



2018.11.17

不可忽视的冲击：2019 美国经济与美股

——美国经济如何驱动权益市场

本报告导读：

美国“金发姑娘”经济离去，短通胀+长通缩到来；美股虽不至崩溃转熊，但预期回报降、波动升，维持有限正回报；而上述组合将继续对新兴市场经济与权益构成冲击。

摘要：

- **对市场关切的美股崩盘风险/经济衰退概率/美股-新兴风险溢出，我们的三点判断：**1) 明年美股预期收益下降、波动升，有冲击但很难崩盘或直接进入熊市，预期仍有正回报；2) 明年经历短暂的滞胀期后，真正值得投资者担忧的是远期通缩，短滞胀+长通缩组合令通胀交易不合时宜，防范衰退才是关键；3) 2019 年，上述经济状态将继续对新兴市场经济形成冲击，而美股震荡将构成对全球权益的外盘冲击。
- **中期视角：重视产出缺口对美股发出的负面信号。**通过研究美国股票市场在不同经济状态下的收益分布，我们发现有三个较为稳健的经验规律：1) 在高产出缺口（经济过热时期）投资美国股票的收益较低；2) 在经济衰退前或经济衰退的初期，买入股票的收益更为糟糕；3) 在加息周期中，利率上升对未来股票估值的负向拉力作用显著。从产出缺口预期曲线来看，美国经济景气仍在扩张，但已临近高位，这对当下的启示是，股票预期收益或将下降，但预计仍有小幅正收益。此外，本轮加息周期对美股估值的作用并未完全体现，压力将逐步放大。
- **波动提高：短暂的过热与滞胀后，市场将交易更为漫长的远期通缩。**第一重波动来源，当前与 90 年代劳动生产率快速提升导致的“高增长、低通胀”不具备可比性，预计即将向着增长放缓、通胀上升、利率攀升/流动性收紧方向切换。纵使 2019 年从经济层面上来看，美国相对于非美依然更为健康，但是主导市场的是预期波动：即一枝独秀的美国经济无法独立支撑，短暂的通胀交易之后真正值得担忧的是的远期漫长的通缩预期，这种潜在的状态切换构成了波动的第二重来源。
- **96-98 东亚风暴模式或再现：美元回流、新兴衰退。**美股市场对全球权益投资者的风险偏好信号意义极强，美股动荡之际，同样将冲击新兴市场的风险偏好，波动溢出效应显著。此外从宏观环境看，美国经济相对增长优势仍然凸显，或形成美元、美债上升的同向格局，这将对新兴构成挑战：隐含美元价值下降、私人部门盈利与资本开支动力放缓。全球资本流动性的顺周期性将加剧新兴金融条件的恶化。因此，2019 年的全球权益市场或复刻 1998，全球波动上移，美国强于新兴。
- **警惕美股波动放大对 A 股的负面冲击。**对中国 A 股而言，全球市场波动放大也将冲击中国投资者的风险偏好，亦将影响海外增量资金尤其是存在周期性的短期资金则存在波动甚至反转的可能，对 A 股形成冲击与扰动。投资者仍需要警惕外部环境的变化。

报告作者

李少君（分析师）
010-59312705
lishaojun@gtjas.com
证书编号 S0880517030001

岳小博（研究助理）
021-38032033
yuexiaobo@gtjas.com
证书编号 S0880116090112

方奕（研究助理）
021-38031658
fangyi020833@gtjas.com
证书编号 S0880118080080

相关报告

《新兴市场的风险梯度以及投资机会》
2018.09.08

《风险的交汇口(6): 新兴市场承受美元利率重压》
2018.09.02

《风险的交汇口(5): 土耳其，新兴危机的一隅》
2018.08.18

《风险的交汇口(4): 让我们重新认识“美国优先”》
2018.08.07

《风险的交汇口(3): 杠杆越高，越进退两难》
2018.07.28

1. 美国经济状态切换，权益市场将面临逆风

从全球视角来看，除新兴动荡以外，今年美国标普 500 指数同样出现了 2 次超过 10% 的回撤。自 2012 年美国进入复苏以来类似的市场波动仅有两例，其一则出现在中国股灾时期。本篇专题我们将着重讨论美国经济与权益的前景，以及以上变化对新兴与中国市场产生如何影响。

当前投资者对美国的三点关切：美股崩盘风险/经济衰退概率/美股-新兴风险溢出，即：1) 明年美国股票市场会不会崩盘或进入熊市；2) 未来一年美国经济路径是什么，通胀还是通缩；3) 美国经济与权益的边际变化将对新兴以及中国股票市场产生什么影响？

我们认为，美股预期回报降、波动升，但尚能维持正回报；美国经济状态切换，短通胀长通缩。1) 明年美股预期收益下降、波动升，有冲击但很难崩盘或直接进入熊市，预期仍有正回报；2) 明年经历短暂的滞胀期后，真正值得投资者担忧的是远期通缩，短滞胀+长通缩组合令通胀交易不合时宜，防范衰退才是关键；3) 2019 年，上述经济状态将继续对新兴经济形成冲击，而美股震荡将构成对全球权益的外盘冲击。

2. 中期视角：重视产出缺口对美股发出的负面信号

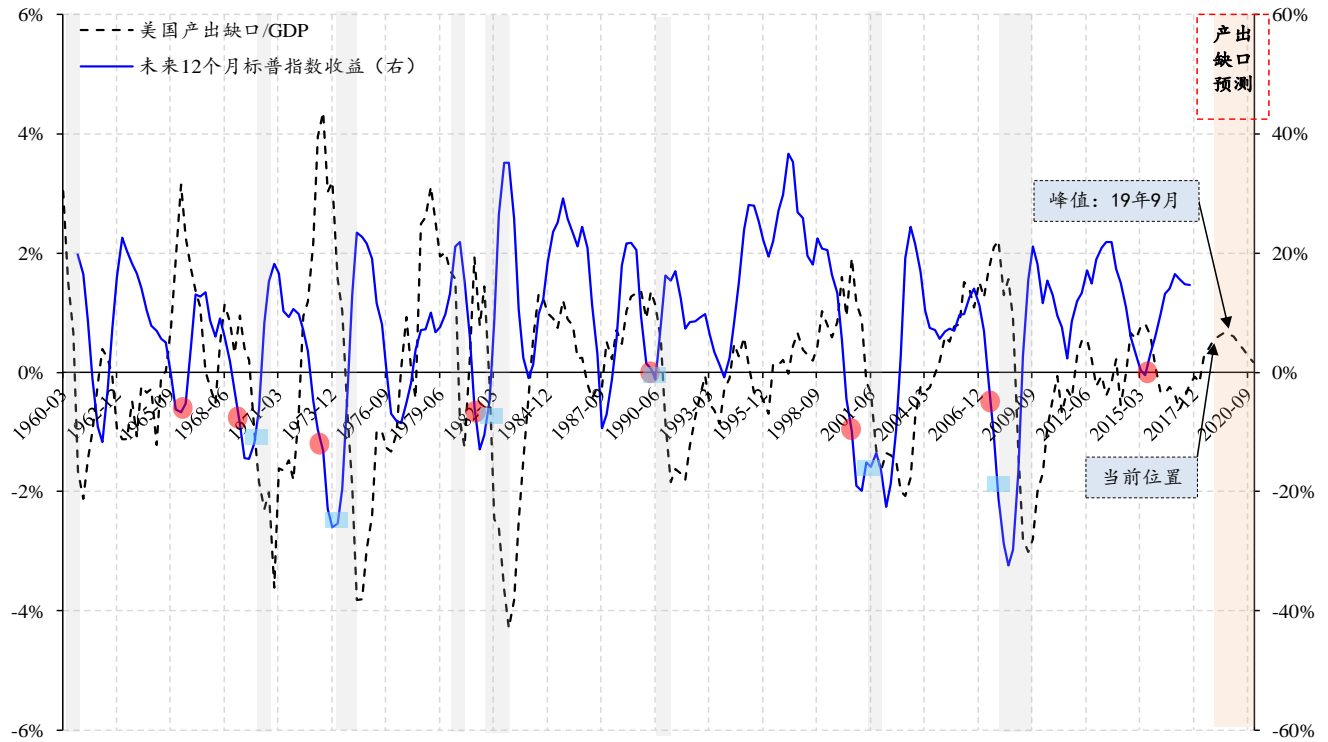
马克·吐温曾留下一句名言，“历史不会重演，但往往会押韵”，在股票市场的投资中亦是如此，周期往复，人心往复。从历史的视角以及中期判断的维度，我们考察了美国股票市场在不同经济状态下的收益分布（图 1），有两个较为显著的经验规律：

