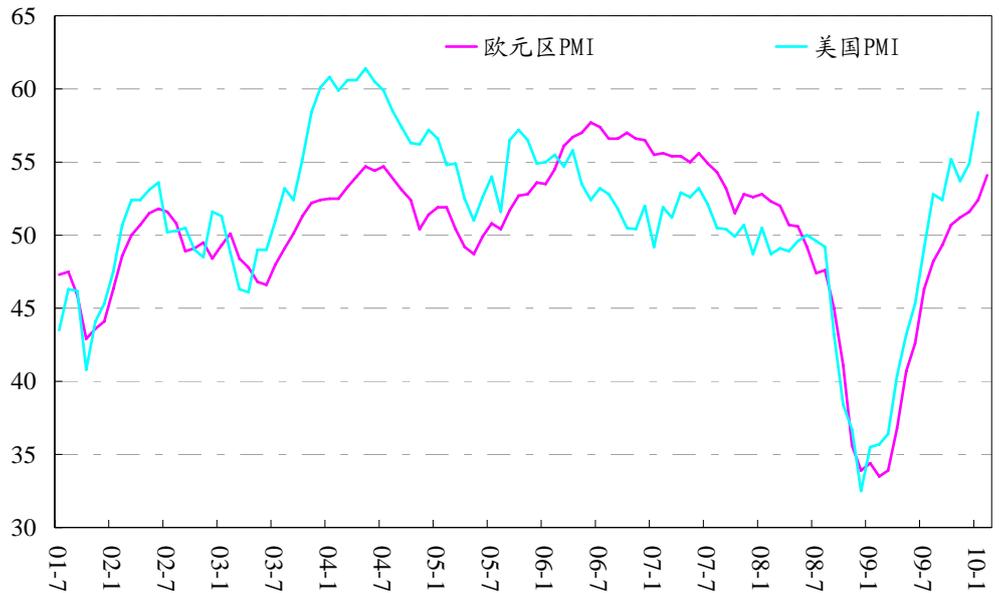
首先从经济增长角度看，欧美 GDP 环比增速的走势一致，表明欧美经济周期基本同步。

**图 18:**  
**美、欧 GDP 增速**  
 (00-10 年)  
 单位: %



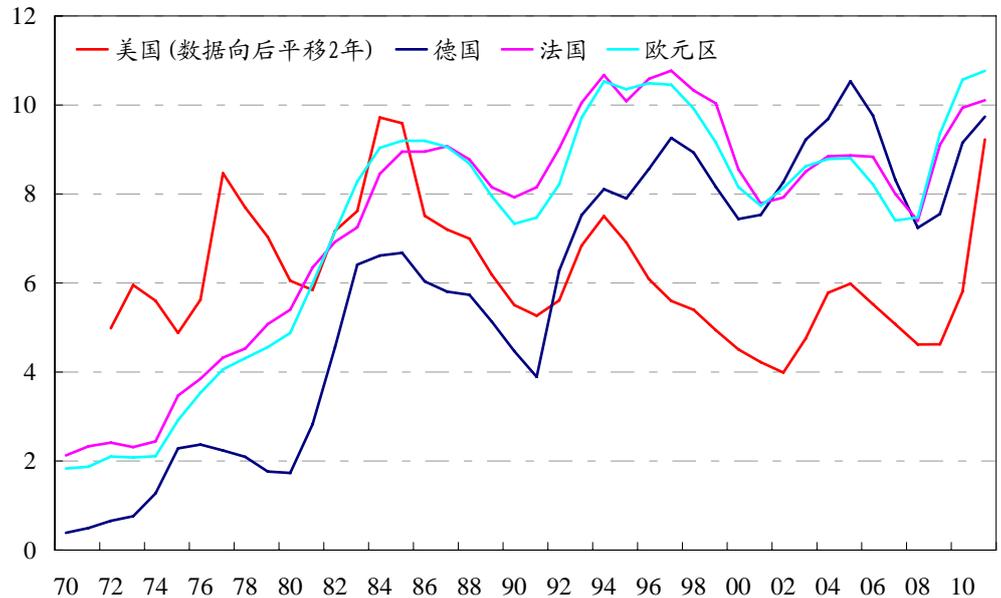
从制造业 PMI 指标看，欧美的走势也基本一致，同样反映出欧美经济的同步性。

**图 19:**  
**美、欧 PMI**  
 (01-09 年)  
 单位: %



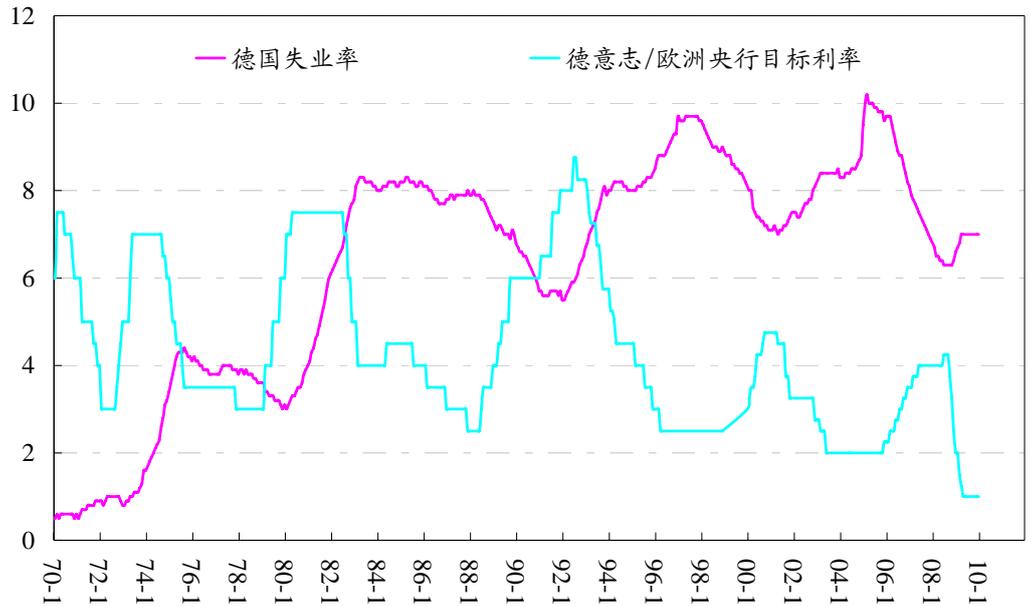
但观察失业率指标，我们发现欧元区失业率的见顶滞后美国两年左右，这背后对应的是欧元区高福利体制的僵化，由于福利成本高昂，厂商往往不愿意增加雇佣，使得失业率居高不下。

