



2019.07.13

信用流向地产和基建，制造业内外交困

——6月金融、贸易、通胀数据和宏观周报

	花长春(分析师)	韩旭(研究助理)	董琦(研究助理)	赵格格(研究助理)
	0755-23976621	0755-23976213	010-59312761	0755-23976170
	huachangchun@gtjas.co	hanxu019257@gtjas.co	dongqi020832@gtjas.co	zhaogege@gtjas.com
证书编号	S0880518110004	S0880117090101	S0880118090020	S0880117110069

本报告导读：

信用仍然在流向地产和基建部门，而制造业则面临内外交困的境地：内部压力主要是信用和信心问题，外部则主要是外需不振，叠加美国关税压力。

摘要：

- 6月金融贸易数据显示制造业内外交困，降准降息需求加大：
 - 1) 金融：信用仍然在流向地产和基建部门。6月社融因信托、专项债增加反弹，表明信用仍然去向地产基建，但银行信贷（尤其企业信贷）同比下降。
 - 2) 贸易：外需不振叠加关税制造压力。出口增速转负，发达经济体需求回落和贸易冲突负面影响持续发酵。整个二季度来看，中国对美出口与一季度基本持平，维持在-8%左右增速，后续对美出口仍将受当前关税政策影响，相关产业转移也将承受压力。
 - 3) 通胀：温和通胀给予货币政策更大空间。当前制造业的内外交困和地产热度不减的状况或使得地产的限制政策难有放松，制造业将可能有更多的定向措施——如定向降准、降息。温和的CPI和低迷的PPI为货币政策的灵活实施提供了更多空间。
- 国内经济高频数据：7月需求端与供给端相对平稳
 - 1) 下游：房地产销售增幅小幅加快，不同城市涨跌互现
 - 2) 中游：高炉开工率小幅下跌、发电煤耗环比下降，水泥价格略有下跌，动力煤价格上涨
 - 3) 食品价格：蔬菜、猪肉价格持续上涨
 - 4) 货币：货币市场利率升降互现，人民币汇率略有贬值
- 大类资产：全球权益市场多数上涨，大宗商品涨跌互现
- 国际政策：1) 美联储本月降息预期上升；2) 日韩两国会谈商讨日本对韩国的出口限制；3) 欧洲央行称同意需要为政策宽松做好准备。
- 国内政策：1) 国务院副总理刘鹤在南京调研时指出经济运行总体平稳，要客观认识风险和挑战；2) 中美经贸团队正就下一步具体安排保持沟通；3) 央行表示未来货币政策将“以我为主”。
- 下周关注：