（1）经验规律一：在高产出缺口（经济过热时期）投资美国股票的收益较低。从 60 年代以来美国产出缺口与投资收益的关系来看，在经济周期的赶顶时期或产出缺口高位时期，买入持有美国股票市场的收益较前期均明显回落，基本没有收益或负收益（图 1 红色圆点）。我们认为，这是市场在定价经济动力的“均值回归”，驱动力来自业绩回报预期的回落（经济衰退）或估值业绩双杀（严重的经济危机）。

（2）经验规律二：在经济衰退前或经济衰退的初期，买入股票的收益更为糟糕，但在衰退末期逆向投资将带来客观的回报。从收益分布来看，在经济衰退前投资股票市场收益显著为负（图 1 蓝色方框），这一点是显而易见的，当衰退发生时权益资产将成为抛售的首要对象，而衰退末尾逆向投资的回报较高。同时我们也可以看到，美国股票市场转熊大多出现在经济衰退期，在非衰退期美国股票的预期收益为正。

对当下的启示：明年美股预期回报下降，但预计仍有小幅正收益。从产出缺口的预期曲线来看，美国经济仍处于扩张周期但动力放缓，美股崩溃转熊概率不大。但当前产出缺口正接近高位，股票预期收益或将下降。

图 1: 高产出口下股票投资回报较低, 而衰退前期股票投资回报则更为糟糕

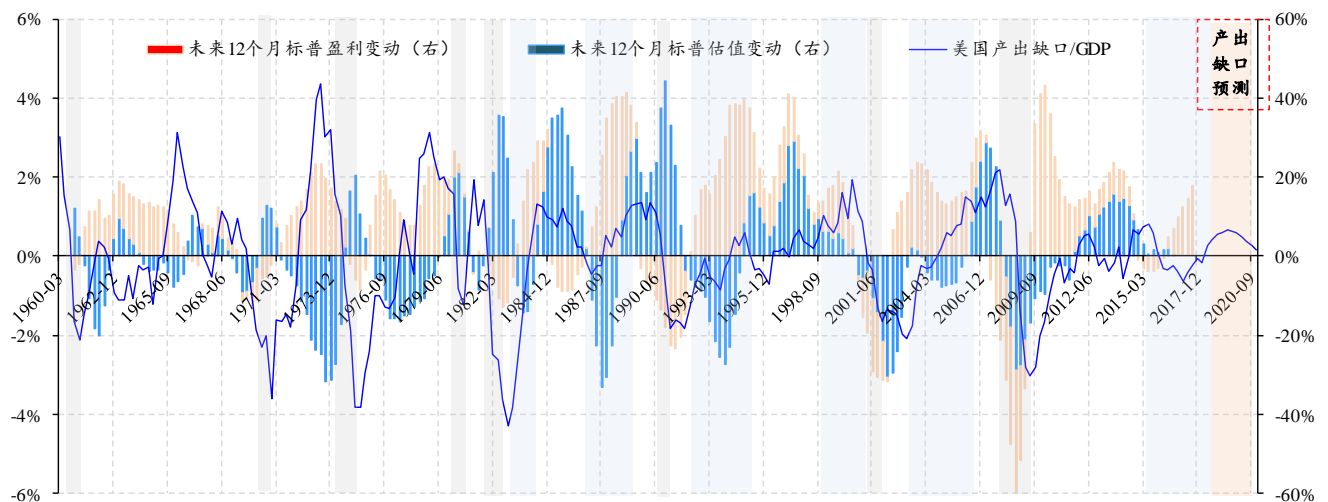


数据来源: Haver Analytics, Bloomberg, Congressional Budget Office, NBER, 国泰君安证券研究

注: 1) 灰色区域为美国国家经济研究局 (NBER) 记录的美国经济衰退时期; 橙色区域为美国国会预算办公室 (CBO) 提供的美国产出缺口占 GDP 的预测, 下同; 2) 为了更为明显的刻画波动, 我们在产出缺口/GDP 比例的量度中选取了 HP 滤波的周期项; 3) 未来 12 个月标普指数收益为未来 12 个月指数相较于当前的增长幅度, 用以度量当前时点进行股票投资收益。4) 红色圆点标记的是在产出缺口高位时期投资股票的收益, 蓝色方块标记的是在经济衰退前期投资股票的收益。

我们进一步考察了产出缺口、股票盈利与估值以及加息周期之间的关系, 可以看到在加息周期中, 利率上升对未来股票估值的负向拉力作用明显。明年美国经济仍将扩张, 产出缺口为正, 预计仍将加息 3-4 次, 而本轮加息周期对美股估值的作用并未完全体现, 压力将逐步放大。

图 2: 股票市场的估值抬升是有限的, 进入加息周期后将利率上升将显著负向作用于未来股票的估值



数据来源: Congressional Budget Office, Bloomberg, NBER, 国泰君安证券研究

注: 1) 浅蓝色区域为美联储加息周期; 2) 未来 12 个月标普盈利变动是指未来四个季度相较此前四个季度的变化, 而未来 12 个月估值变动是指未来四个季度的动态估值相较此前四个季度的变化, 我们采取滚动窗口而非单季同比的目的在于平滑波动。

