

专题研究

2011 年 12 月 26 日

结构调整是场“马拉松”

--2011 年错判带给我们的一些教训

相关研究

I 2011 年我们对中国的宏观经济走势出现了较明显的误判，我们始终认为随着通胀回落，四季度中国经济会受到财政支出的增加以及政策部分放松所推动，GDP 将会出现反弹；这与 GDP 逐季走低的情况出现了大的偏差。我们认为对中国 2012 年宏观经济走势需要作出的一个重要判断是当前环境是更类似于 98-99 年还是 04-05 年，要防止 2012 年重犯类似于 2011 的错误。

I 2012 年中国将面临一些过去十年里并不多见的大环境：“稳中求进”的基调与 98 年一样；2011 年财政支出收入比的节奏与 1997 年一样；同时与 1998 年类似面临国内主动调控后的经济减速和国外的金融市场危机相叠加。当然时隔十四年，中国的发展状况、经济结构都已经发生了巨大的变化。两个“稳中求进”更多的是强调坚持既有的宏观政策取向，防范风险。如果这种取向是意味着政策操作层面上的引而不发，那么我们就必须小心出现 GDP 单季低于 7.5% 的可能性。中国的经济结构转型也将是一个长期缓慢的进程，绝不会一蹴而就，中国的经济结构转型是全球失衡调整的重要一环，投资者应该对这种艰巨性有所准备。

I 对全球转型的艰巨性问题的判断上我们有充分的认识：美国次贷危机和欧债危机均反映了全球失衡的状况到了不得不调整的时候，同时危机也带来了一波较为激烈的反全球化浪潮，贸易争端频发。美国经济目前处于大周期的低点，不论是房地产需求还是技术创新目前还看不到大的起色，联储估计美国到 2014 年失业率估计还将维持在 6%-7% 的高位，2012 年美国实际 GDP 增长估计将维持在 2% 左右。欧洲是中国出口的第一大目的地，但欧洲经济内部失衡，当前的调整措施不论是削减财政支出还是提高银行资本充足率，都将影响短期和中期的欧洲经济增长；这些措施更多的是解决短期问题，而如果要解决欧洲内部失衡的长期问题再实施内部薪酬和社会福利的调整，将可能进一步削弱 3-5 年内的欧洲经济增长，不排除出现欧洲经济增长长期徘徊在 1% 附近的情况。

I 感谢大家对我们的关注，祝大家在 2012 年一切顺心。

分析师

苏畅 A0230511120001
suchang@swsresearch.com

陈康 A0230511090003
chenkang@swsresearch.com

研究支持

祁益峰
qiyf@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>

目 录

1. 2011 回顾	3
2. 2012 中国经济面临的新环境	4
2.1 时隔十四年，再提“稳中求进”	4
2.2 “积极”的财政政策并不积极	6
2.3 外汇占款的形势变化	7
2.4 所有环境都在收紧，中西部能复制东部的路径么？	8
2.5 此“转型”非彼“转型”	9
3. 从生产国强、消费国弱的现象看全球结构失衡	10
3.1 欧洲内部汇率调节机制的缺失	10
3.2 美元汇率调整幅度可能不足	12
3.3 汇率也不是万能药	15
4. 从美日差异看美国经济的前景	17
4.1 美国私营部门负债情况好于日本	17
4.2 美国的创新能力增加美国找到新增长动力的可能性	19
4.3 美元储备货币地位有助于维持较低的国际融资成本	20
4.4 “日本病”的药方	20
4.5 未来两年美国平均经济增速可能低于 2.5%	21
5. 欧洲经历痛苦调整	23
5.1 欧洲走向衰退	23
5.2 欧债危机的救赎是对德国模式的挑战	24
5.3 采取转移支付方式解决欧债问题的成本分析	28
5.4 欧洲的金融市场高波动性难以快速缓解	29
6. 商品价格游离在通胀与通缩之间	31
6.1 模型估计 2012 年上半年 CRB 工业金属价格涨幅同比为 0	31
6.2 模型显示原油价格可能小幅走高，但随后涨幅将有所回落	32
6.3 2012 年人民币升值压力低于 2011 年	33

