

两难的联储与两难的美股

美国金融市场中短期扰动因素分析

- **近期美债长端利率快速上行，名义利率上升初期主要由通胀补偿带动，而最近两周美国实际利率主导了利率上行。**如果以宏观逻辑解释近两周的实际利率快速上行将犯了"长逻辑解释短现象"的谬误，我们认为四个短期的交易因素可能才是美债利率暴动的导火索：**1. 美联储官员的公开讲话"纵容"了长端利率的上行；2. MBS 市场"凸性对冲"(convexity hedging)带来的国债抛压；3. 2 月 25 日当天 7 年期美债投标的遇冷；4. SLR（补充杠杆率）豁免到期风险引发的国债抛售。**其中，SLR 豁免到期风险对美债收益率的上行推动力仍然存在，且近期财政通用账户(TGA)巨额存款的释放将对短端利率施加下行压力。**在 TGA 存款投入使用和 SLR 豁免到期的影响下，未来美国期限利差很可能继续走阔，短端利率甚至有转负的可能，长短端利率的持续背离趋势使美联储面临两难境地。**
- **扭曲操作(Operation Twist)可一石二鸟解决美联储的难题，或为其最佳对策。**当前时点与 2009 年 4 月-2010 年 4 月时期极为相似，通胀预期上升均大幅领先于实际通胀，实际利率均经历了（或仍处于）快速上行的阶段，且在可预见的短期内实际通胀数据都将因为能源价格和基期因素走高，而当时高企的实际利率使后金融危机时期美国经济复苏相当缓慢。**为应对 SLR 豁免到期风险，美联储很有可能将 SLR 豁免延期或者降低补充杠杆率要求（前者可能性更大）；扭曲操作方面，在相对稳健的情况下，政策窗口在三季度，若四月份后通胀复苏如 2010 年时一般昙花一现，就业复苏停滞，美联储将大概率宣布进行扭曲操作；在相对激进的情况下，不排除美联储借鉴了 2010 年的情况而对实际利率的上行提前作出响应，在三月会议上宣布进行扭曲操作。**在扭曲操作实施期间，各类资产表现为：股债双牛，价值风格股票跑赢成长风格，工业金属表现不佳，原油价格小幅上升，黄金表现不佳，美元升值。金属商品的低迷表现主要是 2011 年 9 月金属市场历史性大跌导致的。
- **在通胀预期相对平稳的时期，通胀溢价与美股估值存在显著的正相关，且在最近美股的回调中我们也看到了通胀溢价的下行。在通胀溢价框架中，无论未来再通胀交易被证伪（通胀下行风险）还是被强化（通胀持续上行风险），美股均面临较为可观的回调（接近 15%），而经济数据的重要观测窗口将在 2021 年 Q2-Q3，因此美股在中期内可谓正面临"两难境地"。**如果未来与 2010 年 Q2-Q3 的情况类似，即今年 4 月份之后美国实际通胀数据在基期因素逐渐消退后由于经济内生增长动能不足原因开始回落，这种情况下的回调或将产生中短期内不错的买点，因为由此引起的实际利率回落正为下一轮通胀反弹酝酿动能。但我们判断美国通胀的持续性和强度均高于美联储和市场预期，未来通胀持续上行风险更大。

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

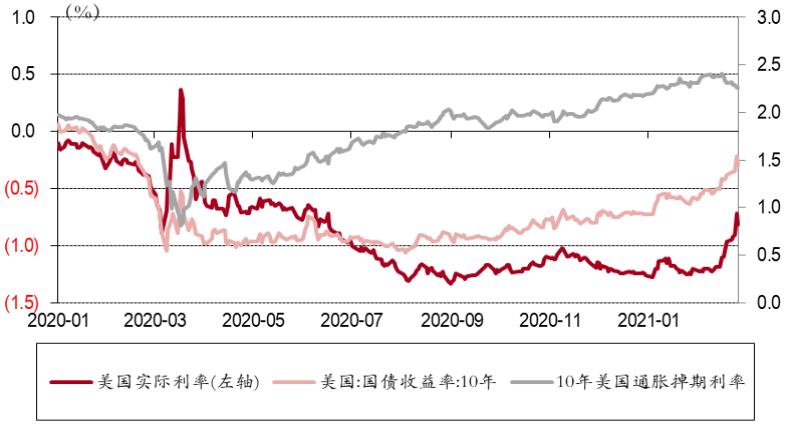
宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

两难的美联储，长短端利率的“分道扬镳”

