

欧美债务问题——风险在中长期

报告要点

■ 债务问题的分析框架

评估债务问题的两大指标分别是债务比率和赤字比率。事实上这两个指标反应了债务问题的两个方面：偿债压力和偿债能力。从偿债压力方面来看，作为存量的债务余额和作为流量的赤字规模是重要的变量；而从偿债能力方面来看，名义 GDP 则是重要的变量。如果进行更加仔细的分析，那么国债收益率和赤字都会影响债务余额，赤字由财政支出和财政收入决定，而国债收益率则由货币政策和市场情绪影响决定。此外，财政支出和收入也会影响实体经济。除了这些因素的影响之外，欧美经济自身的结构性因素对债务问题的解决和实体经济的趋势增长起到了重要的作用。

■ 欧元区债务问题——短期尚无风险

本次欧元区主权债务问题再次引爆，主要是因为意大利的国债收益率持续上升威胁到了其债务可持续性。目前来看意大利国内已经加紧了赤字缩减的计划，但是其国内政治的不稳定性还可能会引发短时的风险情绪。而在经济增长方面，我们认为欧元区的体制使得南欧国家不能通过汇率调整提高竞争力，因此抑制了其经济增长，短期来看欧元区前期的高增长也难以维持。尽管存在诸多不利因素，根据我们相对谨慎的情景分析，在大多数情况下，意大利国债仍然是可维持的，短期内不存在明显的违约风险，但是中长期风险值得关注。

■ 美国债务问题——结构性因素掣肘

美国主权债务评级遭到下调，其本身影响相对有限，但是一些可能削弱其财政稳定性的中长期因素值得关注。美国特有的两党体制导致美国历届政府追求在短期内获得良好的经济表现，却牺牲了长期的财政稳定性，仅在克林顿的第二个任期中因为技术进步带来的财政紧缩空间而将财政赤字转成盈余。然而目前美国的经济较为疲弱，当前也没有明显的技术进步的迹象，因此无论是对于经济增长趋势还是赤字缩减的执行力，我们的看法较为悲观。

尽管如此，我们认为即使美国政府在赤字缩减的执行上存在一些问题，经济增长同时也较为低迷，美国未来 10 年的债务比率也可以获得下降，所以，美国财政在短中期发生不稳的可能性是非常低的。

相关研究

2011-8-3 《债务上限谈判尘埃落定》

2011-7-11 《债务上限谈判与两党政治》

分析师：

李冒余

执业证书编号：S0490510120003

联系人

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

前言	5
欧元区债务问题——短期尚无风险	5
前期欧元区债务危机的概况	5
近期意大利和西班牙所暴露出的债务风险	7
如何应对欧元区的新一轮危机?	10
欧元区的结构性问题	12
情景分析	13
美国债务问题——结构性因素掣肘	16
债务评级下调带来什么?	16
财政不稳定的根源——两党政治存在的制度性问题	19
美国经济的趋势增长——技术进步尚未到来	21
债务上限提升带来什么?	25
量化分析	26

图表目录

图 1: 分析债务问题的框架	5
图 2: 意、西两国实体经济占欧元区比重较大	7
图 3: 市场提前抛售西、意国债的逻辑	7
图 4: 债务核心国 CDS	8
图 5: 债务核心国对德国十年期国债利差	8
图 6: 意大利债务比率高于 100%	8
图 7: 前期德国实体经济主要依靠投资拉动	9
图 8: 欧元兑美元汇率升值	9
图 9: 德国出口同比回落	9
图 10: 实体经济增速将向需求增速收敛	10
图 11: 意大利工业产值同比回落	10
图 12: 西班牙工业产值同比同样回落	10
图 13: 基本面决定的国债收益率提升	11
图 14: 意大利执政党在众议院席位低于 50%	11
图 15: 意大利执政党在参议院席位低于 50%	11
图 16: 德、法、西、意名义劳动力成本的对比	13
图 17: 不同国债收益率假设下的意大利债务比率	14
图 18: 意大利国债持有者的结构	15
图 19: 日本国债收益率与通胀率	17
图 20: AAA 级公司债与 AA 级公司债利差	18
图 21: 房地美和房利美在放贷资产证券化中的作用	19
图 22: 美国两党制的政策行为模式	19
图 23: 美国 70 年代以来的财政赤字表现	20
图 24: 美国 2 季度经济增速继续下滑	22
图 25: 石油价格 2 季度已经开始回落	22
图 26: 个人消费支出在 GDP 中占比高达 70%	22
图 27: 个人消费支出与信心成正相关	22
图 28: 经济循环图	23
图 29: 1980 年起美国历史上经济二次探底	23
图 30: 93 年经济二次探底时消费者信心表现	24
图 31: 03 年经济二次探底时消费者信心表现	24
图 32: 克林顿时期的财政盈余与技术进步关系密切	25
图 33: 债务上限提升法案的具体方案	25
图 34: 财政赤字规模——新旧法案的对比（十亿美元）	26
图 35: 四种假设下的债务比率变化	27

表 1: 债务核心国的赤字比率、负债比率和加权平均到期年限	6
表 2: 债务核心国财政紧缩的目标和措施.....	6
表 3: 外围国家财政稳定性更差	12
表 4: 意大利债务可持续的临界组合	14
表 5: 各国银行业对西、意国债的持有结构 (亿欧元)	15
表 6: 两次压力测试中西班牙银行的表现都较差.....	16
表 7: 日本长期国债首次从“三 A”级下调情况.....	17
表 8: 主要的政府支持或担保机构.....	18
表 9: 首轮财政刺激	20
表 10: 新刺激计划的效果	21
表 11: 四种假设情形	27

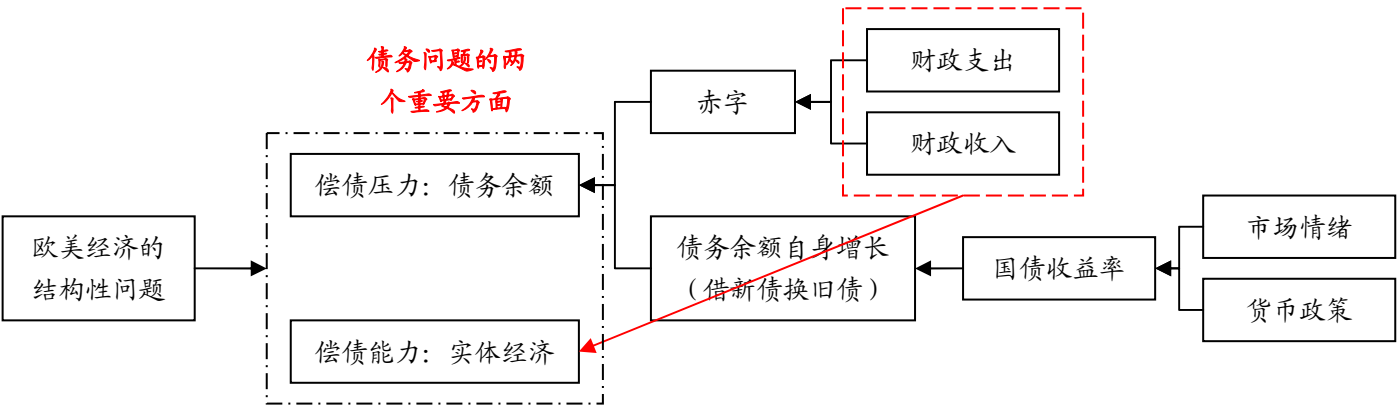
前言

近期，国际金融市场再一次经历了动荡，其中欧洲债务问题和美国主权债务评级的下调是两条重要的导火索。本文的主要目的就是要深入分析欧元区和美国财政状况。我们认为，欧元区和美国短期都不存在明显的债务风险，但是在中长期，风险因素是存在的，或许本文更重要的意义是提供一种分析债务问题的思路，并提示欧美债务问题的中长期风险因素。

在展开论述之前，我们首先构建分析债务问题的简单框架。评估债务问题的两大指标分别是债务比率和赤字比率，这两个指标分别是“债务余额/GDP”和“赤字/GDP”。事实上这两个指标反应了债务问题的两个方面：偿债压力和偿债能力。从偿债压力方面来看，作为存量的债务余额和作为流量的赤字规模是重要的变量；而从偿债能力方面来看，名义 GDP 是重要的变量。如果进行更加仔细的分析，那么国债收益率和赤字都会影响债务余额，赤字由财政支出和财政收入决定，而国债收益率则由货币政策和市场情绪影响。此外，财政支出和收入也会影响实体经济。

除了这些因素的影响之外，欧美经济自身的结构性因素对债务问题的解决和实体经济的趋势增长起到了重要的作用。这些结构性因素和前面提到的因素都是我们后文分析的重要着眼点。

图 1：分析债务问题的框架



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

欧元区债务问题——短期尚无风险

在希腊第二轮债务危机解决不久，欧元区市场的恐慌情绪又因为不断上升的意大利国债收益率而再次点燃。根据我们后文的测算，意大利债务不可维持的情形短期内是小概率事件，然而一些中长期风险仍然是值得关注的。

前期欧元区债务危机的概况

10 年初开始，欧元区的债务危机开始爆发。目前为止希腊、爱尔兰、葡萄牙已经先后接受了外部援助，其中希腊已经经历了两轮外部援助。目前，上述三国加上意大利和西班牙都是所谓的“债务核心国家”。从债务余额、赤字规模、债务期限结构来衡量，这些国家各有各

的问题。

下表所示，意大利和希腊债务余额规模较大，而爱尔兰、西班牙、葡萄牙和希腊的赤字规模相对较大。而在债务结构上来看，葡萄牙的加权债务期限比较短，因此短期偿债压力比较大，而希腊和意大利的加权期限则较长。

表 1：债务核心国的赤字比率、负债比率和加权平均到期年限

	意大利	西班牙	希腊	葡萄牙	爱尔兰
赤字比率	4.60%	9.20%	10.50%	9.10%	32.40%
负债比率	119%	60.10%	142.80%	93%	96.20%
加权平均债务期限（年）	7.16	6.27	6.8	5.95	6.25