3. 波动提高：短暂的过热与滞胀后，市场将交易更为漫长的远期通缩

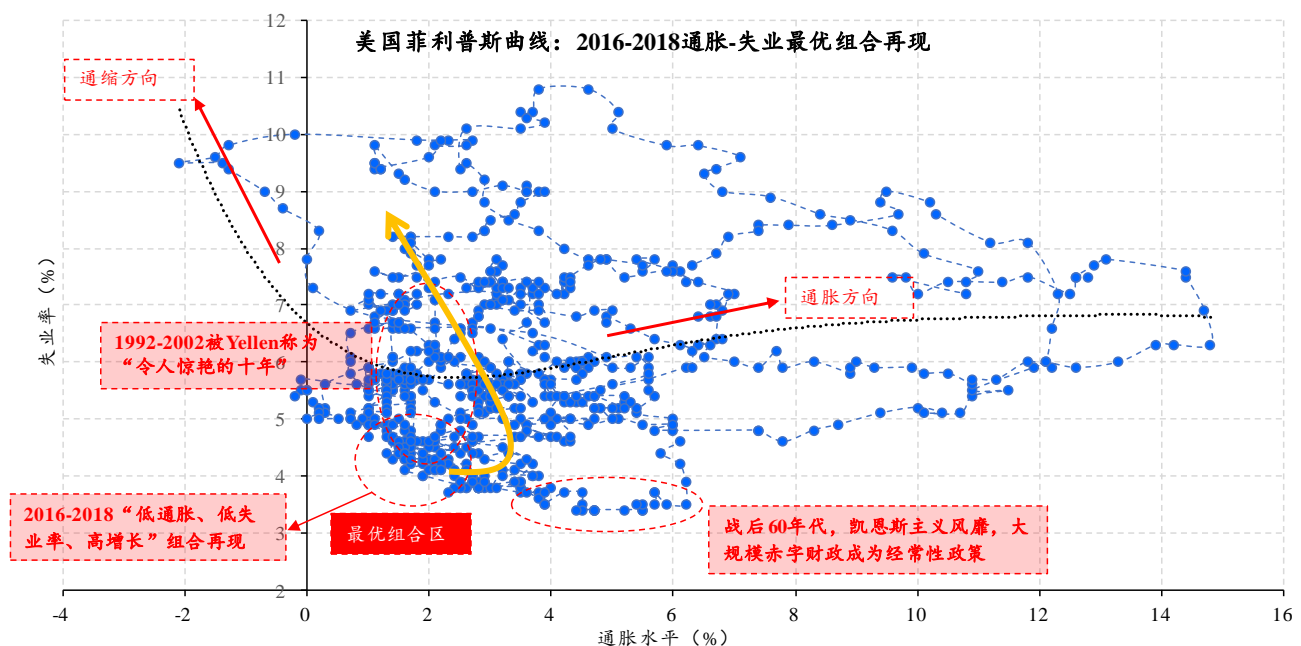
3.1. “金发姑娘” 离去，美国经济状态切换

在前文中我们初步讨论了在中期视角下市场将如何对产出缺口以及加息周期进行定价，那么站在当前的视角，要判断产出缺口的趋势以及加息周期的强度的核心在于判断美国经济状态会如何变化。一个首要的问题是，未来一年美国经济的路径是通胀还是通缩？

近两年美国经济状态处于“金发姑娘经济” (Goldilocks Economy)，与 90 年代颇为相似。2016-2018 年美国处于菲利普斯曲线的最优区，高增长、低通胀的这种经济状态也被称之为“金发姑娘经济”，而这种经济状态的最近一次出现是在 90 年代，这一时期被前任美联储主席 Yellen 描述为“令人惊艳的十年 (The Fabulous Decade)”，并总结了三个重要的历史原因：(1) 克林顿政府的预算赤字削减政策 (压低通胀)；(2) 放松管制、自由主义的经济政策倾向以及科技革命带来的全要素生产率的提升 (供给 \uparrow > 需求 \uparrow)；(3) 东南亚金融危机以及俄罗斯违约推动美元重估 (美元升值，商品隐含美元价值下降)。

我们并不认为当前美国“金发姑娘”的经济状态将持续，这与 90 年代宏观与政策环境并不可比：(1) 美国政府的财政赤字扩张；(2) 后金融危机时代美国全要素生产率的提升极为缓慢。因此，通胀对正向的产出缺口以及薪资增长的弹性将逐步显现。从数据来看，不论是实际的薪资、通胀水平还是长期国债中隐含的通胀风险，均在近一年明显的上升。

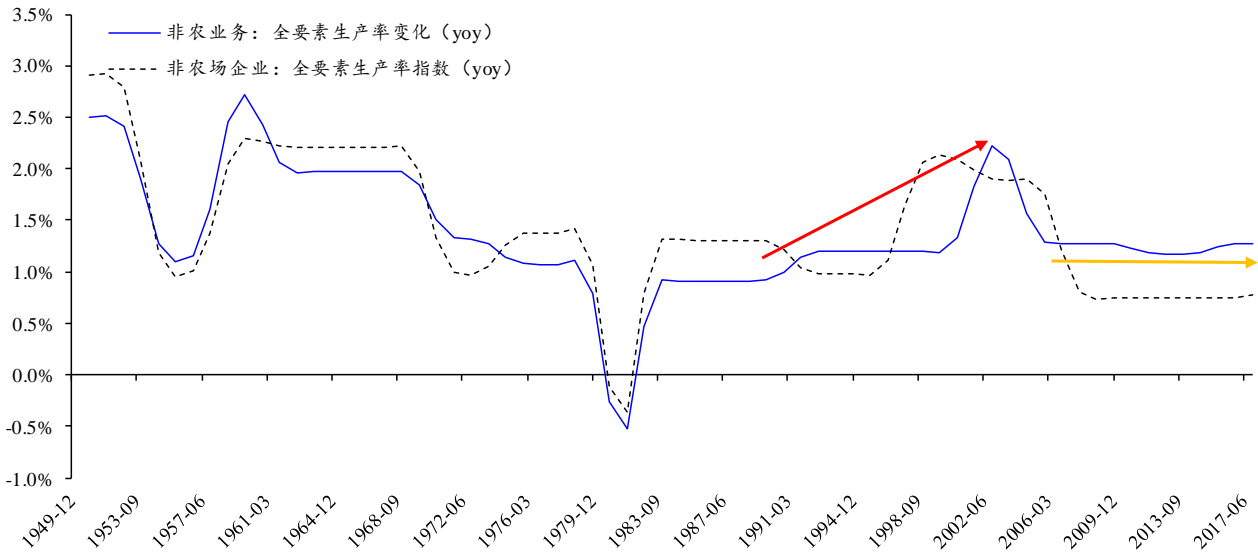
图 3：市场担忧的核心在于“金发姑娘”的经济状态能否延续



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

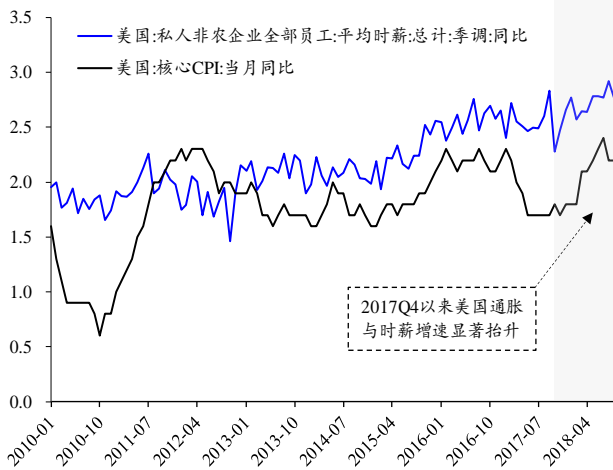
注：图 3 中的数据为美国 60 年代至今季调失业率与 CPI 通胀水平的月度数据。