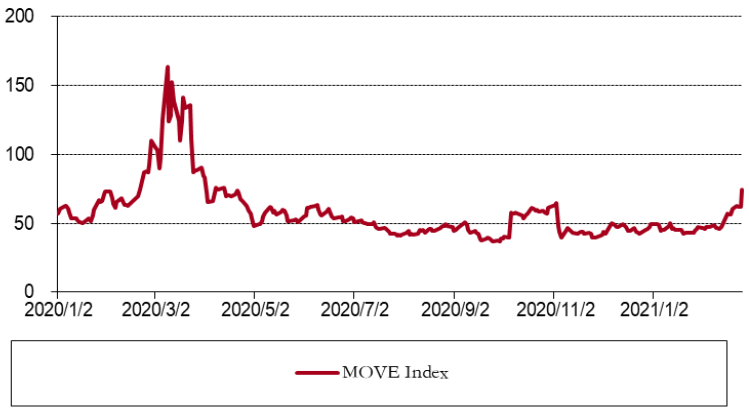
近期美债长端利率快速上行，名义利率上升初期主要由通胀补偿带动，而最近两周美国实际利率也开始加速上行。与前期报告《美国实际利率简析》中类似，为消除 TIPS 中流动性溢价的影响，我们以通胀掉期利率作为通胀补偿指标，可以看到在 2 月 16 日之前，美国实际利率基本维持低位震荡，此阶段美国长端名义利率的上行由通胀补偿主导；然而从 2 月 16 日开始，美实际利率自-1.11%上升 39BP 到 2 月 25 日高点-0.72%，期间通胀补偿下降了 15BP，名义利率上行了 24BP。**因此近两周美债利率的暴动已经很难仅仅从通胀补偿角度解释，实际利率主导了本轮上行，甚至出现了通胀补偿与长端利率背离的现象，其中 2 月 25 日当天 10 年期美债利率一度升破 1.6%，债券市场隐含波动率指数(MOVE INDEX)更是涨至疫情初期以来的最高点。**

图表 1. 近两周美国实际利率主导了长端利率的上行



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 2. MOVE INDEX 近两周暴涨



资料来源：Bloomberg，中银证券

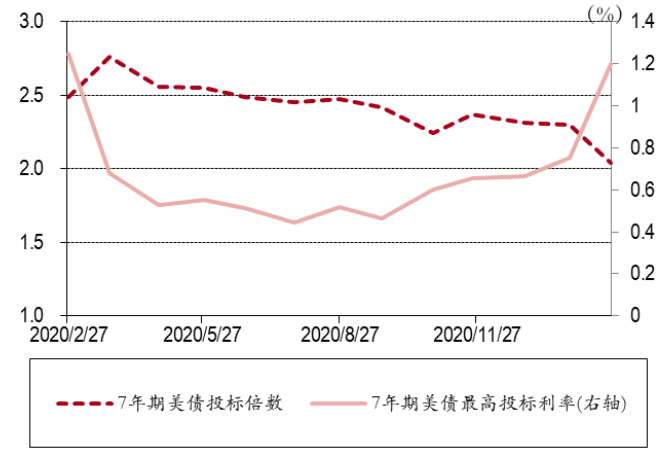
在宏观逻辑上，似乎通胀预期（基本被通胀补偿与名义利率的背离证伪）和疫苗推广带来的复苏预期与风险偏好的上升都可以解释近期长端利率的走高，但这往往犯了“长逻辑解释短现象”的谬误。在以上宏观背景之下，短期的交易因素可能才是美债利率暴动的导火索，我们认为原因主要有四。

一、**美联储官员的公开讲话“纵容”了长端利率的上行。**近期无论是纽约联储银行主席 Williams 和圣路易斯联储主席 Bullard 在公开讲话中还是鲍威尔本人在国会听证会中均“统一口风”地表示利率的上涨是通胀预期与投资者对经济复苏的信心导致，自己并不担心当前美债利率的上行。当然，在长端利率问题上，**美联储目前似乎陷入了“三难境地”：**若表示对通胀预期上升过快导致的利率上行表示担忧，则会引起市场的“缩减恐慌”；若不提及通胀预期，仅表示对当前利率上行过快的关注，则会令投资者产生扩大宽松的预期，且很可能对弱势的美元雪上加霜；若按当前情景，则会使长端利率进一步走高，而上行过快的实际利率很可能让私人部门的融资环境重新恶化，此时美国经济复苏的成果将受损。

二、**MBS 市场“凸性对冲”(convexity hedging)带来的国债抛压。**与绝大多数的固收证券拥有的正凸性（即利率下行将增加证券的久期）不同，MBS 产品通常被认为拥有负凸性，因为当利率下行时，底层信贷资产借款人倾向于提前还款或以更低的利率进行再融资，此时 MBS 的久期将降低。由于 MBS 的主要持有者为货币市场基金或银行，他们出于规避风险的原因，更愿意使资产久期保持稳定，从而进行“凸性对冲”操作，即资产组合久期上升时卖出国债以降低久期，反之亦然。**而由于 MBS 自身的负凸性属性，当利率上行时，其持有者资产组合的久期将上升，从而迫使他们“卖出久期”，并在债券市场形成负反馈，加大了利率的波动。**