**图 20:**  
**美、欧失业率**  
 (70-09 年)  
 单位: %



而在利率决策上，欧央行加息周期的启动与失业率的下降基本同步。

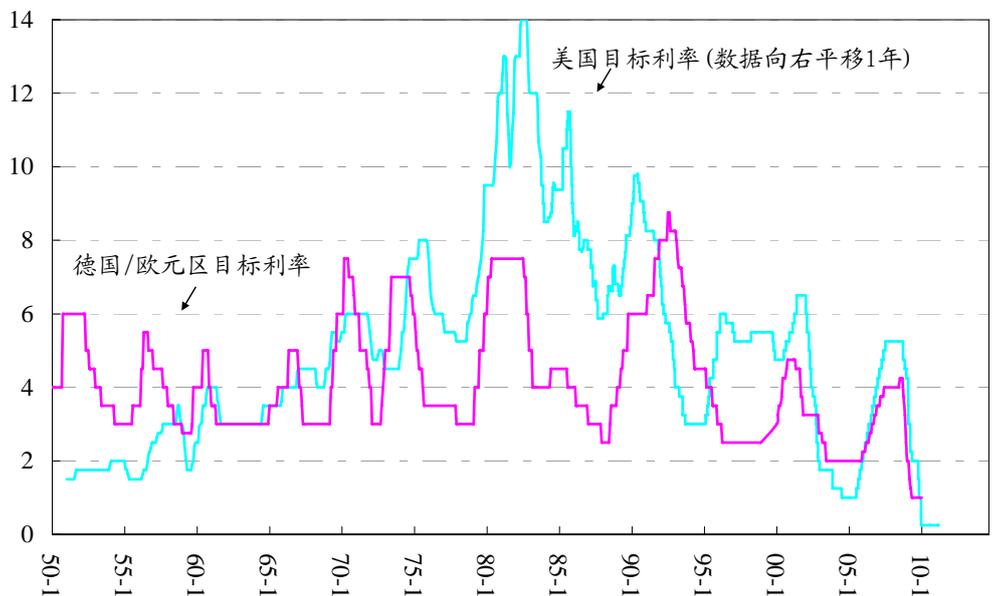
图 21:  
德国失业率、德/欧央行目标利率  
(70-10年)  
单位: %



综上所述，欧美经济周期同步，但欧元区失业率滞后美国失业率两年见顶。美国的加息在失业率见顶一年后启动，而欧元区的加息在失业率见顶后启动，因而欧元区的加息滞后美国 1 年左右。

由于欧元区利率决策的滞后性，印证美国联邦基金利率确有可能决定美元指数。如果确定美联储将进入加息周期，那么美元指数将趋于强势。

图 22:  
美国联邦基金利率、德/欧  
央行利率  
(50-10年)  
单位: %



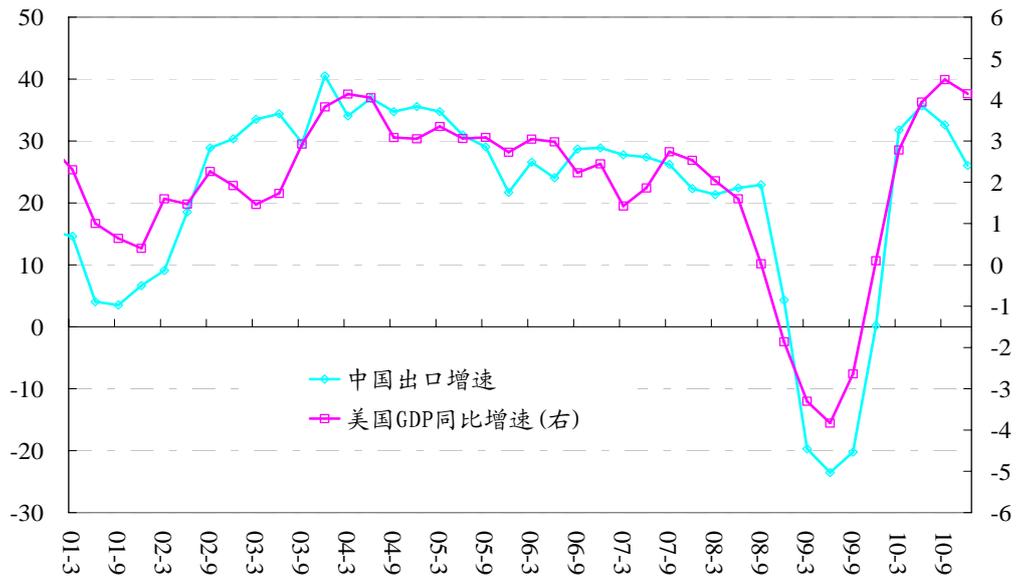
## 中国：经济未必前高后低

美国经济的强劲复苏将带动全球经济扩张，并惠及中国出口及以之为导向的制造业。加上稳定的消费、降幅有限的投资，中国经济将步入偏热区间。而均匀投放的信贷或使各季增长更为均衡，经济增速未必前高后低。

### 一、出口推动工业复苏

从历史数据看，美国 GDP 增速与中国出口增速高度相关。如果美国 GDP 增速如我们预测的那样达到 3% 以上，那么中国出口增速很可能超过 30%。

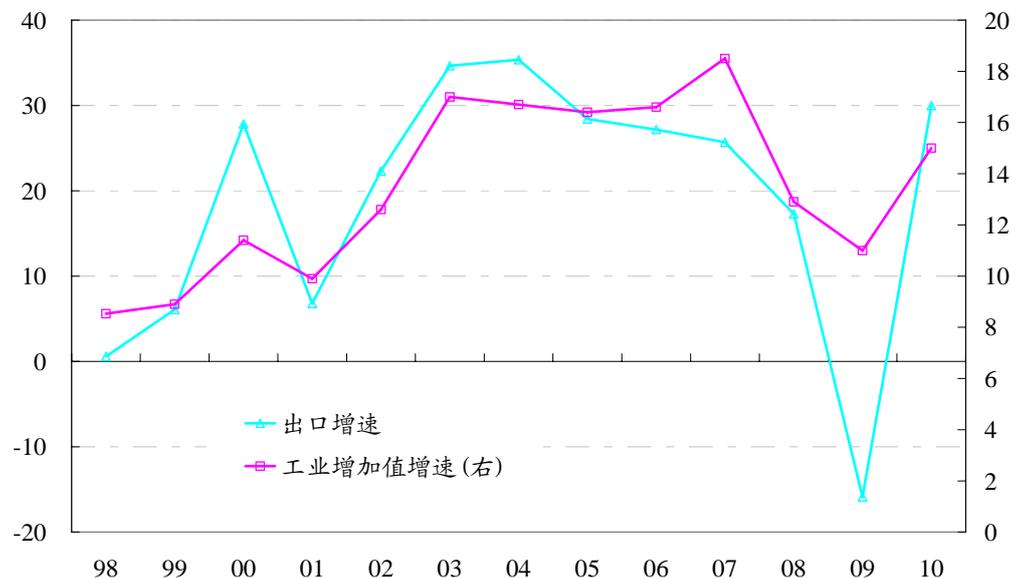
图 23：  
中国出口增速、美国 GDP  
同比增速  
(01-10 年)  
单位：%