图表目录

图 1: 2011-2012 同 1997-1998 的宏观大环境比较	5
图 2: 时隔 13 年, 同样都是“稳中求进”	5
图 3: 财政支出收入比数据和 97-98 比较	6
图 4: 货币派生的形势出现了显著变化	7
图 5: 中西部能复制东部的发展路径么?	8
图 6: 当前的转型更主要的表现是在“再分配”	9
图 7: 欧洲一体化导致欧洲产业的分化	10
图 8: 欧洲一体化后, PIIGS 国家的逆差占 GDP 比例逐渐扩大	11
图 9: 汇率调整机制缺乏导致 PIIGS 国家经济基本面调整缓慢	11
图 10: 生产国强、消费国弱的格局	12
图 11: DXY 指数回到危机前水平	13
图 12: 贸易加权美元汇率指数仍处 40 年高位	13
图 13: 美国经济再平衡进程缓慢	14
图 14: 就业改善慢于上一次较深的衰退之后的修复 (82 年)	15
图 15: 危机中巴西和美国工业生产的收缩幅度大体相当	16
图 16: 危机中美元对巴西雷亚尔大幅升值	16
图 17: 美国企业负债水平远低于日本	18
图 18: 美国企业负债调整压力小于日本	18
图 19: 日本、美国家庭债务水平比较	19
图 20: 美国家庭解杠杆结束尚需时日	19
图 21: 90 年后, 即使经济增长好的年份, 日本 GDP 平均增速也不到 2%	21
图 22: 未来居民收入增速要向工资收入增速回归	22
图 23: 欧洲面临衰退	24
图 24: 欧元区信贷余额同比回落	24
图 25: 2000 年以后, 德国经常项盈余对 GDP 贡献明显增长	25
图 26: 德国、日本贸易结构相似	25
图 27: 德国、日本制造业劳动生产率相似	26
图 28: 过去二十年, 日本的劳动力价格和产品价格的竞争优势扩大	26
图 29: 贸易伙伴的差异是过去二十年德国比日本更受益于外贸的重要因素	27
图 30: 德国外贸受益于过去二十年欧洲一体化的制度红利	27
图 31: 各国的减赤目标和三种情境下所需的救助资金规模	28
图 32: 不同解决方案的结果分析	29
图 33: CRB 工业金属价格模型显示 2012 上半年涨幅基本为 0	31
图 34: WTI 涨幅将明显低于 2011 年初	32
图 35: 人民币 NDF 市场不预期人民币明显升值	33
图 36: 净出口占出口总额的比重明显下降	33
图 37: 人民币升值前景估计	34

1. 2011 回顾

过去一年的时间市场在不同的时点出现了对宏观形势的错判，在回顾 2011 年的时候 IMF 首席经济学家指出 2011 年投资者像得了精神分裂症一样，几乎每一条有关财政整合的消息都会令投资者信心大振，随后，又会对于因为整合带来的“不给力”的经济数据而倍感失望，并且受到经济增速放缓冲击的经济体政府债券的收益率在上升，而不是下降。用德国总理默克尔的话来说“财政整合和主权债务下降的过程将是一场马拉松”，但市场却显然没有充分认识这一过程的艰巨性。

2011 年我们对中国的宏观经济走势出现了较明显的误判，我们始终认为随着通胀回落，四季度中国经济会受到财政支出的增加以及政策部分放松所推动，GDP 将会出现反弹；这与 GDP 逐季走低的情况出现了大的偏差。从中吸取的教训可能是如何研究政府政策取向方面我们需要做出一些创新性的工作。有鉴于此，我们认为对中国 2012 年宏观经济走势需要作出的一个重要判断是当前环境是更类似于 98-99 年还是 04-05 年，要防止 2012 年重犯类似于 2011 的错误。

2012 年中国将面临一些过去十年里并不多见的大环境：“稳中求进”的基调与 98 年一样；2011 年财政支出收入比的节奏与 1997 年一样；同时与 1998 年类似面临国内主动调控后的经济减速和国外的金融市场危机相叠加。