图 4：相较于 90 年代，当前美国全要素生产率增长缓慢



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 5：数据显示，通胀与时薪增速已进入上升通道



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：长期国债中隐含的通胀预期亦出现明显的抬头



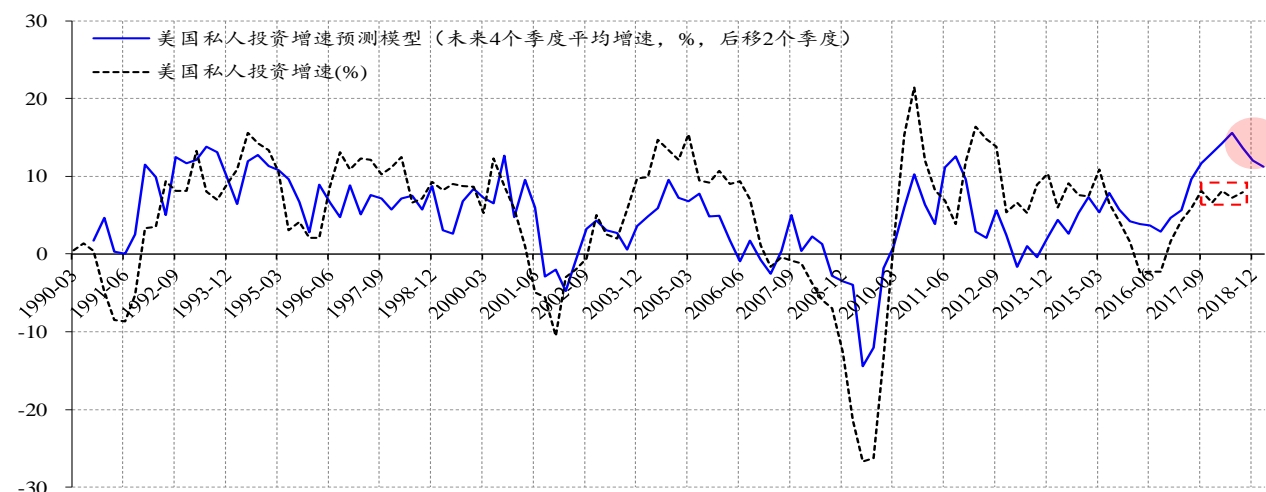
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.2. 市场将交易通胀吗？与之相反的是通缩交易更为可能

波动提高：短暂的过热与滞胀后，市场将交易更为漫长的远期通缩。第一重波动来源，美国经济状态切换，预计即将向着增长放缓、通胀上升、利率攀升/流动性收紧方向切换。纵使 2019 年从经济层面上来看，美国相对于非美依然更为健康，但是主导市场的是预期波动：即一枝独秀的美国经济无法独立支撑，短暂的通胀交易之后真正值得担忧的是的远期漫长的通缩预期，这种潜在的状态切换构成了波动的第二重来源。

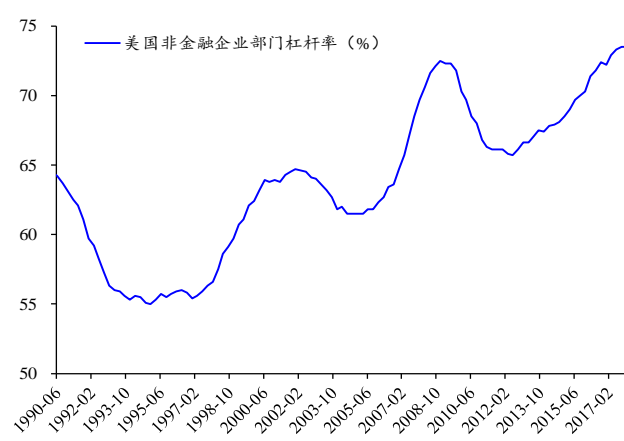
市场的逆风一：资本开支进入放缓，美国景气高点将至。David Miricle (2013)¹研究表明消费支出（加速效应）、均值回归效应、资产回报对投资具有较好的解释力。除此，我们进一步增加了经济不确定性、消费、资本开支等预期变量。根据模型显示，从 18 年四季度开始，美国投资增速将放缓，目前实际投资增速正高位悬停。另一个重要的约束条件是，美国非金融企业部门的杠杆亦处于历史高位。而近期明显上升的全球经济不确定性以及制造业新订单的回落，也在预示投资的边际放缓。

图 7：我们的模型预示美国私人投资增速在 2019 年将进入放缓，而实际投资增速亦已出现高位悬停。



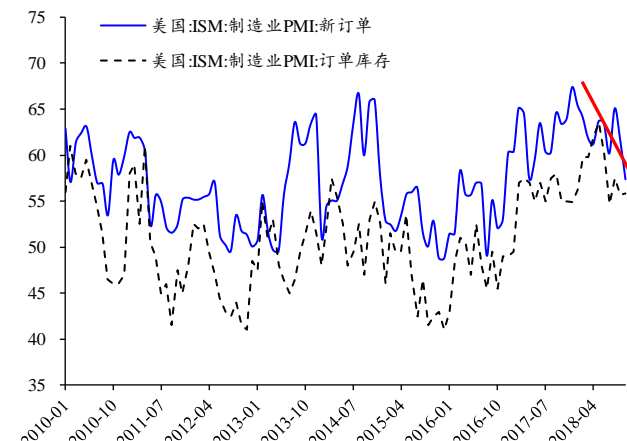
数据来源：Haver Analytics, Bloomberg, Wind, www.policyuncertainty.com, 国泰君安证券研究

