

2009年12月15日星期二

第190期

债市研究

分析师：李建朋

电 话：010-88656469

E-MAIL: lijianpeng@cindasc.com

温和通胀：“温和”债市

——2010年年度债市投资策略

核心观点：

CPI与基础货币供给增速同向变动



相关报告：

2009_11_10

资金面有望利好债券市场

2009_11_4

债市或存在阶段性投资机会

2009_10_21

在下跌中寻找投资机会

2009_8_25

资本充足率与债券市场

2009_2_17

经济回暖预期，信用债券的盛宴

2009_2_10

再论利率平稳期债券市场的投资机会

2009_4_1

债市离系统性风险，还有多远？

◆ 温和通胀。通过分析中美央行资产负债表，我们认为，本轮宽松的货币政策未必导致流动性不可收拾，出现高通胀。美国通过增加金融机构准备金间接投放货币，而我国信贷投放的资金大部分没有进入实体经济，对消费物价的冲击有限。

◆ 资金面依然保持充裕。我国货币供给与基础货币的相关性差，主要依靠商业银行的信贷创造过程，如果信贷保持稳定，货币供给将在货币乘数效应下继续增长。热钱、贸易顺差将促使外汇占款居高不下，结果是央行在经济高涨时反而被动投放货币，CPI与基础货币供给增速同向变动。

◆ 利率市场化继续进行，存贷款基准利率将保持稳定、而货币市场利率的波动加大，央票发行利率有所上行。早在09年1月份的报告中，我们就提出“利率平稳期”，在经济回升稳固之前调整基准利率，既不利于积极财政政策的继续实施，也不利于稳定通胀预期。货币市场利率将随着A股融资的活跃而加大波动幅度。央票利率将有所上升，以一年期央票为例，06年以来基本上运行在以1年期国债收益率为下限、1年期定存利率为上限的区间内。

◆ “温和”债市。预计2010年债市保持温和震荡格局。通胀保持温和，充裕资金面将有效压低债市收益率。如果把通胀和资金面看做两种作用力，其合力对债市产生影响：当CPI上行、资金面收紧时，债市收益率将加速上行，例如03年底；当CPI下行、资金面充裕时，债市收益率将加速下行，例如08年底；而当CPI低位徘徊，资金面充裕时，债市收益率将保持温和震荡，例如05年，预计2010年也将类似这种情况。

◆ 提示关注信用债券的违约风险，本轮经济危机中，企业过于依赖债权融资，财务杠杆率不降反升，这将加重企业的还本付息压力。

目 录

1. 宽松货币政策未必引致通胀高涨.....	1
1.1. 央行基础货币供给中，发行货币（C）退居次席.....	1
1.2. 美国：流动性扩张主要表现为美联储资产负债表膨胀.....	2
1.3. 中国：上升的货币乘数效应没有将信贷资金“泵入”实体经济.....	4
2. 债市资金面继续宽松.....	6
2.1. 信贷平稳增长，货币供给量难生变数.....	6
2.2. 热钱、顺差推高外汇占款，货币投放被动增加.....	7
2.3. 宏观审慎监管下，资金可能积聚银行间债券市场.....	9
2.4. 微观层面看，主要机构投资债券市场的资金增加.....	10
3. 利率市场化，政策利率维稳，市场利率波动加大.....	12
3.1. 政策利率保持稳定.....	12
3.2. 市场利率波动加大.....	13
3.3. 央票利率小幅上行，但是空间有限.....	14
4. 预测与建议.....	15
4.1. 温和通胀；“温和”债市.....	15
4.2. 关注信用产品的信用风险.....	16

图表索引

图表 1：金融机构在中央银行的存款准备金（R）占基础货币供给比重大幅上升	1
图表 2：美联储没有采用货币发行的方式扩张其负债项	3
图表 3：美联储通过大量创新工具向金融系统注入流动性	3
图表 4：与美国不同，我国基础货币增速不升反降	4
图表 5：新增的企业贷款大部分重新回到银行系统成为新增的存款	5
图表 6：固定政策投资本年新开工项目计划投资额	7
图表 7：经济高涨，CPI 上升时，基础货币供给反而增加	7
图表 8：走出衰退，人民币升值预期再度“来袭”	8
图表 9：银行增持债券使资本充足率满足要求	10
图表 10：金融机构超额准备金小幅回升	10
图表 11：商业银行可投资债市资金量上升	11
图表 12：在保费收入平稳增长的同时，保险机构用于投资的资金迅速上升	12
图表 13：货币市场利率波动幅度将随股市融资规模的扩大而扩大	14
图表 14：央票利率上行，但空间有限	15
图表 15：资金面、通胀共同作用于债券市场	16
图表 16：债券融资大幅超过股权融资	17
图表 17：A 股上市公司平均产权比率上升	17

1. 宽松货币政策未必引致高通胀

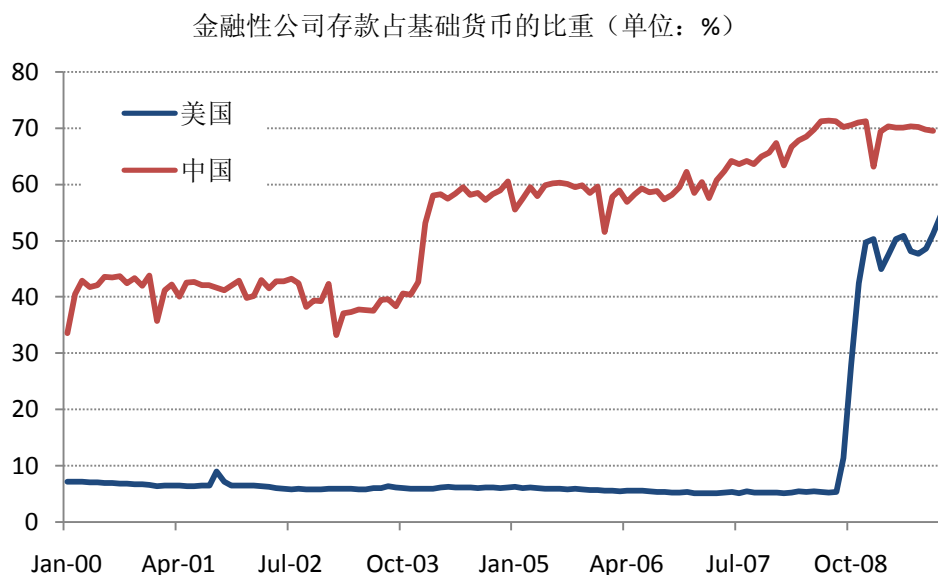
在本轮经济危机中，宽松货币政策力挽经济危机之狂澜，但同时也让市场对大量释放的流动性将“流向何方”深感担忧。通过深入分析货币扩张的具体方式，我们认为，本轮宽松的货币政策未必会导致流动性不可收拾、出现高通胀。如果其他因素比较稳定，预计宏观经济将保持温和通胀。