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

此前，希腊、爱尔兰和葡萄牙已经接受了外部援助，而其外部援助的获得都是以国内的紧缩政策加剧为代价的。这种做法消除了债务核心国搭便车的动机，在减轻其债务压力的同时，也逼迫其走上“财政可持续”的道路。随着爱尔兰、葡萄牙和希腊加紧财政紧缩，我们认为其财政稳定性已经有所提高。

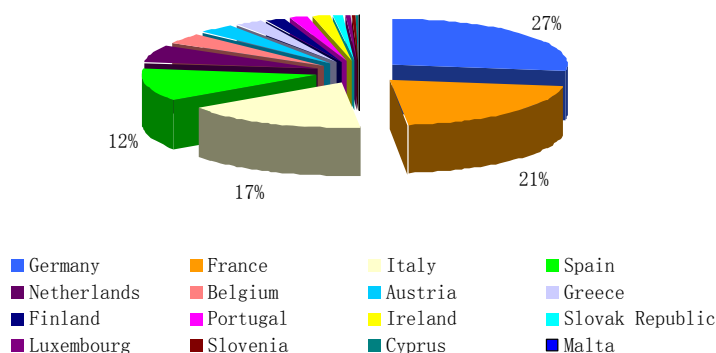
表 2：债务核心国财政紧缩的目标和措施

	目标	措施
意大利	意大利上月计划在2012年将赤字削减至3%，2014年实现预算平衡。前几月，决定将计划提前一年实行，以期在2013年实现预算平衡	意大利财政将于2011年节支增收15亿欧元，2012年为55亿欧元，随后两年每年达到200亿欧元，从而使国家财政在2014年实现收支平衡。财政紧缩计划包括压缩地方政府经费开支、对青年企业家创业提供支持、提高低收入人群的医疗保障水平、推迟妇女退休年龄、对公职人员暂停加薪、取消对商店营业时间限制等措施。此外，政府还计划在未来三年内对一些税种的税率进行调整。
希腊	在2011年使财政赤字降至国内生产总值的7.4%，在2015年降至1%	个人所得税的起征点从年收入1.2万欧元（约合1.7万美元）降至8000欧元（约合1.2万美元），但30岁以下年轻人、残疾人以及65岁以上养老金领取者不在此列。此外，希腊政府还决定对中央政府官员及地方政府高级官员收入中超过1.2万欧元的部分征收累进税；对自谋职业者设立征税下限，以堵住这方面长期为人诟病的税收漏洞。新计划将房地产税起征门槛从40万欧元降至20万。同时在2011年减少4亿欧元的政府支出。
爱尔兰	在2011年将赤字占GDP比重降至10%，在2015年控制在3%以内。	（是10年11月份公布）政府将在4年内削减100亿欧元公共开支，并实现税收收入增长50亿欧元。政府将首先在2011年削减60亿欧元财政赤字，实现40%的减赤目标。政府将削减养老金等社会福利开支，降低公职人员的薪酬。到2014年，政府将削减社会福利开支28亿欧元，削减公职人员的薪酬12亿欧元。在2008年水平基础上，政府将裁减24750名公职人员。政府还将对新进的公职人员实行新的养老金制度，新进公职人员的薪酬也将削减10%。此外，政府还将提高大学阶段的学费标准，并将征收自来水费。另外，政府还将调低最低时薪标准，由目前的每小时8.65欧元降至7.65欧元。在税收方面，政府将维持12.5%的公司税；通过变更所得税征收标准，实现税收增收19亿欧元；2013年增值税税率将由现在的21%调至22%，2014年该税率将调至23%。
西班牙	把财政赤字与国内生产总值的比率从去年的9.2%降至2011年的6.0%。随后，这一比率将在2012年降至4.0%，进而逐步降至3.0%以下，低于欧洲联盟规定的上限	西班牙政府推行全新方案，节约49亿欧元（约合70亿美元）公共开支，以削减财政赤字。政府将借助调整大企业税收机制，节约25亿欧元（35.7亿美元），经由购买价格较低廉的通用药品节约24亿欧元（34.3亿美元）
葡萄牙	2011年赤字占GDP降至5.9%，2012年降至4.5%，2013年降至3%	增税措施包括，针对200万欧元以上企业年利润的企业所得税税率提高2.5个百分点，至27.5%，上调增值税税率1个百分点，至21%，上调个人所得税税率至多1.5个百分点。

资料来源：长江证券研究部

而剩余的两个国家意大利和西班牙虽然没有发生危机，但是其债务风险仍然是存在的，而由于其经济体量较大，债务余额的规模也较大，如果两国发生问题，那么对于整个欧元区的影响将是巨大的。

图 2：意、西两国实体经济占欧元区比重较大



资料来源：IMF WEO，长江证券研究部

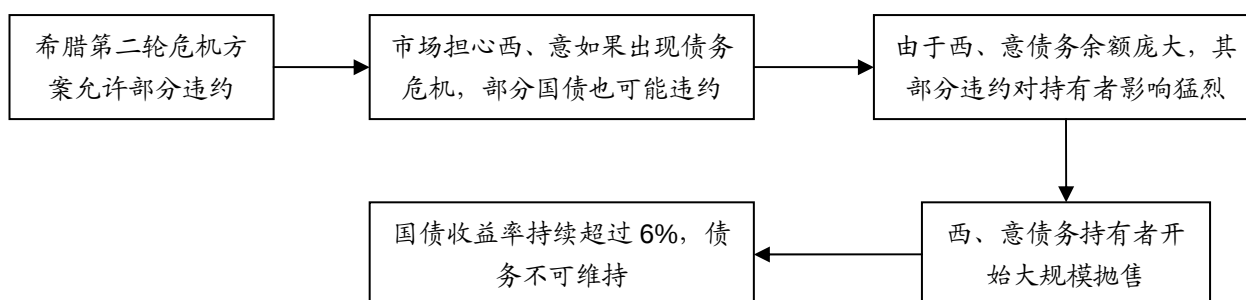
近期意大利和西班牙所暴露出的债务风险

国债收益率提升再度引爆欧洲债务风险

在欧洲债务问题方面，市场的担忧已经开始蔓延到西班牙和意大利。此前希腊第二轮债务危机的解决方案成为未来类似事件的解决范本。而由于德国方面态度强硬，其中允许部分国债违约的做法引起了市场的担心——如果未来意大利和西班牙也发生债务危机，那么由于其国债余额极其庞大，其部分国债的违约将对头寸持有者产生非常猛烈的影响。为了防止这种情况的发生，这部分头寸的平仓逐渐开始，而到上周意大利和西班牙的国债抛售已经导致了其对德国同期国债利差的持续上升。

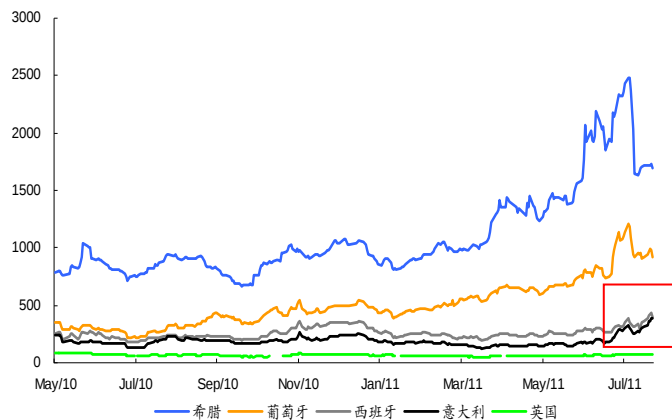
到上周，两国国债的收益率都已经达到了 6% 之上，而市场认为两国国债收益率持续高于 6% 以上意味着意大利债务的不可维持，即使意大利维持收支平衡，国债的规模也将以这个速度上升。而意大利的名义 GDP 增速可能难以赶上这个速度，此外意大利的债务比率超过 100%，这也就意味着债务支付能力赶不上债务压力的增速，如此一来，意大利国债可能会陷入到收益率上升的恶性循环之中。同时，由于意大利的经济规模为列欧元区第三，其债务问题的升温对于欧洲的影响远非希、葡、爱三国所能够比拟。而由于西班牙脆弱的银行体系及其与意大利紧密地联系，西班牙的债务问题也不容忽视。

图 3：市场提前抛售西、意国债的逻辑



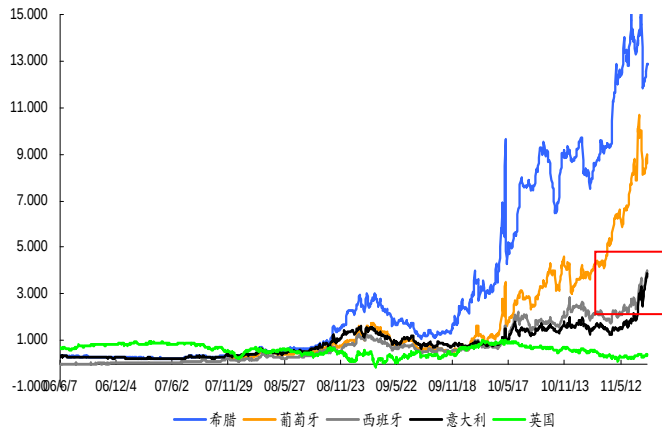
资料来源：长江证券研究部

图 4：债务核心国 CDS



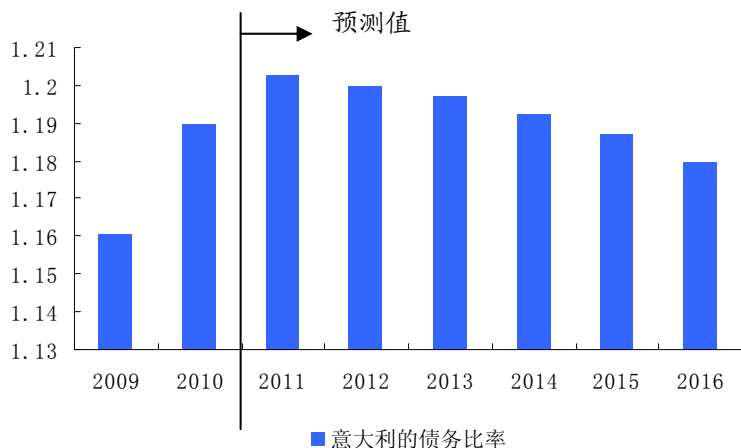
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：债务核心国对德国十年期国债利差



