

美国能否独善其身？

报告要点

■ 美国经济增速或维持平稳

这里，我们试图通过对美国的经济内生动力进行分析。我们的分析发现，未来驱动美国经济增长的主要有两股动力，一方面是产能扩张周期接续库存回落成为经济增长的新动力，另一方面是信贷领域对于房地产的压制。由于明年美国银行体系的高坏账率仍将继续对房地产行业信贷形成压制。如此，美国实体经济未来的增速既不会出现以往各轮复苏同期的高速增长，同时增速也不会有明显的回落。

■ 德国态度或将继续强硬

本周，德国发行了 80 亿欧元的国债，因为没有足够的机构报价，央行承担了部分德国国债的购买。德国国债未募满原因何在？原先市场预计本周欧元区可能出台欧元区共同债券的相关方案，这意味着德国可能会成为南欧国家债务的担保人。如果此事为真，那么德国主权信用评级将存在较大的不确定性，加之当前欧元区银行体系在流动性方面并不充裕，这也就造成了德国国债没有募满的情况。德国的态度是否会就此改变？我们认为德国保持强硬态度将是大概率事件。1992 年，德国因其在货币紧缩方面的强硬态度，导致英镑、里拉遭遇投机冲击，最终退出 EMU、汇率大幅贬值。德国对于通货膨胀的态度非常坚决，同时，德国也并不意味着承担周边国家的责任。

■ 莫对核心国家报高期望

周五，标准普尔将比利时主权债务评级下调一级至 AA 级，前景评级也下调至负面。此前，我们曾经关注过比利时的无政府状态。由于比利时南北方在语言和民族成分上的差异和分歧，导致了比利时联邦议会在选举过后无法形成一个能够代表比利时多数民众的联合政府。因此，比利时不得不继续由前内阁担任看守内阁至今。这种问题在欧元区国家中是个特例，对于其他国家不具有参考价值。说到比利时的债务评级下调，这就不得不提到前期成为市场焦点的德克夏（Dexia）银行，为解决该银行的问题，比利时承担了全部的第一轮援助费用，而法国只是承诺后期继续为德克夏银行作出担保。这事实上也反映了，欧元区核心国家利用自己的地位逼迫其他国家承担更多的债务风险。这提醒我们，德、法两国在债务问题上仍然将本国利益放在第一位。

相关研究

分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

美国经济的内生分化.....	5
为什么要做经济内生动力的分析?	5
复苏动力来源的表现如何?	6
行业分化的具体分析	7
总结	9
发达国家经济	10
美国经济: 就业市场前景存疑.....	10
欧日经济: 欧元区复苏步伐减缓	16
未来两周重点关注	22

图表目录

图 1: 预算赤字尚待收缩	6
图 2: 通胀高企后, 货币政策效果难有保证	6
图 3: 历次复苏阶段, 各行业对于总体 GDP 增速的贡献度	7
图 4: 历次复苏阶段, 各行业对于总体 GDP 增速的贡献度	7
图 5: 房地产服务在消费者服务中的贡献度是最高的, 本轮周期中下滑幅度也很大 ..	8
图 6: 房地产价格仍在“底”中运行	9
图 7: 坏账率需回落至 1%, 房屋信贷才见底	9
图 8: 美国 GDP 年化	14
图 9: 美国实际 GDP 贡献	14
图 10: GDP 统计库存变动	14
图 11: 消费者信贷	14
图 12: 制造业、非制造业 PMI	14
图 13: 汽车销售情况	14
图 14: 制造业、耐用品订单同比变动	15
图 15: 不含飞机的非国防资本品订单同环比	15
图 16: 现房销售情况	15
图 17: 新房销售情况	15
图 18: 失业率	15
图 19: 非农就业人数变动	15
图 20: M1、M2 货币供应	16
图 21: 银行信贷总额及年同比	16
图 22: 欧元区信心指数	18
图 23: 各经济体制造业 PMI	18
图 24: 各经济体生产价格指数	19
图 25: 实际 GDP 季环比	19
图 26: 各经济体失业率	19
图 27: 欧元区经济增长预期及德国企业景气指数	19

表 1: 房地产建筑业的投入产出表摘要, 含劳工薪酬、税收等项	8
---------------------------------------	---

表 2: 就业市场数据	10
表 3: 消费市场	11
表 4: 生产部门数据	12
表 5: 房地产市场数据.....	13
表 6: 重要消费、价格数据	16
表 7: 生产部门重要数据	17
表 8: 重要房屋数据	18
表 8: 主要发达经济体重要数据概览.....	19
表 9: 主要新兴经济体重要数据概览.....	21

美国经济的内生分化

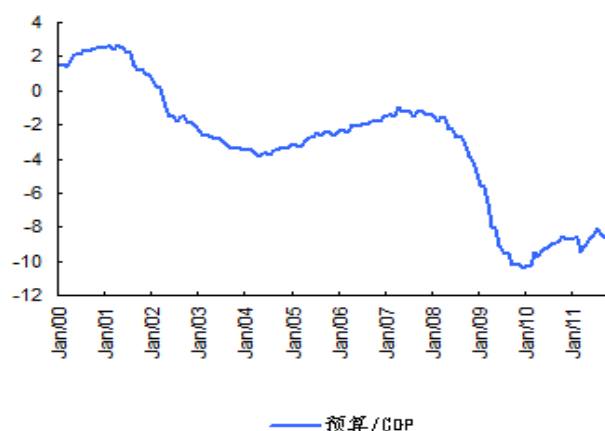
这里，我们试图通过对美国的经济内生动力进行分析。我们的分析发现，未来驱动美国经济增长的主要有两股动力，一方面是产能扩张周期接续库存回落成为经济增长的新动力，另一方面是信贷领域对于房地产的压制。如此，美国实体经济未来的增速既不会出现以往各轮复苏同期的高速增长，同时增速也不会有明显的回落。

为什么要做经济内生动力的分析？

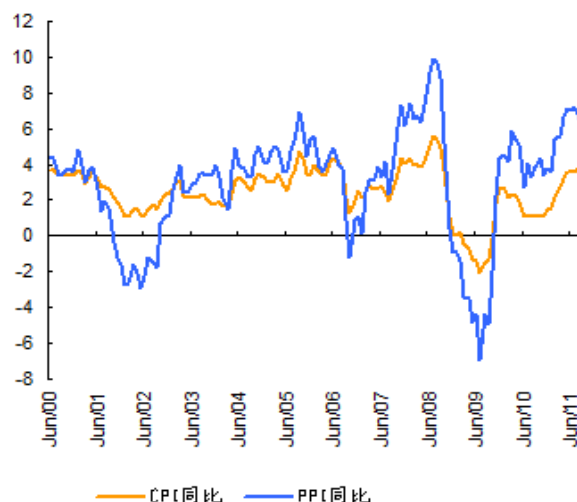
复苏以来，市场将很多的精力都放在美国经济政策的动向上。不可否认，美国的政策反应确实有助于经济的复苏，而美国经济从 2009 年开始正式步入复苏。在此之后，美国相继出台了 QE2 和第二轮财政刺激政策，以期进一步推动经济的转好。然而，第二轮刺激政策并没有达到预期的得效果，原因何在？

其实，这不仅是美国的问题，在其他发达和新兴经济体中也是存在的。我们知道扩张性的刺激政策是有效的，但是扩张性刺激政策却不可以长期化，而短期政策的长期化正式全球经济当前面临尴尬处境的主要原因。短期政策的长期化又会带来什么样的问题呢？首先，从财政刺激的角度来看，由于面临预算约束，因此现期的赤字扩张必然以未来的赤字缩减为代价。当各国政府在本次危机中反复进行财政扩张政策的时候，其债务负担在不停加重。这不仅导致了欧元区闹得沸沸扬扬的债务危机，而且也导致了美国前期面临的债务上限提升的争议。事实上债务上限提升是以政府支出的上限条款为代价的。未来美国政府将会缩减财政赤字，财政政策客观上已经没有什么腾挪空间。

其次是货币政策。货币政策问题在于通货膨胀。货币政策起作用的时间取决于物价调整的时间，由于商品市场上价格粘性的存在，在价格未完全得到调整时，央行货币政策导致的货币供应量上行可以转化为实实在在的购买力。而在价格调整完成之后，这种作用就没有那么明显了。而更糟糕的是，随着金融市场的国际化，流动性在国际市场中的流动意味着资金可以不流向实体经济部门，而是流向金融市场。而当投机机会出现时，某些产品的价格波动就会被放大，例如今年我们看到的石油价格，在油价大幅上行的情况下，美国的实际工资回落，导致了最终消费的回落，这是我们此前一直在强调的逻辑。而这正是 QE2 对于实体经济刺激效果甚微的原因。更糟糕的是，被愚弄的经济主体，对于新的货币政策将会更加警觉，其预期的反应将会更加敏锐，新货币刺激政策的效果也会进一步回落。