周一：二季度GDP及经济数据

周二：美国6月份零售、进口价格指数

宏观研究团队

花长春（研究所全球首席经济学家）

电话：0755-23976621

邮箱：huachangchun@gtjas.com

证书编号：S0880518110004

张捷（首席宏观分析师）

电话：010-59312761

邮箱：zhangjie018644@gtjas.com

证书编号：S0880517050006

高瑞东（首席宏观分析师）

电话：021-38676720

邮箱：gaoruidong@gtjas.com

证书编号：S0880519040002

魏凤（分析师）

电话：021-38676675

邮箱：weifeng@gtjas.com

证书编号：S0880517050005

韩旭（研究助理）

电话：0755-23976213

邮箱：hanxu019257@gtjas.com

证书编号：S0880117090101

董琦（研究助理）

电话：010-59312761

邮箱：dongqi020832@gtjas.com

证书编号：S0880118090020

赵格格（研究助理）

电话：0755-23976170

邮箱：zhaogege@gtjas.com

证书编号：S08801171100

相关报告

《预计二季度GDP增速将回落至6.3%》

20181207

《6月经济数据预测》

20181207

《G20会晤：解决了什么问题、遗留了什么问题？》

20181206

《G20会晤的三种情形及政策组合》

20181206

《政策对冲加码，降息时点或提前》

20181206

目 录

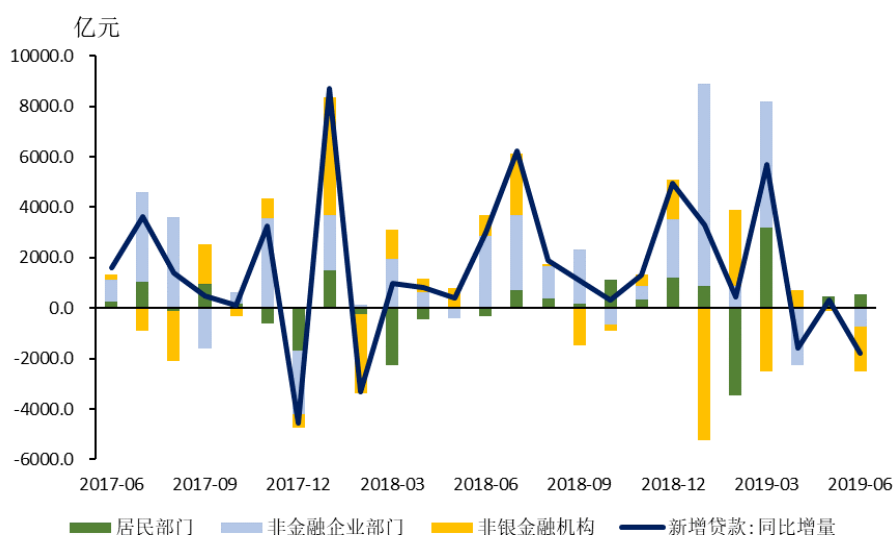
1. 本周焦点：信用仍然流向地产和基建，制造业内外交困，定向降准、降息需求增大	3
2. 国内经济：7月需求端与供给端相对平稳.....	5
2.1. 下游：房地产销售增幅提高，不同城市涨跌互相.....	5
2.2. 中游：高炉开工率小幅下跌、发电煤耗环比下降，水泥价格略有下跌，动力煤价格上涨.....	5
2.3. 上游：原油价格小幅上升	6
2.4. 食品价格：蔬菜价格、猪肉价格持续上涨.....	7
2.5. 货币：货币市场利率升降互现，人民币汇率略有贬值.....	7
3. 全球大类资产：全球权益市场多数上涨，大宗商品涨跌互现	9
4. 国际政策：美联储“鸽”声嘹亮，降息预期上升	10
5. 国内政策：中美经贸团队正就下一步具体安排保持沟通	11
6. 下周关注	11

1. 本周焦点：信用仍然流向地产和基建，制造业内外交困，定向降准、降息需求增大

6 月份数据已经公布了金融、通胀和外贸数据，这些数据对下周一即将公布的二季度数据有何指导性意义呢？综合来看，信用仍然在流向地产和基建部门，而制造业则面临内外交困的境地：内部压力主要是信用和信心问题，外部则主要是外需不振，叠加美国关税压力。

6 月份的社融明显因信托、专项债大量增加而反弹，表明社会信用仍然通过信托、专项债去向地产和基建，但问题是银行信贷——尤其是企业信贷——较去年同期下降。此次表外融资同比多增 6100 多亿，主要因为信托。与此相呼应的是，虽然新增信贷总量减少，但居民部门仍然同比增长 500 多亿。另外，专项债 6 月也发力，同比增量达 2560 亿，为自 2018 年 10 月以来的新高。而贷款（尤其是企业贷款）和直接融资这两个与企业资金较为相关的两项同比增量均为负数。

图 1：6 月社融数据同比改善主要靠表外和专项债，贷款同比为负



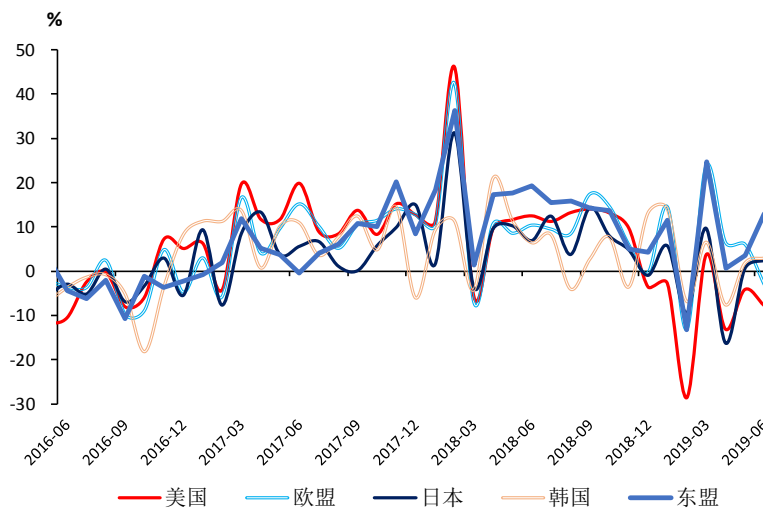
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

