

2011 年 11 月 4 日

相关研究

稳定不稳定的市场——国际金
融市场风险监测 2011 年 11 月 1
日

市场情绪持续缓解，但危机仍
未结束——国际金融市场风险
监测 2011 年 10 月 31 日

峰回路转：万亿欧元救市方案
出台，美国第三季度 GDP 复苏
加速——国际金融市场监测
2011 年 10 月 28 日

无果而终，又一次的轮回——
国际金融市场监测 2011 年 10
月 27 日

竹篮打水——国际金融市场监
测 2011 年 10 月 26 日

曙光乍现，前途曲折：期待欧
洲版救市方案——国际金融市
场监测 2011 年 9 月 28 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉 (8621)23297464

xiewy@swsresearch.com

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

欧央出降息奇招，希腊公投闹剧收场

——国际金融市场风险监测 2011 年 11 月 4 日

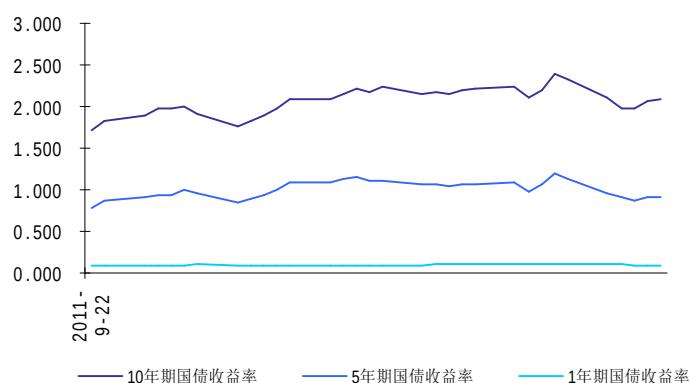
欧洲央行 11 月 3 日降息 25 个基点至 1.25%；希腊总理放弃全民公投计划。

总体判断：

- I **投资结论：**欧央行降息，主要因为欧洲经济前景恶化，借贷成本攀高，而通胀压力减小。这次降息利好风险资产，降低欧元区借贷成本，缓解欧债危机，开启了降息周期。
- I 欧央行降息的原因有三：
 - 1、**欧洲经济前景堪忧**，下行风险增大，欧央行 12 月可能大幅削减经济增长预测。
 - (1) 从 GDP 增速来看，欧元区今年二季度同比增长 1.6%，而第三、四季度预计降至 1.3%和 0.8%，下行趋势明显，而希腊、葡萄牙将持续负增长，并拖累核心国家
 - (2) 欧元区失业率高企，10 月份高达 10.2%，创欧元区成立以来新高；
 - (3) 从制造业来看，英国、瑞士、欧元区乃至除爱尔兰以外的 16 国的 10 月 PMI 均跌至 50 下方，新订单增速锐减，意味着欧洲制造业陷入萎缩，创 2009 年 7 月以来新低；
 - (4) 从领先指标来看，欧元区消费、经济、工业、服务业信心以及企业景气指数均跌至 1 年多新低，这也预示未来欧洲经济的下滑趋势。
 - 2、**欧元区通胀压力减小**。因为 10 月通胀或持平于 9 月的 3%，欧元区投入成本两年来首次下降，增加了欧央行降息的动力。
 - 3、**欧债危机深化，借贷成本上升**。意大利、西班牙的 10 年期国债大幅升至 6%左右，让欧央行在二级市场购买国债的努力难以奏效，而希望通过降息来降低借贷成本。我们在今年 9 月曾预测欧央行年内降息，即出于此目的考虑。
- I 从欧央行降息的影响来看，利好风险资产，原因如下：
 - 1、降息能降低欧洲边缘国家的借贷成本和债务压力，并持续向银行提供流动性，有利于缓解欧债危机、提振欧洲经济。
 - 2、降息意味着欧洲降息周期、宽松的货币政策的开始。随着通胀压力的减小，欧央行明年可能再次降息。
- I **核心假设风险：**欧洲经济疲软不振，欧猪国家一揽子救助措施仍有待落实，希腊虽声称放弃公投、闹剧暂时收场，但政局不稳，这些不确定性将持续对金融市场构成负面影响。。
- I **关注：**
 - 11 月 4 日 欧元区 PMI 服务业（预期：47.2，前期：47.2）
 - 11 月 4 日 G20 峰会
 - 11 月 4 日 美国失业率（预期：9.1%，前期：9.1%）

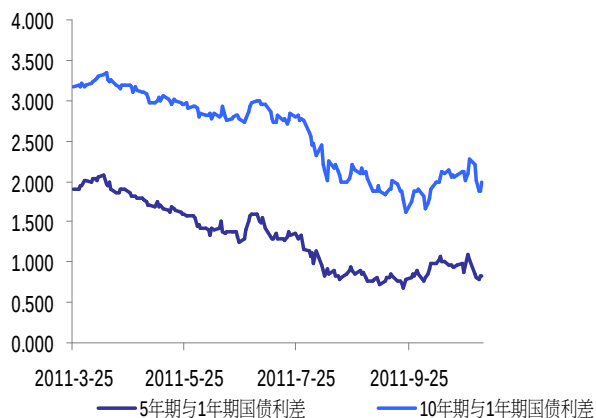
1. 欧央行突然下调利率为促经济，美股商品齐上涨

图 1：美国 10 年期国债收益率回升，对长期经济形势的担忧减弱。



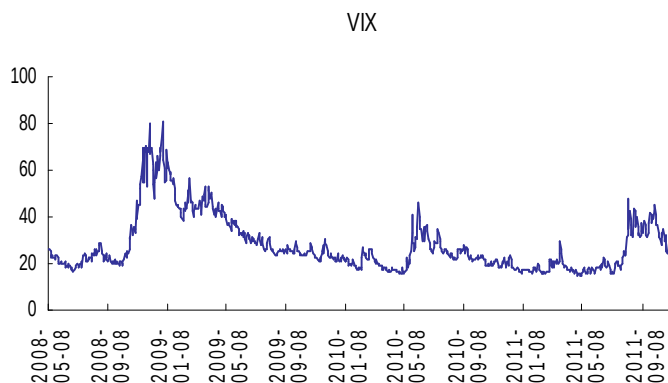
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国 10 年期国债利差继续上涨，对长期经济形势担忧缓和。