图 1：预算赤字尚待收缩


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：通胀高企后，货币政策效果难有保证


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

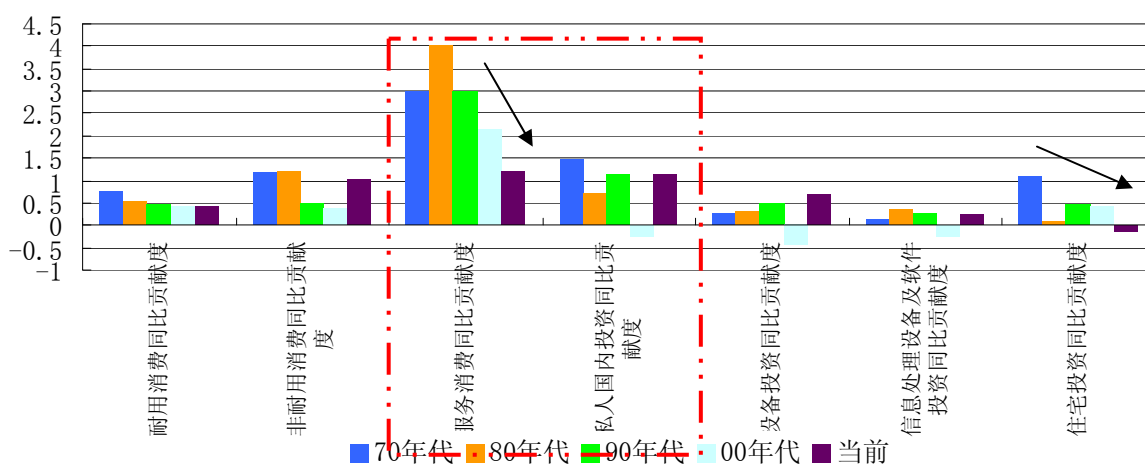
总结我们这部分的分析，我们希望指出的是。此前不断依靠刺激政策推升的全球复苏，目前只能依靠其内生动力继续获得动力。政策刺激在当前这个时点，既没有太多的操作空间，本身也很难产生明显的效果，因此我们认为对于经济体内生动力的分析是非常必要的。

复苏动力来源的表现如何？

回归到经济的内生复苏动力，我们认为这需要更多地自下而上的分析，从宏观分析的角度来说，行业的中观分析就已经足够了，我们通过对于各行业贡献度的分析、对比可以看出本轮经济复苏与以往复苏的差异。

下图中，我们选取了自 70 年代以来的各轮复苏，考察行业分项对于 GDP 增速的贡献度。如图所示，服务消费行业在历次复苏中对于经济的贡献都是很大的，事实上，服务行业对于经济周期的敏感度较弱，其在衰退和复苏阶段较其他阶段较繁荣阶段都没有明显的回落，因此成为历次经济复苏时期贡献度较大的行业。此外，我们发现私人投资对于实体经济的增速也有较大的贡献，与服务消费不同，投资品行业对于经济周期的敏感度是较强的，在经济复苏时期，其往往能够获得更加良好的表现。最后，从各个行业内部纵向比较的角度来看，房地产投资行业是本轮复苏中下滑最快的行业，其以往都能够对实体经济形成正向刺激的作用，但在本轮经济复苏的过程中则成为了拖累实体经济增长的重要因素。既然如此，投资品行业、房地产和消费服务行业将会成为我们后文分析的焦点。

图 3：历次复苏阶段，各行业对于总体 GDP 增速的贡献度



资料来源：长江证券研究部

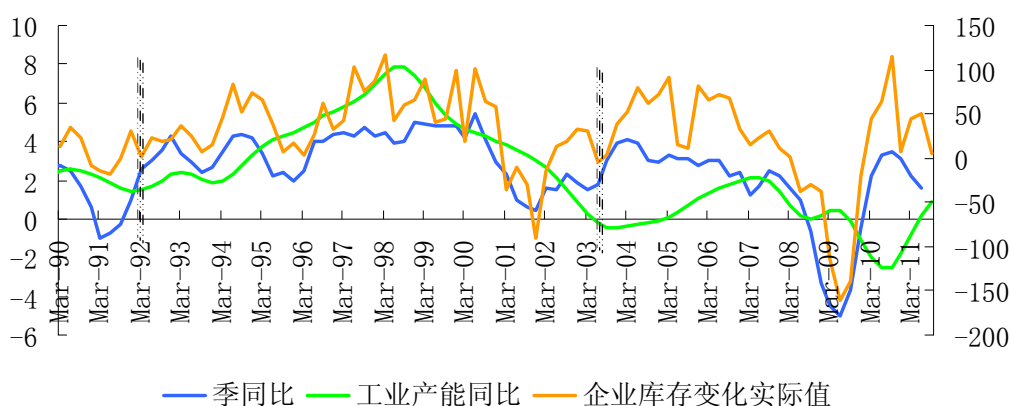
行业分化的具体分析

投资品行业高增速暗示产能扩张周期开启

投资品行业在本轮复苏中表现依然坚挺。我们回顾了之前两轮周期的数据，我们发现在过去的经济周期中都存在这样一个阶段——库存回落、产能周期扩张接续。

从逻辑上讲，经济复苏过程中的库存回落是由两个条件主导的，首先是衰退时期的低产能利用率，其次是复苏时期持续向好的需求。由于衰退时期的低产能利用率，因此在衰退和复苏初期，厂商非但不会考虑增加产能，反而可能会淘汰掉一些多余的产能。而当复苏来临消费需求渐渐回升的时候，企业只能依靠提高产能利用率，而当产能利用率的提升已经不足以弥补所有需求的时候，库存便有回落。此时，厂商便产生了扩张产能的需求，而这种需求成为了推动经济复苏的第二波动力。

图 4：历次复苏阶段，各行业对于总体 GDP 增速的贡献度



资料来源：长江证券研究部

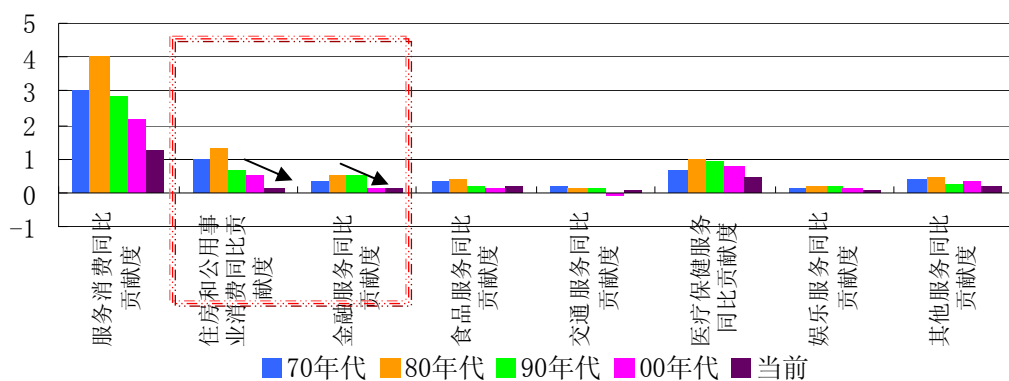
而当前，美国的经济已经开始步入了产能接续库存成为复苏新动力的阶段。我们发现，进入这个新阶段以后，美国实体经济的增长往往是相当高速的，此外产能扩张的时间可以延续 1 年半到两年半，因此其可持续是值得期待的，因为投资本身的需求还能够创造对于其他投资品的需求。

房地产行业将拖累这个实体经济的运行

我们之前提到了消费服务行业和房地产部门对于经济的拖累。事实上，我们认为消费服务行业的下滑也与房地产部门有关。之前我们已经提到消费服务行业以往之所以是复苏时期的主要动力，是因为其对经济周期的波动不敏感，然而本次其贡献度却有明显的下滑，说明其与结构性因素相关，而非周期性因素驱使。而这个结构性因素正是房地产市场的结构性调整。

下图，我们对于消费服务行业中的各个分项作了仔细的分析，我们发现，住房和公用事业分项的下滑速度非常快，此外金融服务的贡献度也明显回落，而其他服务部门都较为平稳。事实上，金融服务部门对于房地产市场也是非常敏感的。次贷危机以来，金融服务部门持续受到房地产市场的打击，此外止赎风暴等相关事件也在打击着银行体系。那么，拖累经济增速的问题归根到底仍然是房地产部门。根据我们对于美国的投入产出表的分析，房地产部门的影响确实是比较大的，其对于多个部门都能够产生较大的影响，同时其对于就业的影响也不容忽视。