除了国内信用给制造业企业带来压力外，外需不振，叠加美国加征关税，也给制造业带来明显压力。出口增速转负，主因对美欧等发达经济体的出口增速下行明显，发达经济体需求回落和贸易冲突负面影响持续发酵。按产品来看，纺织、服装等劳动密集型产品增速回落 2.8 个点，高新技术、机电等技术密集型产品出口较 5 月同比降低 4.5、2 个百分点。分国别看，中国对美国、欧盟出口增速分别回落 3.6、9 个百分点至 -7.8% 和 -3.0%。整个二季度来看，中国对美出口与一季度基本持平，维持在 -8% 左右增速，后续短期来看中美贸易谈判仍将持续，对美出口仍将受当前关税政策影响，包括相关产业转移也将承受压力。

不过，有意思的是，对比中国出口到美国和东南亚，当下似乎存在“转口贸易”，这也在一定程度上缓解美国关税给中国制造业的压力。6 月中国对韩日小幅回升，对东盟出口增速大幅提升 9 个点至 12.9%（图 2）。在美国加征关税后，部分中国

产品似乎在通过东南亚转口至美国。若“转口贸易”假设成立，短期出口压力有所减轻，但中长期一旦美国海关识别这种问题，则可能意味着更大的压力。

图 2：对美欧出口再度恶化，对东盟出口持续提升



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

展望下半年，当前制造业的内外交困和地产热度不减的状况或使得地产的限制政策难有放松，而财政、货币政策则依然是为经济“保驾护航”主要工具，为制造业将可能有更多的定向措施——如定向降准、降息。

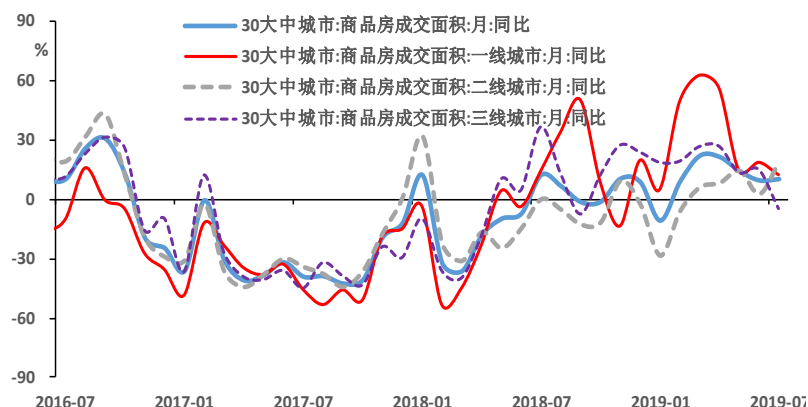
另外，通胀温和，也提供了更多的货币政策空间。当前，CPI 和 PPI 都指向下游需求偏弱。后续 CPI 的扰动仍将回归猪肉价格，经济增速企稳前，难以形成猪肉价格与核心通胀的共振向上；而后续房地产融资或对房地产投资增速有压制，进而对 PPI 形成压制，PPI 或将在三季度内转负。温和的 CPI 和低迷的 PPI 为货币政策的灵活实施提供了更多空间。

2. 国内经济：7月需求端与供给端相对平稳

2.1. 下游：房地产销售增幅提高，不同城市涨跌互相

2019年7月以来房地产销售增速提高，不同城市涨跌互相。30个大中城市商品房成交面积同比增速为10.13%，较6月增加约0.65个百分点。其中，一线城市增速较6月下降6.30个百分点至12.31%，二线城市上升16.34个百分点至18.96%，三线城市下降19.8个百分点至-4.52%。

图3：7月房地产销售增速提高



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

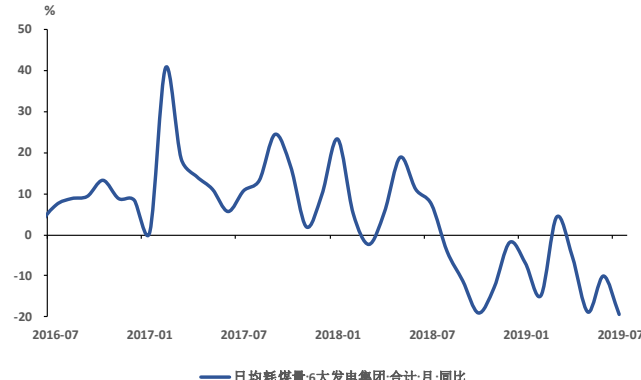
2.2. 中游：高炉开工率小幅下跌、发电煤耗环比下降，水泥价格略有下跌，动力煤价格上涨

