

2011.08.14

## 警惕法国 AAA 评级下调风险

### ——全球债务与财赤危机专题研究之法债危机

	<b>姜超</b>	<b>薛鹤翔</b>
	021-38676430	021-38674809
	jiangchao6164@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com
	S0880511010045	S0880110100143

#### 本报告导读：

研究法国债务、财政状况，探讨法国主权评级被下调的可能性，及其对欧元区影响。

#### 摘要：

- 近期，金融市场开始担忧法国是否也会被下调主权评价。尽管标普、穆迪和惠誉均表示维持法国 AAA 主权信用评级，并给予展望为稳定，但是金融市场的担忧实实在在地反映了法国评级被下调的可能性，巴黎 CAC40 指数经历惨痛下跌。
- 我们的研究表明，从经济、财政、债务、政治等多角度来看，法国确实具备下调评级的可能性。从经济基本面看，法国经济增速偏低，通胀偏低，不利于通过做大分母以降低债务率。
- 从长期的平均赤字率来看，美国、德国、法国分别是 2.13%、2.23%、3.41%，法国的赤字率是最高的。金融危机以来，美国债务率上升最为迅猛，法国债务率在 2009 年上升迅速，目前法国和德国的债务率相当。
- 我们从政府财政和债务模块中推导出关于政府债务可持续性的公式，表明一国债务的可持续性取决于：低的主要财政赤字率、长的债务到期期限、高的名义 GDP 增速、低的国债收益率。债务动态模拟的结果表明未来十年法国债务的可持续性要弱于美国。
- 通过政府效能、监管质量和法制程度的考核，我们使用世界银行全球治理指标对德国、法国、美国的政治风险进行了比较研究，发现法国政治风险高于美国，更显著高于德国。
- 从欧债危机以来的经验看，评级机构首次降级基本是在受评国金融市场大跌之后，且后续降级往往与市场波动“共振”，形成一边倒的恶化势头。考虑到欧债危机以来市场对一国偿债能力的质疑最终都演变成为该国主权评级的下调，饱受市场挤压的法国或将成为另一个失去 AAA 评级的 G7 国家。
- 法国长期主权信用评级若遭调降，对于法国政府、银行业、欧元区来讲都将是灾难性的：法国政府可能无暇他顾；法国银行业危机将几乎注定要发生；对于欧元区而言，核心国德法双子星的“绝对稳定性”基础不稳，法国的担保能力遭到质疑。更为致命的是，欧元区的政治稳定性必将大打折扣。

#### 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

吕春杰  
021-38676051  
lvchunjie@gtjas.com

汪进  
021-38674624  
Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔  
021-38674809  
xuehexiang008730@gtjas.com

#### 相关报告

《下半年美国经济增长或趋停滞》	2011.08.11
《热钱存外流风险，或冲击货币政策》	2011.08.10
《风险偏好下降、经济压力加大》	2011.08.03
《美债的近忧与远虑》	2011.07.28
《内蒙“金三角”地区调研纪要》	2011.07.22

## 目 录

一、	美国评级下调的多米诺骨牌正推向法国 .....	3
二、	法国经济基本面堪忧 .....	4
三、	法国债务可持续性弱于美国 .....	8
四、	法国政治风险高于美国 .....	12
五、	市场波动在先，评级行动在后 .....	13
六、	法国评级若遭下调的潜在影响 .....	17

## 一、美国评级下调的多米诺骨牌正推向法国

美国长期主权信用评级遭下调之后，标普给予的 AAA 级主权信用评级的国家和地区剩下：澳大利亚、奥地利、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、香港、荷兰、挪威、新加坡、瑞典、瑞士、英国、卢森堡。

表 1：高等级主权国家评级

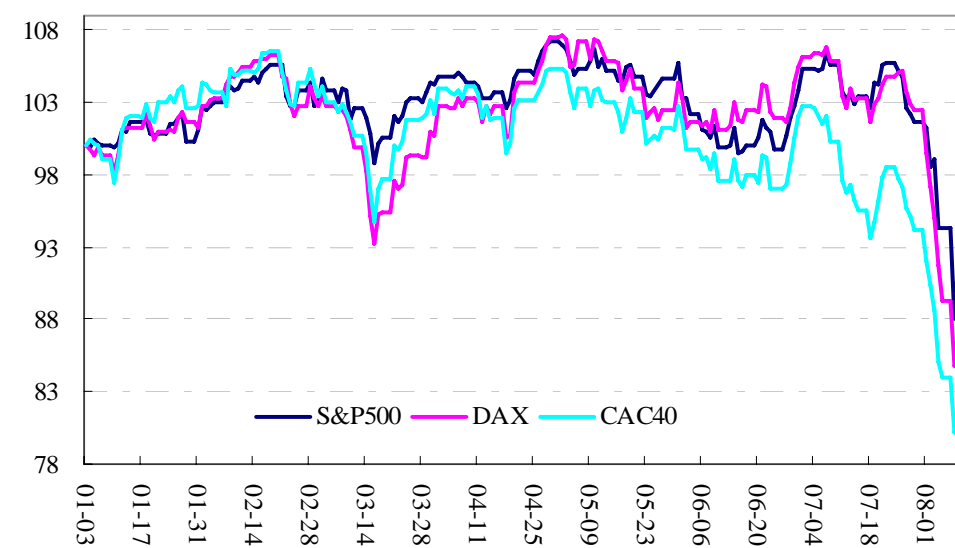
国家	标普	穆迪	惠誉
澳大利亚	AAAu	Aaa	AA+
奥地利	AAA	Aaa	AAA
加拿大	AAA	Aaa	AAA
丹麦	AAA	Aaa	AAA
芬兰	AAA	Aaa	AAA
法国	AAAu	Aaa	AAA
德国	AAAu	Aaa	AAA
香港	AAA	Aa1	AA+
荷兰	AAAu	--	--
挪威	AAA	Aaa	AAA
新加坡	AAAu	--	AAA
瑞典	AAA	Aaa	AAA
瑞士	AAAu	--	AAA
英国	AAAu	Aaa	AAA
美国	AA+u	Aaa	AAA

数据来源：Bloomberg Professional

近期，金融市场开始担忧法国是否也会被下调主权评价。尽管标普、穆迪和惠誉均表示维持法国 AAA 主权信用评级、并给予展望为稳定，但是金融市场的担忧实实在在地反映法国评级被下调的可能性，巴黎 CAC40 指数经历惨痛下跌。