图 5：房地产服务在消费者服务中的贡献度是最高的，本轮周期中下滑幅度也很大



资料来源：长江证券研究部

表 1：房地产建筑业的投入产出表摘要，含劳工薪酬、税收等项

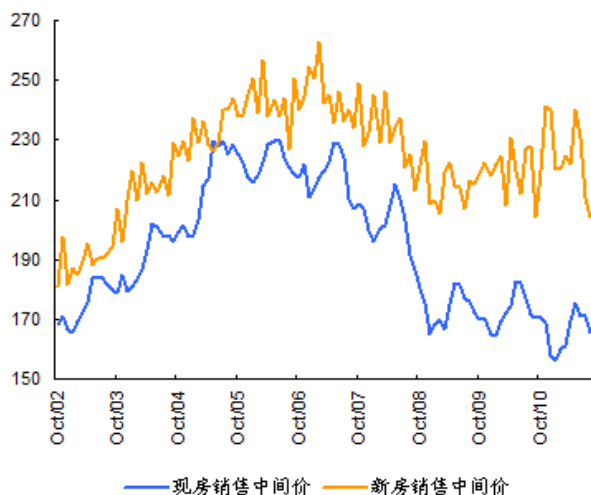
	行业总产出	中间品总投入	总增加值	员工报酬	总盈余	零售贸易	非金属矿物	木材产品	建筑工程及相关服务	批发贸易	塑料橡胶产品	建筑及结构金属产品
新建非居民建筑	417,553.0	200,023.4	217,529.6	180,019.5	34,775.9	4,957.5	17,010.5	10,321.1	30,367.0	11,440.5	6,058.0	16,403.8
新建居民建筑	419,781.1	231,755.1	188,026.0	133,437.7	52,773.9	36,560.7	21,515.2	17,410.4	13,616.9	12,931.6	10,976.9	8,808.7
维护和修理建设	130,254.0	53,111.5	77,142.5	54,781.5	21,522.8	5,259.3	2,520.4	3,524.4	6,172.1	2,830.4	2,516.9	1,879.1
汽车车身、挂车及零件	1,969.8	7,389.0	2,914.8	4,094.5	1,150.3	5,132.7	2,734.2	1,558.0	1,826.6	1,309.3	803.9	715.1
新建非居民建筑	2,925.5	2,856.3	2,580.3	2,174.1	2,098.3	1,990.0	1,814.4	1,802.5	1,779.4	1,635.7	1,610.5	1,590.7
新建居民建筑	513.7	2,043.4	705.7	1,169.8	320.1	509.4	838.2	461.7	0.0	206.0	184.4	359.2
维护和修理建设	581.6	552.0	478.1	456.2	467.7	51.2	721.8	416.9	584.2	1,052.5	519.5	607.0
新建非居民建筑	763.3	758.9	755.5	715.2	714.3	704.7	686.7	649.8	625.6	533.0	489.8	456.7
新建居民建筑	121.1	115.2	153.7	231.8	18.1	28.4	189.1	171.2	201.7	6.3	158.1	127.9
维护和修理建设	11,094.6	2,086.5	4,385.0	5,992.5	1,877.2	4,240.2	3,959.4	2,890.0	3,774.7	2,148.6	1,210.6	3,308.6
新建非居民建筑	8,148.0	7,773.7	7,215.8	6,774.4	5,143.4	4,763.6	4,226.5	4,164.3	3,624.1	3,218.9	3,043.6	2,994.3
新建居民建筑	3,522.0	437.2	1,835.6	1,362.9	1,519.3	1,164.5	1,118.5	781.9	926.9	462.4	697.5	798.3
维护和修理建设	1,383.9	1,522.0	313.3	2,807.3	1,208.5	594.8	1,000.8	3,606.0	1,675.2	582.2	292.9	906.9
新建非居民建筑	1,477.8	1,411.3	1,408.6	1,332.3	1,293.0	1,164.3	1,014.3	1,008.2	1,003.7	830.6	829.3	825.1
新建居民建筑	336.3	366.7	119.9	872.7	251.0	210.0	531.9	205.0	167.9	247.9	153.9	164.1
维护和修理建设	368.5	447.2	67.4	352.4	352.4	668.3	336.7	344.6	335.6	106.4	81.0	128.3
新建非居民建筑	454.8	454.2	452.4	305.2	287.3	258.9	247.3	237.3	212.2	140.3	136.1	129.3
新建居民建筑	176.9	130.3	14.5	100.3	203.9	313.8	87.7	38.4	81.7	56.4	41.8	41.3
维护和修理建设												

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

那么, 紧接着的一个问题就是, 美国房地产市场的调整什么时候能够结束? 我们认为 2012 年, 这项调整很难完成。我们知道房地产的购买是高杠杆的购买, 如果信贷不能够向房地产市场提供足够的支持, 那么对于房产的需求就很难被提振起来。那么信贷层面的情况又是如何的呢?

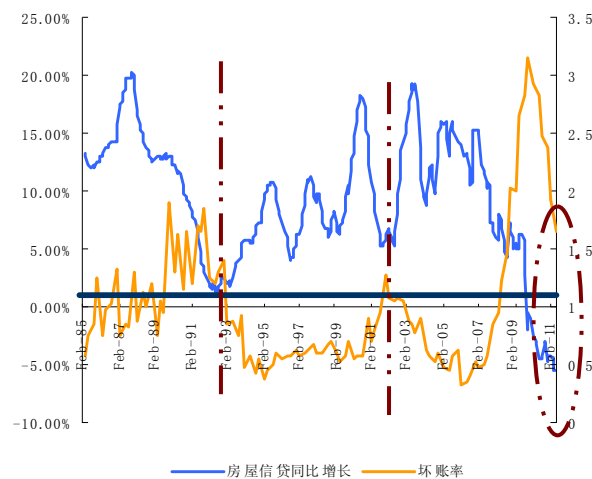
下右图所示, 每次房地产信贷增速回落之后, 需要坏账率的迅速回落才能构成房屋信贷的见底和反弹。而就目前的情况来看, 银行的坏账率仍然处于高位, 我们认为明年还很难构成房地产信贷反弹的条件, 因此明年大部分时间内, 房地产市场仍将拖累美国整个实体经济的表现。

图 6: 房地产价格仍在“底”中运行



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 7: 坏账率需回落至 1%，房屋信贷才见底



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

总结

根据我们之前的分析, 美国当前经济增长的内生动力方面既有好的因素也有不利的因素, 在两种因素的合力作用下, 我们认为美国仍然能够维持复苏, 但是复苏仍将略显疲弱, 明年的

经济增速应在 2-2.5% 之间。

发达国家经济

美国经济：就业市场前景存疑

就业市场

表 2：就业市场数据

指标名称	指标期间	本期值		前期值
失业率	10月	9	↓	9.1
非农就业人数变动	10月	80	↓	158
公司裁员	10月	42759	↓	115730
服务部门临时雇佣人数	10月	2306.4	↑	2291.4
ADP 就业指数	10月	110	↓	116
平均每周工作小时数	10月	33.7	↑	33.6
名义平均时薪	10月	19.53	↑	19.5
实际平均时薪	10月	8.74	↑	8.71
ISM 制造业就业指数	10月	53.5	↓	53.8

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

美国劳工部于 11 月 4 日公布，10 月份非农就业人数增 8.0 万人，低于此前于市场预期的 9.5 万人，其中私营部门就业人数减少 10.4 万人。10 月份失业率回落至 9.0%，低于市场 9.1% 的预期。广义失业率（U6）再度回落至 16.2%。此外，9 月份非农就业人数经修正后增至增加 15.8 万人，8 月份非农就业增幅也上调至 10.4 万人；

人力资源服务公司 ADP 上周三公布的全美就业报告显示，10 月份美国私人部门就业人数增加 11 万人，好于此前经济学家预期的 10.1 万人。9 月份私营部门就业人数上修为 11.0 万人，初值为增加 9.1 万人；

10 月份美国非农就业人弱于预期。三季度消费信心极为萎靡，其对于经济的影响会滞后 2~3 个月。因此，四季度消费信心低落可能会削弱经济实体经济。本月份行业就业人数反映了当前美国经济存在的问题——房地产的持续疲弱限制了复苏的力度。此外，实际时薪降幅继续扩大了，这表明美国经济对于通胀敏感度较强，短期内美国不会有实质性的货币扩张。

消费市场

表 3: 消费市场

指标名称	指标期间	本期值		前期值
零售总额同比	10月	7.2	↓	7.9
车辆销售总量同比	10月	7.76%	↓	11.17%
密歇根大学消费者信心	11月	64.1	↑	60.9
消费者信贷环比	9月	0.30%	↑	-0.39%
CPI环比	10月	-0.1	↓	0.3
PPI环比	10月	-0.3	↓	0.8
核心CPI同比	10月	2.1	↑	2
核心PPI同比	10月	2.8	↑	2.5
个人收入同比	10月	3.9	↓	4
个人开支同比	10月	2	↓	2.2
1年期通胀预期	11月	3.2	-	3.2