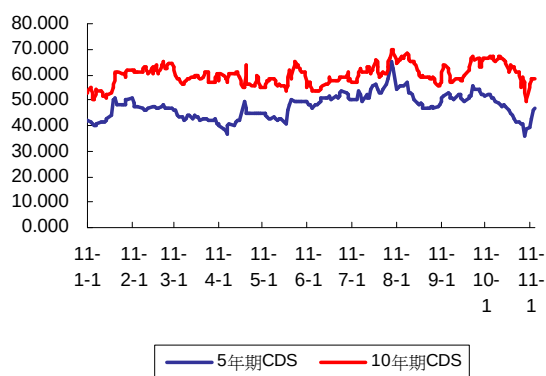
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数下降，显示股市波动风险减弱。



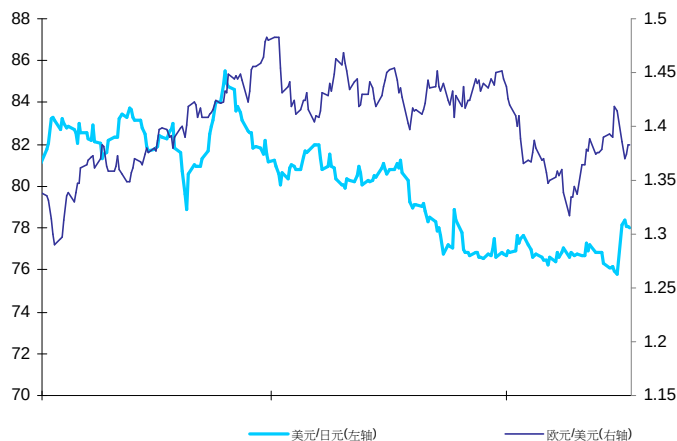
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 上涨，对债务违约风险的担忧增加。



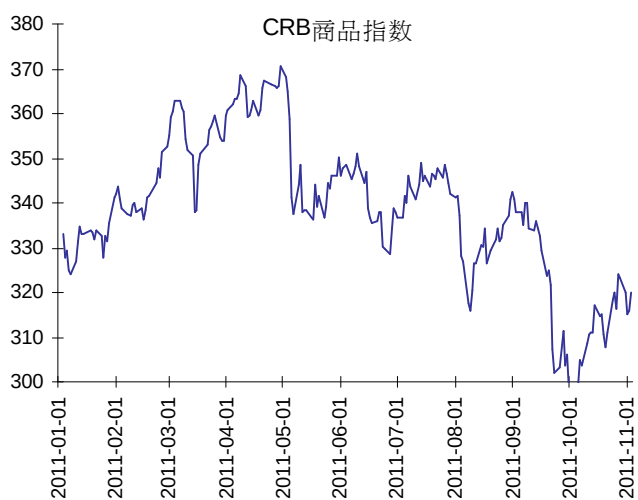
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元下跌，由于预期美就业增长缓慢且失业率预期值与前朝持平，显示经济复苏缓慢。



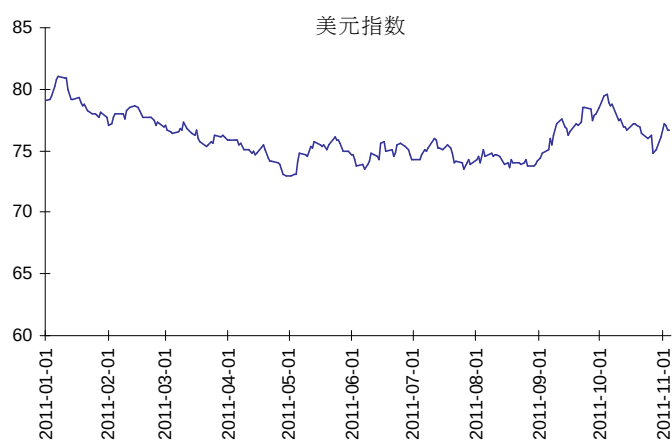
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格上升，由于欧央行下调主导利率为了保持经济齐增长，预期需求会有所回升。



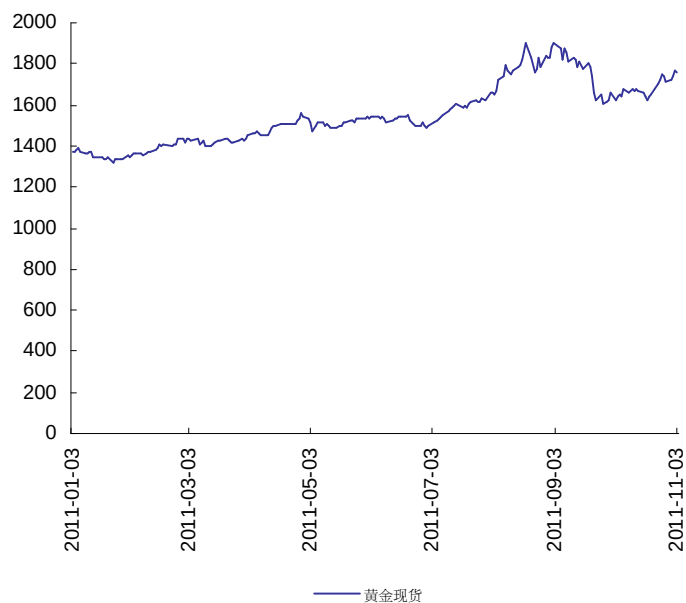
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数下跌，对其避险需求有所减弱，由于欧央行突然下调主导利率。