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：意大利债务比率高于 100%



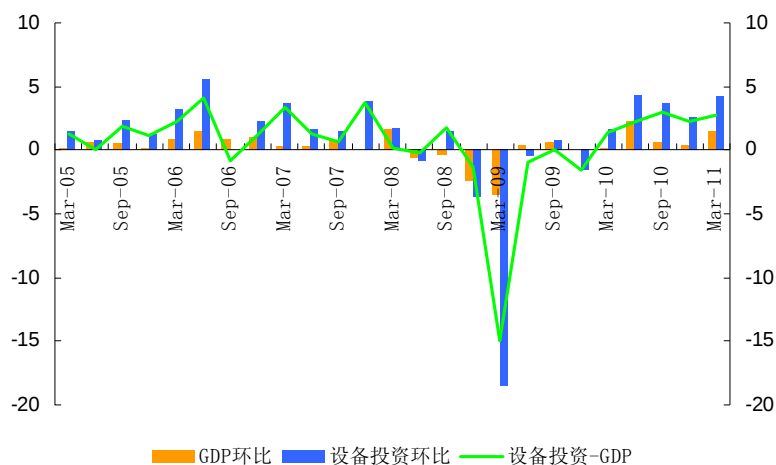
资料来源：IMF WEO，长江证券研究部

欧元区经济引擎失速

复苏开始以来，德国经济就作为欧元区经济的重要引擎，其高速增长对于欧元区整体经济都起到了促进作用，而正如我们在 2011 年中期宏观报告《通胀背景下的国内外经济形势》中所指出的，德国经济的高速增长难以持续。

首先，德国前期高增长却是通过固定资产投资的高增长达致的。从 10 年 1 季度开始，德国固定资产投资年化环比增速持续高于 10%，其增速也连续 5 个季度高于 GDP 总体 10%；同时，通胀也在持续地上行。而这正是经济过热的重要特征。如果高速增长的产能没有能够与需求匹配，那么过剩产能对于经济增长产生严重的负面影响。

图 7：前期德国实体经济主要依靠投资拉动



资料来源：Datastream, 长江证券研究部

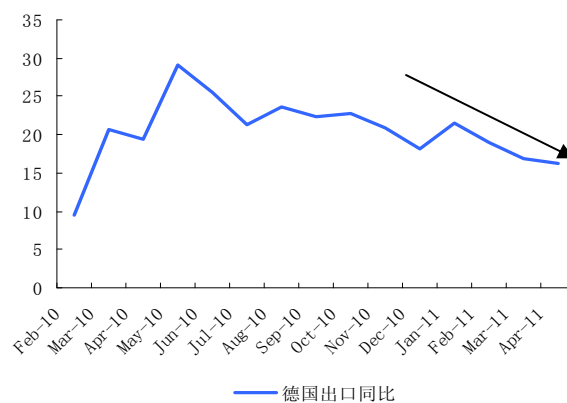
其次，美元的弱势推高了欧元，总体来看欧元处于高估状态，此外，新兴经济体在货币政策持续收紧的时期，实体经济增速也会受到影响。这两重因素也导致了德国进口增速的下滑。由于投资高速增长不可维持，同时出口增速开始下滑，因此德国实体经济增速就不可维持。从最近公布的 6 月份德国工业产值数据来看，其环比下滑 1.1%，同比增速则降至 6.7%。

图 8：欧元兑美元汇率升值

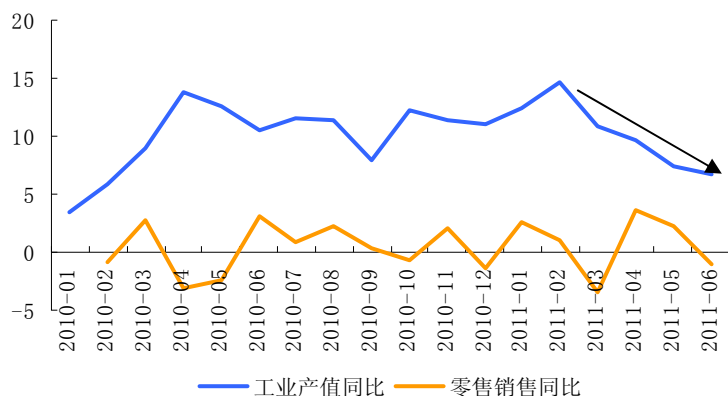


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 9：德国出口同比回落

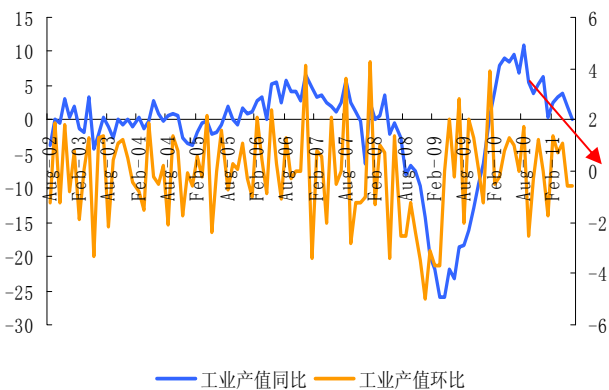


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

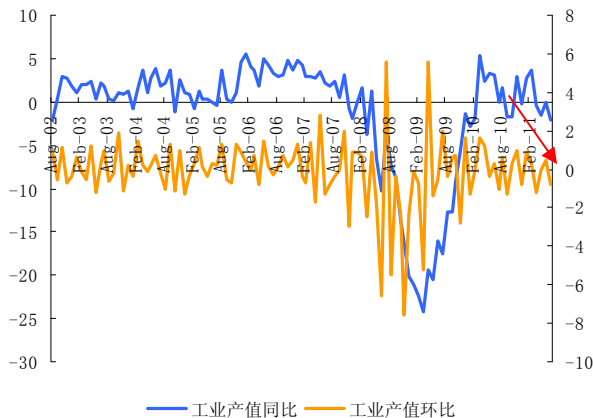
图 10：实体经济增速将向需求增速收敛


资料来源：Datastream, 长江证券研究部

事实上，德国的经济增速放缓已经影响到了意大利和西班牙工业增速，6月份西班牙、意大利工业产值环比回落幅度分别为0.6%和0.8%，两国工业产值同比也出现了回落。对于南欧国家经济前景的担忧也是本轮恐慌情绪爆发的重要因素之一。

图 11：意大利工业产值同比回落


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

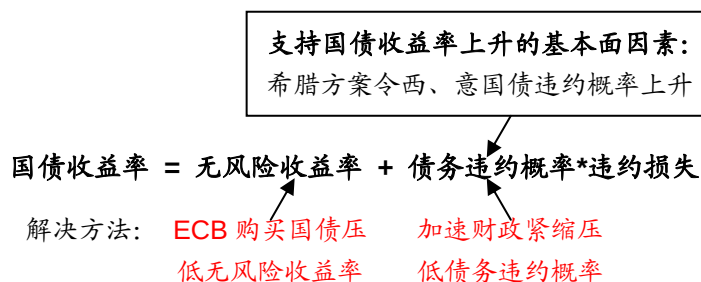
图 12：西班牙工业产值同比同样回落


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

如何应对欧元区的新一轮危机？

对于西、意国债收益率的上升，我们认为既有市场情绪的因素，也有基本面因素的支持。国债收益率取决于无风险利率、违约概率和违约损失风险。当前，希腊第二轮债务危机的处理方案提升了违约概率，在这样的情况下，西班牙和意大利国债收益率的提升是有道理的。而面对意、西两国国债收益率的上升，只有从两个方面入手，一方面是央行出手购买国债，通过释放流动性的方法降低无风险收益率，另一个方法则是通过加速财政紧缩的进程来降低违约概率从而压制国债收益率。

图 13: 基本面决定的国债收益率提升

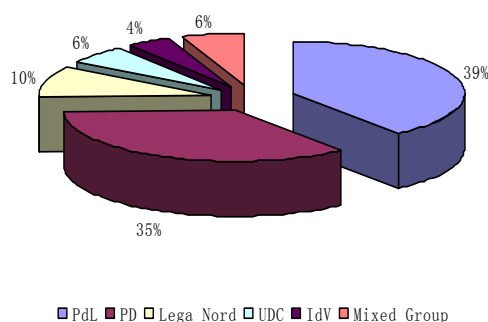


资料来源：长江证券研究部

就这两项措施来看，货币政策的抑制只能在短中期奏效。ECB 短期购买西、意两国的国债收益率可能可以起到抑制国债收益率的作用，日前，欧央行也开始释放购买西班牙、意大利国债的信号。但是德国方面明确而清晰地表示，EFSF 没有参与到西班牙和意大利的国债购买之中，这也就表明购买意、西两国国债的资金主要来自于欧央行的货币投放。考虑到货币投放对于通胀率的抬升作用，最后仍然会导致国债名义收益率的提升，所以真正要稳定债务问题，最终还是需要两国切实解决财政问题。

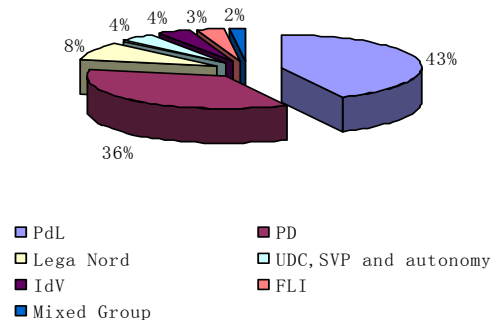
在意大利国债收益率持续上升从而威胁到其债务可持续性的时候，意大利方面做出了迅速的反映，贝卢斯科尼宣布意大利将提前到 2013 年达到预算平衡，而此前意大利通过的法案要求在 2014 年达到预算平衡。但是意大利赤字紧缩的执行能力仍然令人担忧，其提出的“支付利息外财政盈余达 GDP3.3%”的目标是否能够实现还存在不确定性。事实上，意大利政治的不稳定性恰恰是市场关注的焦点。从 1990 年至今，意大利内阁更换过 10 次，平均每届内阁延续时间仅有两年。而从议会结构来看，意大利议会并不存在绝对的多数党，贝卢斯科尼所在的执政党，无论在参议院还是在众议院都没有占有 50% 以上的席位。一方面，当前的执政联盟因为存在激烈的博弈，因而使得立法机构行动迟缓；另一方面，执政党在议会中没有多数地位意味着当前内阁容易倒台。