7月以来，高炉开工率小幅下跌，日均耗煤环比下降。截至7月12日当周，高炉开工率为66.02%，延续下降趋势。日均耗煤增速下降，7月以来6大发电集团日均煤耗量同比下降9.34个百分点至-19.47%。水泥价格环比下跌，动力煤价格环比上涨。截至7月12日，7月水泥价格指数环比增速较6月下降约0.37个百分点，至146.64。动力煤价格环比增速为2.10%，收于606元/吨。

图 4：7 月高炉开工率小幅下跌



图 5：7 月日均耗煤同比下降



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图 6：7 月水泥价格下跌，环比增速略有下降

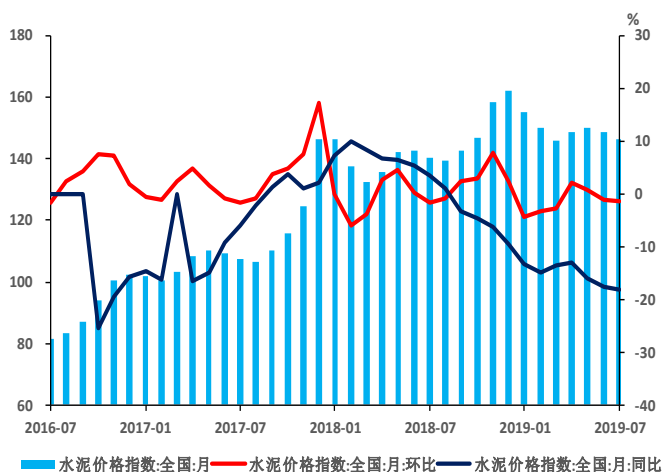
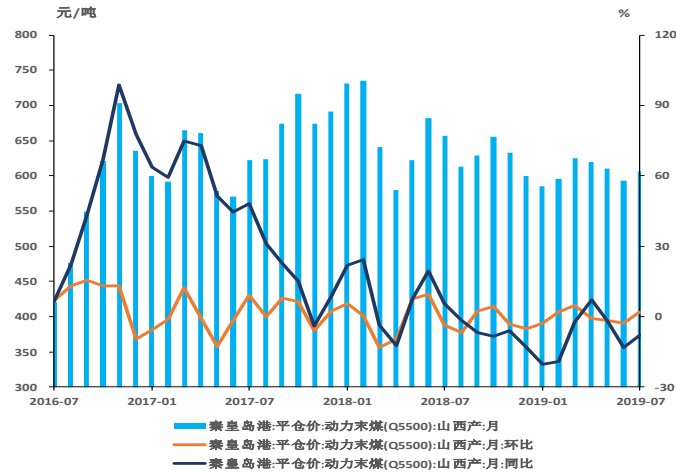


图 7：7 月动力煤价格上涨，同比增速略有回升



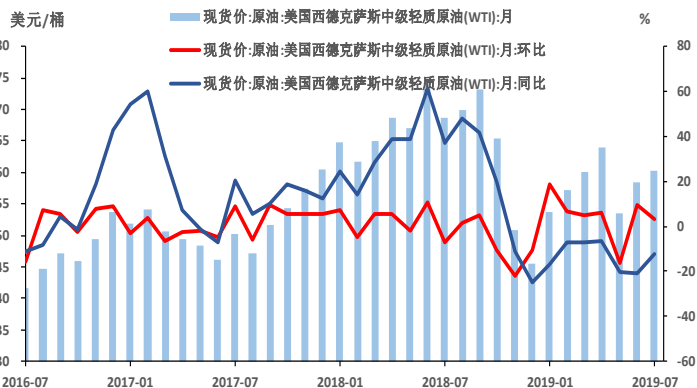
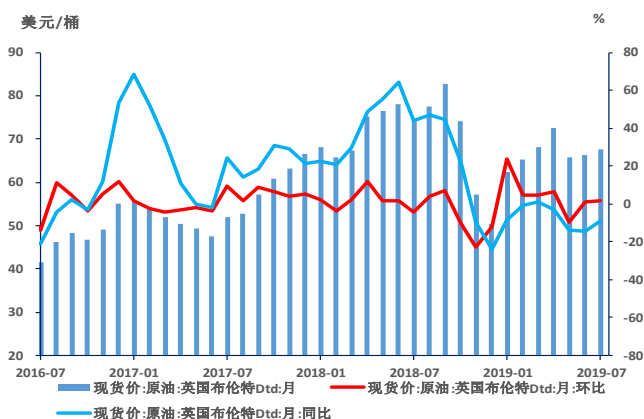
资料来源：WIND，国泰君安证券研究