1.1. 央行基础货币供给中，发行货币（C）退居次席

在现代中央银行体系中，央行是货币供给的源头，该源头形成整个经济体货币供给的基础（B）。这一货币基础（B）既可以是中央银行发行货币（C），也可以是金融机构在中央银行的准备金（R）。其中，发行货币（C）基本上构成了直接的货币供给量，这是因为发行货币（C）的大部分是流通中的现金，而C的另一部分——金融机构库存现金——出于成本的考虑将被尽可能的压缩。

通过分析美联储、中国人民银行的资产负债表，我们发现，金融机构在中央银行的准备金（R）占基础货币的比重均大幅上升（图表 1），而发行货币（C）所占的比重明显下降。尤其是美国，危机之前发行货币（C）占比在 90% 以上，目前降到 50% 附近。

图表 1：金融机构在中央银行的存款准备金（R）占基础货币供给比重大幅上升



数据来源：Aggregate Reserves Of Depository Institutions And The Monetary Base (H. 3)，pbc.gov.cn

金融机构在中央银行的准备金（R）占基础货币的比重大幅上升的直接后果是货币政策对实际货币供给的影响下降：我国 09 年以来基础货币供给同比增速是下降的，然而 M2 快速增长，10 月末同比增速已高达 29.42%，创自上次亚洲金融危机以来的新高；美国 09 年基础货币同比增速（月）保持在 90%以上，然而 M2 同比增速（月）没有超过 10%。

1.2. 美国：流动性扩张主要表现为美联储资产负债表膨胀

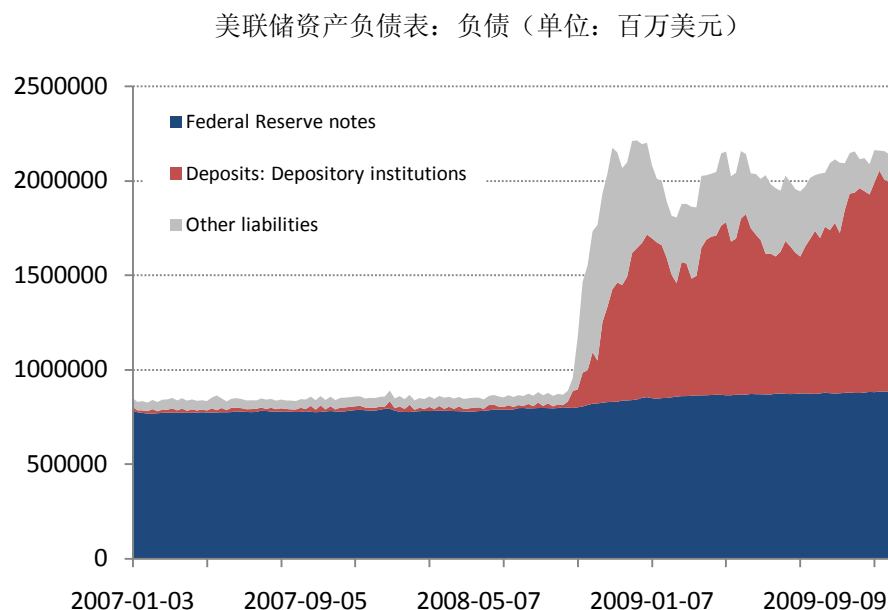
前面提到，美国 09 年基础货币同比增速（月）保持在 90%以上，然而 M2 同比增速（月）没有超过 10%。在对抗本轮经济危机中，宽松的货币政策被大量采用，然而，本轮经济危机起源于金融体系，宽松货币政策主要目标是解决金融系统的流动性问题，新增的流动性主要停留在金融系统内，对实体经济货币扩张效果有限。

图表 2 和图表 3 显示，危机发生后，美联储为了向金融系统注入流动性，在其资产负债表的资产方增加了一系列创新项目（如 MBS、TAF、CPFF 等），且资产规模从不到 0.9 万亿急剧扩张到 2.19 万亿（截至 09 年 12 月 9 日）。

然而，我们认为，美联储大量创造的流通性很可能只会停留在金融系统内部，难以流入实体经济引发通货膨胀：

首先，从资产负债表的负债方来看，传统占比大的现金项目几乎没有变化，主要增加的是金融机构的存款准备金，从前面分析可知，这些准备金虽然也是基础货币，但是能否进入实体经济还与金融机构信贷意愿等因素有关，其产生的货币政策效应是间接的。

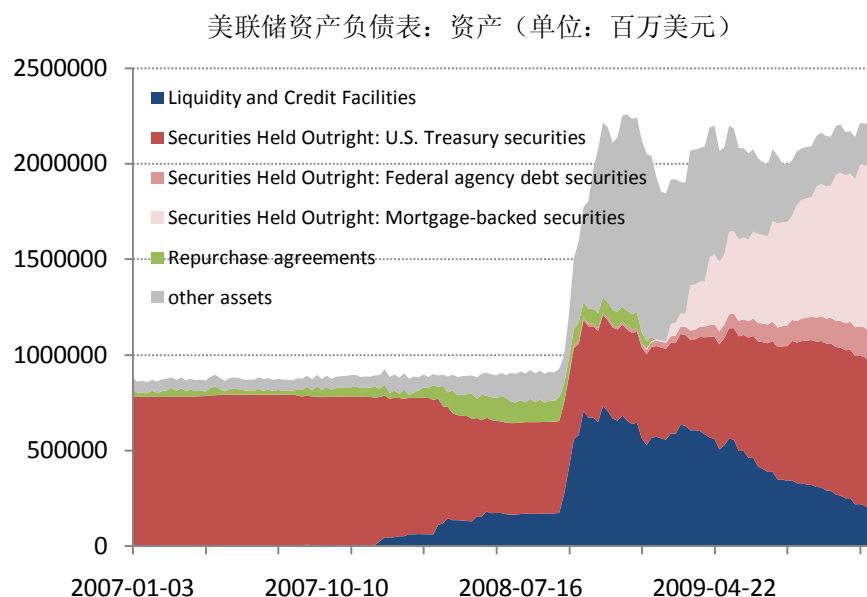
图表 2：美联储没有采用货币发行的方式扩张其负债项



数据来源：Factors Affecting Reserve Balances (H. 4. 1)