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

首先, 从价格方面来看, 10 月份 CPI 环比有所回落, 同比也有所下滑, 这或表明美国的通胀拐点已经来临。这从 PPI 同比的数据也得到了验证, 此外制造业 PMI 分项中的价格分项业大幅回落至 41, 显示价格向下的动力相当强大。虽然核心 CPI 和核心 PPI 同比仍然在上行, 但这更多是源于非核心分项的滞后传导效应, 预计其上行不会持续得太久。

零售销售方面, 环比 0.5% 的增幅已经高于市场预期, 虽然增幅不如之前这么强劲, 但是需求尚算稳健。个人收入和开支的增速也有所放缓, 但是环比上仍然能够维持增长。此外, 消费信心的表现也好于之前。显示未来中端消费需求仍有保证。

生产活动

表 4: 生产部门数据

指标名称	指标期间	本期值		前期值
制造业PMI	10月	50.8	↓	51.6
制造业库存同比	9月	9	↓	10.3
制造业库存环比	9月	0	↓	0.4
存货销售比	9月	1.27	-	1.27
订单同比	9月	10.6	↓	14.4
订单环比	9月	0.3	↑	0.1
非国防除飞机资本品订单同比	10月	9.5	↑	7.3
非国防除飞机资本品订单环比	10月	-1.8	↓	0.9
工业产量同比	10月	3.92	↑	3.1
工业产量环比	10月	0.68	↑	-0.06
产能利用率	10月	77.8	↑	77.3
制造业产能利用率	10月	75.4	↑	75.1

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

生产分项 9 月上升至 51.2, 这表明消费信心的疲态开始逐步好转, 终端厂商的生产压力减弱。新订单指数同上月持平在 49.6, 仍处于收缩区间, 这表明供给面对于需求的信心仍显不足。此外, 库存分项小幅的回落了 0.3, 但保持在 50 以上的扩张的区间。在生产活动开始回升的时候, 虽然库存扩张有所下降, 但由于新订单短期内不能跟上, 使得我们对未来短期内生产活动的向好打上一个问号。

就业分项方面打破了此前的跌势, 本月 PMI 就业分项开始反弹, 从上月的 51.8 升至 53.8。我们维持此前的观点, 即在消费信心低迷时期, 就业数据将会受到拖累。虽然 9 月的就业数据虽然有所改善, 但是其改善很可能是不可维持的。最终消费需求的疲弱会影响供给面, 从而拖累供给面生产活动。因此, 厂商对于劳动力的需求在这一阶段表现为震荡状态, 需要结合未来的经济形势作进一步考察。

价格分项较上月小步回升。。QE2 虽然在 6 月底结束, 但是联储并没有收缩资产规模, 由于去年同期基数较低, 在基数效应的推动下, M2 的同比增速仍然是较高的, 这自然也会推动 CPI 同比的上行。总之, 当前价格上行的压力仍然没有消除。

本月制造业 PMI 开始回升, 超出了市场的预期, 但是美国经济的下行风险仍然存在。首先, 生产回升、库存缩小幅度不大, 未来去库存的压力仍然存在。其次, 新订单分项仍然低迷, 显示厂商对于需求的预期仍然较弱。此外, 虽然就业分项仍然有所回升, 对于未来的就业市场仍需谨慎对待, 后续的良好表现仍需时日考察。最后, 价格分项继续小幅回升, 显示价格水平短期可能还难以大幅回落, QE2 对于物价的后续影响仍然是存在的。

表 5: 房地产市场数据

指标名称	指标期间	本期值		前期值
现房销售量 (百万)	10月	4.97	↑	4.9
新房销售量 (千)	9月	313	↑	296
现房销售中间价 (千美元)	10月	162.5	↓	165.8
新房销售中间价 (千美元)	9月	204.4	↓	210.9
标普CS20城市房价指数	8月	-3.8	↑	-4.21
住宅开工同比增长率	10月	18.9	↑	8.7
住宅开工环比增长率	10月	-0.3	↓	7.7
建筑许可数量环比	10月	10.9	↑	-5.8
建筑支出同比	9月	-1.3	↓	0.9
NAHB住宅市场指数	11月	20	↑	17
现房存销比	10月	8	↓	8.3
新房存销比	9月	6.2	↓	6.6

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

信心: 11 月份 NAHB 住房建筑商信心指数有明显的回升, 目前已经反弹至 20, 但是这种信心能否得到需求层面的支持还有待观察。

开工: 10 月份开工数据环比小幅下滑, 而同比数据则因为低基数而大有改善。去年同期, 房地产刺激政策退出以后, 需求大幅回落, 这也导致了开工的大幅回落。因此以同比数据判断当前开工趋势并不可靠。结合近期的建筑支出数据, 我们认为开工还比较疲弱, 如无新屋需求的强力支持, 开工的增长难有保证。

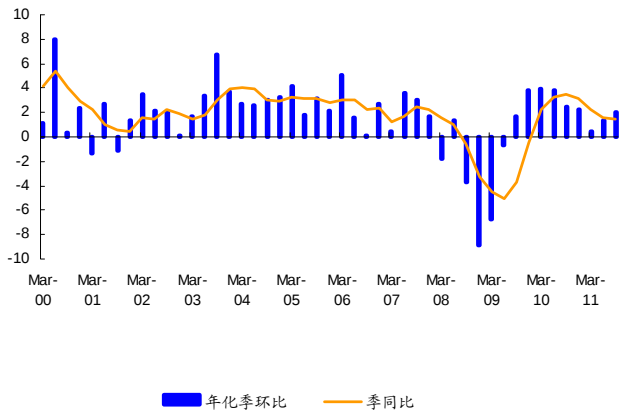
销售: 10 月份成屋销量年化套数为 497 万套, 好于前月的 490 万套。同时, 前期新屋销售也由 29.6 万套 (年化) 上升至 31.3 万套。同时, 现房和新房的存销比都有明显的回落。其中 10 月份现房存销比回落至 8, 而新房存销比也回落至 6.2 (9 月)。显示目前房地产市场的库存已经接近去除完毕。但是未来房地产市场的好转仍然有赖于对房屋需求的改善。

房价: 现房销售中间价 10 月份仍在下滑, 前期新房销售中间价也有所回落, 这或表明房地产市场库存的去除是卖方的主动行为, 而并非来自于需求的推动。因此当前还难以判断前述存销比回落能够带来房地产市场的反转。此外, 标普 CS 房价指数也仍在同比回落之中。

对于房地产市场, 我们认为当前其核心问题仍然在于需求方面, 而需求方面的核心问题则在于银行信贷的供给方面。事实上, 由于银行坏账率仍然居于历史高位, 期待银行此时放松银根从而支持房地产市场, 目前来看还很难实现。根据我们的历史经验研究, 当坏账率达到 1% 以下时, 房屋信贷才能够有明显的放松, 然而当前这种迹象还没有出现。2012 年恐怕也很难实现。

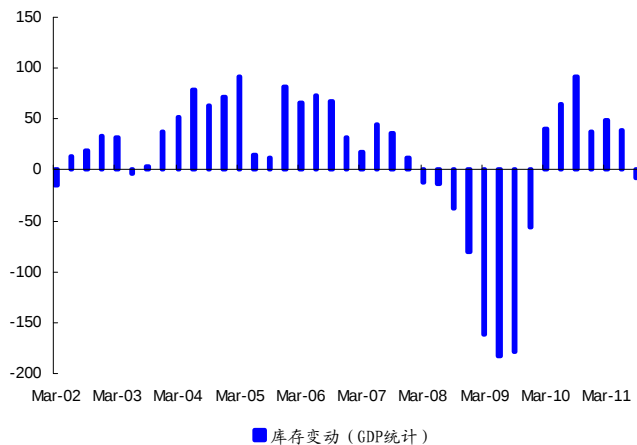
美国经济双周速览

图 8: 美国 GDP 年化



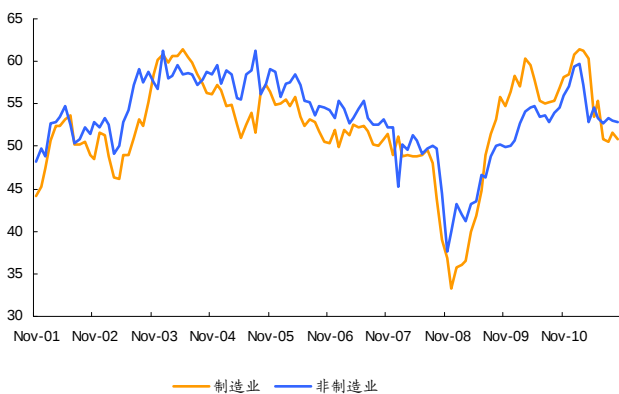
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: GDP 统计库存变动