图 14: 意大利执政党在众议院席位低于 50%



资料来源：意大利议会网站，长江证券研究部

图 15: 意大利执政党在参议院席位低于 50%



资料来源：意大利议会网站，长江证券研究部

7 月中，贝卢斯科尼与财政部长矛盾的升级，引发了市场的担忧，意大利国债的 CDS 大幅上升，从 217.5 个基点上升至 241.2 个基点，同日意大利 10 年期国债对德国同期国债利差上升 23 个基点。而意大利债务问题的担忧也引发了其他金融市场的波动。隔夜标普 500 指数回落 1.81%，DAX 指数回落 2.33%，CAC40 指数下滑 2.71%。同时，市场对于意大利债务问题的担忧也推升了美元指数，隔夜美元指数上涨 1.15% 至 75.94。这也表明市场对于意大利内部的政治事件异常敏感，或者说市场投机者也愿意以意大利的政治事件做文章。我们认为，在面临债务危机的时候，意大利政府能够精诚团结实施有效的紧缩，但是其政府内部的不稳定性仍然值得关注，其内部矛盾即使不造成直接的违约风险也可能引发类似的过度反应。

欧元区结构性问题

欧洲债务问题的一个重要根源在于欧元区本身的结构性问题。一方面，欧元区将各国的利益捆绑成集体的利益，这使得在债务问题上的搭便车问题变得难以避免；另一方面，在经济危机中受到不同冲击的各个国家却在使用着同一种汇率，通过调整汇率来调整各国竞争力的进程就难以实现。这些问题无法解决的话，将会影响到欧元区，尤其是债务核心国家的趋势增长率，这无疑将削弱欧元区的长期偿债能力。

财政政策独立性问题是欧元区所面临的一大问题。欧元区几乎所有国家的赤字率和负债比率都超过了稳定与增长公约的规定。在小国存在财政问题的时候，为了维护欧元区稳定不得不为小国填窟窿；大国赤字过多时则可以直接利用自己的实力改变联盟的规则。由于欧盟相关机构的权力单薄，难以对成员国形成威慑和直接的管理，各国的财政赤字在危机中也变得一发不可收拾。

小国搭便车的问题在今年的欧洲主权债务危机中表现得尤为明显。去年以来，希腊、爱尔兰和葡萄牙先后发生主权债务危机。为了救助小国，抗风险能力较强、财政相对稳健的大国必须拿出资金来帮助效果度过难关。由于存在搭便车的机会，小国存在破坏财政纪律的激励，集体行动中“弱者剥削强者”的定律在欧元区上得到了充分的显现。

表 3：外国国家财政稳定性更差

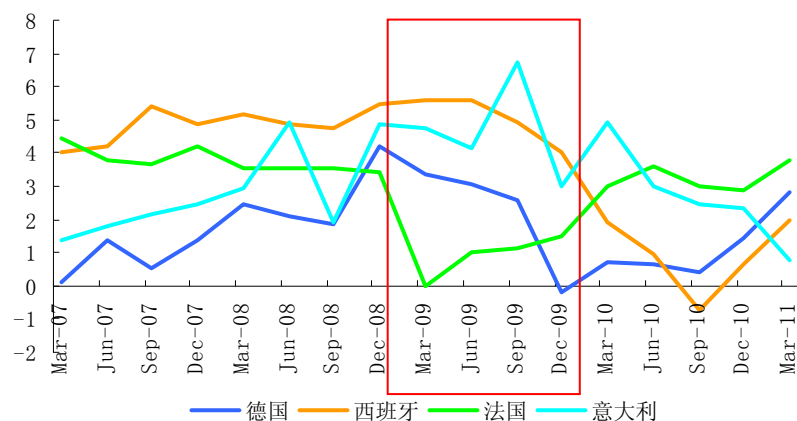
	意大利	西班牙	希腊	葡萄牙	爱尔兰
赤字比率	4.60%	9.20%	10.50%	9.10%	32.40%
负债比率	119%	60.10%	142.80%	93%	96.20%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

其次，受到不同冲击的国家使用的是同一种货币，本来汇率的调整是修复经济的一个渠道。但是在欧元区的体制下，受到冲击更大的南欧国家却不能通过本币的贬值来获得本国竞争力的提升。下图所示的是德、法、西、意各国的名义劳动力成本增速对比，在危机深入发展的 08、09 年，西班牙、意大利的劳动力成本仍然在高速增长，其速度明显高于德国和法国。对于西班牙和意大利来说，危机期间欧元的调整并没有到位，这也导致了其不能通过本币深度贬值来提高自身的竞争力。这反过来逼迫意大利和西班牙进行劳动力市场的改革，但是面

对工会的强大压力，这种改革在政治上的可行性堪忧。值得注意的是，这种问题在葡萄牙和希腊身上也是存在的。

图 16: 德、法、西、意名义劳动力成本的对比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

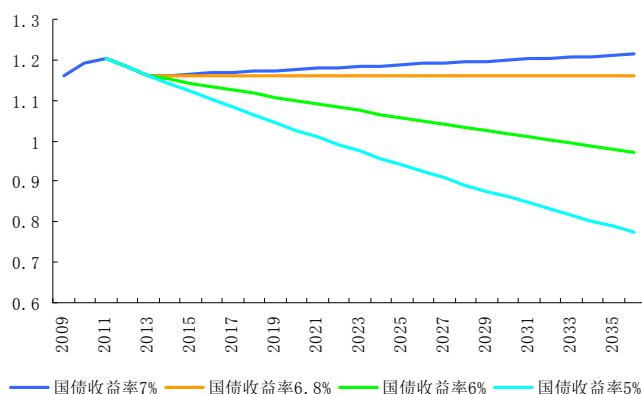
情景分析

量化情景分析

即使未来意大利财政平衡，其国债收益率也将以超过 6% 的速度增长。那么 6% 的增长幅度是否会令两国国债不可维持呢？我们在这里利用意大利财政稳定计划中的目标和数据和图 1 中的框架进行测算。这里主要衡量的是债务比率，即“债务余额/GDP”，分子反映偿债压力，分母反映偿债能力，如果不能保证这一比率的下降，那么债务余额就是不可持续的。

在具体的情景分析之前，我们需要得到一些假设。首先是未来的赤字率假设，根据新近公布的法案，意大利 2012 年的财政赤字比率要下降至 3%，2013 年的财政赤字比率要归零。而其长期的“除支付债务利息外的财政盈余”要达到 GDP 的 3.3%。而意大利的名义 GDP 趋势增长率大约为 3.5%。

首先，我们根据这些假设来分析不同国债收益率下意大利国债的可持续性。根据我们上面的假设，当国债收益率小于 6.8% 的时候，意大利债务比率将会持续回落，而当国债收益率大于 6.8% 的时候，意大利的债务比率将会持续上升。这也就说明，6.8% 是这样一个临界值，国债收益率超过这个值，债务比率就将会持续扩张，而如果国债收益率低于这个值，那么债务比率将会有所收敛。按照上面的假设，意大利前期国债收益率上扬确实正在触及临界值，但是只要意大利的国债收益率回到前期的水平，那么意大利的债务就是可维持的。

图 17：不同国债收益率假设下的意大利债务比率


资料来源：意大利财政部，长江证券研究部

其次，我们对假设进行放松，来找到一些“临界目标组合”。正如我们之前分析的，当前欧元区存在一些影响到趋势增长率假设的结构性因素、意大利的赤字削减执行能力也并非完美无瑕，所以我们需要变动名义 GDP 趋势增长率、除利息支付外的财政盈余的假设，并在不同的假设下计算临界的国债收益率。由于经济增长率会导致财政盈余的下降，所以在两项假设上我们都进行同向变动。

下表就是我们测算的结果，如果趋势名义增长和赤字控制的水平较差，那么国债收益率就必须降到更低的水平；反过来，如果国债收益率上升，就对意大利的 GDP 增长率和赤字控制提出了更高的要求。未来考察意大利的债务问题，其国内增长率、赤字控制水平和国债收益率都是非常重要的考察指标。

表 4：意大利债务可持续的临界组合

国债收益率	除利息支付外财政盈余	趋势名义GDP增长率
5%	2.50%	2.50%
6%	3%	3%
6.80%	3.30%	3.50%
7%	3.50%	3.50%
8%	4%	4%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

意大利或西班牙的债务违约将会产生严重的传染风险

意大利和西班牙如果发生债务违约风险，那么其对于欧元区的影响将会非常显著。首先来看两国国债持有者的结构。根据欧洲银行管理局的数据，欧元区各国银行业持有意大利和西班牙两国的国债规模较大。相比而言，意大利国债外国投资者持有的比例较高，其中法国银行业持有意大利国债规模达 377 亿欧元，德国银行业持有的意大利国债规模达到 278 亿欧元，西班牙银行业持有意大利国债的规模也达到 108 亿欧元。西班牙国债方面，持有最多的是德

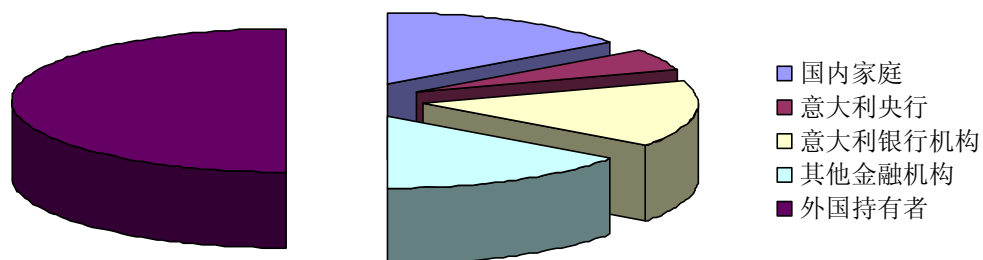
国银行业，规模达 153 亿欧元。总体来看，德国和法国持有的意、西国债规模较大，其银行业将受到更大的影响，相对来说英国受到的影响将会较小。此外，前期已经经历过援助的葡萄牙、希腊和爱尔兰对于意、西两国国债持有的规模相当有限，受到的影响也不大。