图 1 标普 500、德国 DAX、法国 CAC40

单位：1



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg Professional

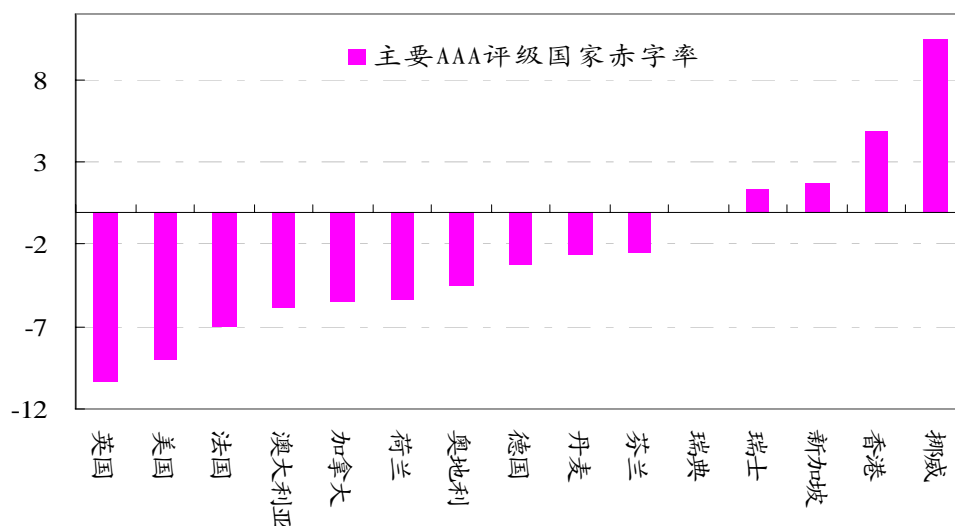
注：各自股指以 2011 年 1 月 3 日为 100

市场的担忧绝非空穴来风，我们的研究表明从经济、财政、债务、政治等多角度来看，法国确实具备下调评级的可能性。首先我们通过对比主要 AAA 评级国家的赤字和债务状况来道明法国的危机，随后通过对比美国、法国、德国的经济、财政、政治等状况来详细剖析。

法国的赤字率达到 7%，在 AAA 级国家中仅次于英国。

图 2 赤字率

单位：%

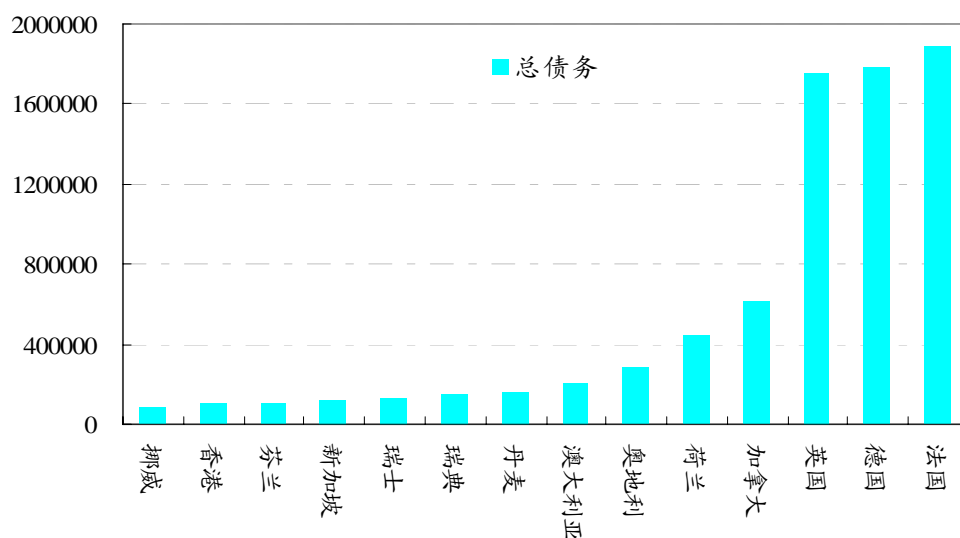


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg Professional

法国的总债务在主要 AAA 评级国家中是最高的，当前的债务达到 1.9 万亿欧元。

图 3 总债务

单位：百万



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg Professional

## 二、 法国经济基本面堪忧

若要探究法国等 AAA 国家主权信用风险的高低，以及预测国际评级机构是否会进一步降级，我们必须从国际评级机构评判主权风险的方法着手。纵观标普、穆

迪两大机构的主权评级方法，无外乎关注四个方面：政治风险、经济弹性、财政和政府债务稳定性以及外债和国际收支，其中发达国家评级主要关注前三个方面。

本部分首先分析经济基本面因素，分为经济增长、通胀两个方面。

从经济增长的角度看，无疑在我们所计算的三个时期，美国都是最高的，法国经济在 2005-2010 年是增长最慢的。

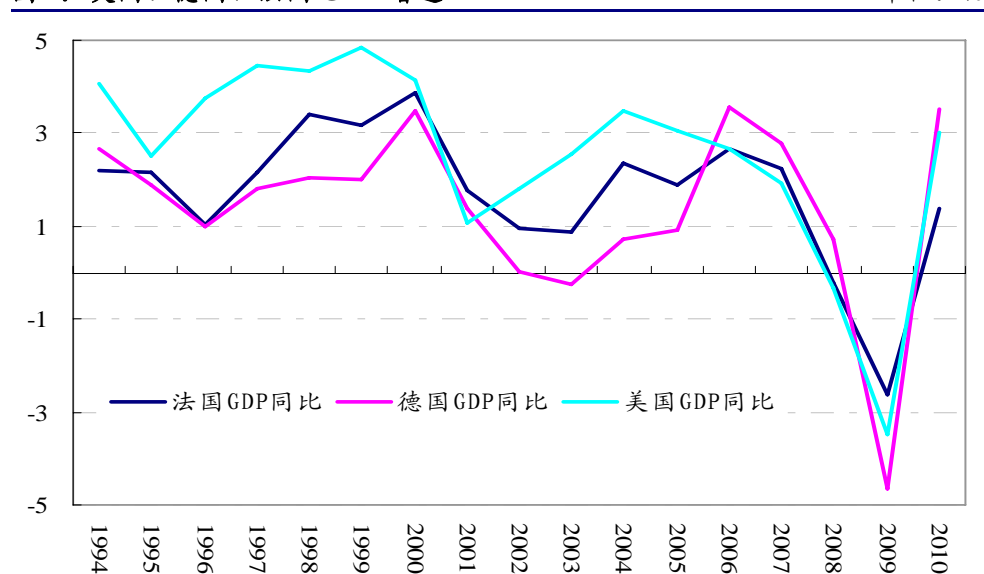
**表 2: 美国、德国、法国实际经济增速平均值**

单位: %

时期	美国	德国	法国
1994-2010	2.58	1.38	1.72
2001-2010	1.58	0.87	1.13
2005-2010	1.14	1.13	0.88

**图 4: 美国、德国、法国 GDP 增速**

单位: %

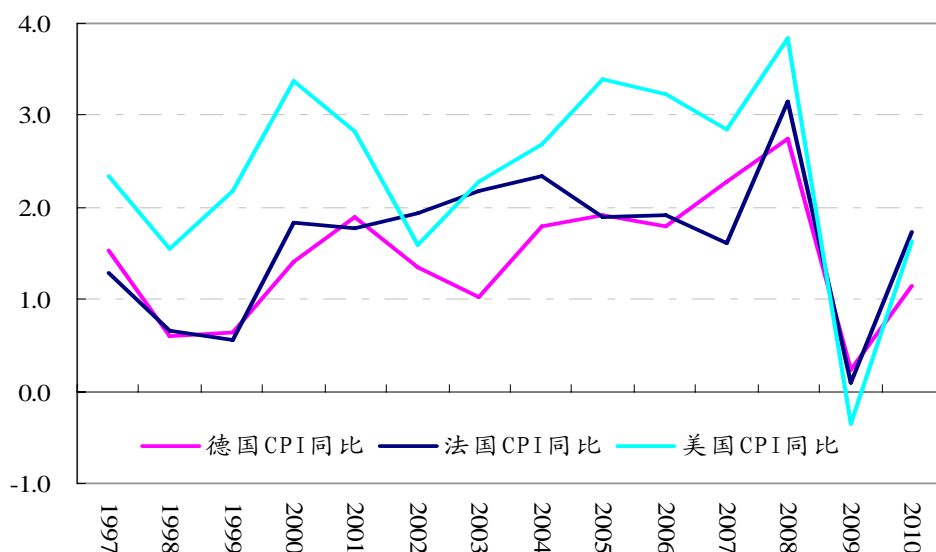


数据来源: 国泰君安证券研究, BEA, Eurostat

通胀实际上是一柄双刃剑。一方面较高的通胀会造成国民的福利损失，但是另一方面通胀会使得实际债务缩水，有利于政府债务的可持续性。法国的通胀在德、法、美三国中居于中等水平，略高于德国，而低于美国，相对于美国而言，通过通胀而减少实际债务的比例较低，从这一点而言实际上并不利于债务的可持续性。