进一步，为了防止这些准备金流出成为通货，美联储主要采取了以下措施：一是要求美财政部吸收一部分新创造的准备金（即补充融资计划，Supplementary Financing Program, SFP）；而更重要的是，美联储从 2008 年 10 月开始为准备金支付利息，且在同年 11 月将利息提升到与联邦目标基准利率持平，这对金融机构形成足够的吸引力，确保这些准备金不会流出。

图表 3：美联储通过大量创新工具向金融系统注入流动性



数据来源: Factors Affecting Reserve Balances (H. 4. 1)

最后, 我们认为, 美联储可以在经济完全复苏后采取适当的措施同时减少其资产负债表左边的债券和右边的准备金, 结果是大量创造的流动性“只停留在美联储的资产负债表上”, 没有流入实体经济。

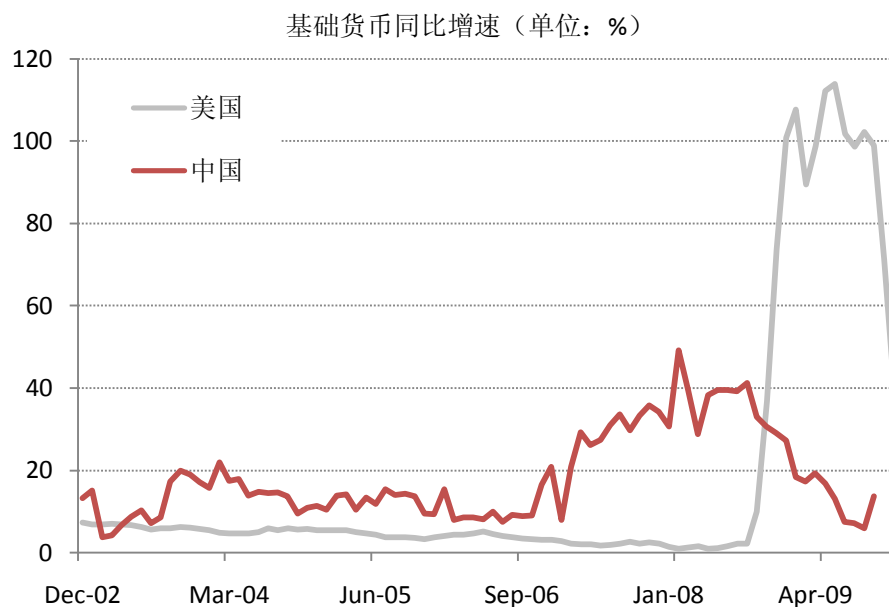
至于采取的措施方面, 比如近期伯南克提及的: 大规模的反向回购协议; 财政部出售债券并存放在美联储专门设立的账户中; 为银行提供定期存款; 美联储减持长期证券等。

1.3. 中国: 上升的货币乘数效应没有将信贷资金“泵入”实体经济

与美国不同, 我国在实行宽松货币政策中没有增加基础货币供给, 而是通过增加信贷, 激化货币乘数效应。

数据上看, 我国 09 年前 3 季度基础货币供给同比增速是下降的, 也就是说, 中央银行并没有显著扩大基础货币投放。货币供应量 M1、M2 快速回升主要源于金融机构信贷意愿增强, 信贷投放增加, 10 月底 M1、M2 同比增速分别高达 32.03% 和 29.42%, 创自上次亚洲金融危机以来的新高。

图表 4: 与美国不同, 我国基础货币增速不升反降



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

上升的货币乘数效应没有将信贷资金“泵入”实体经济，信贷中的大部分在进入实体经济之前就回流到金融系统内。形象的说，虽然银行资金的“出水口”是对着企业，然而这些流入企业的资金的“出水口”是对着银行系统的。图表 5 可以看到，09 年以来，金融机构对企业的新增贷款大幅上升，与此同时，企业在金融机构的新增存款以更大的幅度上升。

图表 5：新增的企业贷款大部分重新回到银行系统成为新增的存款



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

流动性主要流入了楼市和股市等资本市场。楼市和股市等资本市场对于货币的需求属于投机性需求，这种货币需求是无厌足的，下面的数据能够说明问题：

房地产方面，根据我们的统计：09 年 1-11 月，房地产开发企业本年资金来源 48170 亿元，同比增长 44.2%，其中国内贷款 8994 亿元，增长 40.2%；1-11 月，商品房销售额 35987 亿元，同比增长 86.8%，其中商品住宅销售额增长 91.5%，办公楼和商业营业用房销售额分别增长 58.4%和 60.4%。

股票市场方面：09 年 1-11 月，上证综合指数从最低点 1844.09 点上涨到 3195.30 点，上涨了 1374.49 点，涨幅高达 75.49%；境内上市公司的流通市值从 09 年 1 月份的 51845.79 亿元，上升到 10 月份的 130920.14 亿元，流通市值增加了 79074.35 亿元，而 1-10 月新增人民币贷款为 89023.00 亿元。

然而，实体经济方面：09 年 3 季度 GDP 同比增速为 8.9%，仅比 2 季度高 1 个百分点，比 05-08 年季度平均增速低 2.4 个百分点；09 年 11 月城镇固定资产投资完成额累计同比增长 32.10%，比 10 月份同比增速下降 1 个百分点，仅比 09 年初高 5.6 个百分点。