2.3.上游：原油价格小幅上升

7 月以来，原油价格小幅上升。截至 7 月 12 日，英国布伦特原油现货价格为 67.46 美元/桶，较 6 月环比上升 0.5%；WTI 现货原油价格环比下降 6.33%至 60.20 美元/桶。

图 8: 7 月布伦特原油价格小幅上升

图 9: 7 月 WTI 原油价格小幅上升

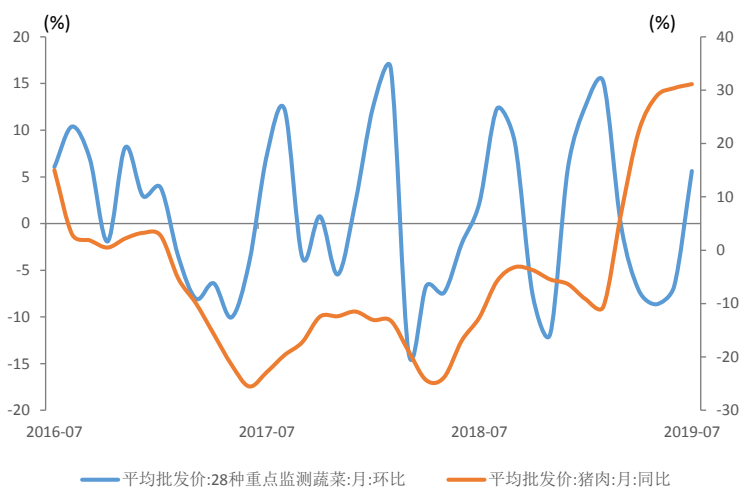


资料来源：WIND，国泰君安证券研究

2.4. 食品价格：蔬菜价格、猪肉价格持续上涨

2019 年 7 月以来，蔬菜价格、猪肉价格持续上涨。截至 7 月 12 日，28 种重点监测蔬菜均价为 4.17 元/公斤，较 6 月环比上升 13.82%。22 个省市平均猪肉价格为 23.27 元/公斤，环比上升 0.86%，同比上升 1.93%。

图 8: 7 月蔬菜、猪肉价格继续上涨



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

2.5. 货币：货币市场利率升降互现，人民币汇率略有贬值

利率方面，货币市场利率升降互现。截至 7 月 12 日，R007 较 6 月末下行 21.17bp 至 2.4486%，R001 较 6 月末上行 73.77bp 至 2.2857%。汇率方面，离岸人民币即期汇率为 6.8789，较 6 月底略有贬值 1bp。