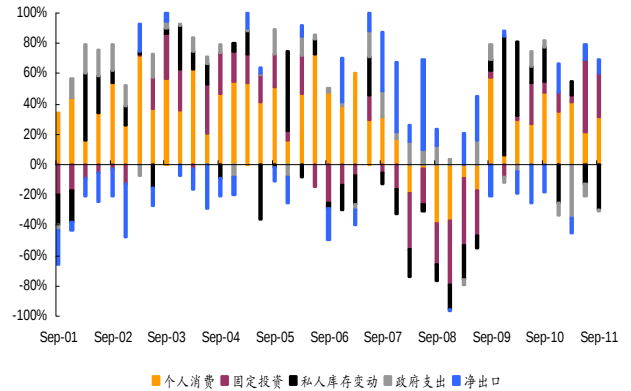
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 12: 制造业、非制造业 PMI



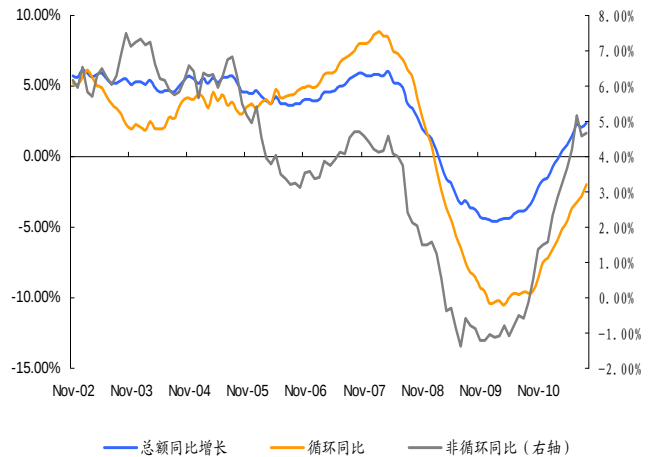
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9: 美国实际 GDP 贡献



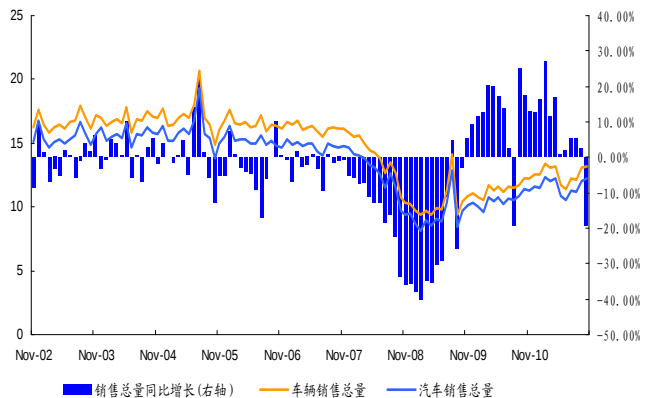
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 11: 消费者信贷



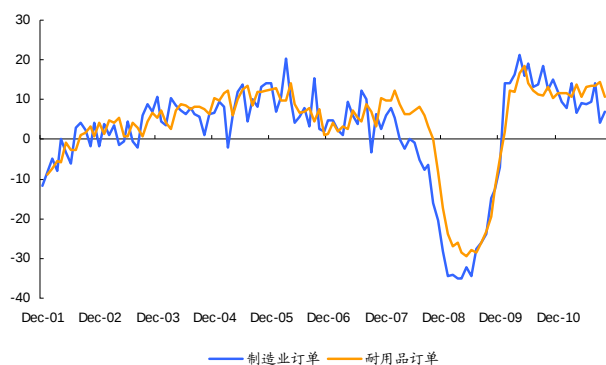
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 13: 汽车销售情况



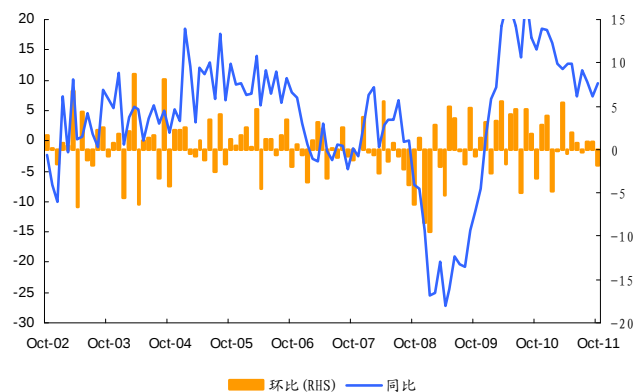
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 14: 制造业、耐用品订单同比变动



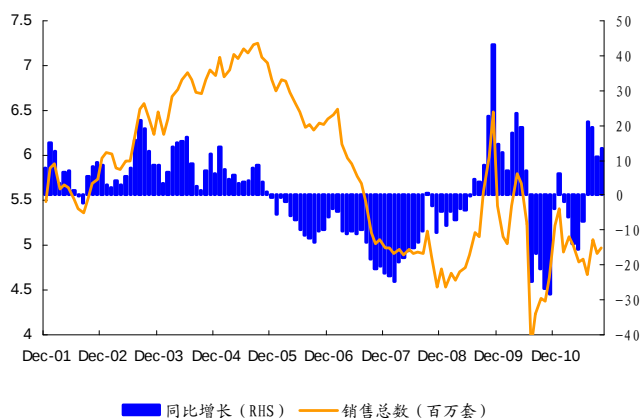
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 15: 不含飞机的非国防资本品订单同环比



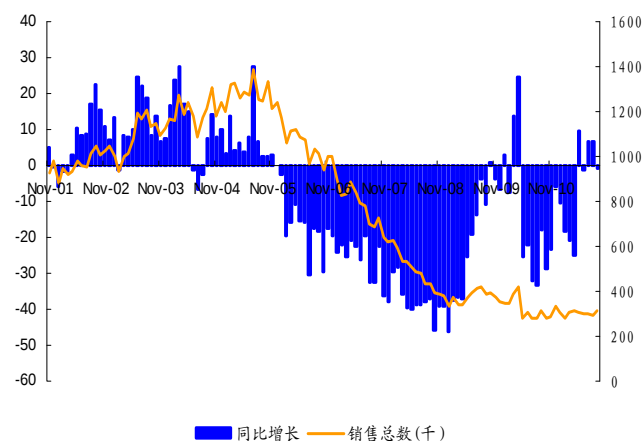
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 16: 现房销售情况



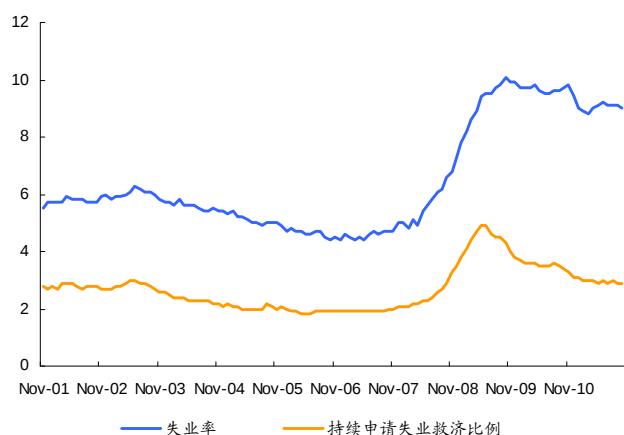
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 新房销售情况



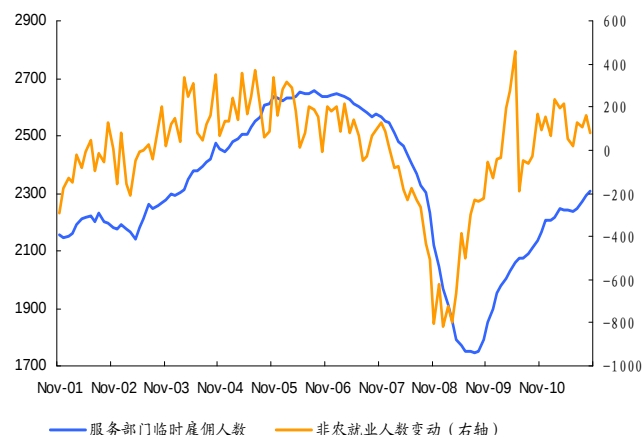
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 18: 失业率