从全球环境来看，美国次贷危机和欧债危机均反映了全球失衡的状况到了不得不调整的时候，同时危机也带来了一波较为激烈的反全球化浪潮，贸易争端频发。美国经济目前处于大周期的低点，不论是房地产需求还是技术创新目前还看不到起色，联储估计美国到 2014 年失业率估计还将维持在 6%-7% 的高位，2012 年美国实际 GDP 增长估计将维持在 2% 左右。欧洲是中国出口的第一大目的地，但欧洲经济内部失衡，当前的调整措施不论是削减财政支出还是提高银行资本充足率，都将影响短期和中期的欧洲经济增长；这些措施更多的是解决短期问题，而如果要解决欧洲内部失衡的长期问题再实施内部薪酬和社会福利的调整，将可能进一步削弱 3-5 年内的欧洲经济增长，不排除出现欧洲经济增长长期徘徊在 1% 附近的情况。

在对全球转型的艰巨性问题的判断上我们有充分的认识：在 2011 年 6 月到 9 月里发布了三篇文章阐述出现“马拉松”式拉锯的主要原因，《汇率失

配拉长低利率时期》、《“日本病”的阴霾-美国的子弹不多了》、《欧洲金融市场高波动常态化》三篇报告系统性阐述了美欧经济失衡调整慢的原因，预见到了欧债问题将拖而不决和欧央行减息，明确指出美国 QE3 不会很快出台，与这几个月后来的实际发展相吻合。在本文的第 3, 4, 5 部分我们把这些内容再次提炼出来，并在第 6 部分讨论了当前环境大宗商品价格的影响。

主要的新兴市场地区则受到全球资金流动的冲击，特别是面临资金流出的情形，并没有特别好的应对措施；此外地缘政治特别是中东地区的形势发展都直接影响到全球原油的生产和供给；这些因素都将给中国的 2012 造成相当的挑战。

感谢大家在过去一年里给予我们的批评和鼓励，也希望大家在 2012 一切顺利，能够继续给予我们关注。

2. 2012 中国经济面临的新环境

在 2011 年的多数时间里，我们着重考虑了中国的政治经济周期对中国经济的影响，我们注意到过去的 7 次政府换届中出现过 6 次中央政府第五年的 GDP 增速快于第四年，为 A 股遇到的为数不多的中央政府第 5 年任期都表现了比较好的收益，张五常教授和许成钢教授将这一现象的主要原因归因于地方政府的“县际竞争”效应，我们认为造成这一现象的微观基础没有发生变化。但 2012 年与以往中央政府第五年相比，又有许多不同，目前投资者比较集中关注的可能是中国 2012 年的大环境是同 2004-2005 时期相像，还是与 1998-1999 年时期更类似。

1996-1999 时期经历的是连续几年的 GDP 增速下滑，而 2004-2005 年则经历的是经济加速的起步，这两种宏观环境下投资者的配置选择将完全不同，这可能也将是 2012 宏观面临的最重要的一个判断。鉴于 2011 年错判的教训，投资者可能需要特别警惕当前同 1997-1998 年时期所表现出的一些相似性。

2.1 时隔十四年，再提“稳中求进”