图 5: 美国、德国、法国 CPI 增速

单位: %

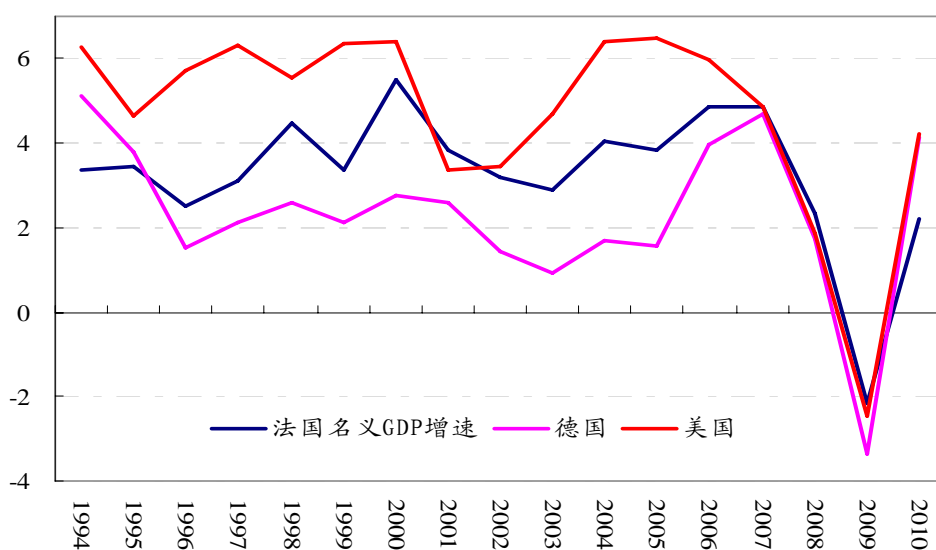


数据来源: 国泰君安证券研究, BEA, Eurostat

法国名义 GDP 增速显著低于美国, 这不利于其债务可持续性。

图 6: 美国、德国、法国名义 GDP 增速

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, BEA, Eurostat

近期出现了法国长期国债收益率相对于德国收益率利差扩大的现象, 表明虽然同为欧元区核心国, 但法国相对德国的风险溢价在上升。我们进一步研究发现, 德法利差可以用经济增速差和通胀差来解释大部分。

图 7：法德十年期国债收益率利差

单位：BP

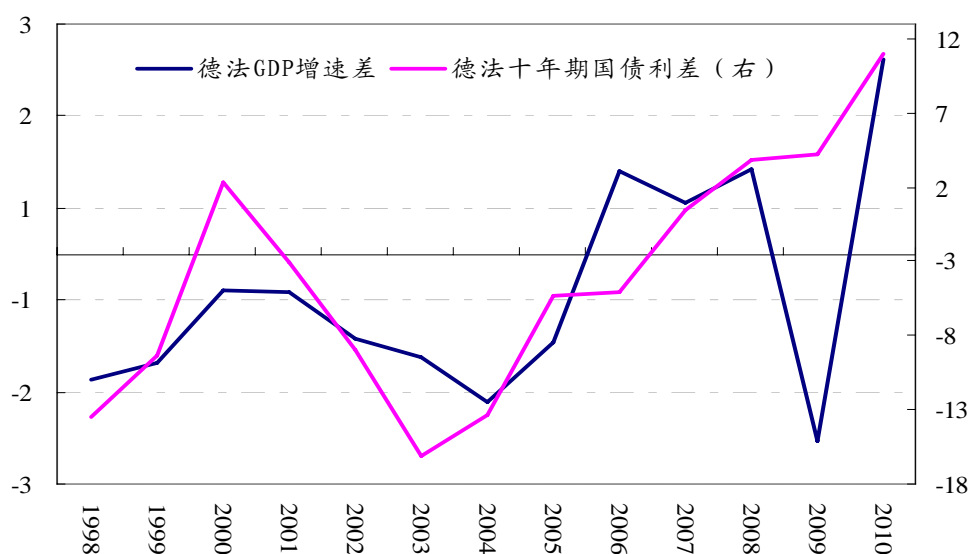


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg Professional

德法 GDP 增速差可以很好地解释长期国债利差，也就是说当德法 GDP 增速差向上时，德法十年期国债利差也是扩大的。

图 8：德法 GDP 增速差、德法十年期国债增速差

左轴：% 右轴：BP

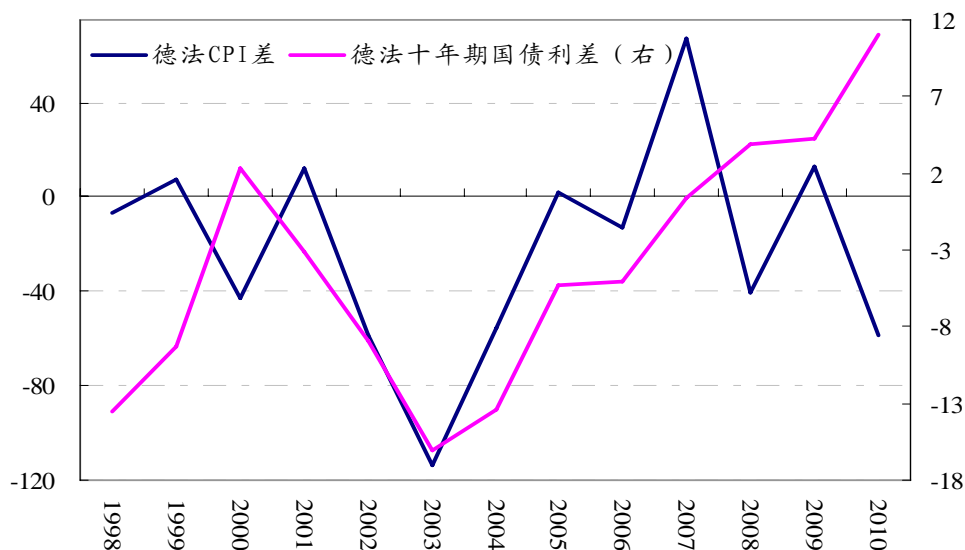


数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

德法 CPI 差与德法十年期国债利差存在正相关性，而 2010 年则存在背离，即德法 CPI 差上升，而德法 CPI 差下降，而该时期利差的上升可以用德法 GDP 增速差扩大来解释。