表 5: 各国银行业对西、意国债的持有结构（亿欧元）

	意大利国债	西班牙国债
意大利	1768	20
法国	377	69
荷比卢	322	67
德国	278	153
英国	137	106
西班牙	108	2050
东欧	26	4
奥地利	17	2
北欧	8	1
希腊	1	0
葡萄牙	1	4
爱尔兰	0	0

资料来源：欧洲银行业管理局，长江证券研究部

图 18: 意大利国债持有者的结构



资料来源：欧洲银行业管理局，长江证券研究部

而就西班牙和意大利的相互影响来看，西班牙受意大利的影响将会较大，而如果西班牙先出现问题，那么意大利受牵连的可能性相对较低。从双方银行业持有对方国债规模来看，意大利仅持有西班牙 20 亿欧元的国债，而后的银行体系持有的意大利国债头寸则达到 108 亿欧元。此外，从前期欧元区银行业的压力测试结果来看，西班牙银行受的影响更大。本次压力测试的假设情形包括了欧元区各国主权债务的收益率大幅上升，这等价于假设欧元区主权债务危机更加严重。在这样的情况下，西班牙的银行体系遭受的影响最为显著，显示债务危机的进一步爆发最有可能传播至西班牙银行体系。如果西班牙银行因为其他国家的债务问题恶

化而引发银行的流动性风险甚至信用风险，那么拯救银行体系的财政支出将会令西班牙的政府财政陷入又一场危机。本来西班牙因为实体经济增速弱于预期，其财政赤字的缩减存在较大的困难，债务危机的进一步恶化可能会令西班牙的财政问题显性化。

表 6：两次压力测试中西班牙银行的表现都较差

	2010年压力测试	2011年压力测试
未通过测试银行	5家西班牙银行、1家希腊银行、1家德国银行	5家西班牙银行、2家希腊银行、1家奥地利银行

资料来源：EBA，长江证券研究部

值得注意的是，由于意大利和西班牙的债务规模和经济体量都比较大，一旦意、西两国发生债务违约，EFSF 能否提供足够的资金来帮助其摆脱困境较为堪忧。EFSF 的总规模达到 7500 亿欧元，其中爱尔兰援助已经用去 675 亿欧元，葡萄牙的援助也花费了 780 亿欧元，希腊第二轮债务危机也将动用 800 至 1000 亿欧元的 EFSF 资金（希腊第一轮债务危机主要是通过国家贷款的方式进行援助），那么剩余的资金约为 5300 亿欧元左右。而意大利的债务规模为爱尔兰的 10 倍，如果其发生国债违约，那么 EFSF 的资金就会非常吃紧。

美国债务问题——结构性因素掣肘

上周末，标准普尔下调了美国的主权债务评级，从原先的 AAA 级下调至 AA+，本次评级的下调直接导致了本周一全球各国股票市场的大幅下跌。然而美国经济还远远没有达到南欧国家那么困难的境地，AA+级离债务违约风险差之千里，而且穆迪和惠誉也并没有下调美国的评级。总的来说，当前美国没有债务违约风险，甚至在中期也很难发生此类问题，但是，中长期来看，美国财政稳定性下滑的风险是存在的。

债务评级下调带来什么？

评级下调会带来什么后果？尽管国债收益率并没有出现明显的上升，但是一些政府支持的机构评级却遭到了下调，而下调的机构集中于房地产相关的部门，这些机构的评级下调，可能会对实体经济带来一些负面的影响。

国债收益率没有明显上升

如我们所料本周的两个交易日内，美国国债收益率并没有出现明显的变化。从历史案例来看，评级从“三 A”下调后，大多数国家的长期国债收益率没有明显地变化。由于日本和美国一样具有系统重要性，日元和美元一样又都是避险货币，因此这里以日本的三次评级下调作为参考。惠誉、标普和穆迪曾先后将日本从最高的“三 A”级下调，分别发生于 98 年 9 月 21 日、01 年 2 月 22 日和 09 年 5 月 8 日。其中第一次由惠誉作出，将日本长期国债原有的 AAA 级下调至 AA+级，另外两大评级机构并未跟随。

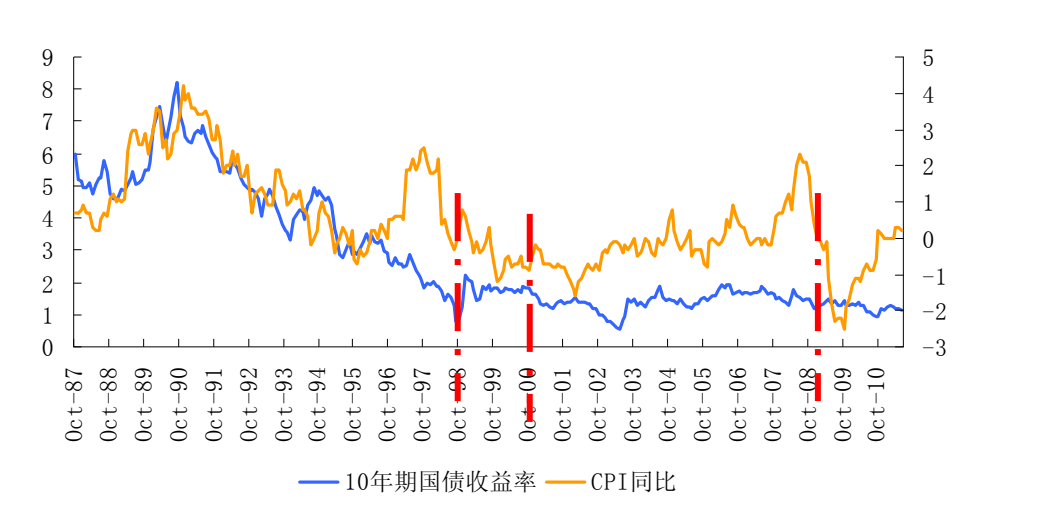
表 7：日本长期国债首次从“三 A”级下调情况

机构	惠誉	标普	穆迪
时间	1998/9/21	2001/2/22	2009/5/8
下调后评级	AA+	AA+	Aa2

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

惠誉 98 年 9 月调降日本国债评级后，日本 10 年期国债收益率的上行仅维持了两天，随后便回落至原先的水平，尽管随后国债收益率上升，但是这波上升与当时日本的通胀上行有关，其后通胀率回落国债收益率也随之回落。01 年 2 月 22 日的评级调降当天和翌日，其 10 年起国债收益率都没有上升，其后国债收益率甚至在量化宽松的推动下有所回落。09 年 5 月 8 日的评级下调也导致了连续两天的国债收益率上行，但是上行幅度仅为 4 个基点。而且，需要提示的是，在这三个时点，日本央行的 M0 增速并没有迅速增加，说明这种国债收益率的稳定并不是因为央行购买了债券。

图 19：日本国债收益率与通胀率



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

关注连锁反应

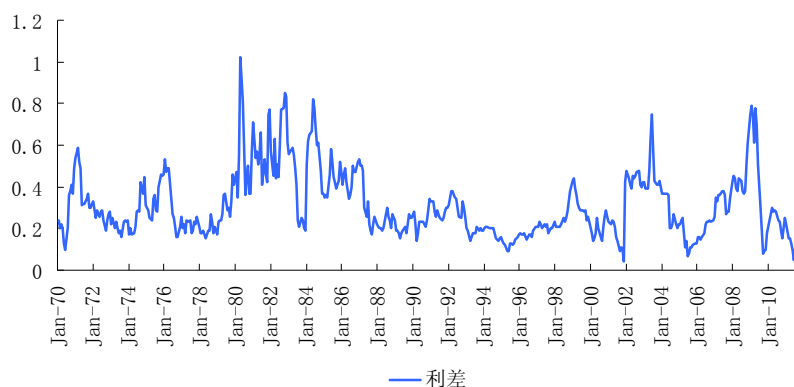
美国主权债务评级下调引发的是美国政府支持机构评级的下调。在下调了美国主权债务评级之后，标普旋即下调了房地美、房利美及数家地方房屋信贷银行的评级，由于其担保人是美国政府，其评级也随美国政府下调至 AA+。与国债不同，房地美和房利美的债务属于公司债，从公司债的经验来看，评级下调必然会导致收益率的上升。

表 8: 主要的政府支持或担保机构

政府支持机构
Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)
Federal Home Loan Banks (FHLBanks)
Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)
Farm Credit System (FCS) Farm Credit Banks (FC Banks)
Student Loan Marketing Association (Sallie Mae)
Resolution Funding Corporation (REFCORP)
Financing Corporation (FCO)

资料来源：长江证券研究部

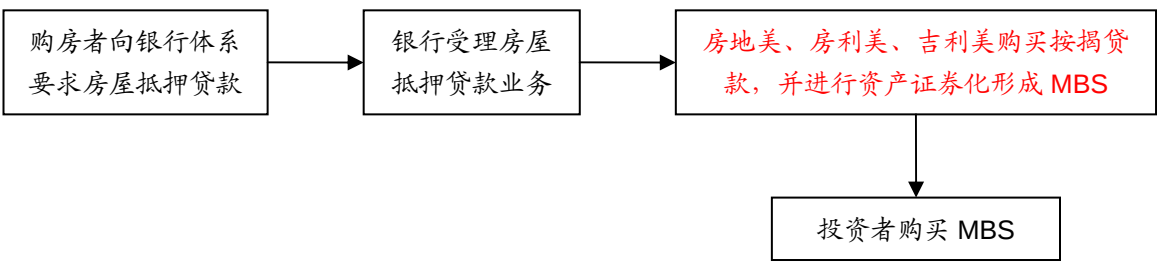
虽然目前 AAA 级公司与 AA 级公司债利差处于 10 个基点左右的历史低位，但是随着经济增速的放缓，未来利差必然会有扩大的趋势。这也就以为着维持房地美、房利美运行的融资成本将会上升。