图 8：美国非金融企业部门杠杆已升至近 30 年新高



数据来源：BIS, 国泰君安证券研究

图 9：美国制造业订单以及订单库存正在回落



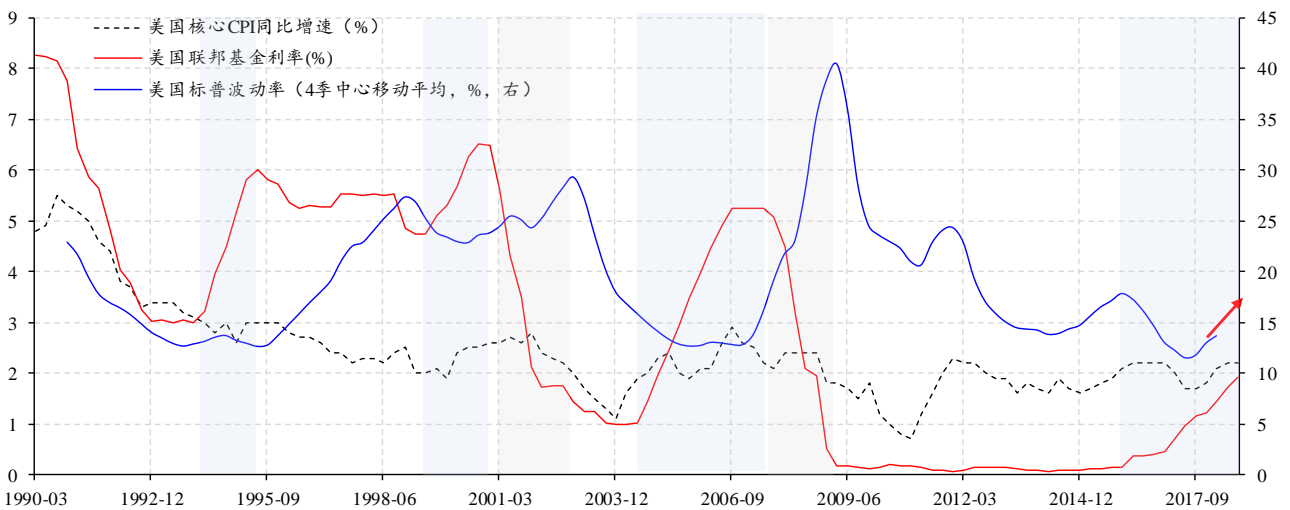
数据来源：Wind, 国泰君安证券研究

¹ David Mericle. "A Closer Look at the Capital Spending Drought." US Daily, October 14, 2013.

市场的逆风二：低利率环境不再，信用紧缩逐步显现。美联储加速推进加息进程以及缩表规模，美元流动性以及信用环境开始收缩。金融条件的收缩意味着美国股票市场将进入“业绩-估值”的再平衡阶段（见第二部分），同样不利于经济的扩张。而对资金价格以及流动性较为敏感的企业以及资产将逐步暴露风险敞口，流动性溢价上升，风险溢价回归。

市场的逆风三：低通胀环境不再，滞后效应将制约政策选择。一般而言，由于生产、流通、消费的传导时滞，物价相对产出滞后 3-5 个季度，而这种滞后效应并不利于市场表现，通胀上升将强化投资者对于美联储收紧货币政策的决心，即对紧缩政策取向的预期（财政扩张放缓、货币政策收紧）将主导交易。此外，当前美国股票市场估值处于历史的高位，经济与金融层面的逆风亦将加剧股票的波动（图 10、11）。

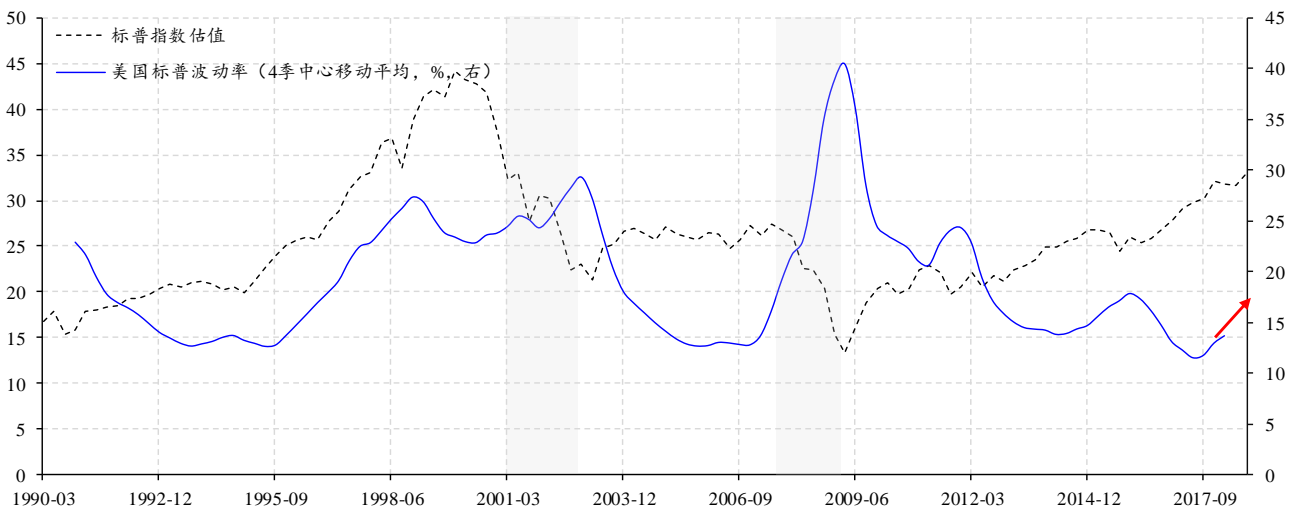
图 10: 在加息周期以及通胀上升的环境中，市场波动率逐步上升，直至经济衰退快速放大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：蓝色区域为美联储加息周期，灰色区域为 NBER 界定的美国经济衰退期，下同。

图 11: 市场估值越高，面临逆风时波动率也将快速提升



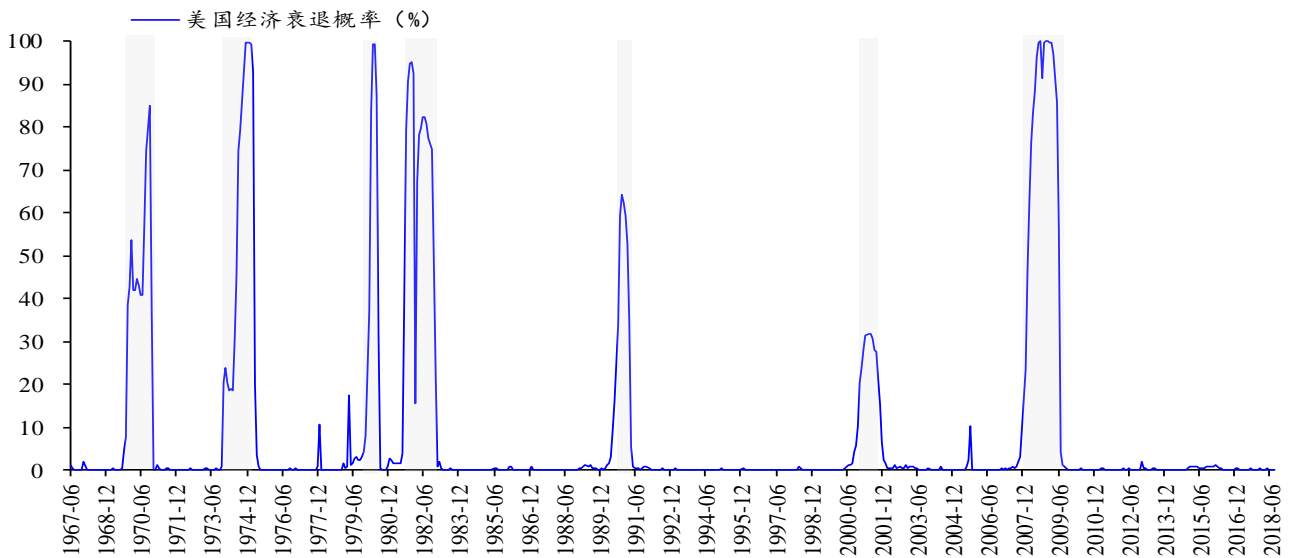
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.3. 美国经济尚且健康，衰退概率并不大