图 9：德法 CPI 差、德法十年期国债利差

单位：%



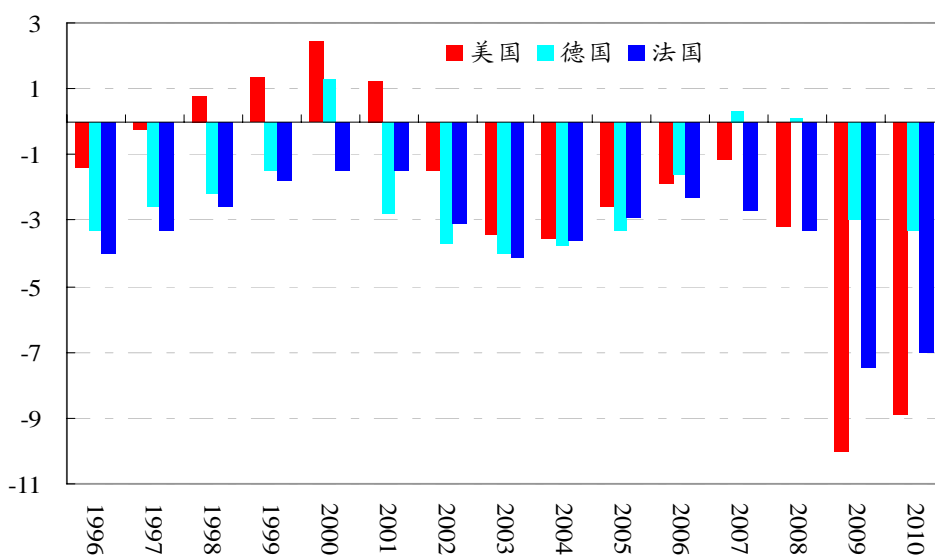
数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

### 三、 法国债务可持续性弱于美国

赤字率和债务率是衡量一国债务可持续性的重要指标。从长期的平均赤字率来看，美国、德国、法国分别是 2.13%、2.23%、3.41%，法国的赤字率是最高的，2008-2010 年，法国的赤字率仅比德国略低。

图 10：赤字率

单位：%



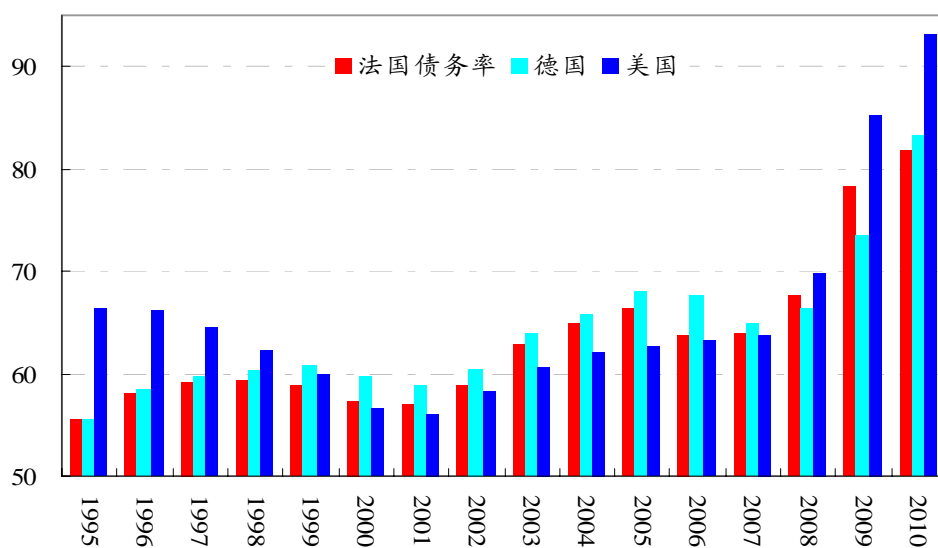
数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，Eurostat

金融危机以来，美国债务率上升最为迅猛，其次是德国，法国债务率在 2009 年上升迅速，2010 年则温和上升，目前法国和德国的债务率相当。



图 11: 债务率

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部, Eurostat

同时, 我们从政府财政和债务模块中推导出一个关于政府债务可持续性的公式:

$$DG_t = DG_{t-1} \frac{1 + \frac{1}{d} \sum_{i=0}^{1/(d-1)} R_{t-i}}{1 + g_t} + PDG_t \quad \text{—— 债务动态模型}$$

其中, DG 是债务率, PDG 是主要财政赤字率 (不包含利息和国债本金偿还), R 是国债收益率, g 是名义 GDP 增速, d 是债务的平均到期年限。

简单而言, 一国债务的可持续性, 取决于: 低的主要财政赤字率、长的债务到期期限、高的名义 GDP 增速、低的国债收益率, 我们就这几方面作出分析。

表 3: 美国、德国、法国相关经济指标

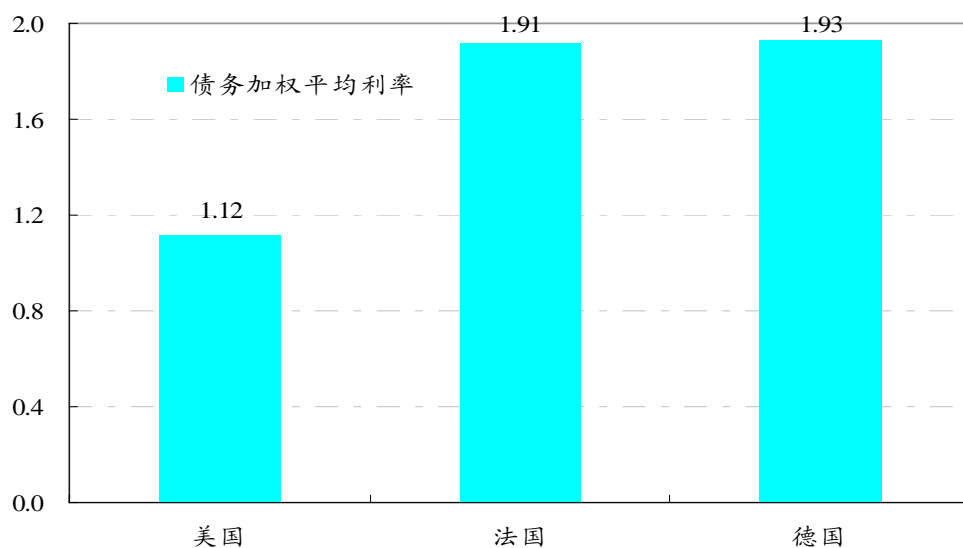
	美国	德国	法国
名义 GDP (十年平均)	3.89%	1.94%	2.99%
加权国债收益率	1.12%	1.93%	1.91%
主要财政赤字率	-1.92%	0.26%	-1.09%
平均债务到期期限	5.27Y	5.96Y	6.34Y

法国的名义 GDP 增速低于美国, 如前所述, 这意味着法国政府的债务货币化率将低于美国。

按照当前国债收益率计算的加权国债收益率, 法国与德国相当, 远远高于美国, 这与美国短端国债收益率被极度压低有关, 一单位债务, 法国负担的利息约是美国的 2 倍。