而中国作为全球的加工工厂，其工业走势与出口走势密切相关。

受益于出口增速的大幅反弹，我们相信中国的工业增速也将显著回升，工业增加值增速有望从 09 年的 11% 升至 15%。

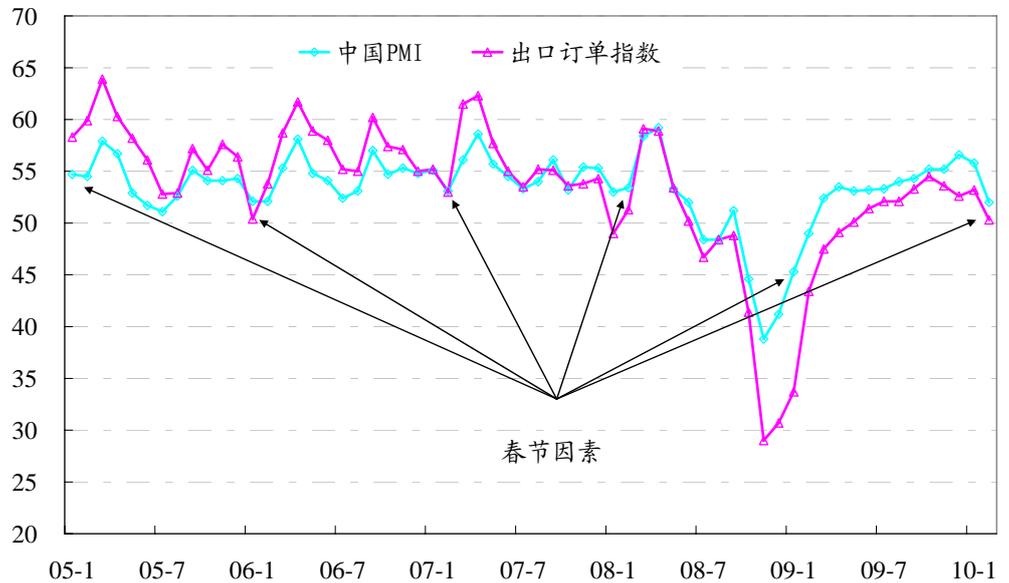
图 24：  
中国出口增速、工业增加  
值增速  
(98-10 年)  
单位：%



证明中国工业与出口密切相关的另一事实是中国 PMI 指标与出口订单指标在波动趋势上的一致性。

10 年前两月，虽然中国 PMI 指标有所下滑，但我们认为这很可能由春节期间工作日较少所导致，而制造业继续扩张的趋势并未改变。

图 25:  
中国 PMI、出口订单指数  
(05-10 年)  
单位: %

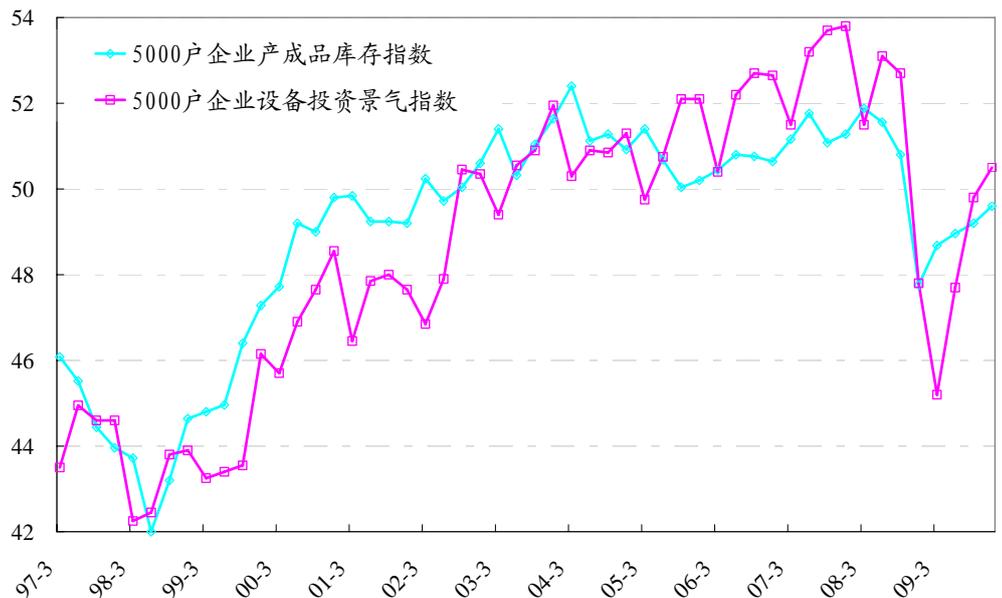


而央行公布的 5000 户企业调查数据显示，我国工业企业产成品库存的下降始于 08 年 2 季，即去库存开始。而产成品库存的上升始于 09 年 1 季，即补库存开始。