尽管我们在上文中提及2019年美国经济以及金融均将面临一定的逆风，但这并不意味着美国将进入衰退。首先从产出缺口预期曲线来看，2019年美国产出缺口预期仍为正，而美联储公布的经济衰退概率也显示衰退将是小概率事件（衰退概率<0.5%，图12）。具体来看，薪资的上升以及接近自然失业下的就业水平，将构成对消费支出与通胀的有力支撑，而美国资本品平均使用年限较高推动的更新需求也将助力资本开支。从微观层面来看，美国居民部门较低的杠杆水平以及稳健的银行系统（金融体系的风险较低）将提供经济系统足够的安全垫。

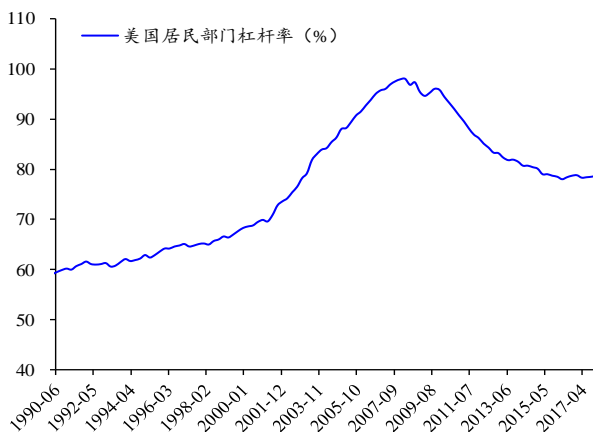
但市场将面临逆风：股票预期回报降，潜在波动升。美国经济扩张以及盈利周期尚未结束对美股构成支撑，但经济正在接近产出缺口高位，预期回报趋降。此外，市场将面临更多逆风，经济状态切换，经济变量与金融变量相向而行，远期通缩预期或主导交易，市场的波动性正在回归。

图 12: 从目前来看，短期美国经济衰退仍是一个小概率事件



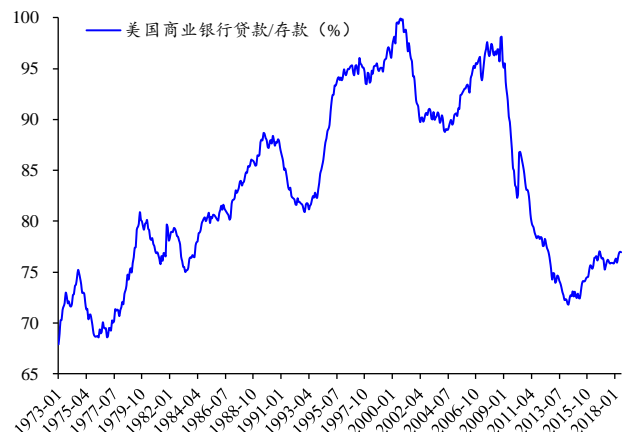
数据来源: Piger, Jeremy Max, Federal Reserve, 国泰君安证券研究

图 13: 美国居民杠杆保持在健康的水平



数据来源: BIS, 国泰君安证券研究

图 14: 相较于 87、01、06 年，美国金融体系稳健



数据来源: Federal Reserve Board, 国泰君安证券研究

4. 96-98 东亚风暴模式或再现：美元回流、新兴衰退

通过上文的分析，我们认为 2019 年美国股票市场将有两个特征：1) 美股不会转熊，但预期回报将下降，市场波动性将上升；2) 尽管美国通胀上升，但市场并不会交易通胀，可能转向远期通缩交易。那么，在该情形下，新兴市场将会如何？我们认为类似于 96-98 年东亚模式或再现。

美国股票市场波动上升将冲击新兴市场的风险偏好。在本轮中，不论是美国经济还是股票市场均作为全球领头羊，因此美股市场对全球权益投资者的风险偏好信号意义极强，当美股发生明显波动之际，同样将冲击新兴市场的风险偏好。我们统计了 90 年代以来美国标普指数跌幅超过 10% 时新兴指数的同期表现，数据显示：当美股波动之际，新兴无一例外亦被大幅抛售。从平均跌幅来看，标普跌 18%，而新兴则跌逾 19%。因此，明年新兴市场亦将经历外盘美股下跌的传导与冲击。