图 12 债务加权平均利率

单位: %

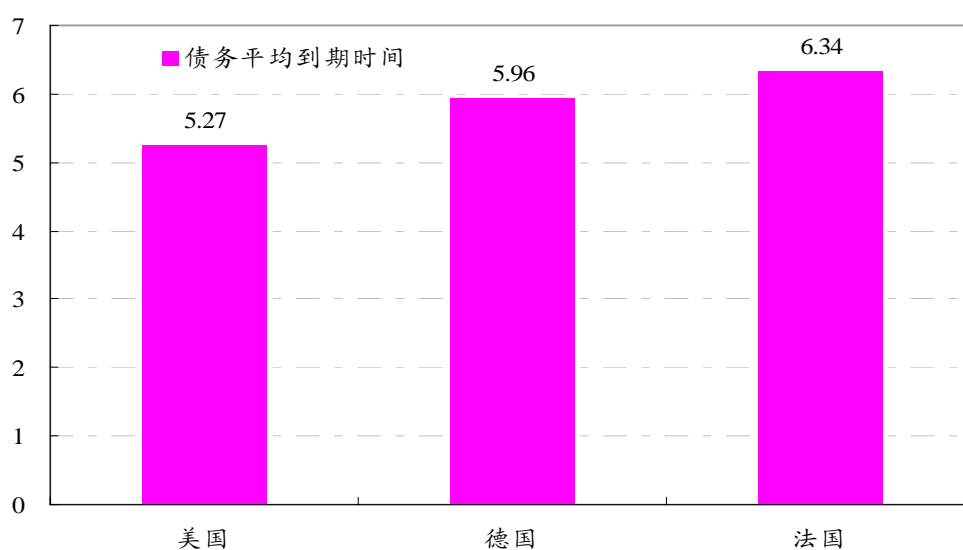


数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

法国的债务平均到期时间是三国中最长的, 如果长期国债收益率上升, 则相对有利于其债务的可持续性, 如果下降则相对不利于法国的债务可持续性。

图 13 债务平均到期时间

单位: 年

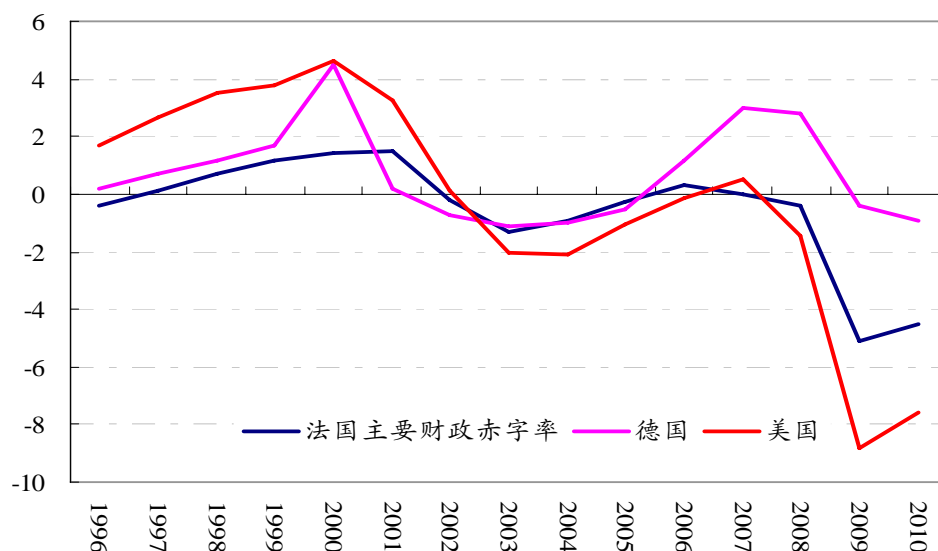


数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

过去十年, 法国的主要财政赤字率低于美国, 但与德国的主要财政盈余相比则有着天壤之别。

图 14 主要财政赤字率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

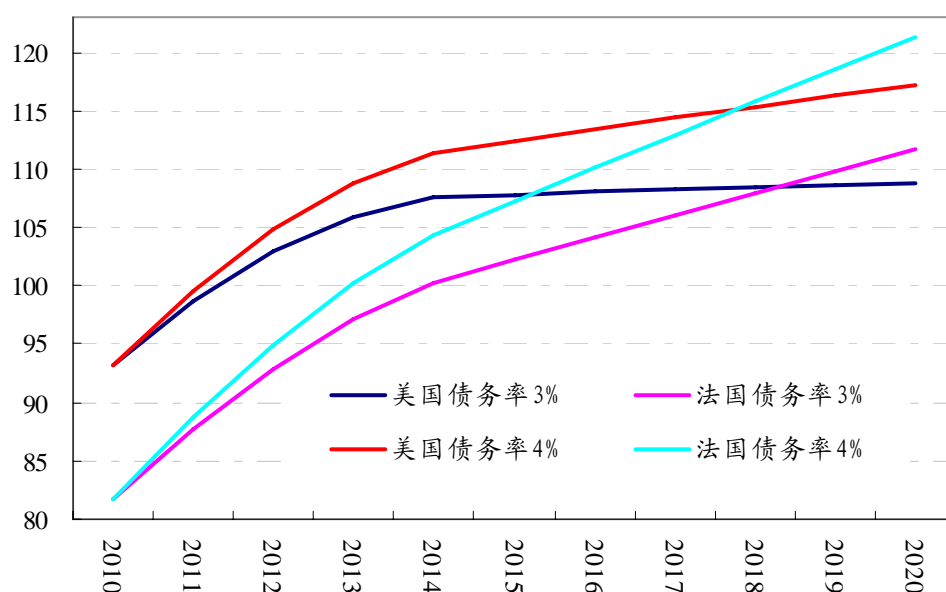
综合而言，法国的债务相关状况要差于德国，与美国相比，一部分指标要差于美国，一部分指标略好于美国，总体而言债务可持续性状况堪忧。

为了挽救债务危机，美国和法国都提出了财政紧缩方案，美国提出削减 2.4 万亿美元的赤字，法国则提出到 2013 年赤字率降至 3%。

我们利用债务动态模型以及各国相关参数，模拟未来十年美国和法国的债务动态，基本结论是：长期内法国债务可持续性要弱于美国。

图 15 法国、美国债务动态模拟

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究

注：3%、4%表示未来十年的主要财政赤字率

## 四、 法国政治风险高于美国

世界银行全球治理指标（World Governance Indicators）是比较公允的衡量政治风险的指标，考虑到发达国家的特性，我们剔除了“腐败控制”、“政治稳定”和“民众参与”等指标，主要关注以下方面：

表 4：世界银行全球治理指标的内涵

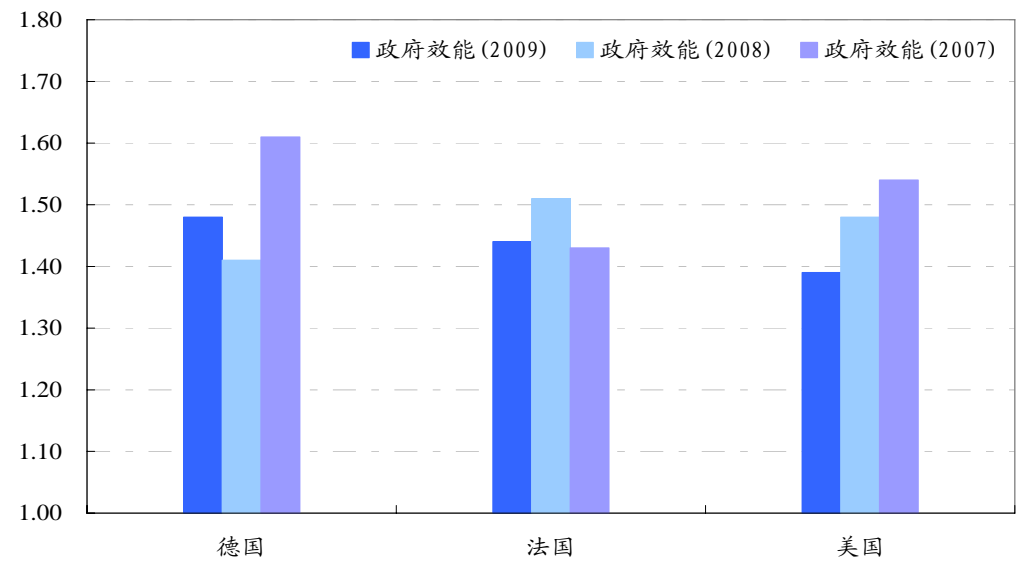
指标名称	指标内涵
政府效能 (Government Effectiveness)	公共服务的质量，政策制定、执行的效率及政府可信度
监管质量 (Regulatory quality)	政府制定、执行有助于私人部门发展的政策、法规的能力
法治程度 (Rule of Law)	国民对履行契约、产权保护等社会规则的信心和遵守程度