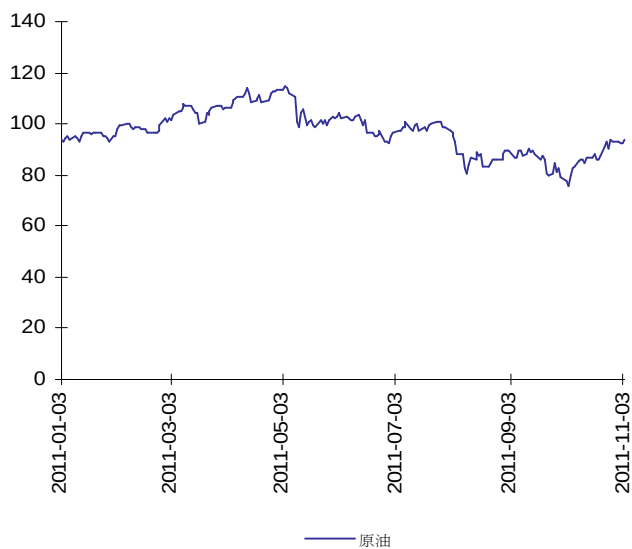
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格继续小幅下滑，对其避险需求减缓。



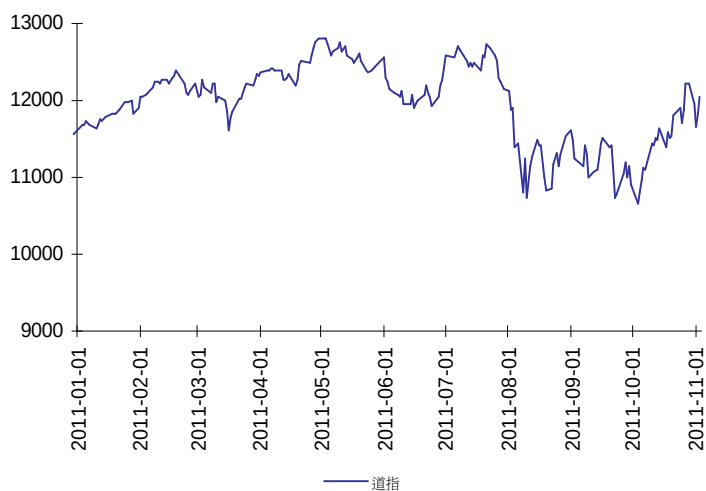
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格上涨，由于希腊可能放弃公投。



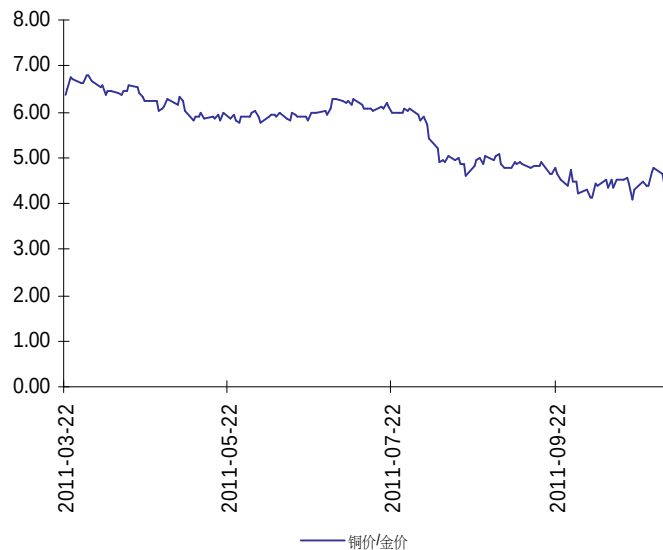
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指上涨 1.8%，由于欧央行突然下降主导利率为促经济增长。



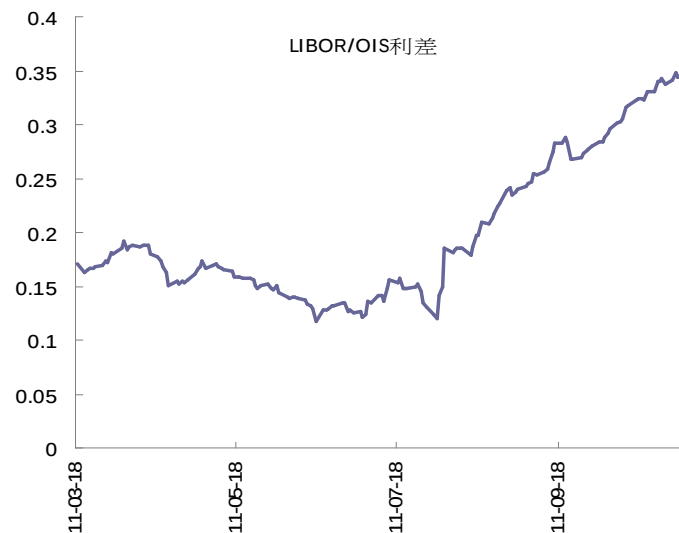
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，因铜价持续上涨。由于欧央行突然下调主导利率，预期会增加铜的需求。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差上升，银行信贷压力增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
10/28/2011 20:30	员工成本指数	3Q	0.60%	0.30%	0.70%	--
10/28/2011 20:30	个人收入	SEP	0.30%	0.10%	-0.10%	--
10/28/2011 20:30	个人开支	SEP	0.60%	0.60%	0.20%	--
10/28/2011 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	SEP	3.00%	2.90%	2.90%	--
10/28/2011 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	SEP	0.10%	0.00%	0.10%	--
10/28/2011 20:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	SEP	1.70%	1.60%	1.60%	--
10/28/2011 21:55	密执安大学消费者信心	OCT F	58	60.9	57.5	--
10/28/2011 22:00	密尔沃基采购经理指数	OCT	56	55.5	55.4	--
10/28/2011 20:30	个人收入	SEP	0.30%	0.10%	-0.10%	--
10/31/2011 21:45	芝加哥采购经理指数	OCT	59	58.4	60.4	--
10/31/2011 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	OCT	-5	2.3	-14.4	--
11/01/2011 22:00	建筑开支月环比	SEP	0.30%	0.2%	1.40%	--
11/01/2011 22:00	ISM 制造业	OCT	52	50.8	51.6	--
11/01/2011 22:00	ISM 支付价格	OCT	55	41.0	56	--
11/02/2011 05:00	汽车总销售量	OCT	13.20M	13.20M	13.04M	--
11/02/2011 05:00	国内汽车销售量	OCT	10.30M	10.29M	10.17M	--
11/02/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	OCT 28	--	0.2%	4.90%	--
11/02/2011 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	OCT	--	12.6%	211.50%	--
11/02/2011 20:15	ADP 就业变动指数	OCT	100K	110K	91K	--
11/03/2011 00:30	FOMC 利率决策	NOV 2	0.25%	0.25%	0.25%	--
11/03/2011 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	NOV	--	39.6	39.2	--
11/03/2011 20:30	非农生产力	3Q P	2.80%	3.10%	-0.70%	--
11/03/2011 20:30	单位劳务成本	3Q P	-0.50%	-2.40%	3.30%	--
11/03/2011 20:30	首次失业人数	OCT 29	400K	397K	--	--
11/03/2011 20:30	持续领取失业救济人数	OCT 22	3700K	3683K	--	--
11/03/2011 21:45	彭博消费者舒适度	OCT 30	--	-53.2	-51.1	--
11/03/2011 22:00	ISM 非制造业综合指数	OCT	53.6	52.9	53	--
11/03/2011 22:00	工厂订单	SEP	-0.10%	0.30%	-0.20%	--
03-04 NOV	ICSC 连锁店销售 同比	OCT	5.20%	3.70%	5.50%	--