可见，实体经济依然处于复苏进程中，而楼市、股市的上涨速度已经远远“超前”了。

2. 债市资金面继续宽松

2.1. 信贷平稳增长，货币供给量难生变数

从前面的分析可知，我国货币供给量增长主要依赖金融机构的货币再创造过程，也就是信贷保持活跃。因此，如果信贷保持平稳增长，货币供应量也难生变数。

预计 2010 年信贷保持平稳增长。中央经济工作会议要求，2010 年将“继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”；最近 央行研究局金融市场处官员表示 2010 年贷款增长预计在 5 到 7 万亿之间，而 09 年 1-11 月新增人民币贷款在 9.2 万亿左右，也就是说，如果预计是准确的，那么 2010 年信贷增速依然可观。

实际上，从投资的角度看，大量新增投资需要信贷保持稳定和连贯性。09 年积极财政政策下，固定资产投资成为拉动经济增长的重要力量，新开工项目计划投资总额快速增长，同比增速一直稳定在 80%以上，1-10 月末新开工项目计划投资总额已高达 12.46 万亿元，是 08 年同期计划总投资额的 1.8 倍。

图表 6：固定政策投资本年新开工项目计划投资额（单位：亿元）

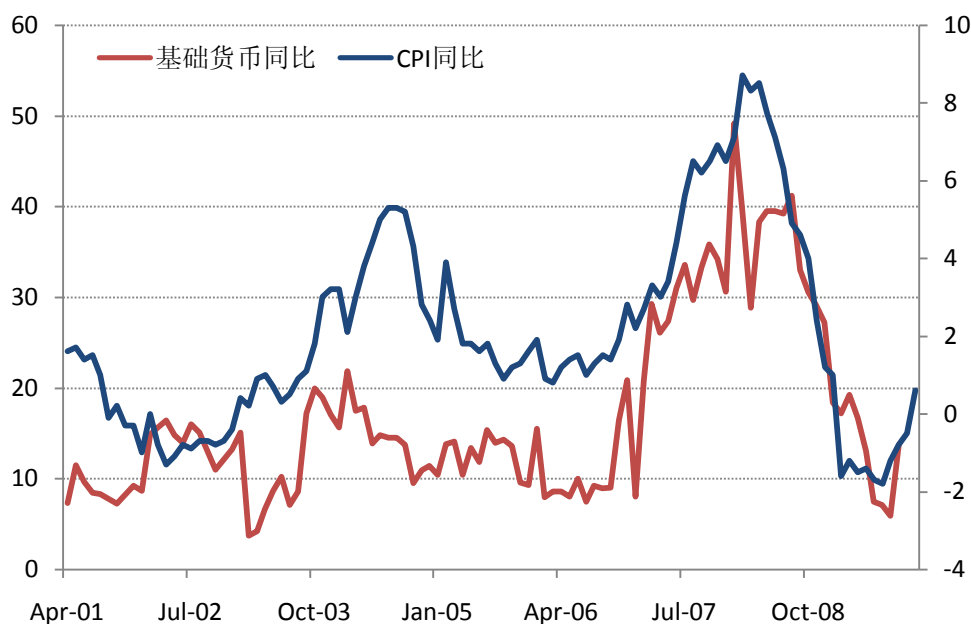


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2.2. 热钱、顺差推高外汇占款，货币投放被动增加

我国货币供给的内生性较强，表现为：宏观经济越好、CPI 越是高涨时，我国基础货币投放反而越多。图表 7 可以看到，我国基础货币同比增长速度和 CPI 同比增速几乎是同时创出波峰和波谷的。

图表 7：经济高涨，CPI 上升时，基础货币供给反而增加



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

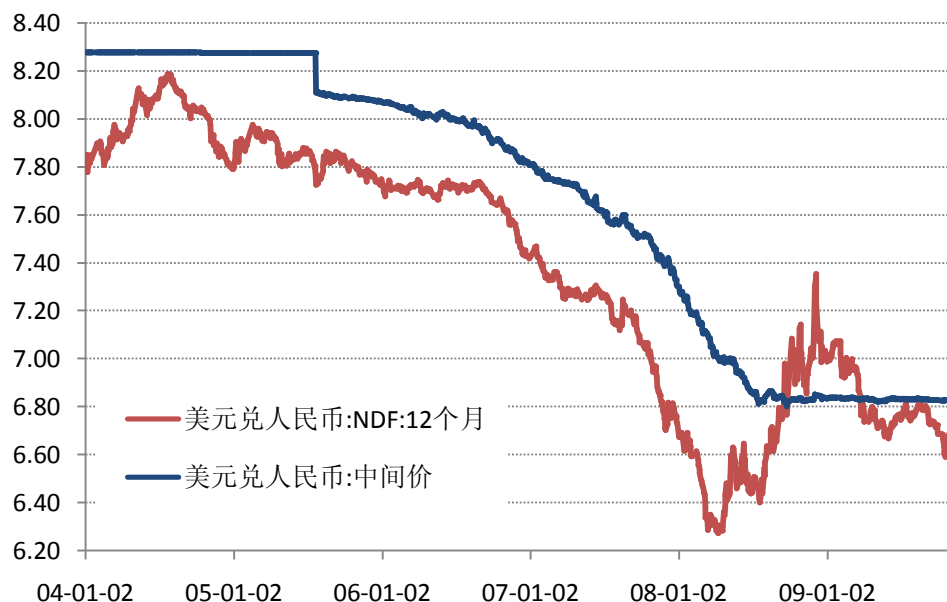
通过央行资产负债表，我们认为，造成这一状况的原因在于：在该表的资产方，国外资产占总资产的比重在 80%左右，且 90%以上的国外资产是外汇形成的，这说明外汇占款已经成为我国货币投放的主要渠道。这种投放渠道的弊端是货币政策的自主性差，经济形势好转时，外汇也往往因为对外贸易的改善或人民币升值预期增强而上升，结果是在需要“抽走”部分流动性时却在增加流动性供给。