而企业的设备投资从 09 年 2 季度开始回升，目前已经达到 50% 以上的扩张阶段。

这意味着我国工业企业已经经历了从去库存、补库存到设备投资的阶段，未来设备投资有望成为经济增长的重要动力，而与之对应的制造业也有望延续景气。

图 26:  
中国央行 5000 户企业产成品库存指数、设备投资景气指数  
(97-09 年)  
单位: %



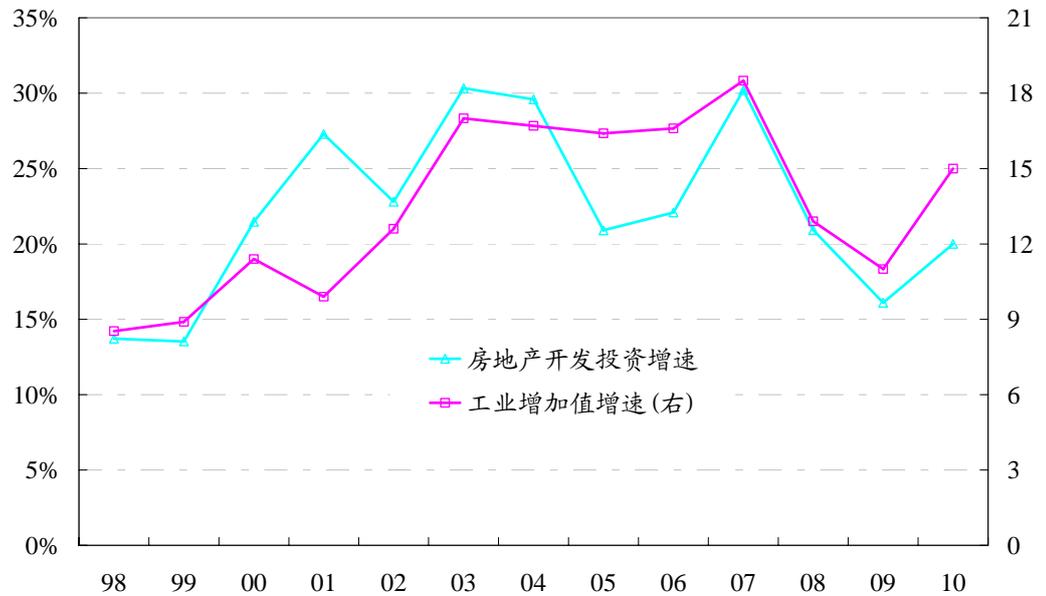
## 二、地产投资非为拖累

自 09 年末开始，由于房市政策频出，房产成交大幅下滑，10 年的房地产投资能否上升备受质疑。

我们的地产研究员认为，09 年 16% 的房地产投资增速基数很低，再加上 10 年保障性住房投资的上升，因而 10 年的房地产投资增速至少在 22% 以上。

从这一点来看，10 年的房地产投资不会大幅拖累工业增长。

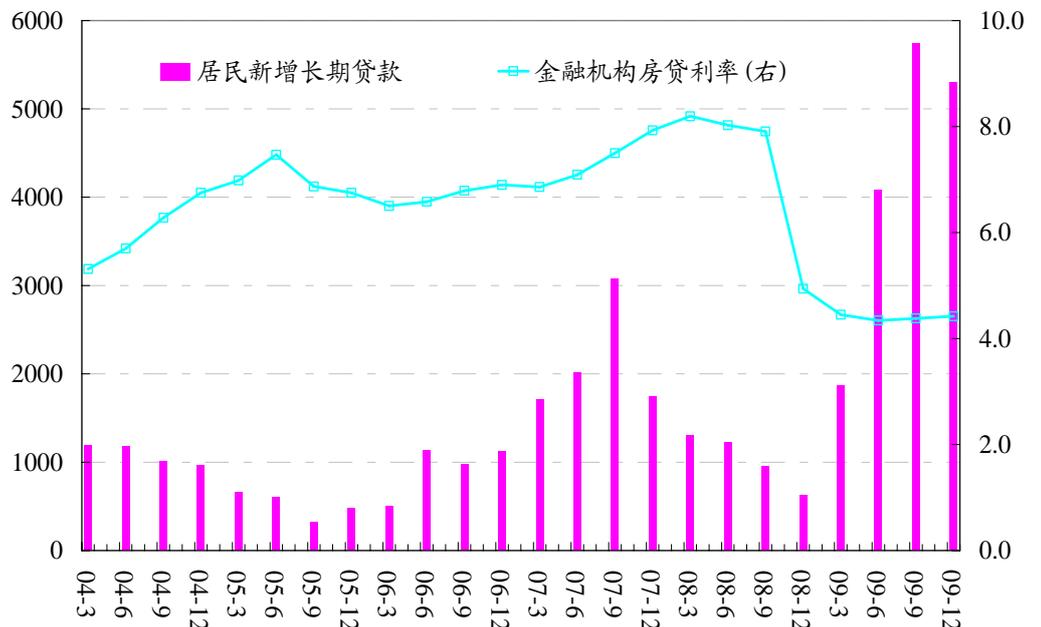
图 27:  
中国房地产开发投资增速、工业增加值增速  
(98-10 年)  
左轴单位: %  
右轴单位: %



而质疑地产投资的另一理由在于房价过高，因而房市已经出现拐点。

但我们认为，房贷利率是决定房市拐点的唯一可靠先行指标，领先房市拐点一年左右。而从央行货币政策报告来看，09 年 4 季度的房贷利率依然保持稳定，因而即便 10 年 1 季度房贷利率受政策收紧而上升，房市拐点的出现也要等到 11 年以后。

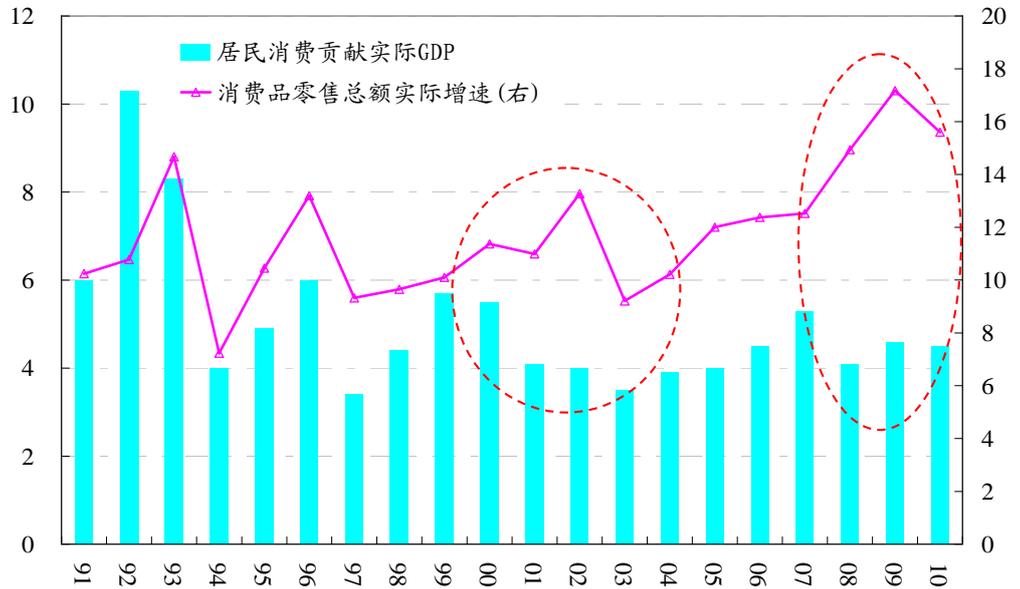
图 28:  
居民新增中长期贷款、金融机构房贷利率  
(04-10 年)  
左轴单位: 亿元  
右轴单位: %



### 三、居民消费保持稳定

对于三大需求最后一极的居民消费，受益于经济复苏和收入增长，我们认为 10 年的实际消费增速不会比 09 年大幅下降，其贡献的 GDP 增速也将保持稳定。

图 29:  
居民消费贡献实际 GDP、  
消费品零售总额实际增速  
(91-10 年)  
单位: %

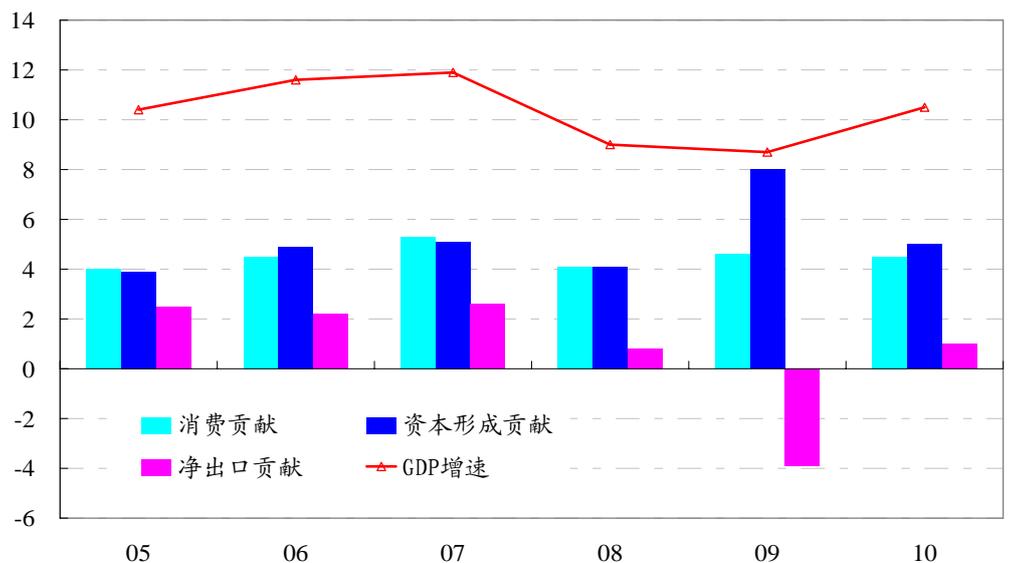


### 四、增长步入偏热区间

我们预测，10 年的出口将贡献 1% 的经济增速、远高于 09 年的-4%。消费贡献 4.5%，与 09 年基本持平。投资贡献 5%，远低于 09 年，但与 06、07 年水平基本相当。