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
11/04/2011 20:30	非农就业人数增减	OCT	95K	--	103K	--

11/04/2011 20:30	非农私企就业人数增减	OCT	125K	--	137K	--
11/04/2011 20:30	制造业就业人数增减	OCT	4K	--	-13K	--
11/04/2011 20:30	失业率	OCT	9.10%	--	9.10%	--
11/04/2011 20:30	就业不足率 (U6)	OCT	--	--	--	--
11/04/2011 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	OCT	0.20%	--	0.20%	--
11/04/2011 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	OCT	1.90%	--	1.90%	--
11/04/2011 20:30	周平均工时 所有员工	OCT	34.3	--	34.3	--
11/04/2011 20:30	家庭调查就业率变动	OCT	--	--	398	--

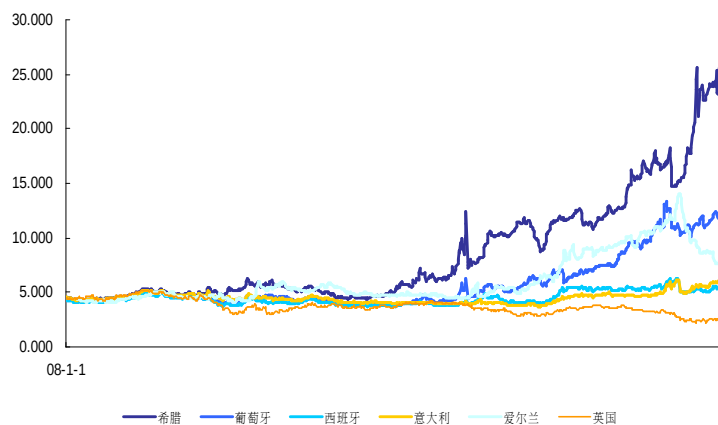
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

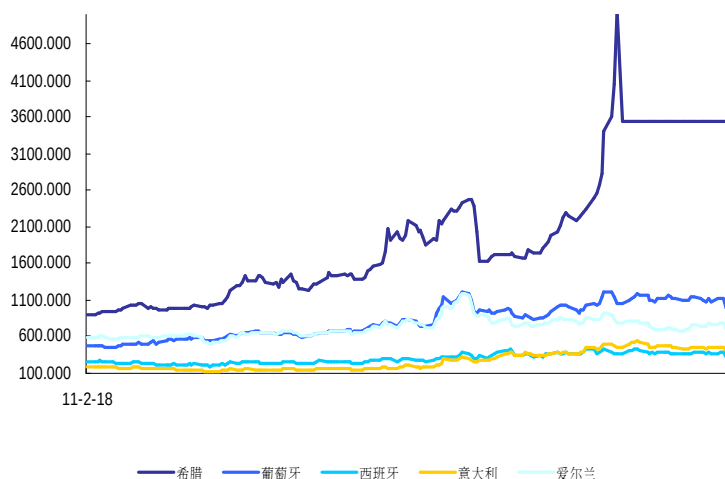
2. 希腊“出尔反尔”，欧元欧股皆反弹。

图 13：欧猪五国国债收益率均上涨，对经济担忧的情绪加剧。



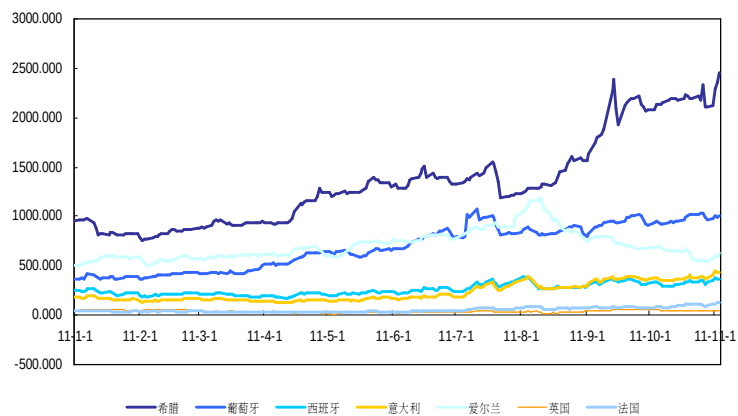
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均下跌，对债务违约风险的情绪减弱。