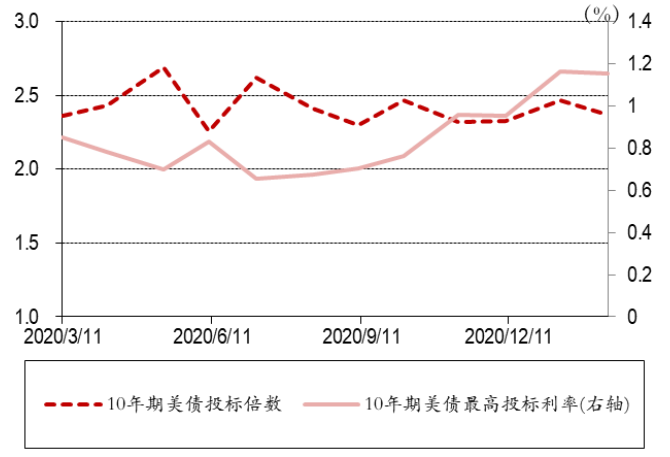
三、**2 月 25 日当天 7 年期美债投标的遇冷。**2 月 25 日美财政部举行了一次 7 年期美债的投标，但当天债券需求遇冷，投标倍数为 2.04，较前次拍卖大幅下降了 0.26；最高截标收益率为 1.195%，较前次拍卖大幅上升了 0.441%。同时，从投标人结构看，当前非直接投标人比例（粉柱）录得 38.1%，较前次拍卖的 64.1%大幅下滑，而一级交易商投标比例（咖啡色立柱）则从前值 19.6%大幅提高为 39.8%。**非直接投标人通常为海外投资者，这表示当天美债投标海外需求大幅下滑，最后兜底人一级交易商不得不提高自己的投标份额。**这是否意味着联邦政府天量的财政赤字以及美联储极度宽松的货币政策使海外投资人对美债信用产生了疑虑呢？通过对比最近一次的中期美债发行（2 月 10 日的 10 年期美债投标）可以发现，2 月 10 日的投标中投标倍数、最高截标收益率和非直接投标人比例等指标均保持平稳，**我们并不认为在短短 15 天内美国经济基本面发生了质变以致于投资者对美债信用产生了怀疑，因此我们更倾向于这是美债波动率急速上升环境下投资者美债需求的短暂下滑，当美债利率开始平稳后，投标需求大概率将回升。**

图表 3. 最近一次 7 年美债招标遇冷



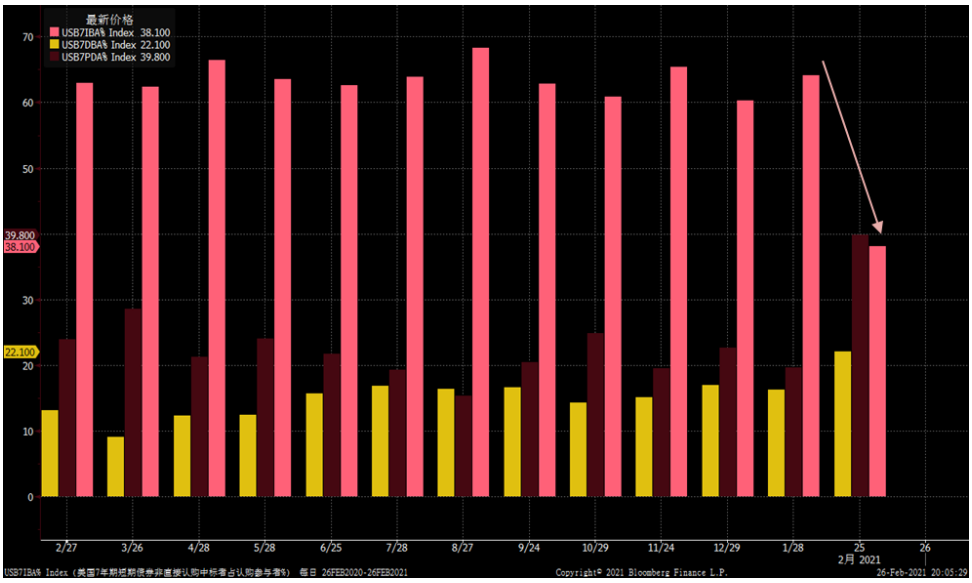
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 4. 10 年美债招标数据保持平稳



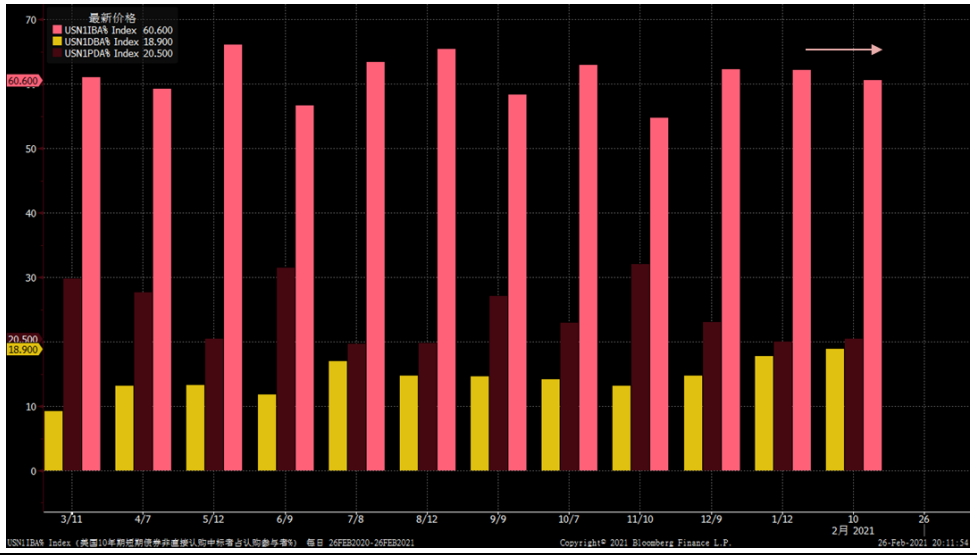
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 5. 2 月 25 日 7 年美债投标中海外需求骤减



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 6. 2 月 10 日 10 年期美债投标结构保持平稳