因此，我们预计，在顺差和热钱形成的外汇占款的推动下，2010 年央行基础货币投放可能反而有所增加：

一方面，对外贸易逐步改善，顺差推高外汇占款，09 年 11 月进口商品总额同比增长 26.7%，而 10 月份同比是-6.44%，由于我国来料加工贸易特征明显，进口可以看做出口的先行指标，进口大幅增长意味着出口也将明显好转，相应的顺差也将回升。

另一方面，人民币升值预期增强，热钱可能持续流入，图表 8 可以看到，在 07-08 年人民币升值预期一度高涨，随后在严重的金融危机的打击下升值预期有所消融，09 年随着我国经济率先复苏人民币升值预期又开始高涨。

图表 8：走出衰退，人民币升值预期再度“来袭”



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2.3. 宏观审慎监管下，资金可能积聚银行间债券市场

在央行三季度货币政策执行报告中，“宏观审慎监管”制度以专栏（“专栏 2”）的形式予以明确提出。央行认为：“加强宏观审慎管理是当前推动金融监管改革的核心内容”，“就政策工具来讲，一方面是要缓解新资本协议和现行会计准则所具有的顺周期性，另一方面就是要实施逆周期的最低资本要求和资本缓冲，并采取更为稳健的拨备方法，以增强金融体系抵御风险的能力，平滑跨周期的贷款投放和经济波动。”

由于信贷必须保持稳定和连续，可以预见，对商业银行宏观审慎监管将被强化。我们根据央行三季度货币政策执行报告，对资本充足率要求方面有以下推测：

一是，更加具体的对可以计入资本金的项目进行梳理，不再只是单纯的提高资本充足率的下限，例如银监会规定商业银行交叉持有的次级债不能计入附属资本；

二是，监管层或将提高对核心资本充足率的要求；

三是，监管层对缓冲资本提出了要求，缓冲资本是指高出资本充足率要求的部分，这使得资本充足率符合监管要求的银行也将受到限制。

这说明对资本充足率的要求提高是全面的。对于监管对象——商业银行，如果不能大量补充资本金，那么只能通过减少风险加权资产(RWA)以增加资本充足率或至少避免资本充足率大幅下降。具体而言，可以使用风险权重较小的资产（如国债、央票或政策性金融债）置换风险权重较高的资产（如贷款、低评级信用债）。

因此，商业银行对国债、政策性金融债等低风险权重债券的需求将增加，并且如果宏观经济复苏越快，监管也就更严格，置换为风险权重较小的资产的规模也更大。

实际上，回顾 2004-2005 年，《商业银行资本充足率管理办法》实施，我国加强了对各商业银行的资本充足率及核心资本充足率的管理，商业银行为提高资本充足率大幅增加债券市场投资，债市收益率大幅下降（图表 9）。

图表 9：银行增持债券以满足资本充足率监管要求

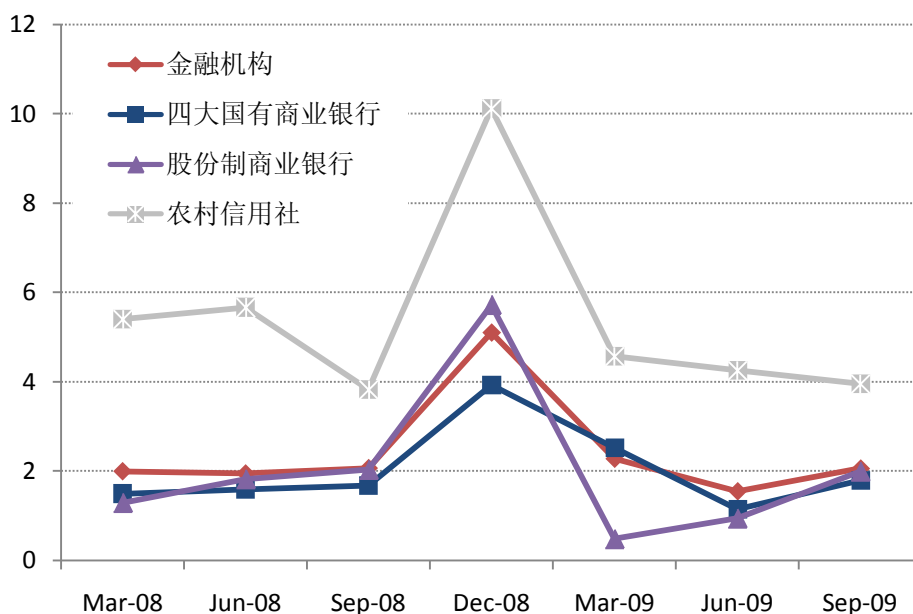


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2.4. 主要机构投资债券市场的资金增加

金融机构超额存款准备金率小幅回升。超额准备金率上升，说明主要金融机构资金面进一步宽裕。09 年 3 季度末，金融机构超额准备金率为 2.06%，比 2 季度的 1.55% 高 0.51 个百分点。根据我们测算，金融机构超额准备金率提高 0.51 个百分点，这相当于有近 3000 亿元的资金流入中央银行的准备金账户。

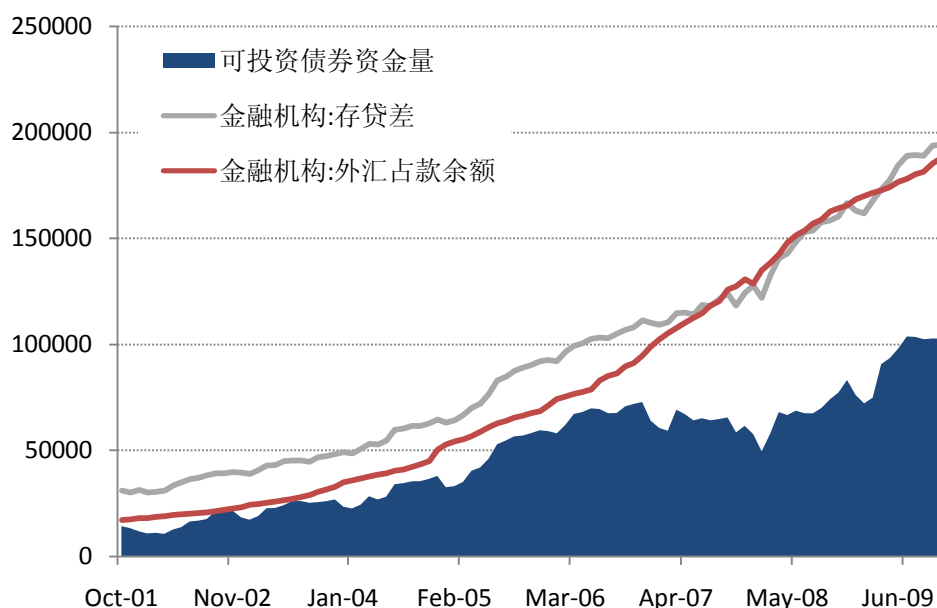
图表 10：金融机构超额准备金小幅回升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