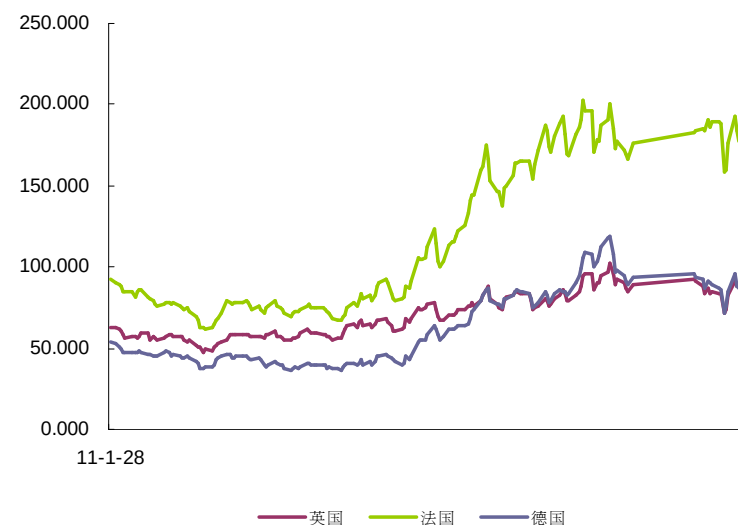
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除意大利，法国和西班牙外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪剧增。



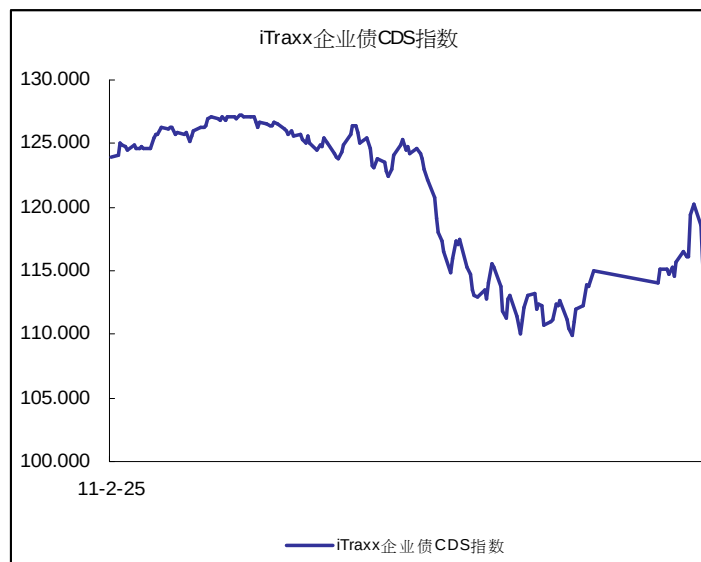
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均继续下跌，对违约风险的担忧情绪缓和。



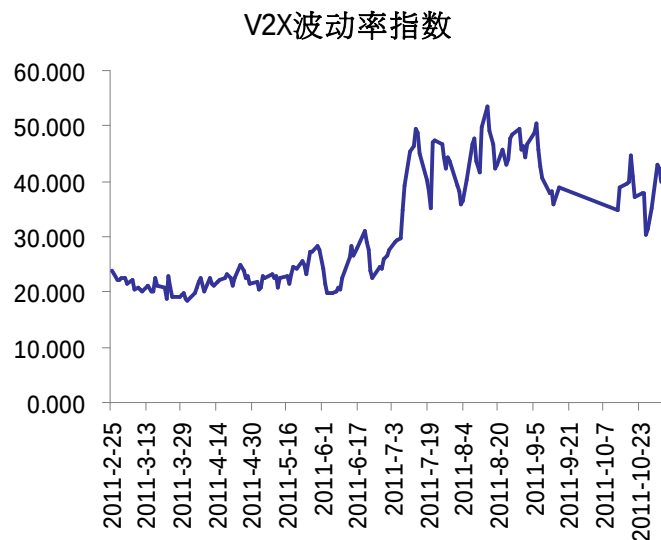
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 反弹上升，对企业违约风险情绪有所增加。



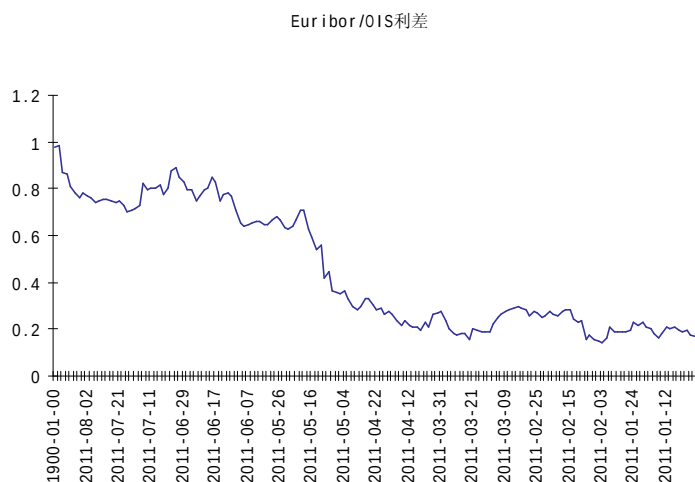
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动率下降，股市波动风险减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor/OIS 利差回落，显示银行信贷压力放缓，由于欧央行下调主导利率。



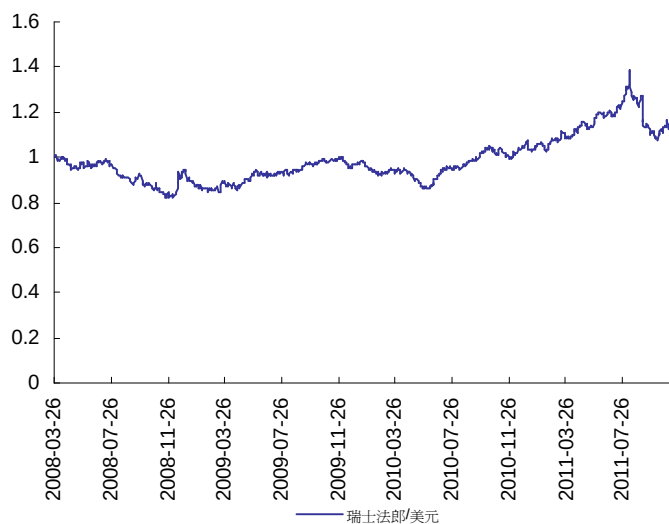
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元上涨，由于希腊可能取消公投。