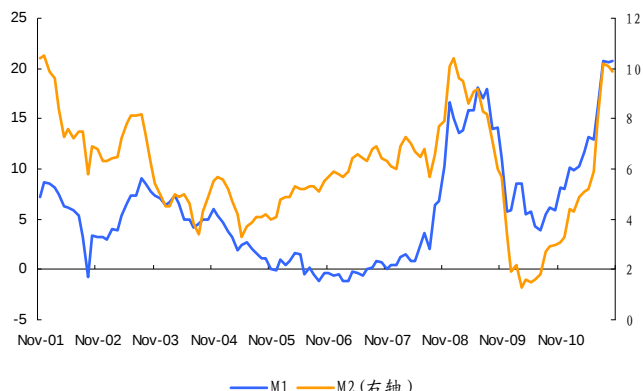


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

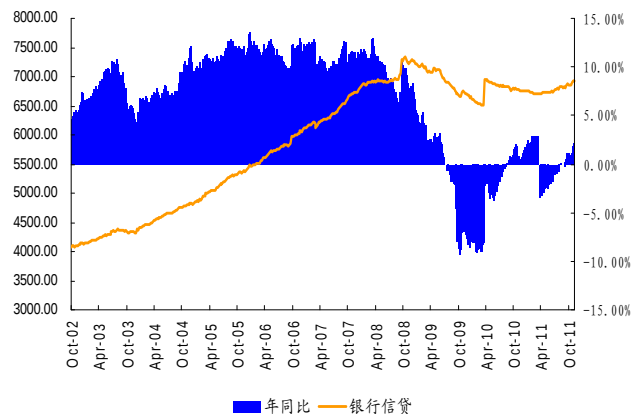
图 19: 非农就业人数变动



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 20: M1、M2 货币供应


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 21: 银行信贷总额及年同比


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

欧日经济：欧元区复苏步伐减缓

居民消费

表 6: 重要消费、价格数据

经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
欧元区	零售总额指数环比	9月	-0.7	↓	0.2
欧元区	新车登记同比—轿车	10月	-2.1	↓	1.3
欧元区	CPI环比	10月	0.3	↓	0.8
欧元区	消费者信心	11月	-20.4	↓	-19.9
欧元区	家庭贷款同比	9月	2.9	—	2.9
日本	批发及零售总额同比	9月	-1.1	↑	-2.6
日本	CPI环比	10月	0.1	↑	0
日本	汽车总销量同比	10月	25.2%	↑	-2.1%
日本	消费者信心	10月	38.5	—	38.5
日本	商品贸易进口同比	10月	17.9	↑	12.1
日本	实际家庭开支同比	9月	-1.9	↑	-4.1
英国	除汽油外零售额环比	10月	0.6	—	0.6
英国	BBA消费者信贷同比	10月	-1	↑	-1.4
英国	新车注册同比	10月	2.6	↑	-0.8
英国	CPI同比	10月	5	↓	5.2
英国	CPI环比	10月	0.1	↓	0.6
英国	消费者信心	10月	-32	↓	-30

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

通胀: 10 月欧元区 CPI 同比增幅为 3%，环比也继续增 0.3%，显示欧元区通胀增幅仍然较高。而之前欧元区下调了基准利率，再融资利率重回 1.25%。这不仅将在实际上造成货币扩张，而且在预期层面也无疑在释放物价稳定居于其次的信号。事实上根据之前欧央行的货币政策路径，我们发现工业产值等经济周期数据对于欧元区的基准利率制定也是存在影响的。因此，当前欧央行可能将更多的注意力放在经济周期的熨平上。此外，英国 10 月份 CPI 同比增幅已经达 5%，而之前英国还扩大了其资产购买计划的规模。日本 10 月份 CPI 同比回落 0.1%，当前通货紧缩的威胁仍然存在。

零售销售: 9 月份欧元区零售销售同比增速回落 0.7%，而前月欧元区零售销售同比还能增

0.2%。目前随着欧洲债务危机的深入，其影响已经深入到了消费者的预期，这样终端需求也难免受到影响，而这种负面影响在债务危机得到有效解决之前都将会在欧元区挥之不去。日本批发及零售销售同比回落幅度有所收窄，同时家庭开支的降幅也有所收窄，但是还未见反弹。英国零售销售环比仍增 0.6%，与前月持平。

工业生产

表 7：生产部门重要数据

经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
德国	制造业订单年同比	9月	2.4	↓	4
德国	建筑业订单年同比	9月	0.7	↓	3.7
德国	IFO德国全国企业景气指数	11月	106.6	↑	106.4
欧元区	工业产值月环比	9月	-2.1	↓	1.5
欧元区	建筑业产量（季调）	9月	-1.3	↓	-0.3
欧元区	制造业订单月环比	9月	-6.3	↓	1.4
欧元区	非金融企业信贷同比	9月	1.6	↑	1.5
欧元区	经济信心	10月	94.8	↓	95
欧元区	工业信心	10月	-6.6	↓	-5.9
欧元区	ZEW欧元区经济增长预期	11月	-59.1	↓	-51.2
日本	工业产值同比	9月	-3.3	↓	0.4
日本	工业产值月环比	9月	-3.3	↓	0.6
日本	库存环比	9月	0	↓	2.1
日本	机器设备订单环比	9月	-8.2	↓	11
日本	机器设备订单同比	9月	9.8	↑	2.1
日本	制造业产能利用率	9月	85.8	↓	89
英国	工业产值月环比	9月	0	↓	0.3
英国	制造业月环比	9月	0.2	↑	-0.3

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

德国 11 月全国企业景气指数回升至 106.6，较前月反弹 0.2，终于止住了该项数据的回落，但是制造业企业订单的同比回落仍在继续，9 月该数据的增幅降至 2.4%。德国近期的反弹并没有能够有效地拉动欧元区的经济，欧元区整体 9 月份制造业订单月环比回落 6.3%，前期值为 1.4%。同时欧元区 10 月份的经济信心继续回落至 94.8，工业信心则下滑至-6.6。目前欧元区的实体经济在债务危机阴影的笼罩下仍然令人担忧。

此外，日、英方面，工业数据表现也不容乐观。日本 9 月工业产值同比回落 3.3%，较前期水平又有明显恶化，同时机器设备订单环比大幅下滑 8.2%，产能利用率也有明显地回落。而英国 9 月工业产值环比持平，前期增 0.3%。

住房市场

表 8: 重要房屋数据

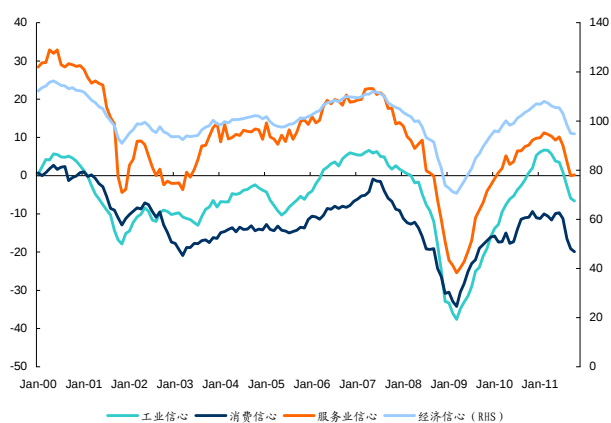
经济体	指标名称	指标期间	本期值		前期值
德国	新房价格指数	10月	112.17	↑	110.76
法国	住宅动工3个月同比	9月	11	↑	7.4
法国	建筑申请3个月同比	9月	11.4	↑	10.6
欧元区	建筑信心	10月	-25	↑	-27
欧元区	建筑产量	9月	40816	↑	40786
日本	住宅开工指数同比	9月	-10.823	↓	13.995
日本	东京新公寓销售数同比	10月	-9.3	↓	16.7
日本	东京新公寓平均价格(日元)	10月	43960	↑	42650
英国	Halifax房价指数3个月同比	10月	-1.8	↑	-2.3
英国	全国房屋价格月环比	10月	0.4	↑	0.1

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

10 月份德国新房价指数增至 112.17, 前期末 110.76。法国方面住宅动工同比增幅上升至 11%, 前期末 7.4%。同时, 建筑申请也有明显地回升。欧元区方面, 建筑信心稍有反弹至 -25, 前期末 -27。9 月份建筑产量也略有回升。日本住宅开工指数同比下滑 10.8%, 而前月还是增 14%。虽然东京新公寓价格略有回升, 但是其新公寓销售同比回落了 9.3%。最后, 英国房价最近有所企稳, Halifax 房价指数 3 个月移动平均降幅收紧至 1.8%, 前期末 2.3%。同时全国房屋价格环比增 0.4%。