图 20: AAA 级公司债与 AA 级公司债利差


资料来源：CBO，长江证券研究部

而由于房地美和房利美在 MBS 市场中扮演着非常重要的作用，其实力的削弱将可能对房地产市场造成冲击，银行业也可能因此受到波及。房地美和房利美是重要的按揭贷款买方，他们通过购买按揭贷款并进行资产证券化，这就为银行的房贷创造了流动性，从而促进了银行体系的按揭贷款发放，这也支持了居民的房屋购买。而随着房地美、房利美债务评级的下调，其对于房屋市场的支持也可能会遭到削弱，而房屋市场泡沫破裂是本次经济衰退的根源，如果房地产市场继续在谷底徘徊，那么对于实体经济和经济信心都将是较为严重的打击。不过，对于这种冲击的影响也不宜过分夸大，毕竟 AAA 级与 AA+ 的差别非常有限，其对于实体经济的冲击也仅限于一定的范围。

图 21：房地美和房利美在放贷资产证券化中的作用



资料来源：长江证券研究部

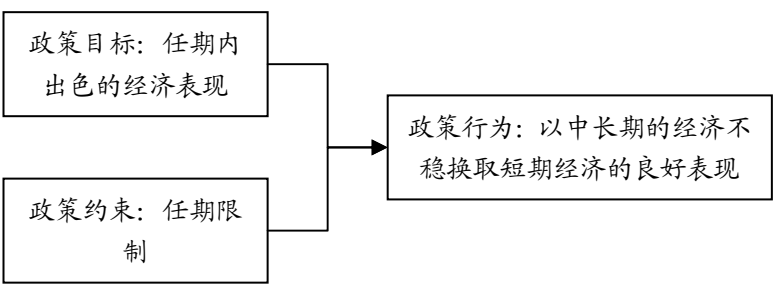
财政不稳定的根源——两党政治存在的制度性问题

两党竞争有利于执政效率的提高，但是其本身也存在着一定的局限性，这也正是标普下调美国债务评级的原因之一。

在两党竞争的政治格局下，在野党与执政党势力较为均衡，在这样的情况下，如果执政者表现不佳，那么就很有可能被在野党的候选人取代。在这样的情况下，执政者的目标即为经济增速、就业的最大化，同时在一定程度上控制通胀。

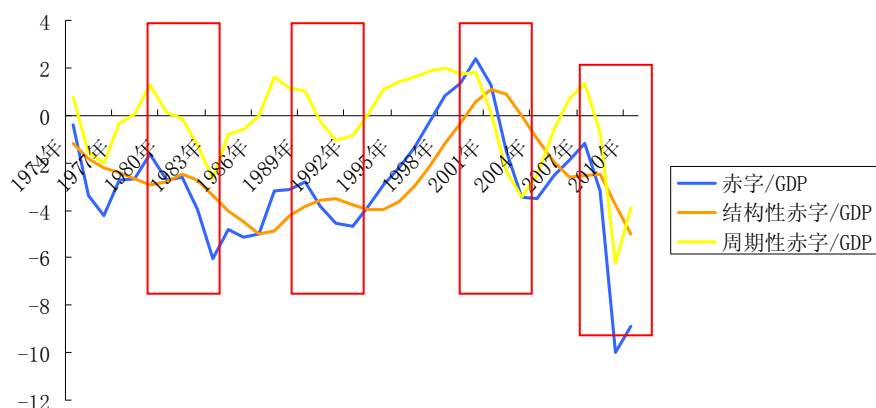
而与普通的两党制不同，美国的两党制体系中，政治家个人处于更为重要的位置，从属党派意愿就成为更为次要的要素。在这样的情况下，任期约束就显得格外重要。特别是面临连任选举之时，执政者必须在较短的时间内推动经济增长，而这种干预的中长期后果不会在较短的任期内给执政者造成明显的影响。这就造成了执政这以长期经济的不稳定换取短期经济的良好表现。而以长期债务的不稳定换取短期经济的良好表现也正是执政者可能的行为。

图 22：美国两党制的政策行为模式



资料来源：长江证券研究部

除非存在技术进步引导的劳动生产率大幅提升，否则政策导致的经济中长期不稳定是常态。下图所示，结构性赤字比率是指去除了经济周期影响的赤字比率，其更能反映政府的财政行为。我们发现，除了在克林顿的第二个任期，结构性财政赤字比率都在扩大，特别是在历任总统的第一任期，面临连任选举压力的政府部门都明显提高了赤字比率，而在第二个任期中也没有能够迅速的弥补前期赤字。而作为唯一例外的克林顿第二个任期恰好受到技术进步的推动而存在赤字缩减的大幅空间。（详见《世界经济半月报 0626-周期性变动与结构性变动》）

图 23: 美国 70 年代以来的财政赤字表现


资料来源：长江证券研究部

到现任总统奥巴马时期，这种魔咒并未被打破，其在任期内推出了两轮全面的财政扩张，其间还利用财政政策刺激了住房市场和汽车销售市场。这些措施虽然在短期内实现了美国实体经济的好转，但是赤字和负债余额却不可避免的迅速扩大。

表 9: 首轮财政刺激

减税方案 (亿美元)	涉及内容	预估未来10年 共可减免税负	2009年预 算负担	2010年预 算负担
个人税收	增加95%的工人其劳动收入的税收抵扣	1453		
	增加拥有三个以上孩子家庭的劳动收入的税收抵免	46		
	增加孩童抵税金额	182	258	978
	大学教育税收抵免	137		
	首次买房者的税收抵免或返还	26		
企业税收	延长2008年关于资本投入的加速折旧条款	50		
	延长关于小企业资本开支折旧条款的优惠	0.41		
	经营损失退税追溯期延长至5年	171	613	541
	雇用失业退伍军人或特定失业青年所给予的税收优惠	2.08		
	关于被收购公司损失是否允许扣除条款的调整	69.7		
州及地方政府	关于金融机构持有的债券利息免除，以及小规模债券发行人利息支出扣除的规定	32.3		
	免除州及地方政府替代最小税收ATM的成本	4.8		
	学校建设债券税收抵免	89.8	1.6	6.8
	增加州及地方政府特定区域债券 (QZAB) 发行的授权	10.4		
	州及地方政府债券税收抵免	182.7		
支持特定区域及部落经济发展	取消政府承包商3%的预提税	109.4		
	相关债券的发行及税收优惠	52.5	1.6	2.7
	可再生能源长期的税收抵免优惠	131.4		
	通过再生能源提供电力项目的临时投资税收抵免	2.18		
	能源投入税收抵免条件的放宽	8.72		
	洁净可再生能源债券	5.78		
	能源保护债券	8.03	96	26
	现有房屋能源效率提升项目的税收抵免	42.75		
	替代燃油泵的税收抵免	0.54		
	可再生能源研发投入的税收抵免	0.18		

资料来源：美国预算办公室，长江证券研究部

表 10: 新刺激计划的效果

新法案对美国财政预算的影响 (单位: 百万美元)				
条款	年份			
	2011	2012	2013	2014
01、03、09年减税法 案延长	-99,025	-187,396	-105,325	-15,848
投资激励政策的延长	-55,430	-58,224	315	27,347
失业救济延长	-34,515	-21,642	-100	-102
其他条款延长	-27,566	-15,587	-2,046	-1,363
可选最低税收减免	-85,833	-67,597	16,754	—
暂时性的房产税减免	-4,546	-28,050	-29,349	-3,483
工资税削减	-67,239	-44,414	—	—
总效应	-374,154	-422,910	-119,751	6,551

资料来源: Joint Committee on Taxation, 长江证券研究部

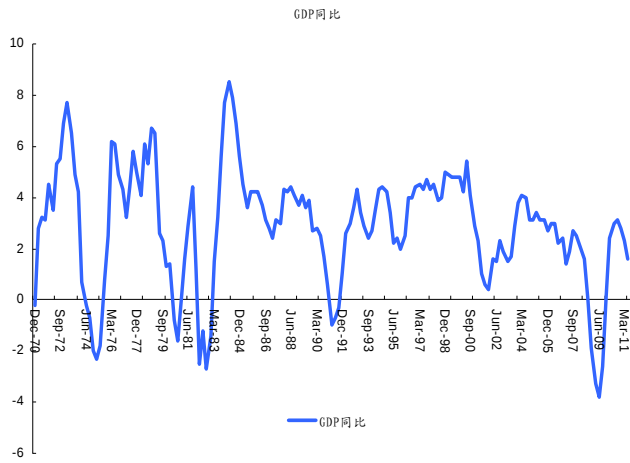
综合各种因素,我们认为美国政府在债务问题愈发严重的关键时刻确实会进行赤字和债务削减的政策,但是鉴于名义 GDP 的趋势增长率和美国政治体制固有的问题,对于目标的完成情况我们抱着一个相对谨慎的态度。

美国经济的趋势增长——技术进步尚未到来

本轮美国乃至全球经济的复苏都非常依赖刺激政策,然而货币政策在短期对实体经济的刺激最终只能转化为通胀、财政赤字的不断扩大也将会导致财政紧缩的发生,离开了刺激政策的实体经济,最终只能依赖内生的力量走入复苏,但是实体经济显然还没有做好这样的准备。

难解信心低迷

由于全球金融危机的爆发,09 年美国经济开始步入衰退,随着美国政府一系列刺激经济的政策出台,自 10 年一季度开始,美国经济慢慢步入复苏的轨道。但由于前期利比亚危机导致的原油价格大幅上涨以及日本地震对于美国产业链的冲击,美国经济复苏之路被拦腰斩断。但随着油价的回落及日本地震影响的推出,美国经济依然不见起色,据数据显示,美国 2 季度的 GDP 同比增速仅为 1.6%,经济继续下滑。