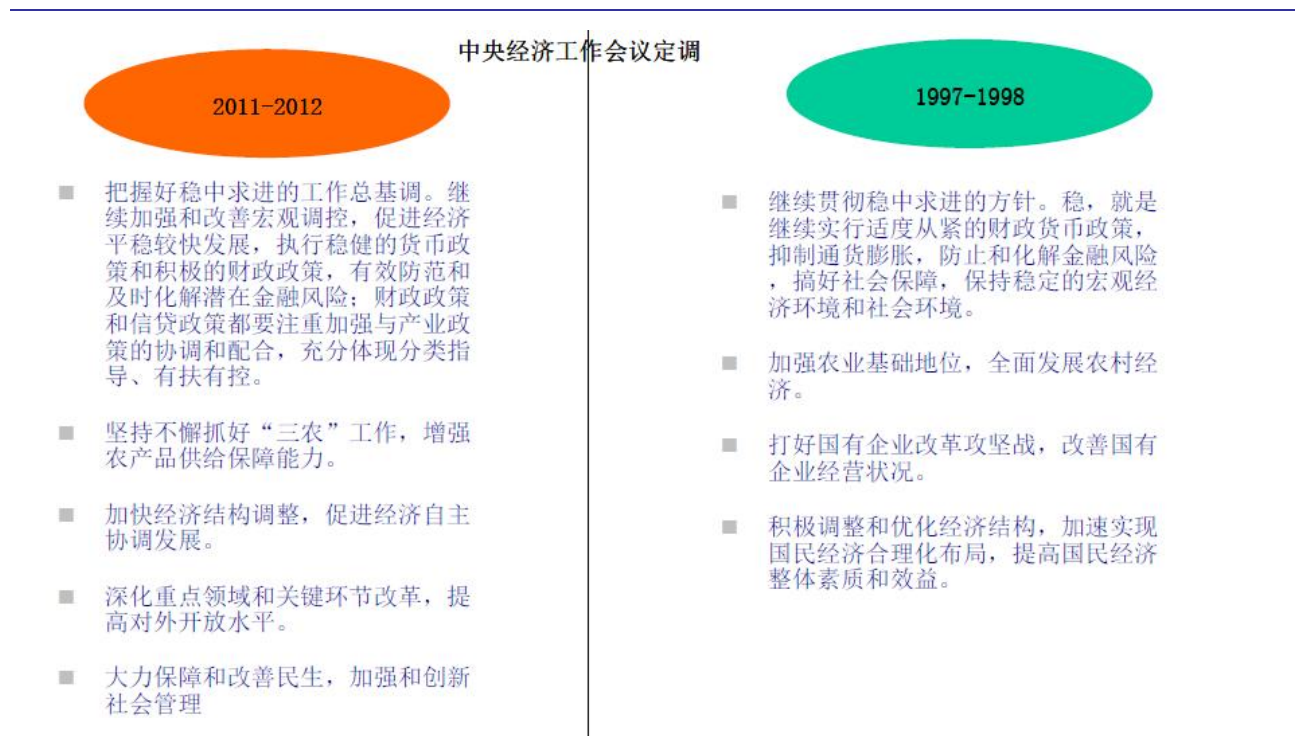
在图 1 中我们比较了 2011-2012 年与 1997-1998 年时期所处的大环境的相似性，稍微出乎我们意料的是政府在 2011 年的中央经济工作会议上提到的“稳中求进”的总基调居然是和 1997 年中央经济工作会议上的一模一样的提法（图 2）。

图 1：2011-2012 同 1997-1998 的宏观大环境比较



资料来源：申万研究

图 2：时隔 13 年，同样都是“稳中求进”



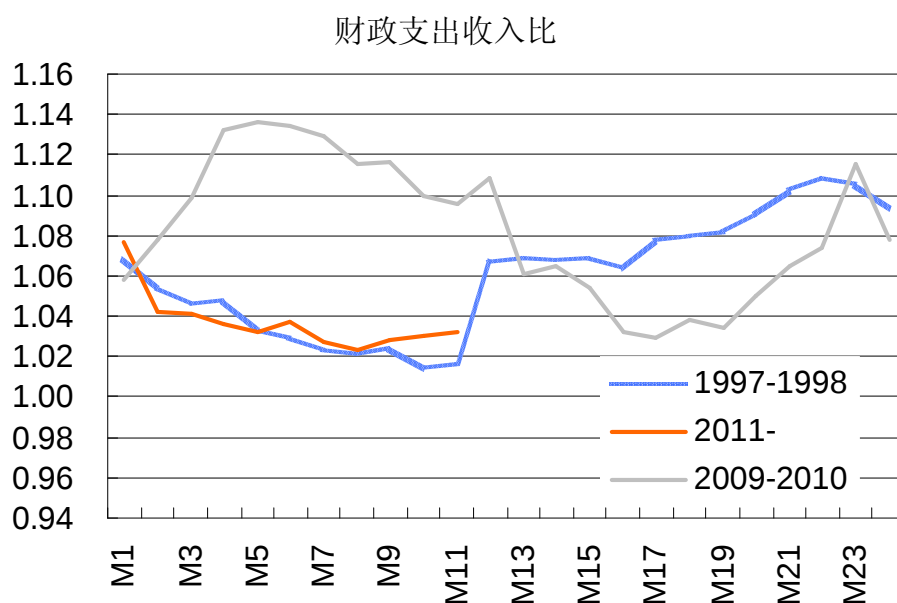
资料来源：互联网资料，申万研究

当然时隔十四年，中国的发展状况、经济结构都已经发生了巨大的变化。两个“稳中求进”更多的是强调坚持既有的宏观政策取向，防范风险。如果这种取向是意味着政策操作层面上的引而不发，那么我们就必须小心出现 GDP 单季低于 7.5% 的可能性。1998 年正是在这样的基调下面，GDP 的增速滑落到了 7.8%，并且在 1999 年还有所下滑。