数据来源：国泰君安证券研究，世界银行

先看“政府效能”，法国这一指标位于全球前 10% 的行列，甚至略好于美国，但与德国还是存在些微差距，这也是德法两国信用分化的一个佐证。

图 16 德法美三国“政府效能”指标比较

左轴：标准值

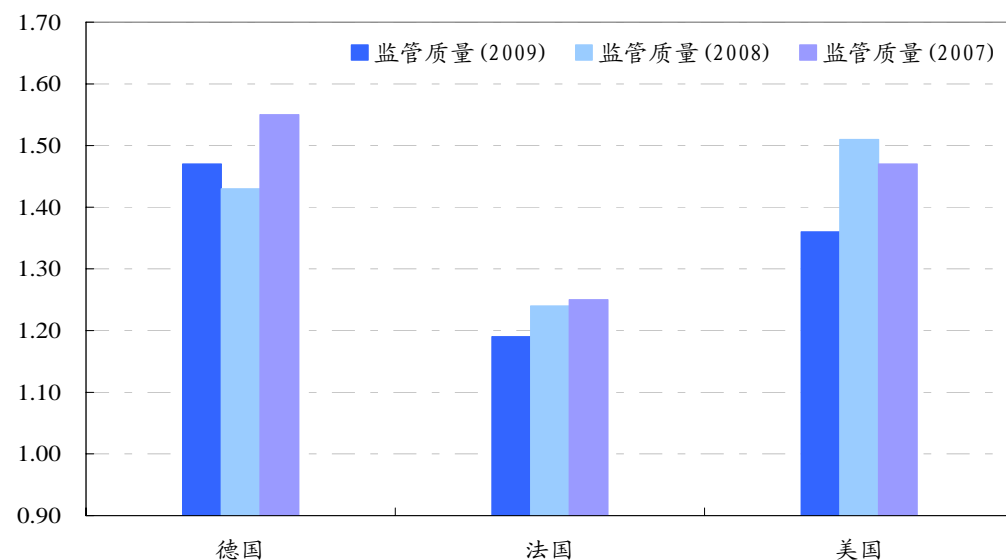


数据来源：国泰君安证券研究，世界银行

“监管质量”的差距就明显拉大了，法国这一指标明显弱于德国、美国，这也是法国近年来民营经济复苏乏力、经济竞争力和欧盟地位下降的原因。

图 17 德法美三国“监管质量”指标比较

左轴：标准值

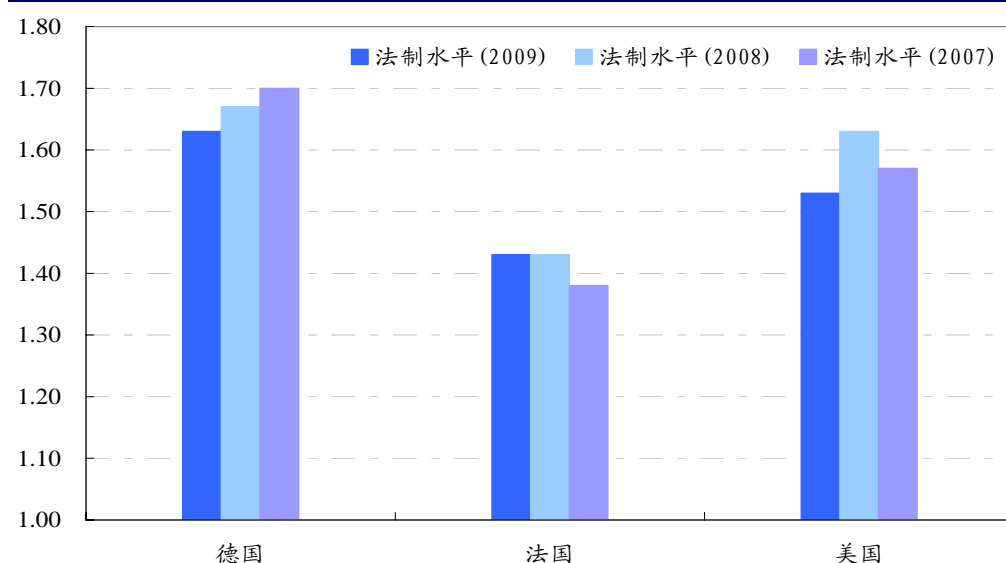


数据来源：国泰君安证券研究，世界银行

“法治程度”与“监管质量”情况相似，德国领先，美国居后，法国明显落后，这也间接反映了法国商业环境相对较差的事实。

图 18 德法美三国“法治程度”指标比较

左轴：标准值



数据来源：国泰君安证券研究，世界银行

比较德法美三国后可知，法国政治风险高于美国，更显著高于德国，德法并列为欧元区核心国的基石并不牢固。

## 五、市场波动在先，评级行动在后

国际评级机构一贯称其评级行动具有先见性，并且不会因经济和金融短期波动而随意调整评级，即其评级有“评穿周期”（Rate through the Cycle）之能耐。如果

说次贷危机已基本打破国际评级机构对结构化产品的先见性神化的话，那么欧债危机以来国际评级机构的表现无疑更可指摘。

纵观国际评级机构自 09 年以来的主权评级行动，可以看出评级行动特别是初次评级行动基本滞后于受评国金融市场的变动，随后的评级行动则往往与市场波动“共振”，形成一边倒的恶化势头，不仅没有体现出评级机构的先见性，反而有落井下石之嫌，穆迪更是因此得到“穆迪浑水”（Moody Waters）的称号。

以希腊为例，09 年 11 月底迪拜世界违约事件引发全球避险情绪升温，随后希腊新政府宣布上修财政赤字，引发市场恐慌，12 月中旬希腊股市从比 2 个月前跌去 20% 以上，5 年期 CDS、10 年期国债与德国国债的利差拉大了近 1 倍，随后标普（SP）第一个下调希腊评级，由 A- 降至 BBB+，穆迪（MD）几天后也将希腊评级由 A1 降至 A2。10 年 4 月底希腊债务危机的影响力达到峰值，希腊资产遭遇恐慌性抛售，穆迪、标普随后纷纷降级。11 年 3 月以来评级机构频频降级，同期希腊股债暴跌，CDS 急剧攀升，二者可谓互为因果。