图 24：美国 2 季度经济增速继续下滑


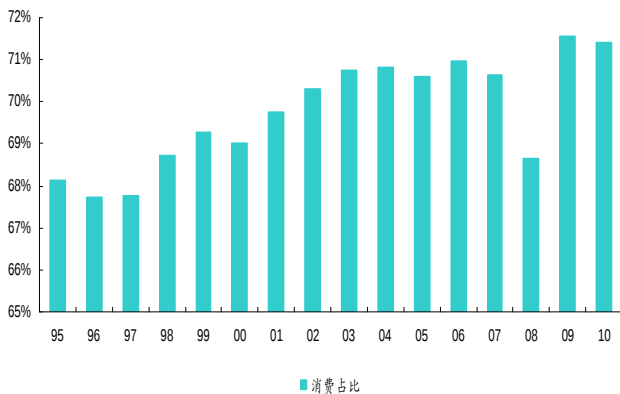
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 25：石油价格 2 季度已经开始回落

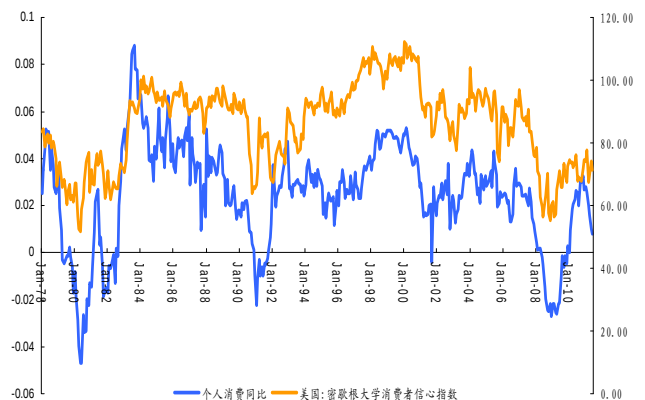

资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

这让我们不得不产生疑问：到底是什么因素导致近期美国经济表现如此疲软呢？通过分析我们不难发现，需求端的萎靡拖累了整体经济，而在其中消费者信心起到了至关重要的作用，而据以往历史分析，在经济二次探底阶段，低迷的消费者信心将会持续 5-6 个月，所以，我们判断在下半年中，需求端地萎靡将使得美国经济继续疲软表现，复苏之路坎坷。

消费是 GDP 的主要组成部分之一，在美国 GDP 构成中，个人消费支出更是占据了绝大部分，从 2000 年开始，个人消费支出占 GDP 的比重平均高达 70%。因此，消费的萎靡会直接压缩 GDP 的规模。而消费者信心对于消费有着极强的正相关关系，低迷的消费者信心直接压缩了个人消费支出，使得 2 季度个人消费增幅仅为 0.1%，直接拖累整体经济。

图 26：个人消费支出在 GDP 中占比高达 70%


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

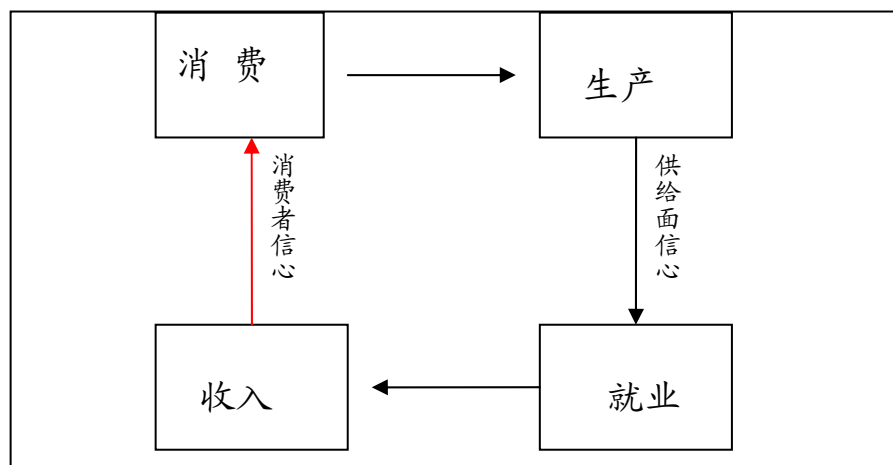
图 27：个人消费支出与信心成正相关


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

此外，消费、生产、就业、收入四者之间会形成一个循环，消费的增加会刺激生产，生产使得就业扩张，就业扩张则增加个人的收入，收入增加又会反过来刺激消费。而对于美国来说，

在这个循环当中，收入的增加能否转化为消费至关重要，一旦不能转化为消费，这将变成一个恶性循环，而在这个环节当中，消费者信心起到一个衔接作用。

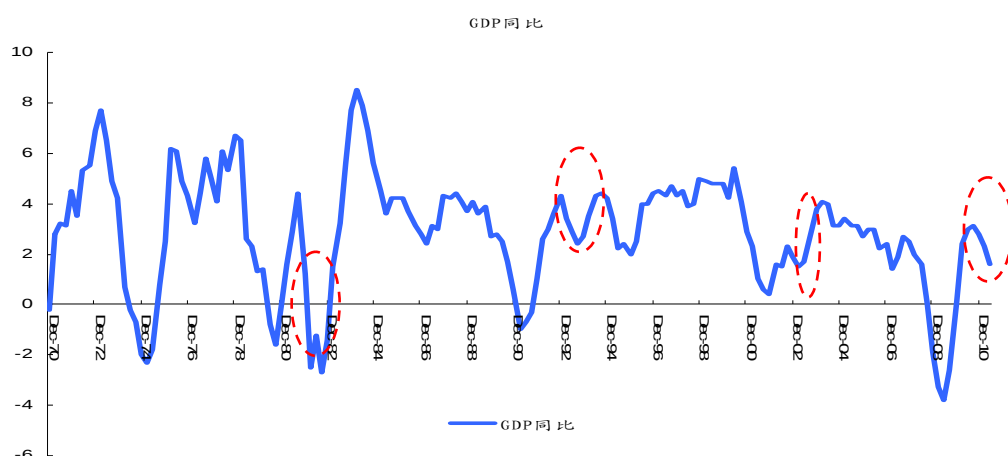
图 28：经济循环图



资料来源：长江证券研究部

美国经济在经历 09 年大幅下滑，10 年短暂复苏后，目前处于二次探底阶段。从 1990 年开始，美国历史上经济环境与现在类似的情况曾发生过两次：一次发生在 93 年 1 季度到 3 季度之间，之前由于海湾战争导致第三次石油危机，而使得 91 年经济出现衰退，在经过 92 年的短暂复苏后，在 93 年出现二次探底，经济增速由 92 年 4 季度的 4.3% 降到 93 年 3 季度的 2.4%；第二次发生在 2002 年末到 03 年的 1 季度，在之前的 2001 年间，由于受到“9.11”事件及网络泡沫破灭的影响，美国经济增速仅维持在不到 1%，在 02 年间短暂复苏，其后增速又立即向下探底，跌至 03 年一季度 1.5% 的最低点

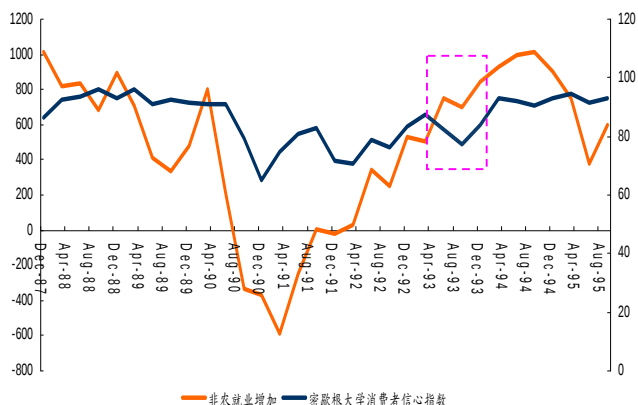
图 29：1980 年起美国历史上经济二次探底



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

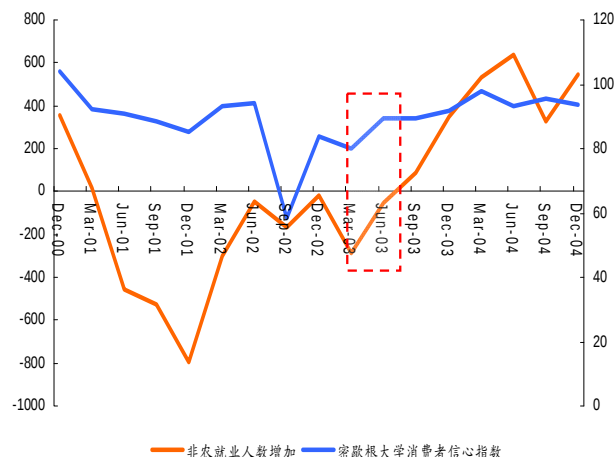
而在之前的经济二次探底过程中，其消费者信心表现如何，对于分析这次的消费者信心有很好的借鉴意义。在 93 年的情形中，密歇根大学消费者信心从之前的低点上升到 92 年末的最高点 91 点，在经济二次探底时，降至 93 年 7 月的最低点 77，而直到 93 年 12 月才恢复，信心的恢复将近 6 个月。同样，在 03 年的情形中，消费者信心的恢复也经历了 5-6 个月。