资料来源：Bloomberg，中银证券

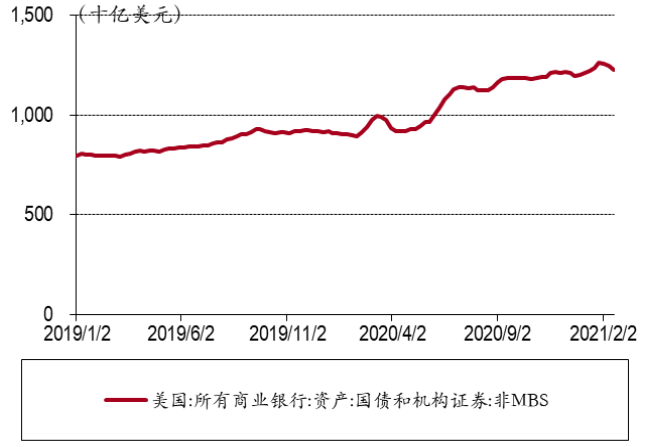
四、SLR（补充杠杆率）豁免到期风险引发的国债抛售。在半年度货币政策报告听证会中，鲍威尔多次被问到有没有考虑是否延长 SLR 豁免期（将在 2021 年 3 月 31 日生效），但他均表示尚未作出决定，而 SLR 豁免延期的悬而未决很可能使商业银行提前抛售其持有的国债。2020 年美国疫情爆发初期，为使美商业银行更好地吸纳储蓄、支持信贷创造以及承接巨量 QE 的流动性，美联储将存款机构的存款准备金率降至 0，并创设了 **SLR 豁免期。SLR 条款要求适用于资本标准类别 2 与类别 3 的存款机构至少达到 3%的补充杠杆率，即一级资本与总体杠杆敞口（包括一部分表外资产与全部表内资产）之比。另外，美国“全球系统性重要银行”(GSIB)旗下存款机构在 eSLR 约束下，补充杠杆率需达到 6%。**据美联储测算，按照 2019 年四季度数据，SLR 豁免可以使存款机构释放 550 亿美元的一级资本要求，可以增加约 1.2 万亿美金的总体杠杆敞口。当前美国银行系统的储备金与国债持有量与 2019 年末已不能同日而语，截至 2021 年 1 月美国存款机构储备金达 3.15 万亿美元，较 2019 年末 1.7 万亿美元增加了 1.45 万亿美元，接近翻倍；截至 2021 年 2 月 17 日美国银行系统持有国债与政府机构证券 1.23 万亿美元，较 2019 年末 0.92 万亿美元增加了 0.31 万亿美元。**若 SLR 豁免到期后不延期，银行杠杆敞口的巨大增加将迫使银行缩表以满足合规要求，这不但将削弱银行吸纳存款和发放信贷的能力，使实体经济融资成本上升，亦不利于财政不后续国债的发行与美联储量化宽松流动性的接收；还将使银行系统释放大量国债卖盘，抬升利率水平，进一步提高融资成本；同时，银行系统缩表将削弱一级交易商在国债市场上的做市能力，增加收益率的波动性。**

图表 7. 美国存款机构准备金较 2019 年末大幅增加



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美银行系统持有国债亦较 2019 年末大幅增加



资料来源：万得，中银证券

总的来说，以上四个因素均与本轮美债利率剧烈波动有关，尽管 SLR 豁免尚未到期，但银行系统为应对资本金要求剧增的风险，料已开始逐渐抛售美债，因此，虽然当前美债长端利率已经趋于稳定，呈现短期见顶迹象，SLR 豁免到期风险对国债收益率的上行压力仍然存在。

另外，财政通用账户(TGA)的巨额存款料将对短端利率施加下行压力，且会放大 SLR 豁免到期的负面效应。当前财政部在美联储的存款达 1.44 万亿美元，这笔巨款既包括去年 12 月通过的 9000 亿财政刺激中未使用部分，亦包括财政部为将来 1.9 万亿财政支出的筹资。近期美财政部表示将在 4 月份之前将 TGA 中存款减半，并在六月末前将余额降至 5000 亿美金，按照这样的节奏，未来两个月将有 7000 亿美元财政存款转化为银行系统的超额储备金，4 月至 6 月之间亦有 2000 亿美元财政存款被使用。巨额 TGA 存款的投入使用将造成两大影响：1. 大额超额储备金的增加一方面在 SLR 豁免不延期的情况下将增加美国银行系统的缩表压力；2. 另一方面大量流动性的涌入将大幅增加银行对短端国债的需求从而压低短端收益率。**因此，在 TGA 存款投入使用和 SLR 豁免到期两个因素影响下，未来美国期限利差很可能继续走阔，短端利率甚至有转负的可能。**目前在拥挤的做多期限利差交易下，美国国债长短端收益率走势持续背离，3 个月国债收益率已降至 4BP 的低点。