全年经济增速将达到 10.5%，正式步入 10% 以上偏热区间。

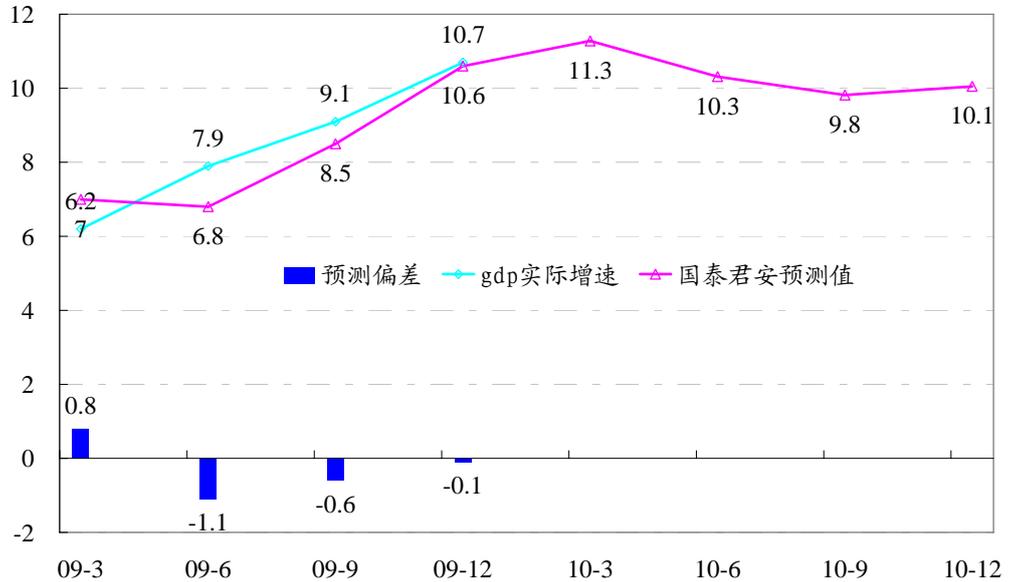
图 30:  
中国 GDP 增速、三大需求  
贡献  
(05-10 年)  
单位: %



### 五、经济未必前高后低

与此同时，我们认为 10 年的 GDP 增速走势未必是前高后低，尤其值得注意的是 4 季度经济增速或有反弹。

图 31:  
中国 GDP 季度增速  
(09-10 年)  
单位: %

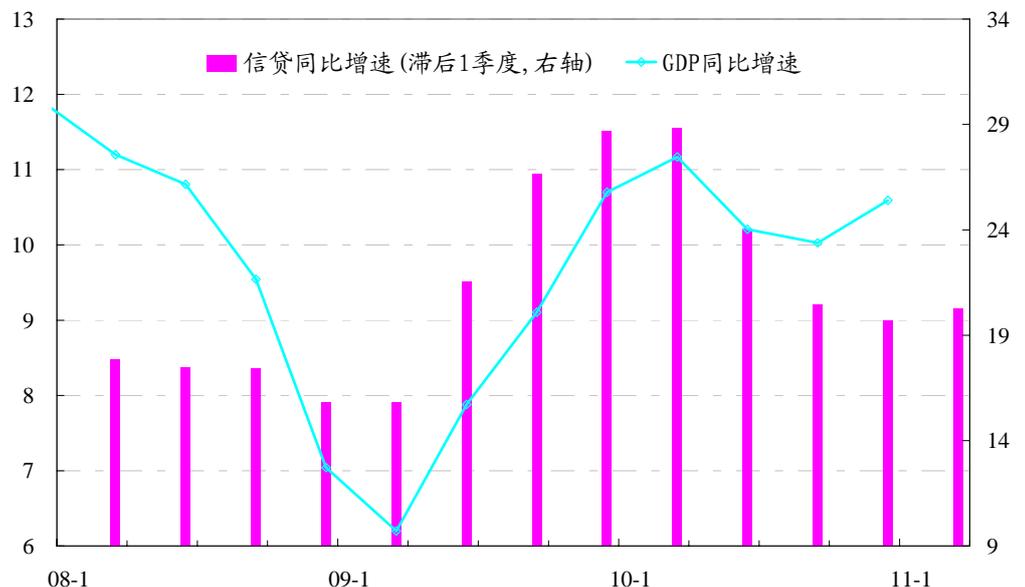


作出这一判断的核心依据是目前的信贷管制并不是控制总量，而是控制节奏，保证各季的均匀投放，这就使得 10 年下半年的信贷投放量可能相对上升，信贷同比增速在 10 年下半年很可能见底回升。