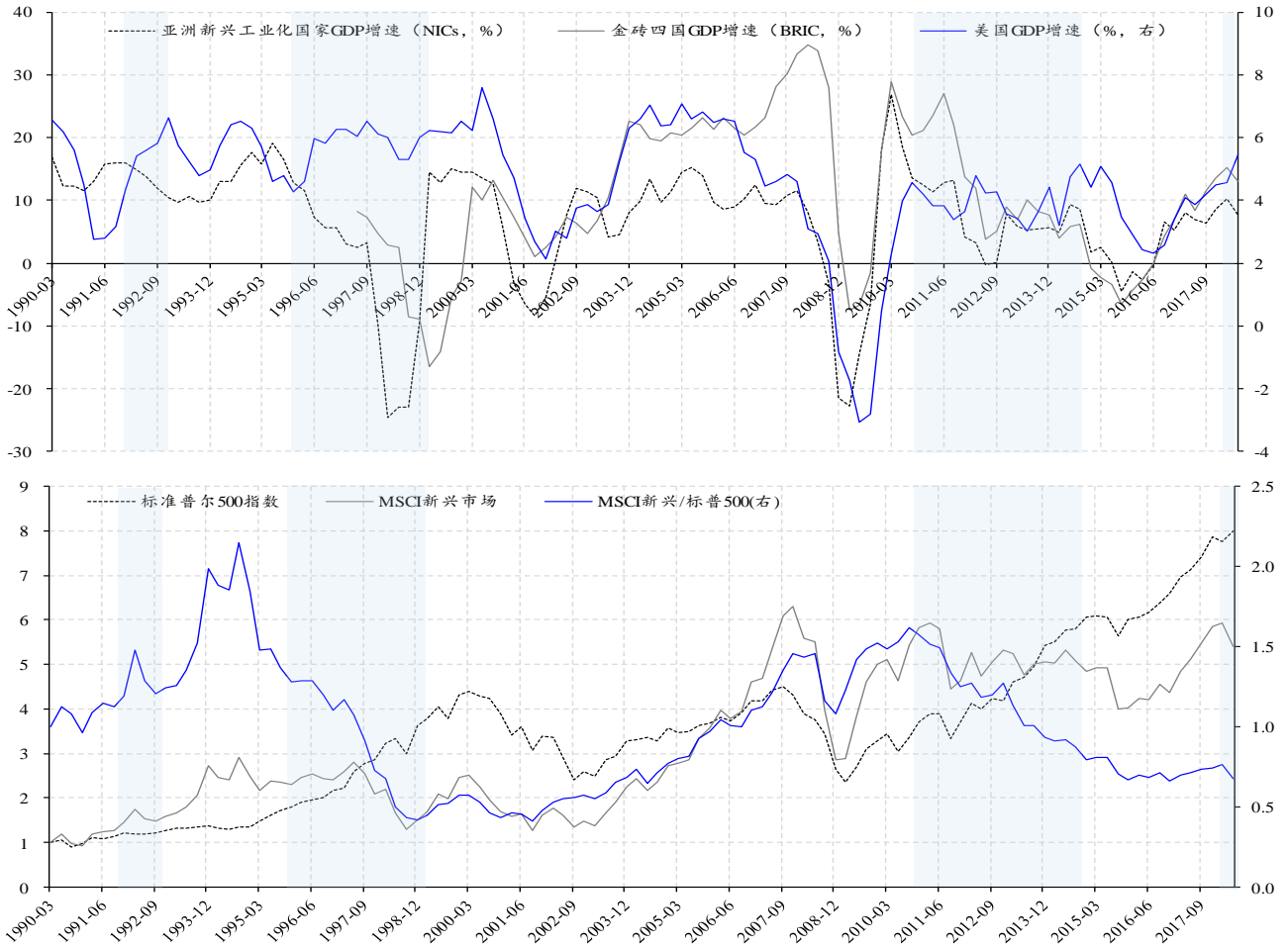
表 1：美国标普跌幅超 10% 时新兴指数同期表现：新兴无一例外亦被大幅抛售，而平均跌幅也超标普。

开始时间	结束时间	S&P500 回报	MSCI 新兴市场回报	MSCI 新兴相对收益
1990/7/16	1990/10/11	-20%	-22%	-2%
1997/2/18	1997/4/11	-10%	-3%	7%
1997/10/7	1997/10/27	-11%	-13%	-2%
1998/7/17	1998/10/8	-19%	-32%	-13%
1999/7/16	1999/10/15	-12%	-7%	5%
2000/3/24	2000/4/14	-11%	-9%	2%
2000/9/4	2001/4/4	-27%	-30%	-3%
2001/5/21	2001/9/21	-26%	-26%	0%
2002/1/4	2002/10/9	-34%	-20%	14%
2002/11/28	2003/3/11	-15%	-10%	5%
2007/10/9	2008/3/10	-19%	-13%	6%
2008/5/19	2008/11/20	-47%	-63%	-16%
2009/1/6	2009/3/9	-28%	-19%	9%
2010/4/23	2010/7/5	-16%	-11%	5%
2011/4/29	2011/11/25	-15%	-27%	-12%
2012/4/2	2012/6/1	-10%	-14%	-4%
2015/5/21	2015/8/25	-12%	-24%	-12%
2015/11/3	2016/2/11	-13%	-16%	-3%
2018/1/26	2018/2/8	-10%	-8%	2%
2018/9/20	2018/10/29	-10%	-9%	1%
平均回报		-18%	-19%	-1%
中位回报		-15%	-15%	0

数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

为什么美国-新兴不是跷跷板？经济金融周期错位是关键。相较于新兴，美国经济相对增长优势仍然凸显，且美国金融周期具有极强的外溢性，由此或将形成美元、美债上升的同向格局，这将对新兴构成挑战：强美元周期下新兴市场经济体的资产回报率降低，利率上升将进一步削弱新兴市场私人部门的盈利与资本开支动力。美国加息以及缩表进程将进一步收紧全球信用扩张与抽离海外美元流动性，这对新兴来讲无疑雪上加霜。从历史来看，当美国与新兴进入经济分化期，新兴均明显跑输标普，而当美国进入衰退，新兴亦难能幸免（图 15）。

图 15: 美国经济增速相对新兴市场强劲时，新兴市场指数均明显跑输标普，2018-2019 将很难例外。



数据来源：Haver Analytics, Bloomberg, 国泰君安证券研究

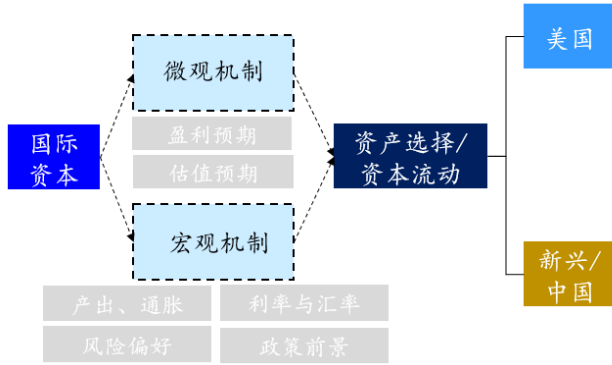
注：1) 蓝色区域为美国经济与新兴市场经济分化时期；2) 为方便比较，图 15 中我们对标准普尔 500 指数与 MSCI 新兴市场指数进行定基处理，定基期为 1990 年 3 月。

为什么美国-新兴不是跷跷板？全球流动性具有顺周期特征。从机制上看，我们认为推动全球资本流动主要的驱动变量有两个：1) 发达市场经济周期与金融周期决定全球资金整体的风险偏好；2) 新兴与发达的经济相对走势决定配置的方向与权重。我们总结了全球资本流动的四种情形：发达经济周期性下行会恶化全球权益资金的风险偏好，即便新兴市场基本面相对良好，仍有部分国家面临冲击（危机模式的情景 4 是极端典型）；发达经济下行企稳叠加流动性仍充裕，权益资金从发达流向基本面良好的新兴（危机后宽松模式情景 3 是典型）；共同复苏阶段是全球资金整体增配权益（16-17 共振复苏情景 1 是典型）；而资金流入