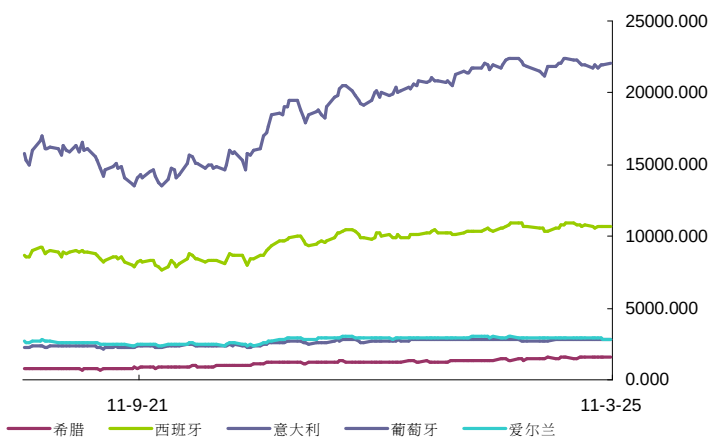
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下降, 对其避险需求减弱。



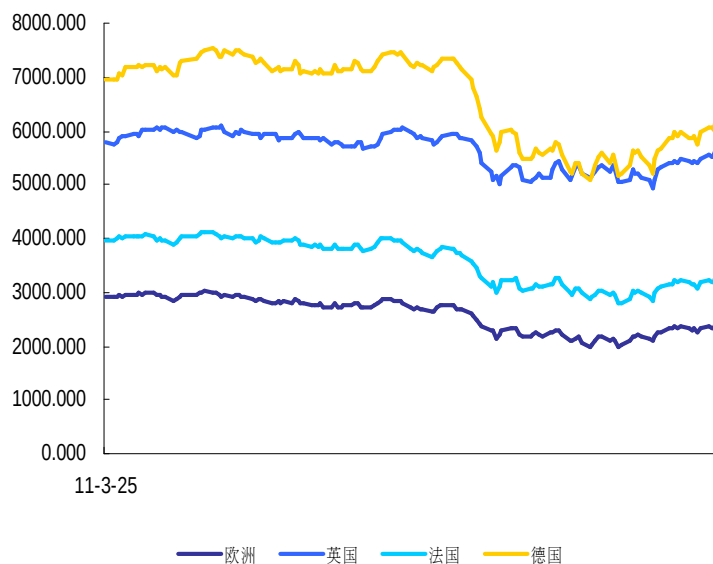
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上涨。



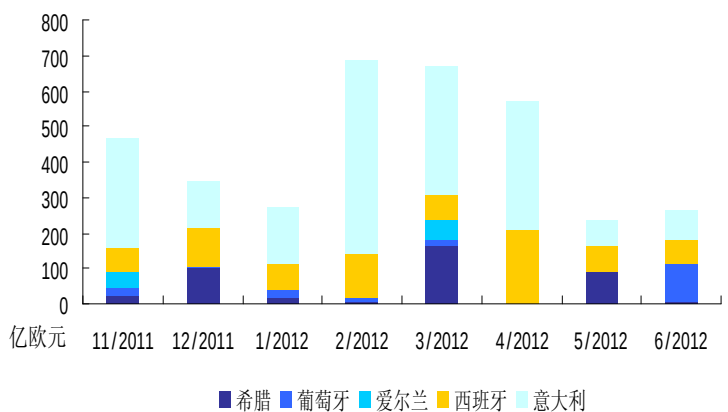
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均继续上涨, 由于欧央行突降主导利率且希腊总理称会取消全民公投。



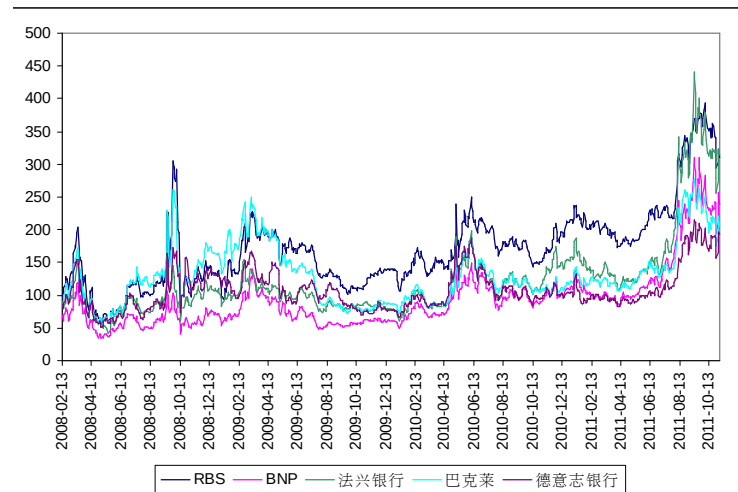
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 8 个月的未偿还债务, 2012 年 3 月是偿还高峰



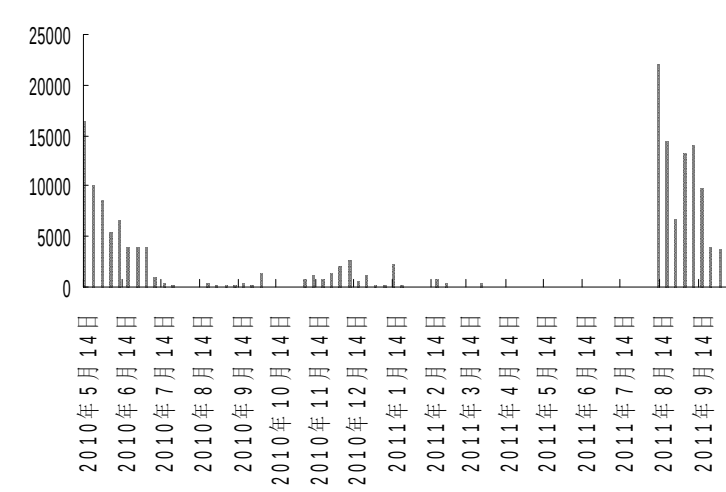
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均回落，由于欧央行下调主导利率。