而触发下半年信贷放松的可能因素有两个，一是出口增速在 4 季度以后可能下降，二是地产成交的持续低迷迫使政府在下半年放松政策。

而信贷作为经济增长的领先指标，其见底回升意味着 GDP 同比增速也有可能在年底重新走高。

图 32:  
中国 GDP 季度同比增速、  
信贷同比增速  
(08-10 年)  
单位: %

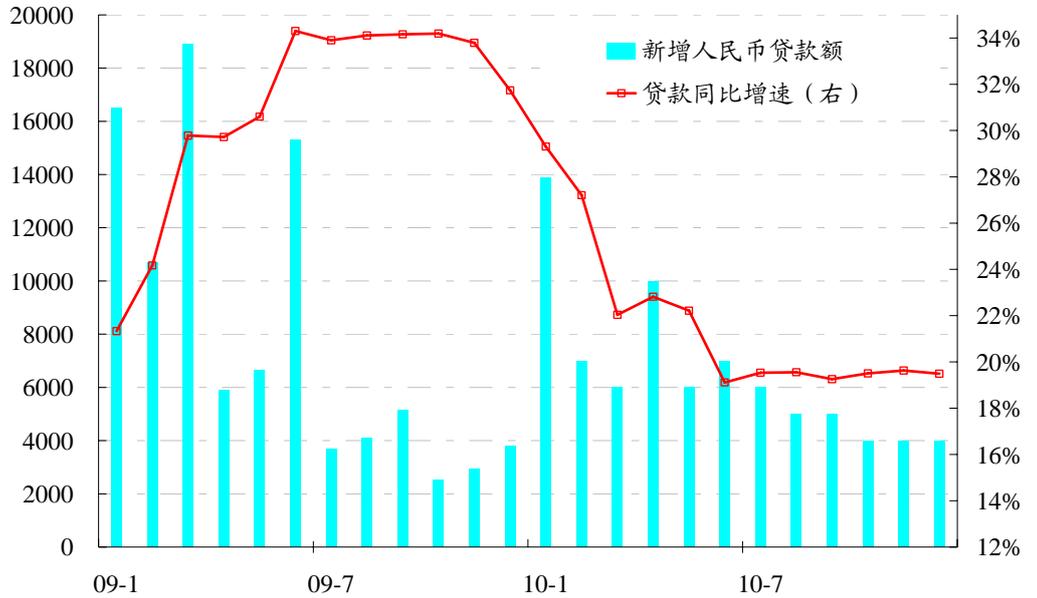


## 六、货币信贷三季见底

我们预测 10 年的新增信贷将达到 7.8 万亿，其中四个季度分别为 2.7、2.3、1.6、1.2 万亿，占比分别为 35%、30%、20%、15%。

信贷增速将在 10 年 6 月达到 19% 左右低点，此后稳中略升，全年增速为 19.5%。

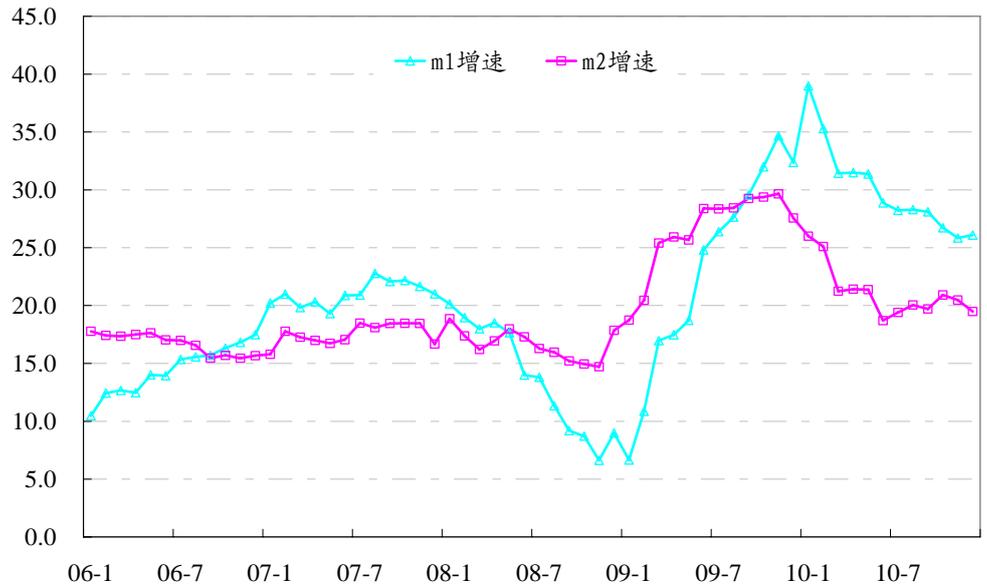
图 33:  
中国新增人民币贷款、贷款同比增速  
(09-10 年)  
左轴单位: 亿元  
右轴单位: 1