商业银行可投资债市的资金量将继续上升。在准备金率没有变化的情况下，可投资债市资金量主要与商业银行存贷差有关。由于我国央行货币投放的主要渠道是外汇占款（参见第一部分叙述），因而外汇占款直接影响到商业银行存贷差的大小（图表 11）。在 2.2 节中我们提到，外汇占款将在热钱和外贸顺差的推动下继续走高，那么，预计商业银行可投资债市的资金量也将继续上升。

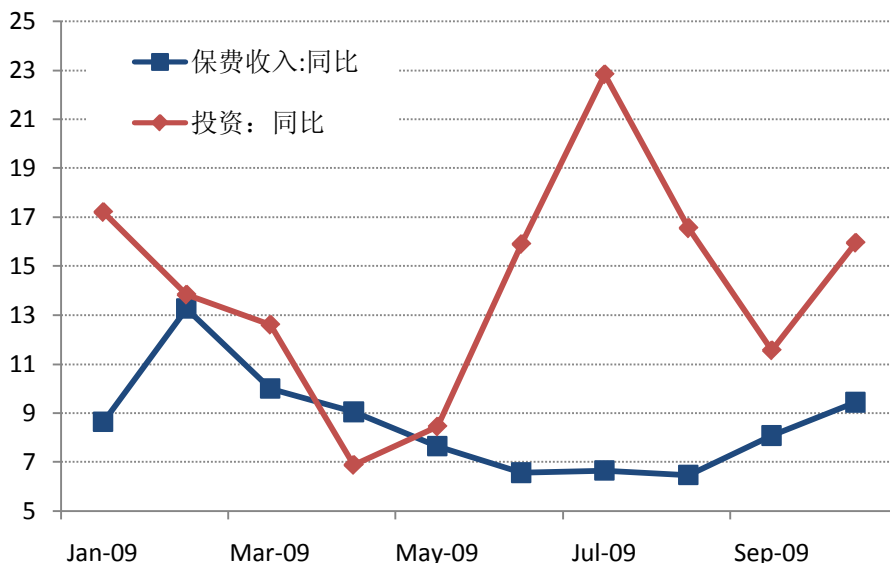
图表 11：商业银行可投资债市资金量上升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

09 年以来，保险公司投资信用债券的限制逐步放宽，这为保险公司增持信用债提供了条件。图表 12 中显示，保险机构用于投资的资金同比增速已经超过了保费收入的增速。预计在保费收入平稳增长的前提下，保险机构将继续加大债市投资。

图表 12：在保费收入平稳增长的同时，保险机构用于投资的资金迅速上升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

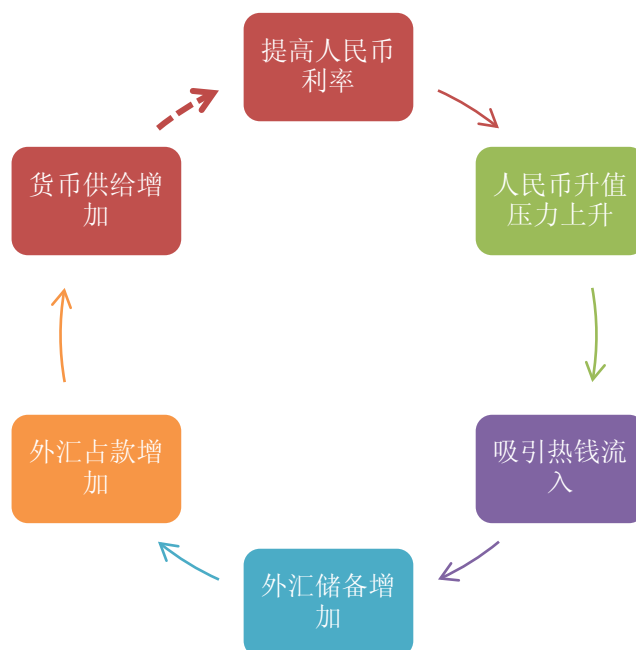
3. 利率市场化，政策利率维稳，市场利率波动加大

3.1. 政策利率保持稳定

在 09 年 1 月份的报告中，我们提出：“随着宏观经济的复苏，进一步降息的压力减轻。当然，这并不意味着即将加息，考虑到宏观经济对于政策的时滞，而积极财政政策 4 万亿投资规划到 2010 年，预计我们由降息通道转向利率平稳时期。”

我们继续坚持上述观点，预计 2010 年将继续保持存贷款利率基准利率的稳定。此外，从以下两个角度来看，保持政策利率的稳定也是有必要的：

(1) 加息的目的是收紧流动性，然而我们认为结果很可能不明显甚至“事与愿违”。前面提到，我国央行货币供给的主要渠道是外汇占款，如果提高人民币利率——相当于人民币的“价格”上升，这将进一步增加人民币升值的压力，更多的境外资金在升值预期下加速流入国内，形成了新的外汇储备、产生新的外汇占款（投放货币）。预计加息可能在利率市场化改革基本完成，人民币汇率形成机制完善之后。