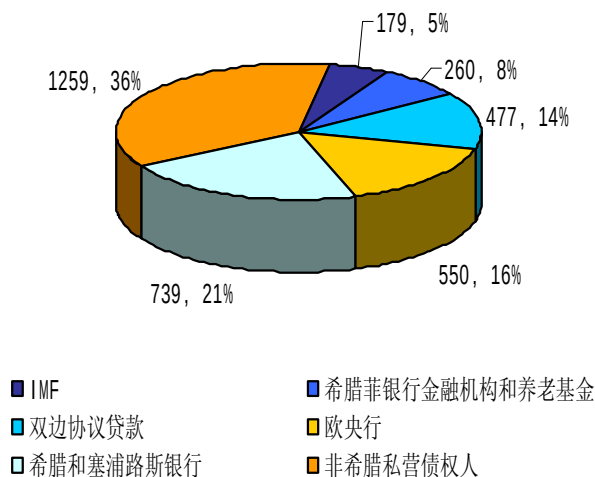
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：ECB 近期购置债券有所减少（单位：百万欧元）



资料来源：ECB，申万研究

图 27：3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



资料来源：申万研究

表 1：欧洲主要国家债务相关情况

国家	债务(百万欧元)	5 年 CDS	标普	穆迪	惠誉	10 年赤字/GDP%	10 年债务/GDP%	GDP 同比 (1Q)	一季度 GDP 环比(1Q)
----	----------	---------	----	----	----	-------------	-------------	-------------	----------------

希腊	343,443	5887.48	CC	Ca	CCC	-10.5	142.8	-5.5	0.2
法国	1,317,387	183.27	AAAu	Aaa	AAA	-7	126.1	3.5	N.A.
意大利	1,591,764	451	Au	A2	A+	-4.6	119.1	0.8	0.3
比利时	317,850	309.55	AA+u	Aa1 *-	AA+	-4.1	100.9	2.3	0.5
爱尔兰	114,209	758.23	BBB+	Ba1	BBB+	-32.4	96.7	2.3	1.6
葡萄牙	165,464	1141.31	BBB-	Ba2	BBB- *-	-9.1	93	-0.9	0
奥地利	194,029	167.89	AAA	Aaa	AAA	-4.6	82.4	1.7	0
西班牙	661,126	381.51	AA-	Aa2 *-	AA-	-9.2	60.1	0.7	0.2
德国	1,235,361	95.11	AAAu	Aaa	AAA	-3.3	30.3	1.5	0.1

资料来源: Bloomberg, 申万研究

表 2: 评级对应银行债风险权重

银行信用评级	AAA 至 AA-	A+ 至 A-	BBB+ 至 BBB-	BB+ 至 B-	B- 以下	未评级
风险权重	20%	50%	50%	100%	150%	50%
风险权重 (对短期债务)	20%	20%	20%	50%	150%	20%

资料来源: 申万研究

表 3: 评级对应主权债风险权重

评级	AAA ~AA-	A+~A-	BBB+~BBB-	BB+~B-	B- 以下	未评级
风险权重	0%	20%	50%	100%	150%	100%

资料来源: 申万研究

表 4: 各国银行业持有欧猪五国外债 (单位: 亿美元)

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	意大利银行业	西班牙银行业	英国银行业	美国银行业	日本银行业	欧洲银行业
比利时		2249.35	352.34	46.97	42.61	324.88	431.15	162.89	4499.32
希腊	20.28	569.42	237.70	45.33	11.48	146.53	86.78	12.62	1278.37
爱尔兰	259.86	301.01	1165.27	134.19	100.98	1366.24	589.25	213.08	3783.59
意大利	248.73	4102.38	1649.32		357.94	688.71	440.65	410.00	8191.85
葡萄牙	36.16	283.49	388.62	43.31	884.78	266.08	55.93	21.30	2045.96
西班牙	222.49	1460.85	1778.59	317.62		1008.01	579.18	249.23	6370.96
德国	194.63	2656.92		2720.29	591.21	1919.10	2416.17	1568.66	13129.58
法国	554.13		2067.89	425.92	298.75	2943.12	2463.05	979.12	8525.52

资料来源: BIS, 申万研究

表 5: EFSF 规模

	保证负担额（百万欧元）	比例（%）	人均负担（欧元）
西班牙	52,352.51	11.90	1,141.75
葡萄牙	11,035.38	2.51	1,037.96
希腊	12,387.70	2.82	1,099.90
爱尔兰	7,002.40	1.59	1,549.97
意大利	78,784.72	17.91	1,311.10
法国	89,657.45	20.38	1,398.60
德国	119,390.07	27.13	1,454.87
比利时	15,292.18	3.48	1,423.71
欧盟 16 国（不含爱沙尼亚）	440,000.00	100.00	1,339.02