而基于信贷增速的走势，我们预测 M2 增速也将在 10 年 6 月见底。

对于 M1 增速，虽然我们预期其将持续下降，但是由于其在 10 年 1 月近 40% 的高基数，其全年增速估计仍将保持在 25% 以上。

图 34:  
中国 M1、M2 增速  
(06-10 年)  
单位: %

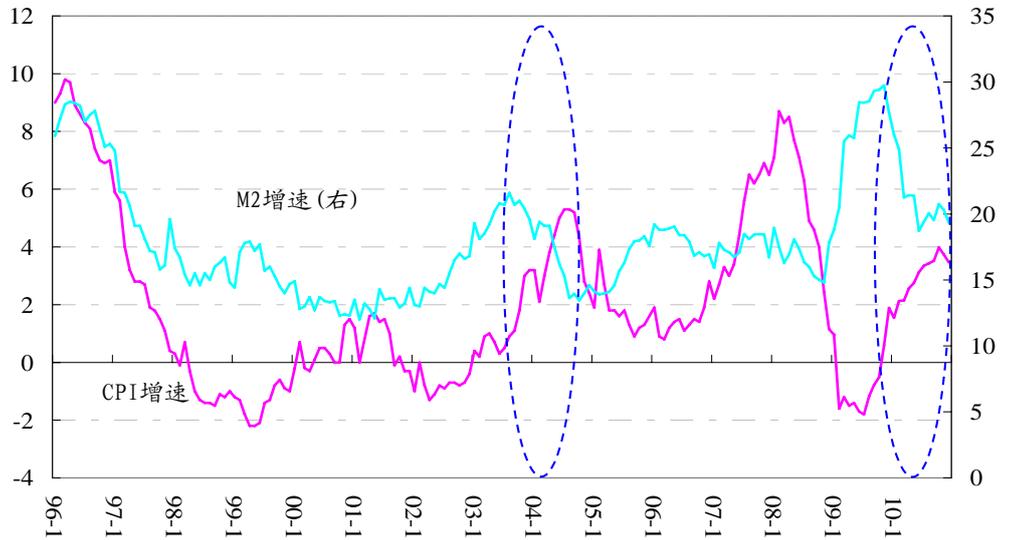


## 七、通胀上行趋势明确

目前，货币供应增速的持续回落和通胀的持续攀升形成鲜明反差，我们认为 03-04 年的相同历史可以作为借鉴。

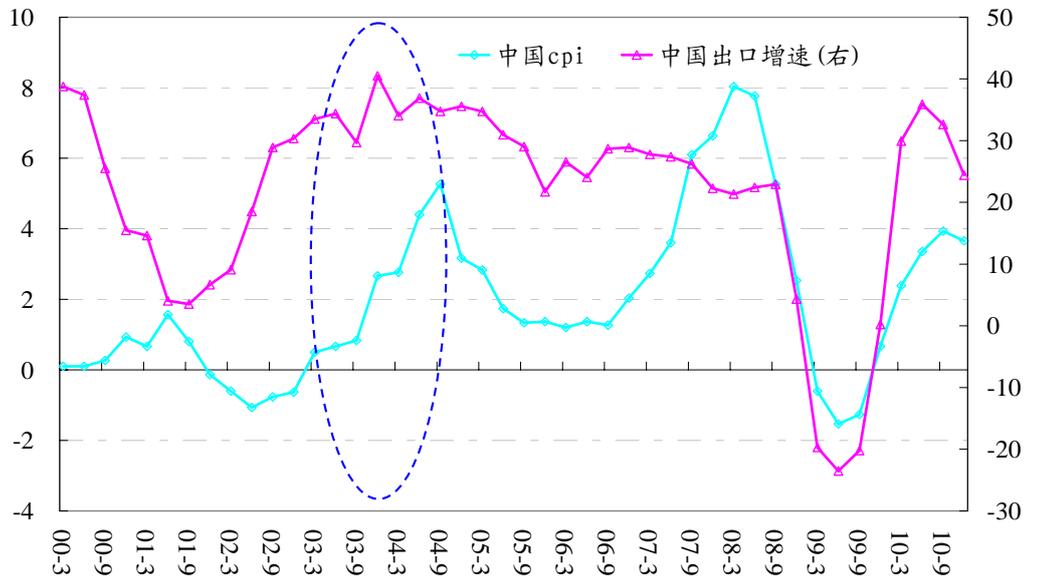
因为 M2 的下滑主要体现的是信贷下滑，即内需的影响。

图 35:  
中国 CPI 增速、M2 增速  
(96-10 年)  
单位: %



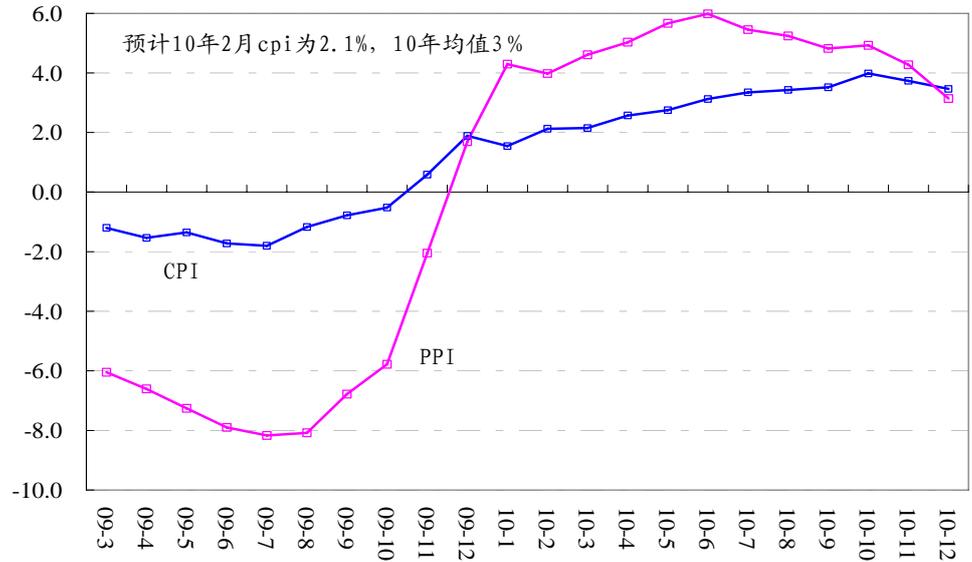
但如果出口代表的外需持续扩张，其影响就可能超过内需下滑的影响，从而带来通胀上行压力。

图 36:  
中国 CPI、出口增速  
(00-10 年)  
单位: %



总体而言，我们认为 10 年的 cpi 将保持温和上行趋势，全年均值约为 3%。而 ppi 的上行压力更为显著，全年均值将达到 4.8%。

图 37:  
中国 CPI、PPI  
(09-10 年)  
单位: %



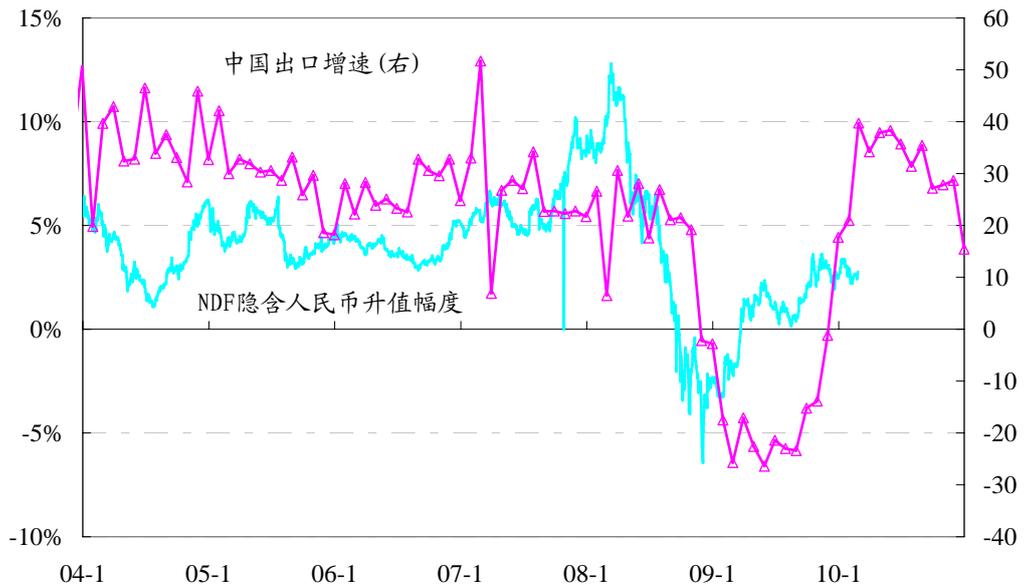
### 政策：上半年或启动加息

基于出口超预期，我们认为升值预期将急剧升温，外汇占款会显著上升，准备金率年内或四次上调。而基于经济走势，我们认为加息启动的时点或在上半年而非下半年。

#### 一、升值预期急剧升温

历史数据表明，中国出口增速是影响人民币升值预期的最关键因素。由于出口增速的大幅反弹，我们预计升值预期将显著升温。

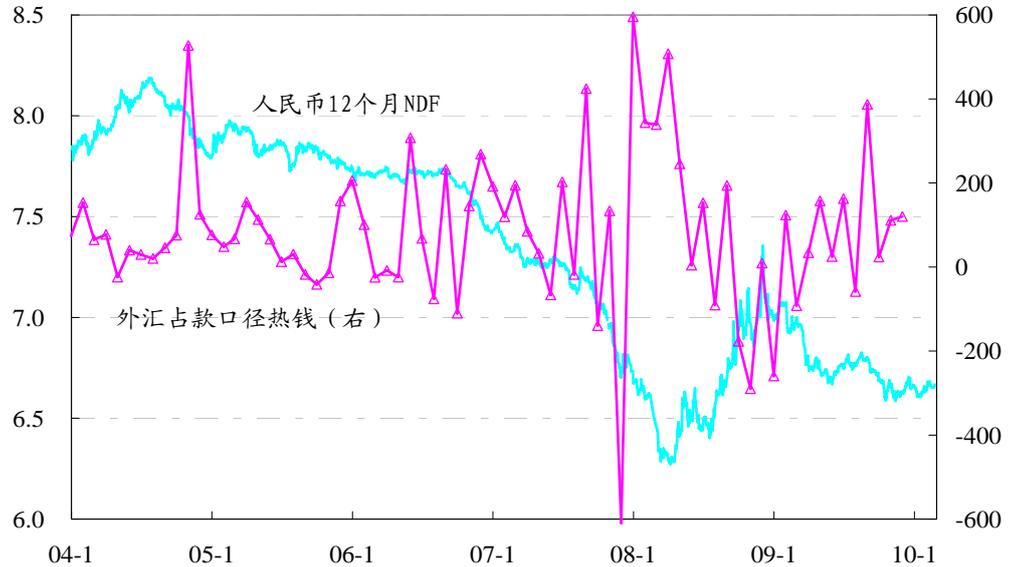
图 38:  
中国出口增速、NDF 隐含  
人民币升值幅度  
(04-10 年)  
左轴单位: 1  
右轴单位: %