图表 9. 美国 TGA 账户规模



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 美国期限利差不断走阔，3 月期国债利率走低



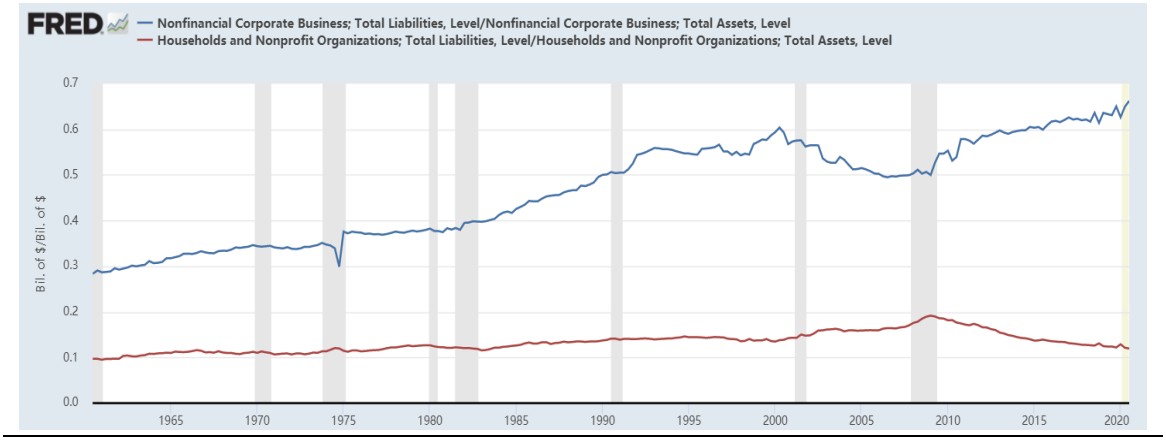
资料来源：万得，中银证券

历史的押韵，扭曲操作是否危机后的必然？

对于财政通用账户短期内释放的流动性美联储并非没有应对手段，提高超额储备金利率(IOER)和隔夜回购操作利率(RRP)都是抬升短端利率的方案，鲍威尔在上周的听证会中也提到提高 IOER 将是（面对短端利率下行压力）工具之一。

在前期报告《美国实际利率简析》中我们认为“只要名义利率上升速率与通胀补偿相对同步，即实际利率上行幅度不大，企业和联邦政府实际融资成本压力就不会上行过大（通胀提升带来的盈利复苏将抵消名义利率上行造成的融资成本上升），因此美联储便不会出手干预名义利率的走高，但**假如美国通胀数据的复苏不及预期，或名义利率上行速度明显快于通胀补偿，不排除美联储调整购债久期结构以压制长端利率，目前实际利率虽然已经筑底，但短期内较大幅度回升概率不大**”。即实际利率的上升将增加实体经济的融资成本，对经济复苏造成负面影响（具体论据为历史高位的企业部门杠杆率与财政赤字以及酝酿中的 1.9 万亿财政支出法案），因此美联储很可能出手干预实际利率的大幅上升，故我们认为实际利率在中短期内还是会在保持在低位水平。

图表 11. 美国居民和企业部门杠杆率（总债务/总资产）走势

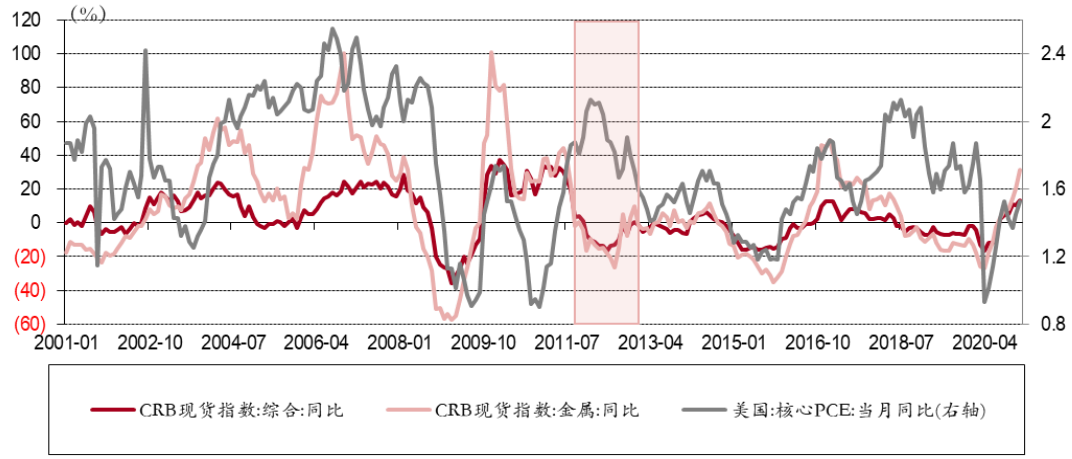


资料来源：美联储，中银证券

很明显，当前美国实际利率的走势已经不是我们所预判的“低位震荡”，那么面对不断走高的长端利率以及因流动性冲击有转负可能的短端利率，美联储的最佳对策或将是“扭曲操作”(Operation Twist)。**扭曲操作指的是在压降长端利率的同时提高（或不变）短端利率，具体操作通常是“买长卖短”，即购买长久期国债并卖出短久期国债，其优点有两点：1. 由于实体经济融资的利率锚往往是长端利率，因此扭曲操作可以降低实体经济融资成本，从而增加投资消费等活动，刺激经济增长；2. 不会增加美联储的资产负债表规模。**历史上美国曾进行过两次扭曲操作，第一次在 1961 年肯尼迪执政时期，目的是减缓美元持续流出（金本位下美元持续流出往往代表黄金库存的不断减少）以及刺激朝鲜战争后羸弱的美国经济；第二次扭曲操作发生在 2011 年，9 月会议声明中美联储表示在 2012 年 6 月前将进行共 4000 亿美元的扭曲操作（2012 年 6 月会议美联储表示将扭曲操作延长至 2012 年底）。