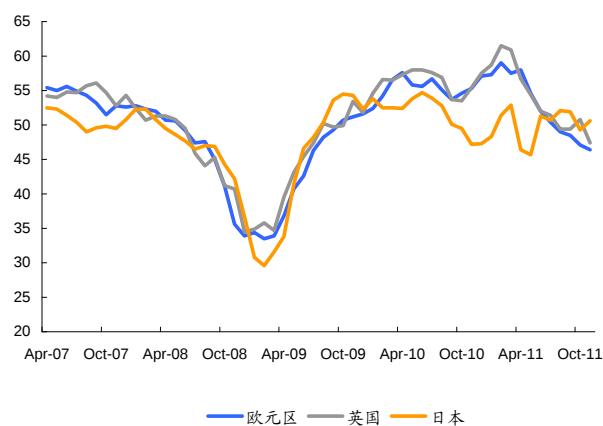
欧日经济双周速览

图 22: 欧元区信心指数



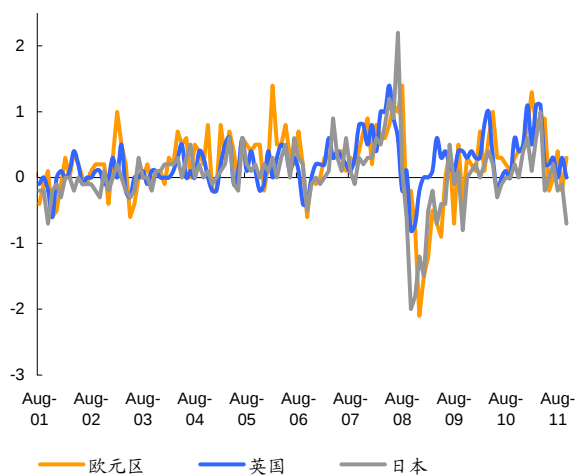
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 23: 各经济体制造业 PMI



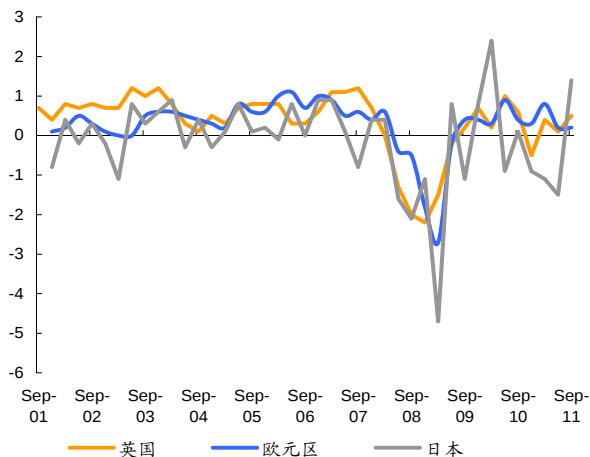
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 24: 各经济体生产价格指数



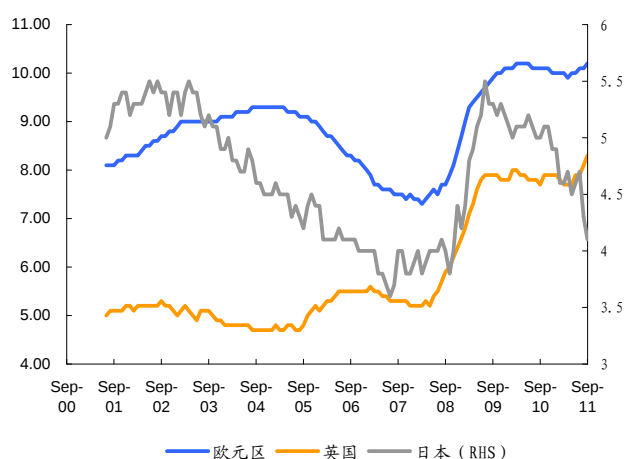
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 25: 实际 GDP 季环比



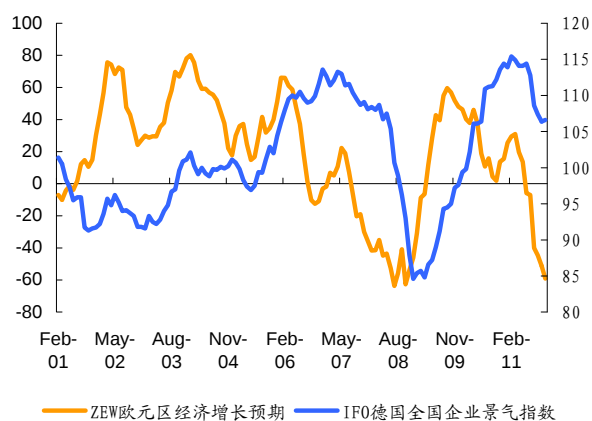
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 26: 各经济体失业率



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 27: 欧元区经济增长预期及德国企业景气指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 9: 主要发达经济体重要数据概览

指标名称	10 2Q		10 3Q		10 4Q			11 1Q				11 2Q		11 2Q		11 2Q	
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
GDP(季环比)																	
美国	3.8	--	--	2.5	--	--	2.3	--	--	0.4	--	--	1.3	--	--	2	--
欧元区	0.9	--	--	0.4	--	--	0.3	--	--	0.8	--	--	0.2	--	--	0.2	--
英国	1	--	--	0.6	--	--	-0.5	--	--	0.4	--	--	0.1	--	--	0.5	--
日本	-0.9	--	--	0.1	--	--	-0.9	--	--	-1.1	--	--	-1.5	--	--	1.4	--
GDP(同比)																	
美国	3.3	--	--	3.5	--	--	3.1	--	--	2.2	--	--	1.6	--	--	1.5	--
欧元区	2.1	--	--	2.1	--	--	1.9	--	--	2.4	--	--	1.6	--	--	1.4	--
英国	2.2	--	--	2.6	--	--	1.4	--	--	1.6	--	--	0.6	--	--	0.5	--
日本	1.1	--	--	2.8	--	--	0.5	--	--	-2.9	--	--	-3.2	--	--	-1.9	--
CPI(月环比)																	
美国	-0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.2	0.5	0.4	0.3	-0.1
欧元区	0	-0.4	0.2	0.3	0.3	0.1	0.6	-0.7	0.4	1.4	0.6	0	0	-0.6	0.2	0.8	0.3
英国	0.1	-0.2	0.5	0	0.3	0.4	1	0.1	0.7	0.3	1	0.2	-0.1	0	0.6	0.6	0.1
日本	-0.2	-0.6	0.2	0.2	0.3	-0.3	-0.3	-0.1	0	0.3	0.1	0	-0.2	0	0.2	0	0.1
PPI(月环比)																	
美国	-0.3	0.1	0.6	0.3	0.6	0.5	0.9	1	1.5	0.7	0.8	0.1	-0.3	0.4	0	0.8	-0.3
欧元区	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.8	1.3	0.8	0.8	0.9	-0.2	0	0.4	-0.2	0.3	--
英国	-0.2	0	0.1	0	0.6	0.4	0.5	1.1	0.5	1.1	1.1	0.2	0.2	0.3	0	0.3	0
日本	0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0	0.1	-0.2	-0.3	0.3	0.4	-0.2	-0.3	0.3	0	-0.3	0.2	0.1
消费者信心																	
美国	76	67.8	68.9	68.2	67.7	71.6	74.5	74.2	77.5	67.5	69.8	74.3	71.5	63.7	55.7	59.4	60.9
欧元区	-17.3	-14	-11.4	-11	-10.9	-9.4	-11	-11.2	-10	-10.6	-11.6	-9.9	-9.7	-11.2	-16.5	-19.1	-19.9
英国	-19	-22	-18	-20	-19	-21	-21	-29	-28	-28	-31	-21	-25	-30	-31	-30	-32
日本	43.6	43.4	42.5	41.4	41.1	40.6	40.2	41.1	40.7	38.3	33.6	35.1	36.3	37.7	37.5	38.5	38.5
失业率																	
美国	9.5	9.5	9.6	9.6	9.7	9.8	9.4	9	8.9	8.8	9	9.1	9.2	9.1	9.1	9.1	9
欧元区	10.2	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10	10	10	10	9.9	10	10	10.1	10.1	10.2	--
英国	7.8	7.8	7.8	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7	7.7	7.9	7.9	8.1	8.3	--
日本	5.2	5.1	5	5	5.1	5.1	4.9	4.9	4.6	4.6	4.7	4.5	4.6	4.7	4.3	4.1	--
制造业PMI																	
美国	55.3	55.1	55.2	55.3	56.9	58.2	58.5	60.8	61.4	61.2	60.4	53.5	55.3	50.9	50.6	51.6	50.8
欧元区	55.6	56.7	55.1	53.7	54.6	55.3	57.1	57.3	59	57.5	58	54.6	52	50.4	49	48.5	47.1
英国	57.6	56.9	53.7	53.5	55.4	57.5	58.7	61.5	60.9	56.7	54.4	52	51.4	49.4	49.4	50.8	47.4
日本	53.9	52.8	50.1	49.5	47.2	47.3	48.3	51.4	52.9	46.4	45.7	51.3	50.7	52.1	51.9	49.3	50.6
工业产值(环比)																	
美国	0.11	0.88	0.22	0.28	-0.11	0.29	1.27	0.25	-0.37	0.69	-0.41	0.31	0.05	1.15	0.02	-0.06	0.68
欧元区	0.4	-0.3	0.5	0.5	0.4	1.4	0.1	0.1	0.7	-0.1	0.3	0.2	-0.7	1	1.5	-2.1	--
英国	-0.5	0.4	0.3	-0.1	-0.3	0.4	0.3	0.2	-1.1	0.2	-1.7	1	0.3	-0.4	0.3	0	--
日本	-1.5	0.3	-0.1	-0.8	-1.4	1.6	2.4	0	1.8	-15.5	1.6	6.2	3.8	0.4	0.6	-3.3	--
产能利用率																	
美国	74.5	75.3	75.5	75.7	75.7	75.8	76.8	76.9	76.5	77	76.6	76.7	76.7	77.5	77.4	77.3	77.8
欧元区	76	--	--	77.2	--	--	78.1	--	--	80.2	--	--	--	--	--	--	--
英国	76.8	--	--	77.3	--	--	79.3	--	--	79.2	--	--	--	--	--	--	--
日本	88.9	88.5	88.5	88.1	86.7	88.2	90.2	91.1	93.7	73.6	72.8	82.1	86.4	86.9	89	85.8	--
领先指标																	
美国	96.22	96.05	96.03	96.18	96.47	96.90	97.39	97.85	98.16	98.29	98.21	97.95	97.56	97.08	96.62	96.30	--
欧元区	100.70	100.61	100.55	100.55	100.61	100.70	100.78	100.77	100.60	100.23	99.66	98.93	98.08	97.15	96.23	95.38	--
英国	92.39	91.90	91.52	91.23	91.02	90.85	90.68	90.49	90.25	89.94	89.52	89.01	88.36	87.59	86.76	85.92	--
日本	92.76	92.61	92.54	92.59	92.79	93.13	93.49	93.76	93.81	93.62	93.24	92.76	92.27	91.76	91.22	90.64	--