## 二、准备金率四次上调

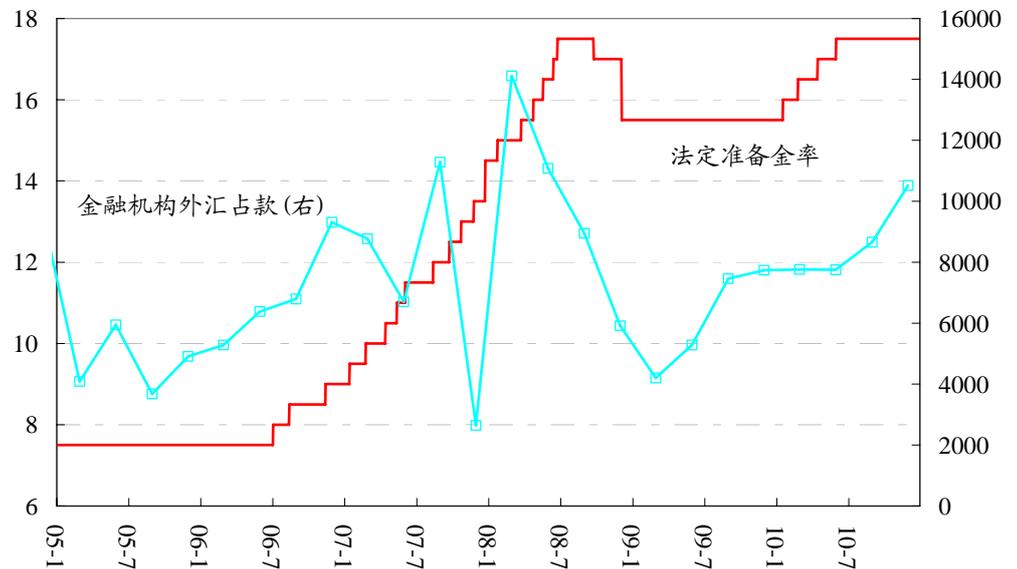
而升值预期的升温将吸引热钱大量流入，加上顺差的增长，外汇占款可能显著上升，比 09 年多出 1 万亿人民币。

**图 39:**  
人民币 12 个月 NDF、外汇占款口径热钱  
(04-10 年)  
左轴单位: 1  
右轴单位: 亿美元



而为了对冲流入的外汇，我们预计法定准备金率年内将 4 次上调，从而恢复到历史峰值水平。

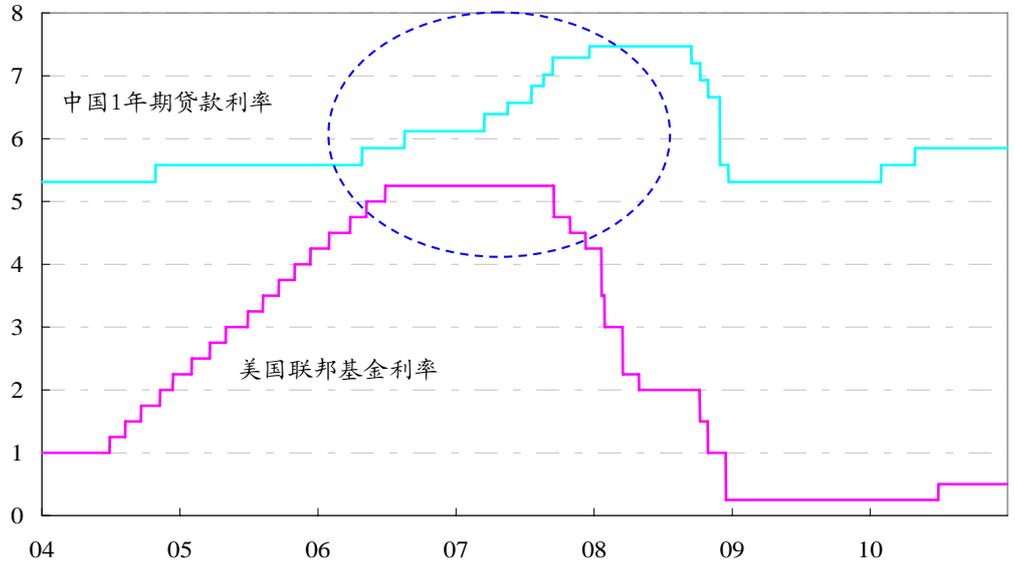
**图 40:**  
金融机构外汇占款、法定准备金率  
(05-10 年)  
左轴单位: %  
右轴单位: 亿元人民币



### 三、上半年或启动加息

虽然升值预期将显著升温，但我们不认为央行的利率调整会受到美国的制约，因为从 06、07 年的经验看，美联储停止加息以后中国的贷款利率仍屡次上调。

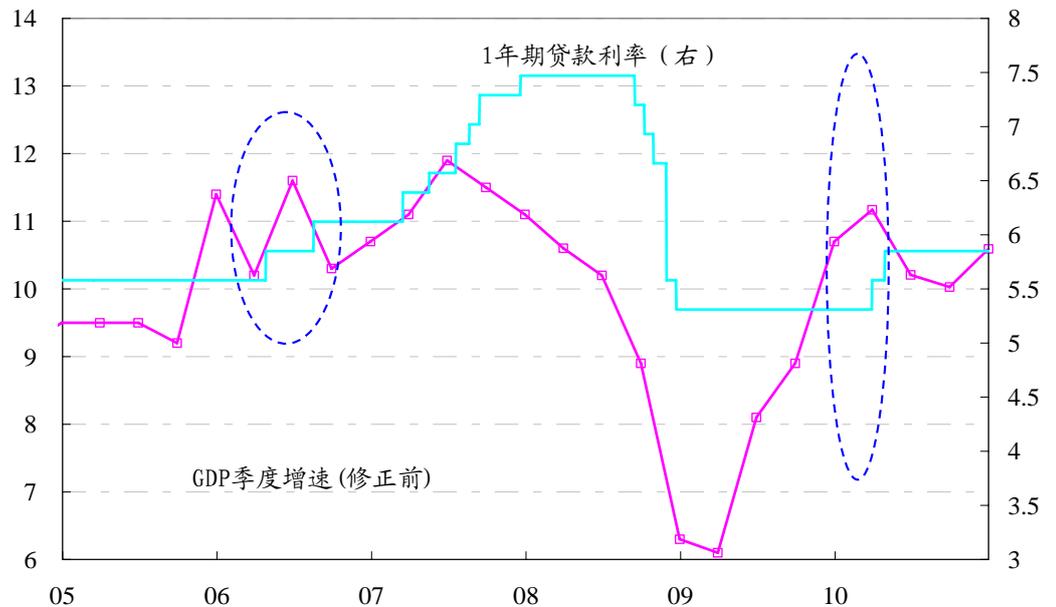
**图 41:**  
**中国 1 年期贷款利率、美**  
**国联邦基金利率**  
 (04 - 10 年)  
 单位: %



我们倾向于认为在上半年而非下半年加息，最可能的时点是在 4 月下旬，因为届时公布的经济数据将显示经济连续两季位于偏热区间。

可以作为借鉴的是 06 年 4 月下旬的加息，背景即为经济连续两季偏热。

**图 41:**  
**中国 1 年期贷款利率、GDP**  
**修正前增速**  
 (05 - 10 年)  
 单位: %



### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		