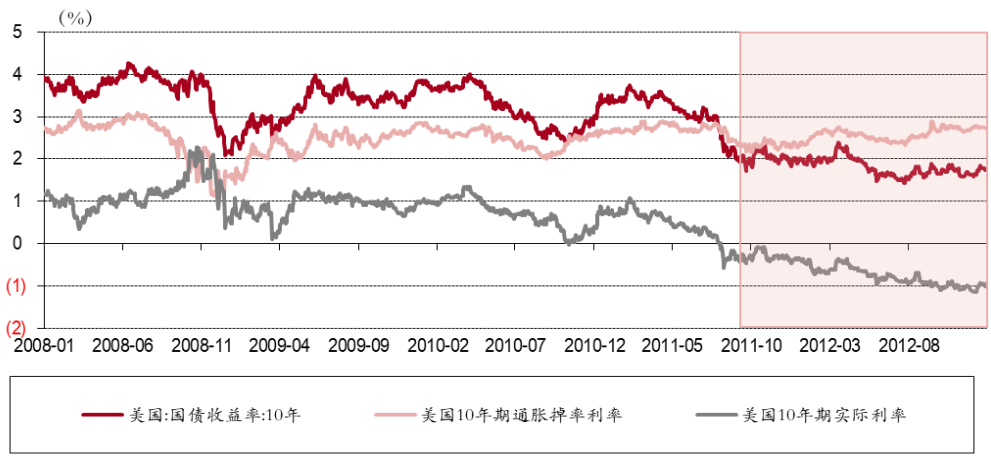
假如我们回顾金融危机后的金融市场，可以发现现在与当时有两个最大的共同点：**1. 在复苏预期的带动下，工业品（金属，原油等）先于实际通胀回升，即通胀预期上升大幅领先于实际通胀，**比如布油价格在 2008 年 12 月见底后自 36 美元/桶低位上升至 2010 年 4 月高点 90 美元/桶附近，而核心 PCE 同比增速在 2009 年 Q3 才见底回升；**2. 长端利率快速走高，**且上半场（2008 年末至 2009 年 3 月）由通胀补偿主导，下半场（2009 年 4 月至 2010 年 4 月）实际利率快速上升后长端名义利率与实际利率均在相对高位震荡。**如果参照历史进行定位，我们现在大概处于下半场的初期，即工业品价格已经飙升，实际利率经历了（或仍处于）快速上行的阶段，且在可预见的短期内实际通胀数据将因为能源价格和基期因素走高。**

图表 12. 大宗商品价格与美国核心通胀数据（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：万得，中银证券

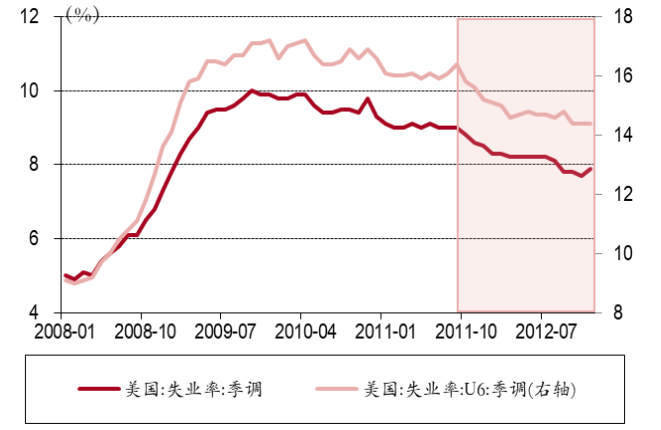
图表 13. 美国长端利率和通胀补偿走势（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：Bloomberg，中银证券

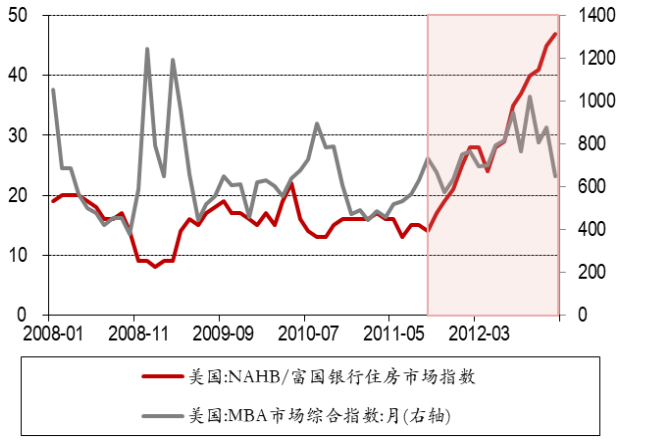
在实际利率快速上行并维持在高位的宏观环境下，后金融危机时期美国经济复苏相当缓慢。失业率上行趋势在 2009 年末才得以遏制（这与金融危机大幅破坏私人部门的资产负债表有关），而以 NAHB 住房指数与 MBA 市场综合指数为代表的房地产景气数据在 2009 年 Q1 短暂冲高后便快速回落，失业数据和房地产市场均要等到扭曲操作开始后才有显著的改善。关于当时的经济状况，美联储 2011 年 9 月份的会议声明（宣布开始扭曲操作的会议）表示"经济增长仍然缓慢，劳动市场状况继续弱势，失业率仍在上升，家庭支出以较微弱(modest)的速度增长，非居住投资保持弱势，房地产部门仍受压制……"。