图 9：近期货币市场利率有升有降

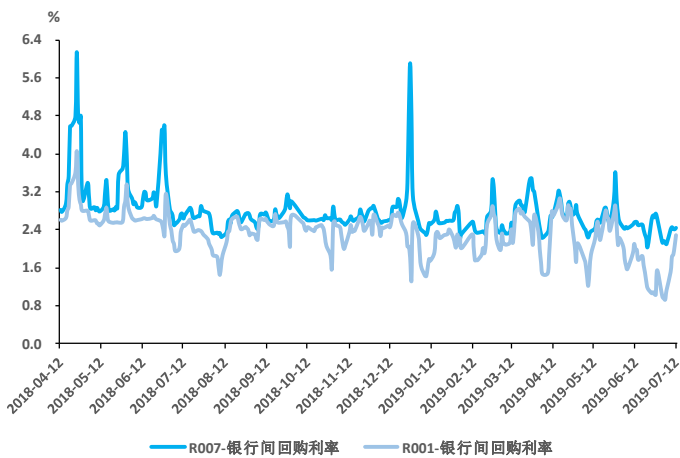


图 10：7 月以来离岸人民币汇率略有贬值



表 1：重点高频数据追踪（7 月 12 日更新）

指标	2019年7月	2019年6月	2019年5月	2019年4月	2019年3月	2019年2月	2019年1月	2018年12月	2018年11月	2018年10月	2018年9月	2018年8月
下游												
商品房销售(同比,%)	10.1	9.5	13.6	21.5	21.9	8.3	-11.2	8.5	10.3	-1.4	-1.5	6.3
土地供应(同比,%)	-50.7	-16.17	6.7	-8.9	3.5	-22.8	-28.9	15.2	15.8	-29.0	13.2	15.3
土地成交(同比,%)	-26.9	-10.28	-5.5	-6.5	-23.1	-21.5	-25.6	9.7	-19.5	-16.9	16.6	2.4
土地成交溢价率	11.4	18.66	-6.8	23.2	16.2	7.6	8.8	7.7	6.7	3.5	7.3	9.5
汽车销售(同比,%)	4.9	-12.45	NA	-16.6	-15.1	39.9	-32.8	-21.7	-32.2	11.3	-23.9	-7.4
客车销量(同比,%)	NA	78.5	NA	NA	71.4	32.4	64.1	76.2	80.0	82.4	83.0	83.2
中游												
发电耗煤(同比,%)	-19.5	-10.13	-18.9	-5.3	4.2	-14.9	-7.0	-2.0	-13.0	-19.1	-11.3	-4.2
高炉开工率(%)	66.3	67.96	70.3	70.0	63.8	65.8	64.8	65.4	67.5	68.3	68.0	66.5
粗钢产量(同比,%)	NA	4.3	NA	4.3	5.96	6.7	2.9	4.7	7.6	7.4	6.3	1.8
螺纹钢产量(同比,%)	26.5	12	-5.2	-11.3	-7.5	13.6	-3.9	-2.4	-15.4	-8.1	-6.4	3.7
螺纹钢价格(环比,%)	1.8	-3.8	0.1	3.6	1.6	1.4	-2.4	-8.8	-4.9	1.7	1.8	7.1
水泥价格(环比,%)	-1.5	-1.02	0.9	2.0	-2.7	-3.3	-4.4	2.5	7.7	2.9	2.4	-0.7
动力煤价格(环比,%)	2.1	-2.8	-1.6	-0.8	4.9	1.9	-2.6	-5.2	-3.4	4.3	2.4	-6.6
上游												
原油WTI价格(环比,%)	3.0	9.3	-11.5	6.3	5.1	6.4	18.5	-10.8	-22.0	-10.8	4.9	1.5
铁矿石价格(环比,%)	12.5	11.6	0.1	4.1	-0.4	17.8	9.0	-4.5	-3.1	4.8	0.5	5.5
铜价格(环比,%)	-0.3	-1.7	-3.8	0.3	-0.1	3.6	-2.8	-1.1	-1.5	3.0	-0.4	-1.1
食品												
蔬菜价格(环比,%)	7.1	-6.7	-8.6	-7.1	-0.2	15.2	12.6	6.0	-11.8	-7.6	8.7	12.3
猪肉价格(环比,%)	5.9	5.1	1.4	4.5	6.2	-4.1	-1.8	1.7	-2.7	-1.3	4.4	9.9

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

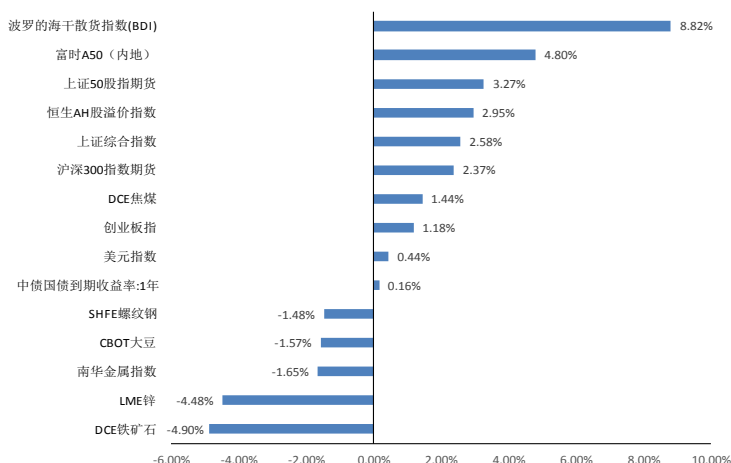
3. 全球大类资产：全球权益市场多数上涨，大宗商品涨跌互现

总体而言，本周大类资产表现分化，全球股市总体上涨，大宗商品则涨跌不一。具体来说，欧洲股市全线收涨，富时 100(英国)、法兰克福 DAX 指数、巴黎 CAC40 指数、意大利 ITLMS 指数及俄罗斯 RTS 指数分别上涨 4.80%、1.85%、1.41%、0.39%、0.59%。美股全线上涨，本周道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克综合指数分别录得 0.56%、-0.08%及 0.17%。国内方面，由于中美贸易谈判重新启动，上证综指上涨 2.58%至 2930.55，创业板上涨%至 1518.07。