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

表 10：主要新兴经济体重要数据概览

指标名称	10 2Q			10 3Q			10 4Q			11 1Q			11 2Q			11 3Q			11 4Q
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	
GDP (同比)																			
巴西	--	9.16	--	--	6.74	--	--	5.04	--	--	4.17	--	--	3.14	--	--	--	--	
俄罗斯	--	5	--	--	3.1	--	--	4.5	--	--	4.1	--	--	3.4	--	--	4.8	--	
印度	--	8.8	--	--	8.9	--	--	8.3	--	--	7.8	--	--	7.7	--	--	--	--	
中国	--	10.3	--	--	9.6	--	--	9.8	--	--	9.7	--	--	9.5	--	--	9.1	--	
CPI (同比)																			
巴西	5.22	4.84	4.6	4.49	4.7	5.2	5.63	5.91	5.99	6.01	6.3	6.51	6.55	6.71	6.87	7.23	7.31	6.97	
俄罗斯	6	5.8	5.5	6.1	7	7.5	8.1	8.8	9.6	9.5	9.5	9.6	9.6	9.4	9	8.2	7.2	7.2	
印度	13.91	13.73	11.25	9.88	9.82	9.7	8.33	9.47	9.3	8.82	8.82	9.41	8.72	8.62	8.43	8.99	10.06	--	
中国	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	
失业率																			
巴西	7.5	7	6.9	6.7	6.2	6.1	5.7	5.3	6.1	6.4	6.5	6.4	6.4	6.2	6	6	6	5.8	
俄罗斯	7.3	6.8	7	6.8	6.6	6.8	6.7	7.2	7.8	7.6	7.1	7.2	6.4	6.1	6.5	6.1	6	6.4	
印度	0.2	0.1	-0.2	0.5	0	0.3	0.4	1	0.1	0.7	0.3	1	0.2	-0.1	0	0.6	0.6	0.1	
中国	--	4.2	--	--	4.1	--	--	4.1	--	--	4.1	--	--	4.1	--	--	--	--	
消费者信心																			
巴西	116.8	119.3	120.8	121.8	122.9	120.7	124.2	121.7	121.6	122.6	120.1	118.2	115.4	118	124.4	118.7	114.7	115.2	
印度	--	68.2	--	--	--	--	--	73	--	--	--	--	--	75.2	--	--	--	--	
中国	108	108.5	107.8	107.3	104.1	103.8	102.9	100.4	99.9	99.6	107.6	106.6	105.8	108.1	111.8	110.4	103.4	--	
PMI																			
巴西	52.4	52.7	51.8	49.5	50.4	49.5	49.9	52.4	53.1	54.6	53.2	50.7	50.8	49	47.8	46	45.5	46.5	
中国	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2	53.9	52.9	52.2	53.4	52.9	52	50.9	50.7	50.9	51.2	50.4	
领先指标																			
巴西	82.8	82.7	82.8	82.3	82.2	82.3	82.6	82.5	83	83.4	82.5	82.3	82.5	82.4	82	82.2	81.6	--	
俄罗斯	100.04	100.22	100.43	100.6	100.8	101.0	101.2	101.3	101.4	101.4	101.5	--	--	--	--	--	--	--	
印度	100.7	100.6	100.52	100.5	100.4	100.3	100.2	100.1	100.0	99.8	99.6	--	--	--	--	--	--	--	
中国	100.77	100.55	100.42	100.4	100.5	100.7	100.8	100.9	101.0	101.1	101.2	--	--	--	--	--	--	--	
贸易余额																			
巴西	3454	2267	1344	2392	1080	1832	291	5358	398	1194	1552	1861	3520	4429	3134	3873	3074	2355	
俄罗斯	14.8	13.92	11.61	8.99	11.2	10.75	11.22	19.87	16.277	18.01	18.36	18.86	16.86	18.6	15.32	14.94	17.05	--	
印度	-11538	-5935	-11285	-10190.33	-11308.25	-11166	-4827	-2610	-8370	-4936	-4537	-8985.04	-14965.67	-7659.35	-11080	-14041.62	-9767.3	--	
中国	19.53	20.02	28.73	20.04	16.87	27.15	22.89	13.08	6.46	-7.31	0.14	11.42	13.05	22.27	31.48	17.76	14.51	17.03	

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

未来两周重点关注

日期	国别	经济指标	指标期间	预期值	前期值
11/28	美国	新建住宅销售	10月	313K	313K
11/29	日本	失业率	10月	4.20%	4.10%
11/29	日本	零售额同比	10月	0.70%	-1.20%
11/29	欧元区	欧元区经济信心	11月	93.9	94.8
11/29	美国	标普/CS美国住宅价格指数	三季度	--	130.12
11/30	日本	Markit/JMMA制造业采购经理指数	11月	--	50.6
11/30	日本	工业产值同比%	10月 P	-1.00%	-3.30%
11/30	英国	GFK 消费者信心调查	11月	-33	-32
11/30	欧元区	欧元区 失业率	10月	10.20%	10.20%
11/30	美国	ADP 就业变动指数	11月	130K	110K
12/01	欧元区	PMI 制造业	11月 F	46.4	46.4
12/01	英国	PMI 制造业	11月	47	47.4
12/01	美国	ISM制造业	11月	51.5	50.8
12/02	欧元区	欧元区工业品出厂价指 (同比)	10月	5.60%	5.80%
12/02	美国	非农就业人数增减	11月	120K	80K
12/02	美国	失业率	11月	9.00%	9.00%
12/05	欧元区	欧元区零售销售 (同比)	10月	--	-1.50%
12/05	美国	ISM非制造业综合指数	11月	53.5	52.9
12/05	美国	工厂订单	10月	-0.40%	0.30%
12/06	欧元区	欧元区 GDP 季节调整 (季环比)	三季度 P	--	0.20%
12/07	英国	工业产值 (同比)	10月	--	-0.70%
12/08	日本	贸易余额 - 收支	10月	¥343.3B	¥373.2B
12/08	日本	机器订单 同比%	10月	10.60%	9.80%
12/08	英国	BOE Asset Purchase Target	12月	--	275B
12/08	英国	英国银行宣布利率	8-Dec	0.50%	0.50%
12/08	欧元区	欧洲央行公布利率	8-Dec	--	1.25%
12/08	美国	批发库存	10月	--	-0.10%
12/09	日本	GDP 年增长率推算值	三季度 F	--	6.00%
12/09	英国	PPI (同比)	11月	--	5.70%
12/09	英国	有形贸易余额 GBP/Mn	10月	--	-£9814
12/09	英国	贸易余额与非欧盟GBP/Mn	10月	--	-£5715
12/09	英国	贸易余额总计 (百万英镑)	10月	--	-£3940
12/09	美国	贸易余额	10月	-\$44.0B	-\$43.1B
12/09	美国	密执安大学消费者信心	12月初值	--	64.1

资料来源: Bloomberg, 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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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。