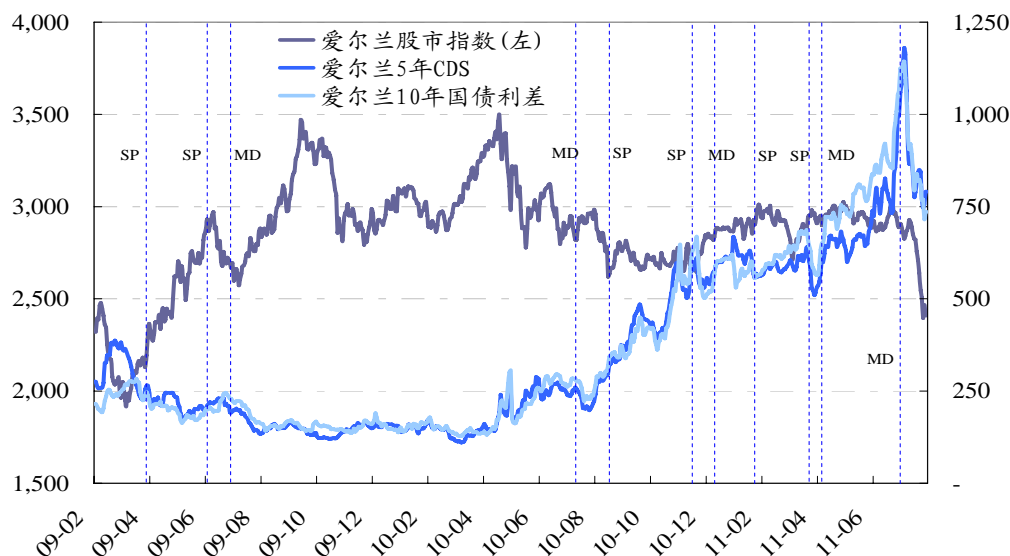
**图 19 希腊金融市场波动及评级机构评级行动（竖线）** 左轴：点 右轴：基点



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

爱尔兰情况也颇为相似，09 年初东欧危机甚嚣尘上，爱尔兰也遭受感染，至 3 月中旬爱尔兰股市下挫了 20% 以上，10 年期国债与德国国债的利差放宽 1 倍有余，3 月底标普剥夺了爱尔兰 AAA 的评级，将其下调为 AA+。09 年 7 月-10 年 6 月近 1 年的时间里，爱尔兰信用基本面仍在持续恶化，但金融市场和国际评级机构都按兵不动。10 年 7 月以来，爱尔兰评级屡屡被下调，且每次下调前爱尔兰都有一次国债下跌、CDS 放宽的经历。

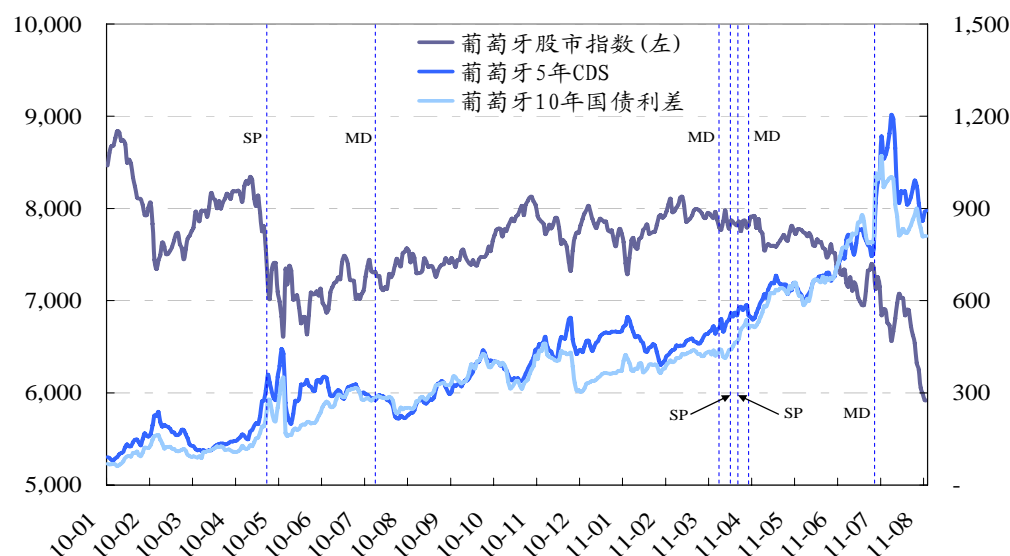
图 20 爱尔兰金融市场波动及评级机构评级行动（竖线） 左轴：点 右轴：基点



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

接下来国际评级机构的眼光盯上了葡萄牙，10 年 4 月底希腊危机传染到整个欧猪五国（PIIGS），葡萄牙评级也被标普从 A+ 连降 2 档至 A-，此前葡萄牙股市 10 天内跌去 14%，5 年期 CDS、10 年期国债与德国国债的利差均放宽超过 1 倍。11 年 3 月以来欧债危机不断升级，评级机构更是挥舞起降级大棒，标普、穆迪半个月都连续两次下调葡萄牙评级，七月初穆迪将葡萄牙降至垃圾级也有此前金融市场恶化的背景。

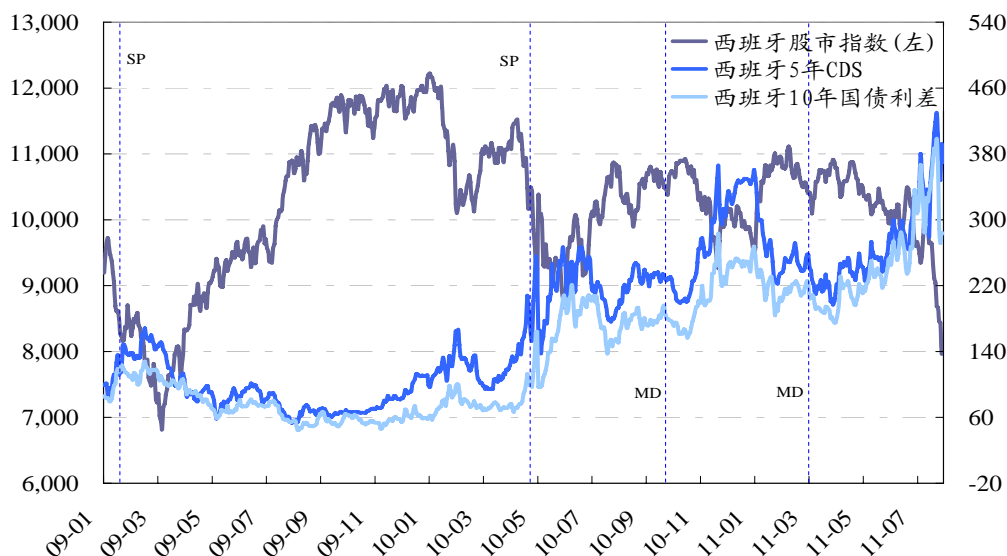
图 21 葡萄牙金融市场波动及评级机构评级行动（竖线） 左轴：点 右轴：基点



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

西班牙是三个欧猪小国外信用状况最薄弱的欧元区国家，09 年年初东欧、爱尔兰危机对西班牙构成冲击，其股市 10 天内下跌 12%，国债利差、CDS 也大幅放宽 40-60%，此后标普就夺去了西班牙的 AAA 评级。10 年 4 月标普的再次降级也是在希腊金融市场严显著恶化之后。