美元指数连续三日下跌，美国国内消费者物价指数上涨，美国国债收益率上涨。美国核心 CPI 创近一年半以来最大增幅，商品和服务行业成本稳定增长，但高于市场预期的通胀增幅未能撼动市场对美联储月底降息的预期。美元指数 12 日连续第三个交易日下跌，创下三周来最大跌幅。美国劳工部 11 日发布的报告显示，美国 6 月份消费者价格指数(CPI)环比增长 0.1%，与 5 月份持平，但剔除食品和能源价格的核心 CPI 环比增长 0.3%，是 2018 年 1 月以来的最大增幅。这份数据推高了美国国债收益率。

大宗商品方面涨跌互现。波罗的海干散货指数大幅上涨 8.82%；NYMEX 原油、IPE 布油周内小幅上涨，涨幅分别为 0.27%、0.64%；本周 LME 锌下跌 4.48%，DCE 铁矿石下跌 4.90%。

图 11：全球主要资产价格变动情况（6 月 6 日至 7 月 12 日）



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图 12：全球主要权益市场多数上涨

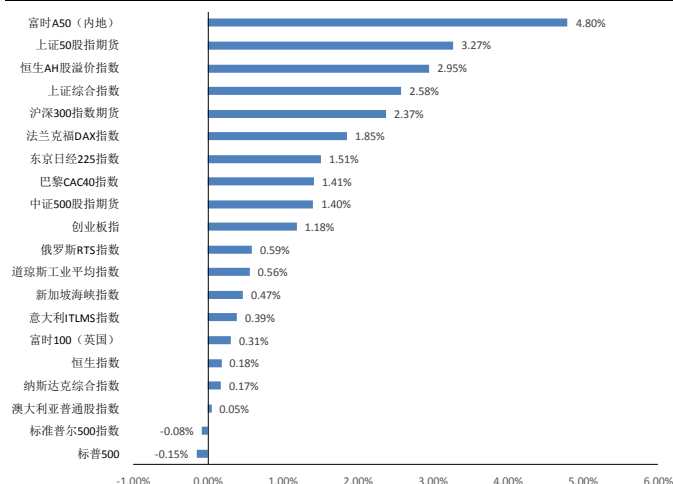
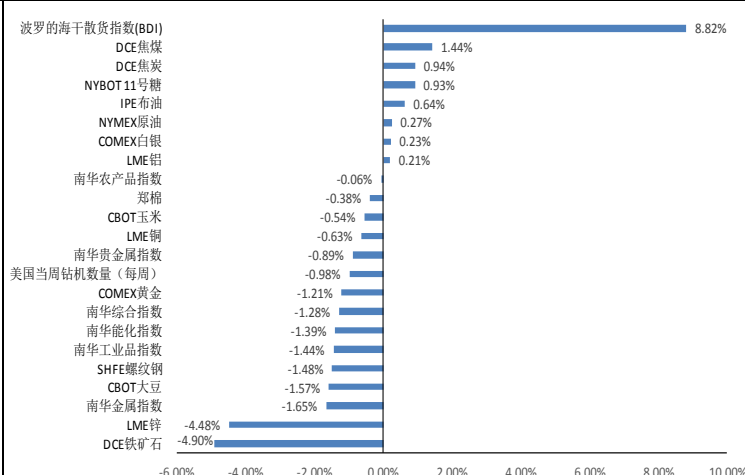


图 13：大宗商品涨跌互现



资料来源：WIND、国泰君安证券研究

4. 国际政策：美联储“鸽”声嘹亮，降息预期上升

1) 美国：市场对美联储本月降息预期上升

美联储主席鲍威尔：受贸易紧张局势和世界经济增长放缓影响，美国经济正面临一系列不确定性，**美联储“将采取适当行动维持经济扩张”**；贸易问题为企业供应链带来不确定性，对贸易的担忧打压美国经济前景；失业率与通胀之间的联系越来越弱；货币政策并没有预期的那么宽松；更高的薪资应当能够推升通胀，但美国经济目前还没有到这个程度。鲍威尔的言论增强了市场对美联储即将在7月底召开的货币政策会议上降息的预期。

2) 欧洲：同意需要为政策宽松做好准备

欧洲央行会议纪要称，同意需要为政策宽松做好准备。会议讨论了更加宽松的定向长期再融资操作（TLTRO）条款；注意到以市场为基准的通胀预期有所下降；负利率所付出的代价要比益处更高，但这一点在更长的时间段及利率较低的情况下并不适用。可能采取的措施包括延长和加强前瞻性指引，恢复资产购买计划和降低利率；若低通胀的水平持续下去，可能需要考虑采取更具战略性的措施。