资料来源：申万研究

表 6：银行评级下调情况

法国	9 月 14 日	法国兴业银行	穆迪将其从 Aa2 下调至 Aa3，并将长期债务评级列为负面。
		法国农业信贷银行	穆迪将其从 Aa1 下调至 Aa2。
	10 月 7 日	德克夏银行	标普将比利时-法国合资银行德克夏的评级下调一个等级
葡萄牙		Caixa Geral de Depositos	穆迪将 6 家银行优先债和存款评级下调了 1-2 个级距，并将其独立评级也下调了 1-2 个级距。
		Banco Comercial Portugues	
		Banco Espirito Santo	
		Banco BPI	
	10 月 7 日	Banco Santander Totta	穆迪将这 3 家银行的优先债和存款评级下调了 1-2 个级距。
		Caixa Economica Montepio Geral	
		Banco Internacional do Funchal	
		Banco Portugues de Negocios	
英国		Espirito Santo	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。
	10 月 8 日	RBS	
		劳埃德银行集团	
	10 月 13 日	RBS 和劳埃德银行集团	穆迪将其评级下调一档，从 AA3 调整为 A1。
瑞士	10 月 13 日	UBS	惠誉将其的评级均下调两个等级，从 AA- 下调至 A。
			惠誉将其长期发行人违约评级从 A+ 下调至 A，评级前景为“稳定”。
	10 月 12 日	桑坦德银行	标普将其评级被从 AA 下调至 AA-，评级前景负面。
西班牙		西班牙信贷银行	标普将其评级下调 1 级，从 AA 至 AA-。
		桑坦德银行	惠誉将其评级由 AA 调降至 AA-。
		西班牙信贷银行	惠誉将其评级由 AA 调降至 AA-。
	10 月 13 日	毕尔巴鄂对外贸易银行	惠誉将其评级由 AA- 调降至 A+。
		凯西亚银行	惠誉将其评级由 A+ 调降至 A。
		西班牙大众银行	惠誉将其评级由 A- 调降至 BBB+。
		萨瓦德尔银行	惠誉将其评级由 A- 调降至 BBB+。

资料来源：申万研究

表 7：欧洲银行的流动性风险

2011.6.30	资本充足率	杠杆比率	短借/计息资本
法国巴黎	9.6	25.5	26
农业信贷	9.1	31.7	19
法兴银行	9.3	25.8	36
德国商业	10	25.9	18
德意志	8.7	50.3	
巴克莱	11	27.9	
汇丰	10.8	19.9	12
苏格兰皇家	11.1	19	
BBVA	9.2	15.1	
桑坦德		37.9	
联合圣保罗	10.2	10.7	16
联合信贷	9.1	20.7	16

资料来源：申万研究

说明：巴塞尔 III：资本金/风险权重加权资产=8%

欧盟提出将系统性大银行资本充足率提高到 9% (资本/资产同减欧猪五国的债券价值减值准备后)

表 8：欧洲主权债务评级与展望

	穆迪			标普			惠誉		
	调整日期	评级	评级展望	调整日期	评级	评级展望	调整日期	评级	评级展望
希腊	11-07-25	Ca	负面	11-07-27	CC	负面			
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-05-20	B+*-	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-05-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-03-07	B1	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-12-21	BBB*-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-12-08	BBB+	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面	09-10-22	A-	负面
	09-10-29	A1*-	负面	09-12-07	A*-	负面			
法国	88-09-28	AAA	正面	92-07-27	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
德国	93-04-29	AAA	正面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
爱尔兰	11-07-12	BA1	负面	11-04-01	BBB+	负面	11-04-14	BBB+	正面
	2011-4-15	BAA3	负面	11-02-02	A*-	负面	11-04-01	BBB+*-	负面
	2010-12-17	BAA1	负面	10-11-23	A*-	负面	10-12-09	BBB+	负面
	10-10-05	AA2*-	负面	10-08-24	AA-	负面	10-10-06	A+	负面
	10-07-19	AA2	负面	09-06-08	AA	负面	09-11-04	AA-	负面
	09-07-02	AA1	负面	09-03-30	AA+	负面	09-04-08	AA+	负面

	09-04-17	AAA*-	负面				09-03-06	AAA*-	负面
意大利							11-10-07	A+	负面
	11-06-17	Aa2	负面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
	02-05-15	AA2	正面	11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
荷兰	98-05-05	AAA	正面	95-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
葡萄牙	11-07-05	BA2	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-04-01	BBB*-	负面
	11-04-05	BAA1*-	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-04-01	BBB*-	负面
	11-03-15	A3	负面	11-03-24	BBB*-	负面	11-03-24	A*-	负面
	10-12-21	A1*-	负面	10-11-30	A*-	负面	10-12-23	A+	负面
	10-07-13	A1	负面	10-04-27	A-	负面	10-03-24	AA-	负面
	10-05-05	AA2	负面	09-01-13	AA-	负面	98-06-04	AA	正面
				09-01-12	A+	负面			
西班牙				11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	11-03-10	Aa2	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	10-06-30	AAA*-	负面						
	01-12-13	AAA	正面						
匈牙利	10-12-06	BAA3	负面	09-03-30	BBB-	负面	10-12-23	BBB-	负面
	10-07-23	BAA1*-	负面				08-11-10	BBB	负面
	09-03-31	BAA1	负面						

表 8：欧猪五国月度到期债务(单位：亿欧元)

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	欧猪五国合计
11/2011	20	25	46	69	305	465
12/2011	102	4	0	106	131	343
1/2012	16	22	0	77	156	271
2/2012	8	8	0	126	543	685
3/2012	164	15	58	72	359	668
4/2012	0	0	0	208	363	571
5/2012	89	0	0	76	72	237
6/2012	6	107	0	66	84	263

表 9：欧猪五国债务今内到期明细

希腊	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/11/11	2,000,000	

12/16/11	2,000,000	
12/19/11	1,172,000	51,568
12/22/11	979,608	
12/29/11	5,231,000	
12/30/11	714,741	35,737
合计	28,050,614	322,535

意大利	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/15/11	6,050,000	
	11/30/11	8,800,000	
	12/15/11	4,161,000	
	12/30/11	8,800,000	
	12/31/11	150,000	2,876
	合计	136,981,000	810,993

西班牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/15/11	1,500,000	52,500
	11/18/11	5,388,816	
	12/01/11	164,000	3,280
	12/07/11	750,000	33,750
	12/09/11	1,850,000	62,438
	12/15/11	100,000	1,580
	12/16/11	7,677,762	
	合计	61,812,711	943,168

葡萄牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/18/11	2,491,900	
	12/23/11	423,000	
	合计	12,738,400	

爱尔兰	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/11/11	4,397,000	175,880

表 10 欧央行议息会议决定公布时点

11/03/2011 20:45	欧洲央行公布利率
12/08/2011 20:45	欧洲央行公布利率

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。