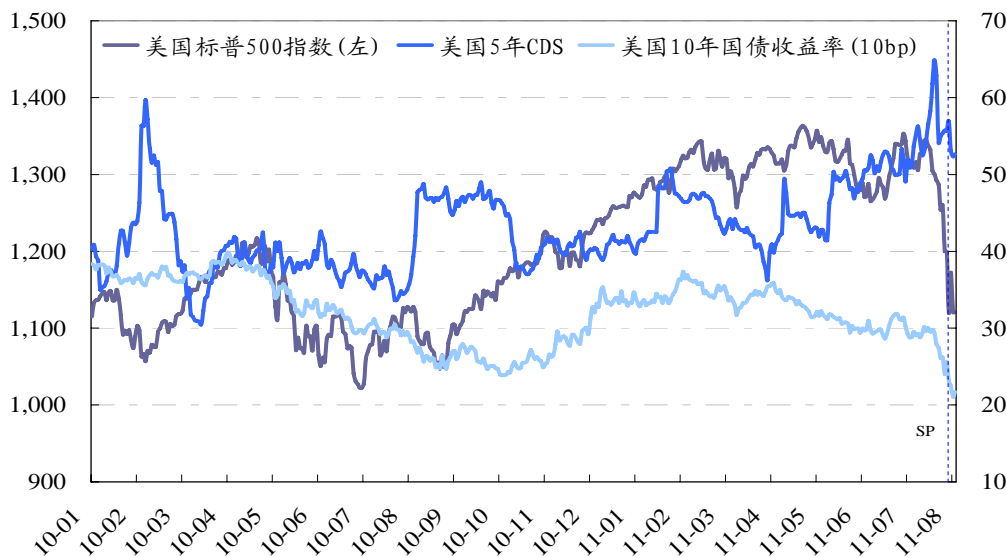
图 22 西班牙金融市场波动及评级机构评级行动（竖线） 左轴：点 右轴：基点



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

美国最近降级自不必说，旷日持久的债务上限谈判极大地削弱了市场信心，标普降级前美国标准普尔 500 指数 2 周内跌去 11%，5 年期 CDS 一度冲高至 65bp 后回落，避险情绪的上升更是将美国 10 年期国债收益率压至 2.5% 以内。因此标普随后的降级虽出乎人们意料，但还是显著滞后于市场反应。

图 23 美国金融市场波动及标普降级行动（竖线） 左轴：点 右轴：基点



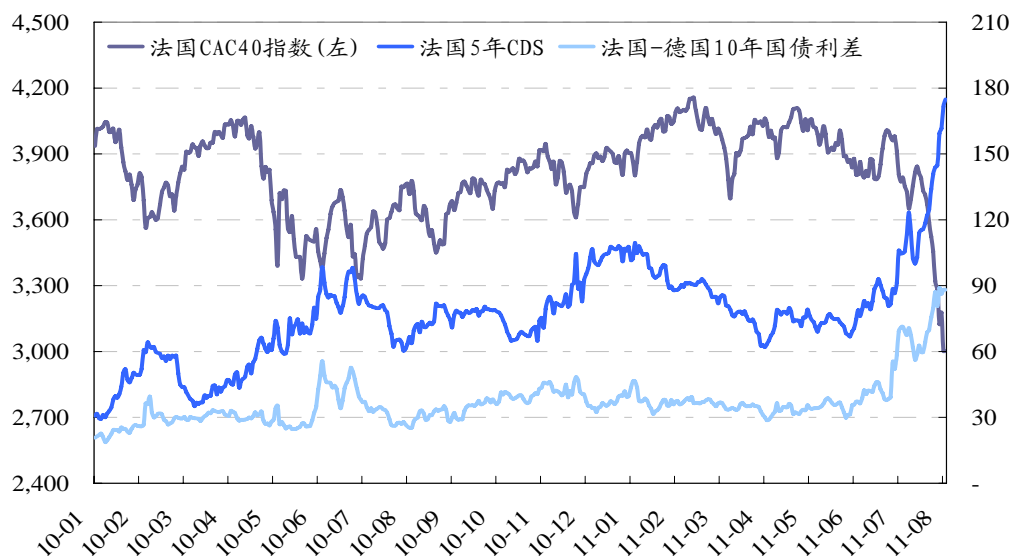
数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

考虑到国际评级机构一贯滞后于市场变化的评级行动模式，欧债危机以来市场对一国偿债能力的质疑最终都演变成成为该国主权评级的下调，且美国无违约风险的神化也已被打破，我们完全有理由预测：美国降级前 2 周内股市下跌 15%、5 年期 CDS、10 年期国债与德国国债利差放宽近一半、偿债能力遭受质疑的法国，或将成为另一个失去 AAA 评级的 G7 国家。



图 24 法国金融市场波动

左轴：点 右轴：基点



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

## 六、 法国评级若遭下调的潜在影响

法国长期主权信用评级若遭调降，对于法国政府、银行业、欧元区来讲都将是灾难性的影响，这种影响体现在：

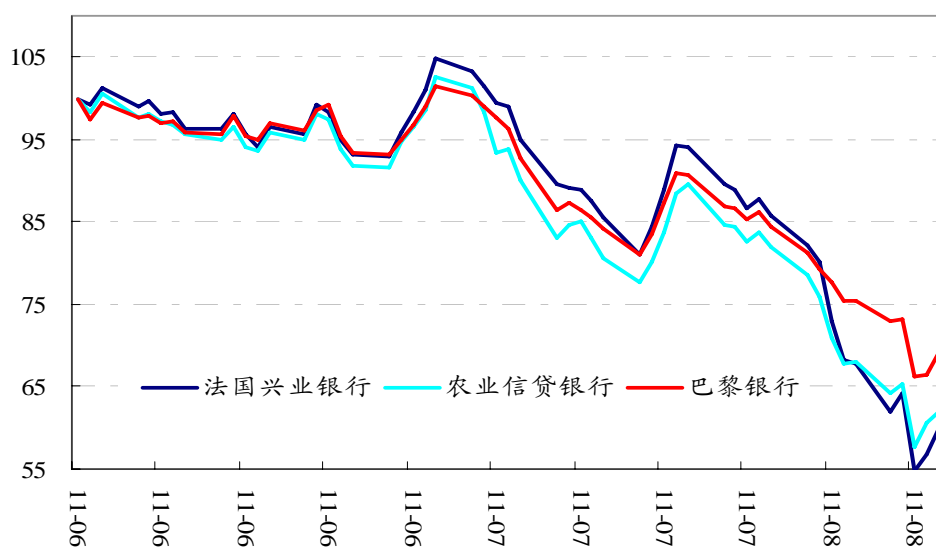
对于法国政府而言，将忙于应付本国主权评级被下调事宜，而无暇顾及欧猪国家救助，无论是在资金上还是政治上；

对于法国银行业而言，希腊等国债务资产的计提减值已经让其资产缩水，若本国主权遭下调，银行业危机将几乎是注定要发生的，6月以来法国三大银行的暴跌就隐含着这种预期；

对于欧元区而言，核心国德法双子星的“绝对稳定性”遭到质疑，虽然法国债务不至于加入问题国债序列，但法国的担保能力将被削弱，EFSF的AAA级担保能力将受到质疑，这无疑将增加EFSF的融资成本。更为致命的是，法国评级若遭下调，将严重打击欧元区的政治信心，对欧元区的稳定造成严重影响。

图 25 法国三大银行股走势

单位: 1



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

**作者简介:****姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名，09年、10年获水晶球债券最佳分析师第二名。

**薛鹤翔:**

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

**范鑫（贡献作者）:**

S0880111070159

38674749

fanxin010280@@gtjas.com

中国人民大学金融学硕士，FRM；08年7月-11年6月就职于国家外汇管理局中央外汇业务中心，11年6月加入国泰君安，现为债券研究员。

## 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。

若本公司以外的其它机构（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		