图 30：93 年经济二次探底时消费者信心表现



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 31：03 年经济二次探底时消费者信心表现



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

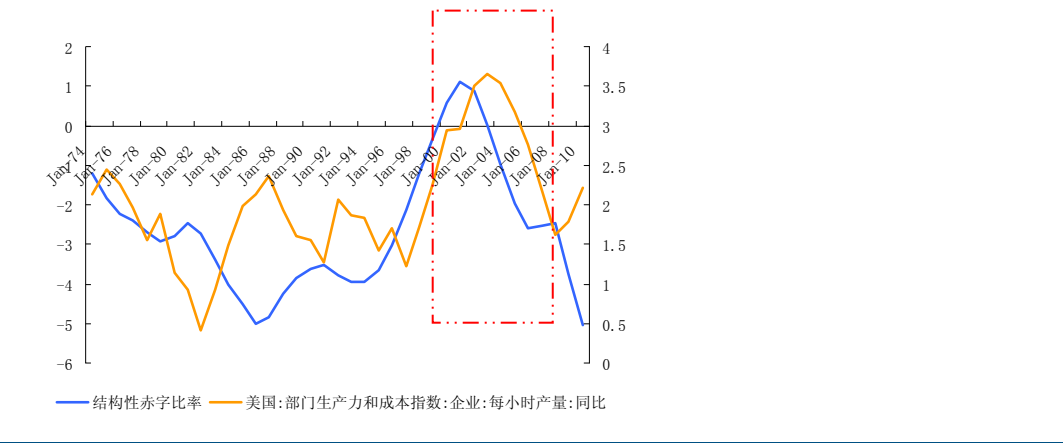
对比上两次经济二次探底消费者信心的表现情况，我们发现，即使在非农就业人数增加有所好转的情况下，消费者信心的修复期仍要 5-6 个月。因此即使刚刚公布的非农就业数据有所好转，对于消费者信心的修复作用不会很快显现出来。

由于消费者信心最有可能是导致本轮经济二次探底的最可能的原因，因此消费者信心也是本轮经济复苏的关键因素。从历史相近的情况看，在二次探底的经济环境下，要经历大约 5-6 个月的时间，低迷的消费者信心才能恢复，这也就意味着今年下半年消费者信心极有可能持续低迷，从而导致需求不旺，使得下半年经济继续疲软。

技术进步尚无迹象

正如此前文中提到的，在美国特有的两党制政体下，只有技术进步才能够给赤字的缩减带来空间。这也是克林顿政府时期存在财政盈余的关键所在。然而，技术进步是随机的，我们无法确定技术进步到来的具体时间，而有一点是可以肯定的——在全球主要经济体面临赤字缩减的条件下，对于技术进步的政府支持将会转弱，这也意味着，技术进步发生的概率将会降低，我们也许需要等待更长的时间才能等来新的技术进步，从而进入一轮新的真实经济周期。

图 32：克林顿时期的财政盈余与技术进步关系密切

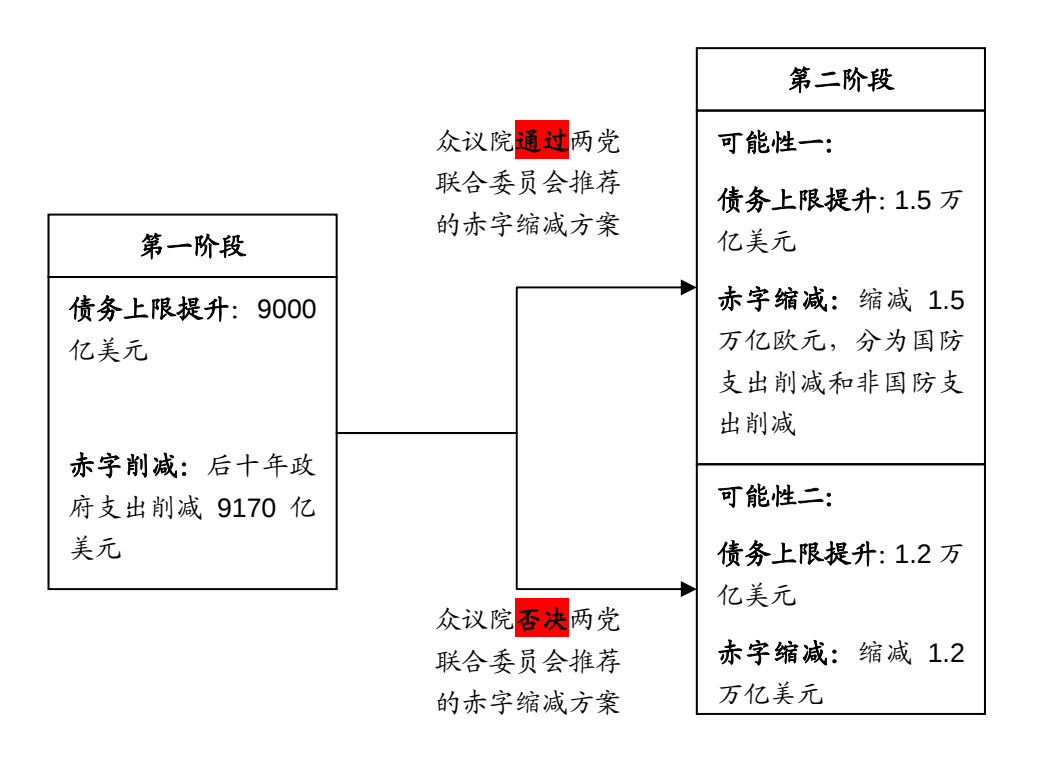


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

债务上限提升带来什么？

经过漫长而艰苦的谈判，最终债务上限的提升方案终于通过。本次方案分两阶段提高债务上限，第一阶段：削减政府支出 9000 亿美元，同时未来 10 年削减政府支出 9170 亿美元的条款也会包括其中，9170 亿美元的支出削减包括 3500 亿美元的国防支出削减。

图 33：债务上限提升法案的具体方案



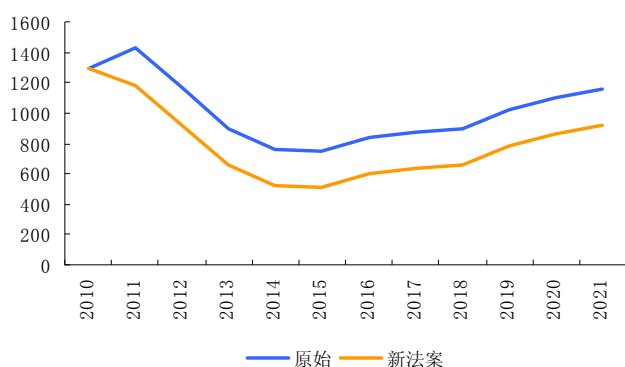
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第二阶段要分成两种情况。法案规定要建立一个由两党议员组成的委员会，由该委员会在年

底起草一份赤字缩减改革方案。该方案新增的赤字缩减规模为 1.5 万亿美元，包括国防支出的削减和非国防支出的削减。**第一阶段的债务上限提升和支出的削减都将同时生效。**该方案将交由众议院表决，如果该方案顺利通过，那么债务上限将提升 1.5 万亿美元。而如果该方案不能得到通过，那么一项债务上限提升 1.2 万亿美元和赤字缩减 1.2 万亿美元的方案将会出台。第二次债务上限提升的时间点在 2012 年 1 月。

下面我们来估计法案对未来财政赤字规模的影响。本次 2.1 万亿或 2.4 万亿赤字规模的缩减是增量的赤字缩减，这就意味着未来 10 年，每年财政赤字的规模都将在原有基础上缩减 2100 亿美元或 2400 亿美元。我们根据 CBO 公布的赤字规模估算值，在 2012 至 2021 年每年的赤字规模上减去 2100 亿或 2400 亿美元，得到了下图所示的估计赤字规模，新法案执行以后，赤字规模最低在 2015 年将降低至 5080 亿美元，仅为 2010 年的四分之一强。赤字规模的缩减事实上也就是财政政策的紧缩。

图 34：财政赤字规模——新旧法案的对比（十亿美元）



资料来源：CBO，长江证券研究部

量化分析

这里我们对于美国未来的债务比率做一个情景分析的测算，测算的方法与计算意大利的负债比率相近。在这里我们利用了 CBO 预测的赤字规模和 IMF 的名义 GDP 估算，同时鉴于我们此前分析的美国政治体制和经济长期增长的结构性问题，我们对于赤字削减的完成情况和名义 GDP 的增长率作了不同的假设。依照与意大利债务比率量化分析的类似思路，我们做了四组假设（下表所示），根据这四组假设估计了美国债务比率的变化情况。

由于未来技术进步的冲击还未到来，而小布什在任期间的刺激政策长期化也很难重现，所以，我们大多数的假设都是更加保守的，我们大多数的假设都是名义 GDP 增长率低于此前平均值得。同时，对于美国两党体制的担忧也使我们更加倾向于认为美国赤字缩减的执行力将存在明显的缺陷。因此对于赤字缩减目标的完成的情况我们的假设也是更为保守的。

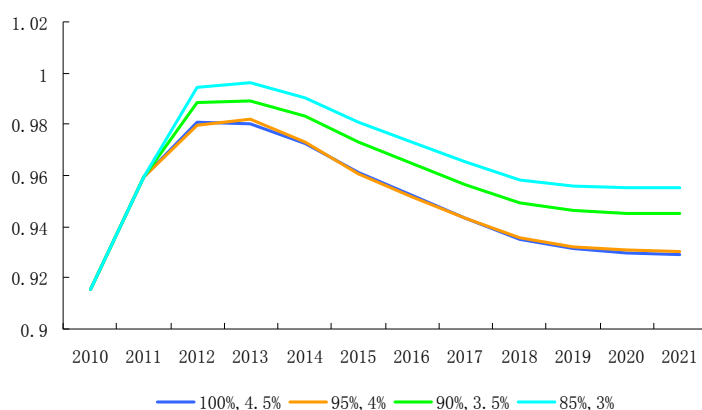
表 11: 四种假设情形

假设情形	名义GDP增长率	赤字缩减的完成情况
1	4.50%	100%
2	4%	95%
3	3.50%	90%
4	3%	85%

资料来源：长江证券研究部

下图所示的是各假设下未来十年债务比率的估计，在所有的假设下，债务比率都会在2012-2013年见顶并在随后回落。但是在2020年之后，第四种假设情形下的美国债务比率可能会再次回升。这也就是说，如果美国的两党体制导致赤字缩减不力，同时经济增长也因为新的技术进步而出现停滞，那么美国中长期的债务问题仍然是值得担忧的。当然，我们的假设中大部分的情形还是支持一个收敛的债务比率变化，而这种情形还是基于我们更加保守的估计。总的来说，我们认为美国的财政赤字问题在短期内不会引发大的问题，但是在中长期是存在一定风险的。

图 35: 四种假设下的债务比率变化



资料来源：CBO, IMF WEO, 长江证券研究部

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。