3) 英国：央行不计划收紧流动性要求

英国央行金融稳定报告称，切实感受到英国无协议脱欧的可能性上升；将测试英国银行业对流动性冲击的反应，**不计划收紧流动性要求**；英国有足够资金以抵御贸易冲突和无协议脱欧的负面影响；将评估加密货币对金融系统构成的风险；全球经济前景面临的风险上升。

4) 日本：日韩两国会谈商讨日本对韩国的出口限制

日本内阁官房长官菅义伟：周五日韩两国会谈只评估事实，不商讨条件。日本外

交部官员：日本对韩国施加出口限制是出于安全考虑的必要措施，出口限制的措施并不是对劳工争端的报复措施。

5. 国内政策：中美经贸团队正就下一步具体安排保持沟通

通

1) 国务院：副总理刘鹤在江苏南京调研，指出经济运行总体平稳，要客观认识风险和挑战

国务院副总理刘鹤在江苏南京调研经济形势和企业生产经营情况。刘鹤指出，今年上半年经济运行总体平稳，增长、就业、物价等宏观经济指标均处于正常区间；要客观认识当前的风险和挑战，坚定信心，保持战略定力，加快政府职能转变，发挥市场在资源配置中的决定性作用，进一步扩大对外开放，推动经济高质量发展。

2) 商务部：中美经贸团队正就下一步具体安排保持沟通

商务部：中美双方经贸团队将按照两国元首大阪会晤要求，在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，目前双方经贸团队正在就下一步具体安排保持沟通；中方的核心关切必须得到妥善解决，相信双方可以通过平等对话照顾彼此合理关切，一定能够找到解决问题的办法，这符合两国和两国人民的利益，也符合世界和世界人民的利益。

3) 商务部：“不可靠实体清单”近期发布；不会歧视和打压任何外资企业

商务部表示，目前不可靠实体清单制度正在履行相关的程序，将于近期发布。注意到有一些外资企业的担心，中国没有出现大规模外资撤离情况，中国不会打压任何外资企业，不会歧视任何外资企业，会坚决保护所有在华外资企业的合法权益，为广大的外资企业营造更加稳定、公平、透明、可预期的投资环境。回应“美国取消对 110 种中国商品加征的关税”，商务部表示：中方也已建立关税豁免机制，将根据企业申请进行处理。

4) 央行：未来货币政策将坚持“以我为主”

央行货币政策司司长孙国峰表示，中国利率水平去年来一直在降低，未来货币政策将坚持“以我为主”，根据中国的经济形势、价格变化及时进行预调微调；将继续完善“三档两优”存款准备金率框架，综合运用多种货币政策工具，促进经济平稳健康发展；灵活把握公开市场操作的力度和节奏，保持流动性合理充裕；下一步利率市场化的关键点是推进贷款利率进一步市场化。

6. 下周关注

表 2：下周全球经济热点

财经日历 (07.15-07.19)	
周一 (07.15)	
重要数据	1. 中国：第二季度 GDP 2. 中国：1-6 月上半年 GDP

	3.中国：6月和1-6月规模以上工业增加值 4.中国：6月固定资产投资 5.中国：6月社会消费品零售总额 6.中国：6月调查失业率 7.美国：7月纽约联储制造业指数
重要事件	1.6月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告 2.国家统计局就7月国民经济运行召开新闻发布会
周二 (07.16)	
重要数据	1.美国：7月NAHB住房市场指数 2.意大利：6月CPI 3.英国：5月失业率 4.德国：7月ZEW经济景气指数、经济现状指数 5.欧盟：欧元区7月ZEW经济景气指数 6.欧盟：5月欧盟、欧元区贸易差额 7.美国：6月出口物价指数 8.美国：6月核心零售总额 9.美国：6月进口价格指数 10.美国：6月工业总体产出指数 11.美国：6月制造业产出指数 12.美国：6月零售总额 13.俄罗斯：6月PPI
周三 (07.17)	
重要数据	1.英国：6月CPI、RPI、PPI 2.欧盟：6月欧盟、欧元区CPI 3.加拿大：6月CPI
周四 (07.18)	
重要数据	1.中国：6月银行结汇售汇值 2.日本：6月进口额、出口额、贸易差额 3.英国：6月零售指数 4.澳大利亚：6月失业率、就业人数
重要事件	1.英国央行公布信贷状况调查
周五 (07.19)	
重要数据	1.日本：6月CPI 2.加拿大：5月零售销售 3.美国：7月密歇根大学消费者信心指数
重要事件	1.美联储威廉姆斯、布拉德分别发表讲话

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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	200031	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		