发达而流出新兴，往往是发达国家基本面良好但流动性开始收紧带来对新兴的冲击所致（13年/当前均满足情景2特征）

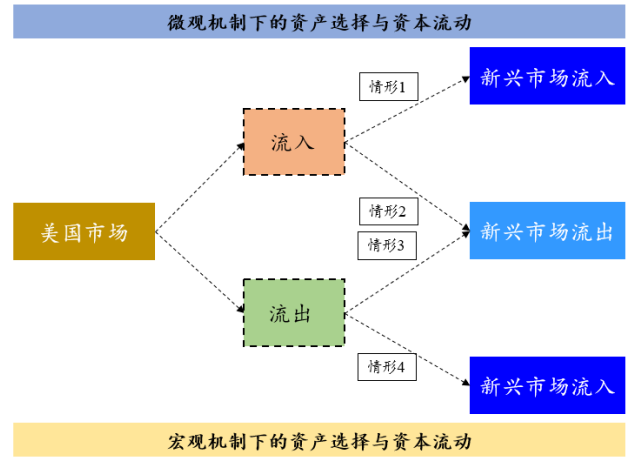
因此，宏观约束下我们认为当美股下跌时新兴很难成为“避风港”，从经济金融环境看，美股-新兴或将类似于1996-1998东亚金融风暴时期，美元回流，新兴衰退。

图 16: 交易机制下，资本流动对权益市场的分析框架



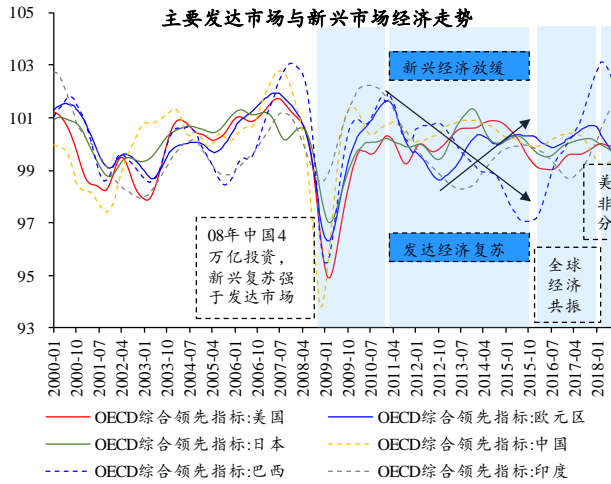
数据来源：国泰君安证券研究

图 17: 交易机制下，国际资本流动的四种情景



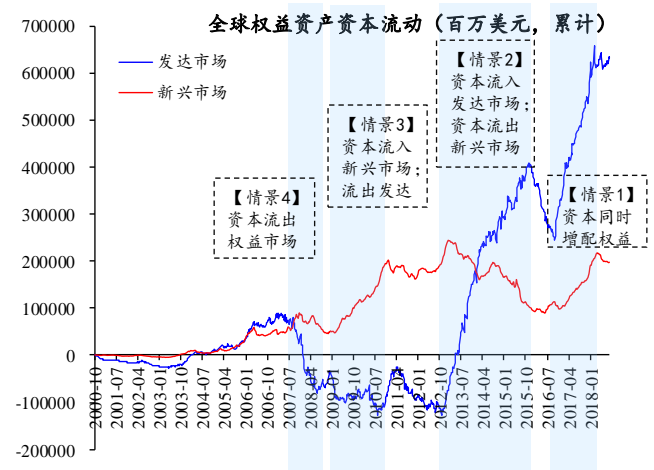
数据来源：国泰君安证券研究

图 18: 发达市场与新兴市场经济增长的相对差异



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19: 增长相对差异对应四种情形下的资本流动



数据来源：EPFR，国泰君安证券研究

5. 中国市场亦需警惕美股波动

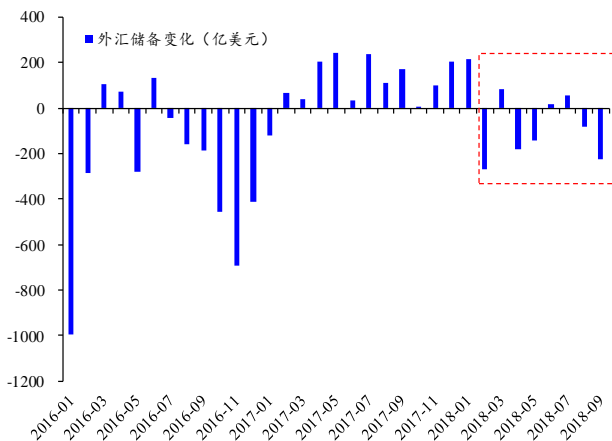
虽然，在中国金融开放、A股市场趋于国际化的大趋势下，海外资金配置A股占比提升是大势所趋；但，任何趋势变量在历史中都不会是一蹴而就的。

我们建议：在2019年全年，应高度警惕美股对A股形成新的负面冲击；美股波动放大的概率已经明显提升，信息机制与交易机制都将对A股构成考验。

信息机制：我们已经在前文中论述，当前美国市场已经在逐步反应美国经济状态切换以及经济动力放缓的信号；经济周期层面上来看，未来在2019年美国经济周期经历短暂的“类滞胀期”的概率较高。而本轮全球复苏，美国作为领头羊，其经济放缓在节奏上会加剧新兴市场（先衰退）的经济压力；同时美股波动性的上升（更多的表现为向下的波动性），才会真正地冲击仍处于高位的全球投资者的风险偏好与消费者信心。08危机与后危机阶段的美弱新兴强并非常态，更多时候，美国经济与美股在下行周期中，新兴市场与中国市场均表现不佳，更何况处于新兴篮子中的中国经济正身陷囹圄。

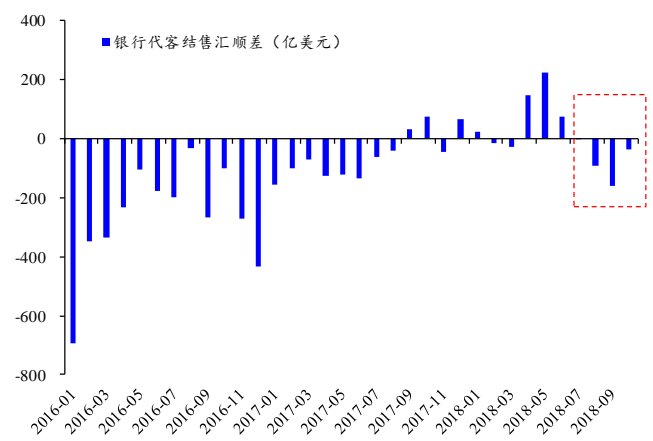
交易机制：2017以来海外资金大幅流入中国，并已成为中国A股的重要的定价力量，部分源于由于中国资本市场开放制度变量的正向冲击，部分源于全球复苏带来的周期性放大。而当美国经济放缓以及美股转向之际，海外增量资金尤其是存在周期性的短期资金则存在波动甚至反转的潜在风险，A股海外增量资金逻辑已经进入下半场。警示信号已经频出，我们可以看到一些较为“脆弱的”新兴市场已在反应资金外流，包括国内数据也显示，国内资本流出压力正在显现，而美股潜在转向的风险将加剧投资者对海外资金转向流出的担忧。

图 20: 18 年外储数据显示，资本流出压力正在显现



数据来源：Wind，国泰君安研究

图 21: 私人部门资本外流压力亦在上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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
1. 投资建议的比较标准 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
2. 投资建议的评级标准 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

国泰君安证券研究所

	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		