(2) 保持基准利率稳定还有利于管理通胀预期。央行提出，下一阶段将“注意管理好通胀预期”。

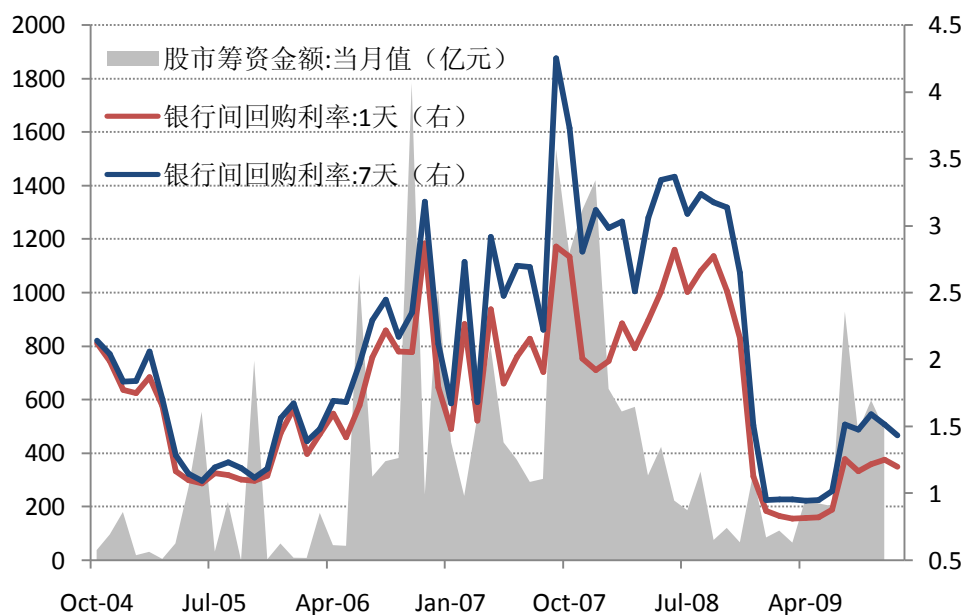
我们认为，保持基准利率稳定，有平抑市场的通胀预期、稳定通胀“锚”的作用，避免出现通胀预期推动的通货膨胀：

假设经济政策如市场预期般即时退出，这一行动本身将强化市场对经济刺激政策后果的担忧，推高通胀预期，最终陷入通胀预期和通胀相互“螺旋”形推高；而保持政策稳定，将使市场关注到目前经济复苏进程中的种种不足，平抑市场的通胀预期，稳定通胀锚定，避免通胀和通胀预期的相互推高。

3.2. 市场利率波动加大

货币市场利率波动幅度加大。预计 2010 年股权融资压力较大，图表 13 可以看到，在股市融资规模较大时，货币市场利率的波动也加大。

图表 13: 货币市场利率波动幅度将随股市融资规模的扩大而扩大



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3.3. 央票利率上行，但是空间有限

我们认为，央票发行利率将小幅上行。以 1 年期央票为例，目前二级市场 1 年期央票收益率已经上升到 2% 以上，而发行利率依然维持在 1.7605%。历史上看，央票一、二级市场利差平均只有 2 个基点，而最近一次（09 年 12 月 8 日）发行一年期央票一、二级市场利差已经高达 20 个基点，这将影响央行 1 年期央票的发行量，预计央票发行利率将上调以缩窄这一利差。

一年期定期存款基准利率短期内构成 1 年期央票发行利率的上限。图表 14 显示，06 年以来，我国 1 年期央票发行利率基本上运行在以 1 年期国债收益率为下限、1 年期定存利率为上限的区间内。从 1 年的时间来看，预计 1 期国债收益率将有所上升，从这个角度来看，1 年期央票发行利率也将上行；而如前文所言，预计 1 年期定存将保持稳定，因此央票发行利率上行的空间有限。

图表 14: 央票利率上行, 但空间有限



数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

4. 预测与建议

4.1. 温和通胀; “温和”债市

我们认为, 如果将通胀与资金面这两个因素看成一对作用力, 那么, 应该以二者的合力来判断对债市的影响。

09 年下半年债市的走势就是一个较好的例证: 由于宏观经济复苏超预期, 债市在高涨的通胀预期下一度大幅上行; 然而, 在通胀预期平稳后, 充裕的资金面促使债市重新企稳, 11 月末主要机构投资者增持国债 872.10 亿元, 政策性银行金融债 2550.00 亿元, 企业债和短融 1135.5 亿元; 11 月份, 银行间固定利率国债 1 年期和 10 年收益率分别下降了 5 个基点和 14 个基点。

我们分别使用商业银行可投资债券市场的资金量、CPI 同比增速作为衡量债券市场的资金面和通胀的指标, 分析如下:

首先, 在图表 15 中的 A 和 C 处, 商业银行投资于债市的资金量减少, CPI 上升, 这两种作用力都将推高债市收益率, 其合力推动债券市场收益率大幅上升;

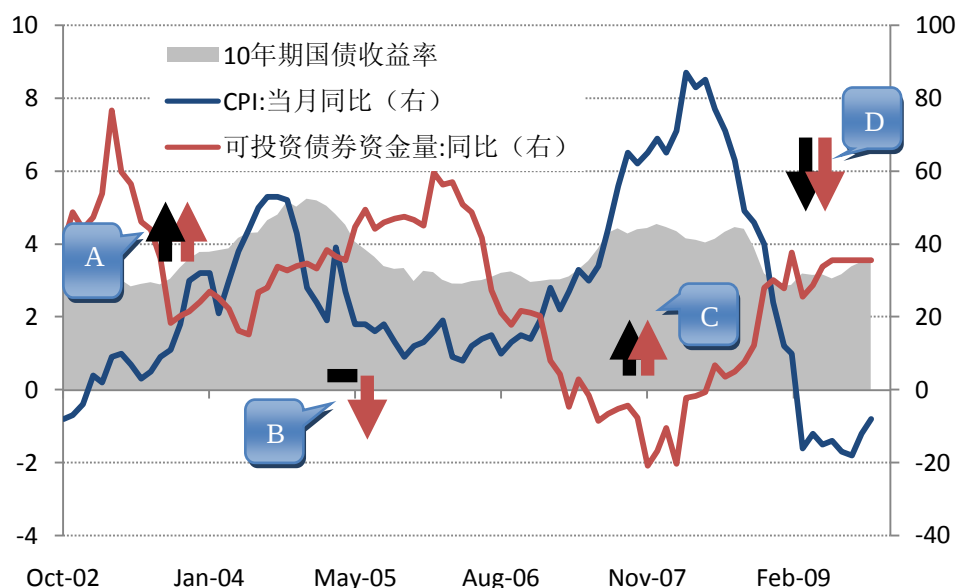
相反的, 在图表 15 中的 D 处, 商业银行投资于债市的资金量增加, CPI 回落,