图表 14. 后金融危机失业率（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 美国房地产数据（阴影部分为扭曲操作时期）



资料来源：万得，中银证券

在情绪、交易原因（比如文章的第一部分）以及非准确预期等因素的驱动下，金融市场往往发生超调，难言理性。**那么在每一次危机后"复苏预期→通胀预期升温→名义利率上行（实际利率下行）→风险资产大涨→名义利率过度上行（实际利率开始走高）→抑制复苏节奏→经济复苏和实际通胀不及预期"的链条似乎让扭曲操作（或其他久期结构操作）成为"必然"。**

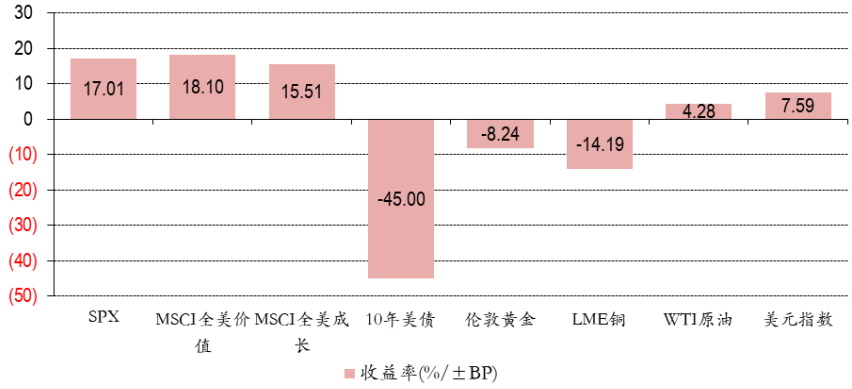
我们判断面对 SLR 豁免到期风险，美联储很有可能将 SLR 豁免延期或者降低补充杠杆率要求，但由于 FOMC 永久票委 Brainard 在 3 月 1 日的讲话中强调了银行体系资本和流动性要求的必要性，因此降低 SLR 要求的可能性会更低，我们更倾向于联储将采取延期措施。

扭曲操作方面，在相对稳健的情况下，我们认为美联储政策的改变仍需观察美国就业与通胀数据在四月份（我们判断四月份为通胀基期效应最强的时间）之后的表现，政策窗口在三季度，若通胀复苏如 2010 年时一般昙花一现，就业复苏停滞，美联储将大概率宣布进行扭曲操作。需要注意的是，这与我们前期报告中美联储大概率在 2021 年下半年开始退出宽松（缩减购债）的观点并不冲突，因为我们仍认为美国通胀的持续性和强度均高于美联储预期（至少是公开表态中的预期，可参考报告《核心高通胀将挑战美联储宽松政策》和《美国实际利率简析》），而刚才提及的 2010 年情况仅为假设。

在相对激进的情况下，不排除美联储借鉴了 2010 年的情况而对实际利率的上行提前作出响应，在三月会议上宣布进行扭曲操作。

在扭曲操作期间，哪些各类资产回报如何？我们以 2011 年 9 月至 2012 年 12 月为样本区间统计各大类资产收益率，可以发现**在扭曲操作实施期间，股债双牛（标普 500 指数+17.01%，10 年美债收益率下行 45BPs），价值风格股票跑赢成长风格（MSCI 全美价值+18.1%，MSCI 全美成长+15.51%），工业金属表现不佳（以铜为代表，伦铜-14.19%），原油价格小幅上升（WTI 原油+4.28%），黄金表现不佳（伦敦金-8.24%），美元升值（美元指数+7.59%）。**此期间通胀掉期利率上升，美国实际利率下行，带动美国权益市场走高；而美联储人为压低长端利率则使美债走牛。最出人意料的是金属商品的低迷表现，在实际利率大幅下行，通胀补偿上升的时期黄金和铜均录得负收益，主要是 2011 年 9 月金属市场历史性大跌导致的。同时，美元指数的上行主要原因是期间美德实际利差的走阔。

图表 16. 扭曲操作期间各类资产回报



资料来源：Bloomberg，中银证券

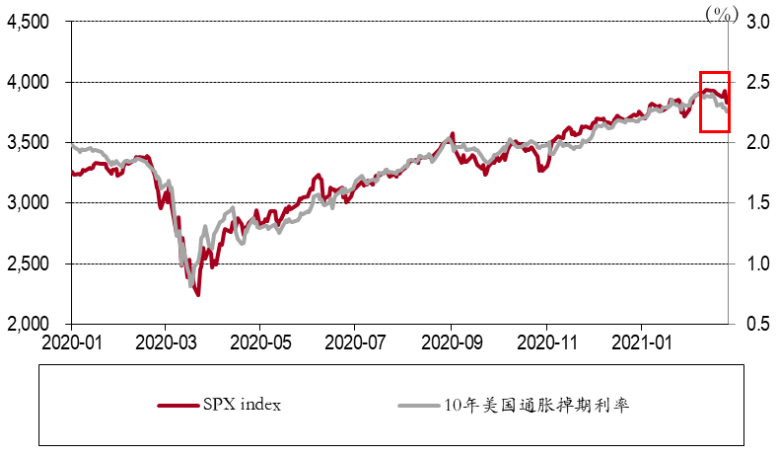
两难的美股，通胀风险黑云压城

在这轮美债收益率波动中，美股并不能独善其身，2 月 25 日当天标普 500 指数更是大幅下挫了 2.45%。权益市场的剧烈波动与股债相关性逆转有关，近期股债正相关性（即估值与收益率负相关）有所加剧，很可能使实行风险平价策略的机构风险暴露度过高，从而进行组合再平衡，即抛售权益资产，负反馈之下形成美股短期的交易风险。