这两种作用力都将压低债市收益率，其合力推动债券市场收益率大幅下降；

最后，在图表 15 中的 B 处，商业银行投资于债市的资金量增加，CPI 低位震荡，前一种作用力压力债市收益率，后一种作用力不明显，其合力推动债券市场收益率下降。

根据前面的分析，我们认为，2010 年将保持温和通胀，而资金面将较为宽裕，也就是说，债市所处的情况很可能与 B 处类似，因此，预计债市整体上也保持“温和”。

图表 15：资金面、通胀共同作用于债券市场



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

4.2. 关注信用产品的信用风险

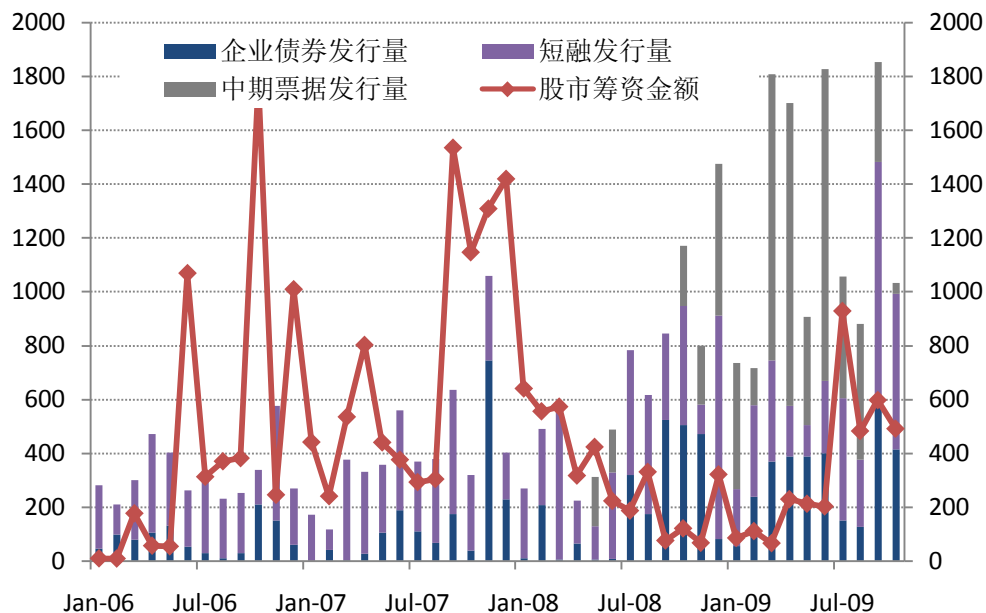
随着经济政策定调，债券投资面临的系统性风险趋于缓和，然而信用风险的不确定性增加。

图表 16 显示，本轮经济危机以来，我国企业通过债市融资大幅超过股权融资。09 年 1-10 月，企业债券和中短期票据总发行额为 12512.38 亿元，同期通过沪深股市融资 3419.92 亿元，前者是后者的 3.66 倍。另外，考虑到 09 年商业银行信贷大幅增长，那么，在经过本轮经济衰退后，我国企业财务杠杆率应该是反而上升的。

在图表 17 中，我们以全部 A 股上市公司为例，根据它们的定期财务报告，计算

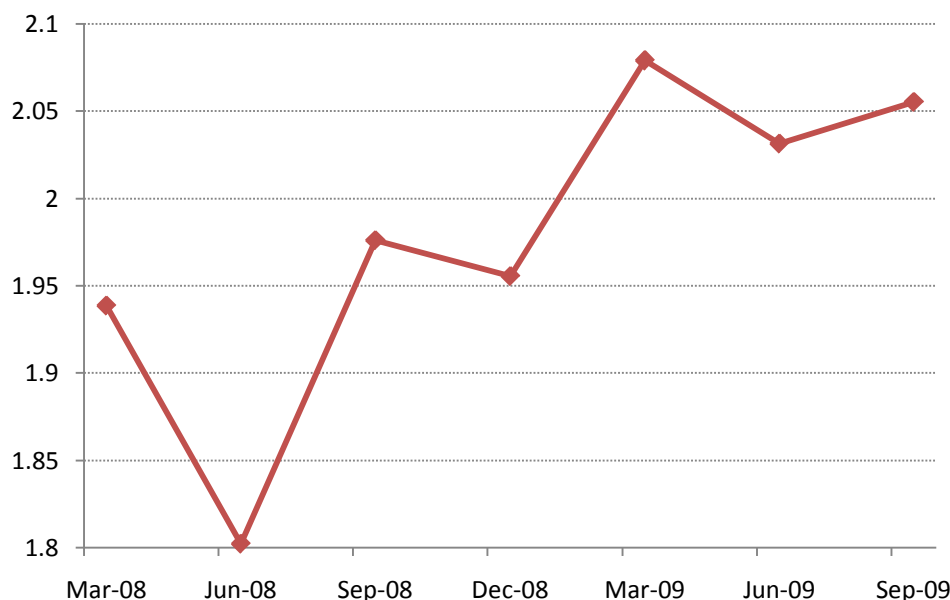
出A股上市公司的平均产权比率¹（如），发现 09 年以来的平均产权比率上升到 2 以上，高于 08 年的水平。

图表 16: 债券融资大幅超过股权融资（单位：亿元）



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 17: A 股上市公司平均产权比率上升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

¹ = 负债合计 / 归属母公司股东的权益，可以反映企业的财务杠杆率

本公司及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，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

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 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 6 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 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 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

股票投资评级	评级	说明
	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 20%之间
行业投资评级	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 认为可靠的已公开信息, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证报告信息已做最新变更, 也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见、推测仅反映本公司于发布当日判断。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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 本公司不就本报告中的任何内容对任何投资者任何形式的担保, 投资者据此投资, 投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意, 任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址: 北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编: 100045

传真: 010-88656483

网址: www.cindasc.com