在报告《美国实际利率简析》中我们指出**在通胀预期相对平稳的时期，通胀溢价（通胀补偿与通胀预期之差，通胀补偿我们以通胀掉期利率表示，通胀溢价体现了投资者对未来通胀不确定性所要求的溢价）与美股估值存在显著的正相关。**通胀溢价可以看作名义利率与实际利率的相对增速，当通胀溢价上升，表明名义利率较实际利率上升得更快，当通胀溢价下降，则名义利率较实际利率下行更快。因此，在短期波动中，实际利率与估值的负相关关系可以从“实际利率相对增速与估值负相关”去理解。在长期通胀预期相对稳定的情况下，名义利率的变动大致可以拆分为通胀溢价和实际利率，通胀溢价通常与企业的盈利水平有关，实际利率则可以看作“真实资金成本”，当通胀溢价上升的时候可以看作企业名义资金成本中“盈利预期”部分在上升，因此投资者愿意为其支付更高的估值。

由于短期内通胀预期基本保持平稳（我们以 SPF 每季度发布的 10 年平均 CPI 预测作为 10 年期的平均通胀预期），因此每天通胀掉期利率的波动基本上代表了通胀溢价的变动，而我们发现**这轮美股的下行也对应着通胀掉期利率的下降，**这证明了通胀溢价框架对权益市场的解释力度。

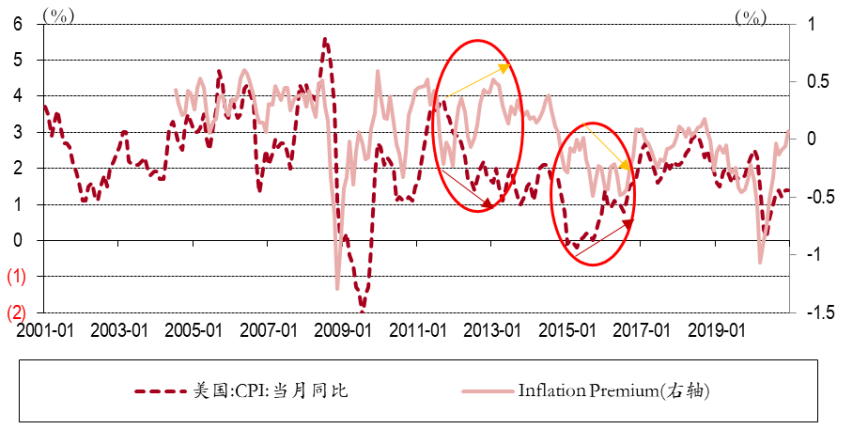
图表 17. 通胀溢价的下行解释了近期美股的下跌



资料来源：Bloomberg，中银证券

在该报告中我们提示了在通胀溢价框架下美股中短期的两种风险：1. 通胀实际数据不及预期的风险；2. 通胀预期趋势性上升的风险，其通常发生在再通胀持续了一段时间后，观测历史数据可以看到通胀预期开始趋势性变化的初期通胀补偿的变动通常相对滞后，这将导致通胀溢价走低，进而压缩了估值（可以参考 2015H2-2016H1 的情况，期间标普 500 指数最大回撤达 14%）。

图表 18. 通胀溢价在趋势变化中往往滞后于实际通胀数据



资料来源：Bloomberg，中银证券

实际通胀数据不及预期的风险与前文提到的 2010 年 Q2-Q3 的情况类似，我们认为，**假如今年 4 月份之后美国实际通胀数据在基期因素逐渐消退后由于经济内生增长动能不足原因开始回落，届时将大概率可以看到通胀补偿与美股均发生可观的回调，**2010 年 4 月至 9 月之间标普 500 指数最大回撤达 16%。但这种情况下的回调或将产生中短期内不错的买点，因为由此引起的实际利率回落正为下一轮通胀反弹酝酿动能。

图表 19. 2010Q2-Q3 实际通胀不及预期引发的美股回调



资料来源：Bloomberg，中银证券

但如前文所述，我们判断美国通胀的持续性和强度均高于美联储和市场预期，我们预计 2021 年上半年美国核心 PCE 突破 2%，下半年在 2.5%附近波动，而 2022 年核心 PCE 很可能触及 3%，因此美股走向第二种风险的可能更高。**需要注意的是，无论美国实际通胀数据未来转向第一种风险（通胀下行风险）还是第二种风险（通胀持续上行风险），美股均面临较为可观的回调，而经济数据的重要观测窗口将在 2021 年 Q2-Q3，因此美股在中期内可谓正面临“两难境地”。**

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

引用

1. Alon, Swanson (2011). “Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases”, FRBSF Economic Letter, 2011-13

2. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210301a.htm

3. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371