2.2 “积极”的财政政策并不积极

造成 2011 年 GDP 走势和我们早先预期偏差的重要因素之一是财政支出的力度。我们倾向于以财政支出收入比值来衡量财政政策的积极程度，图 3 中可以看到尽管 2011 年积极的财政政策基调未变，月度财政支出收入比明显低于 2009-2010 年实施积极财政政策的时期；此外，2011 年的月度财政支出收入比情况和 1997 年有着惊人的相似，而当时的财政政策的基调是“从紧的财政货币政策”。基于此，我们认为 2011 年的财政政策是事实上“从紧”的财政政策。

图 3：财政支出收入比数据和 97-98 比较



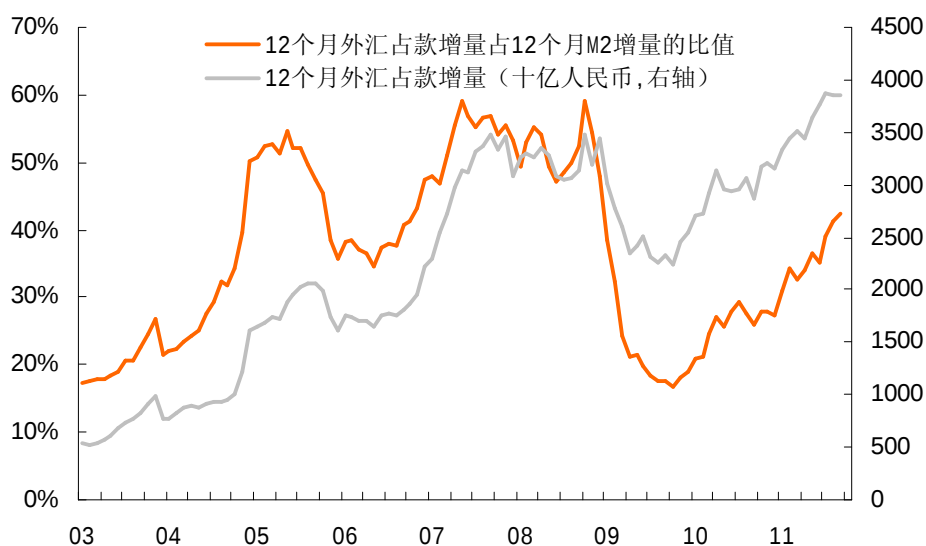
资料来源：CEIC，申万研究估计

我们注意到尽管 1997 年中央经济工作会议给出的 1998 年基调是“从紧的财政货币政策”，但随着经济增速的下滑 1998 年实际执行的财政政策已经转变为积极的财政政策，并且这一转变并未能止住经济增速的下滑。根据目前对中国经济增长前景的预测，2012 年的财政赤字可能达到 1 万亿人民币。2012 年的“积极”财政政策积极到什么程度对于判断宏观形势也非常关键。

2.3 外汇占款的形势变化

光有上一节所讨论的财政支出可能还不足以稳定经济增长，2012 年另一个重大的变化来自外汇占款。人民银行数据显示，最近两个月出现了连续的外汇占款余额下降（也就是说资本流出）的情况。造成这种流出的具体原因目前尚不清楚，但很可能与国内的房地产调控（例如大摩、高盛、RBS、德国商业银行卖出持有的中国地产）、A 股市场持续低迷、移民等因素有关。如果政府继续坚持房地产调控，这几个导致资本流出的因素在未来几个月可能将不会变化，考虑到上半年相对低的外贸盈余水平，外汇占款的形势不容乐观。

图 4：货币派生的形势出现了显著变化



资料来源：CEIC，申万研究估计

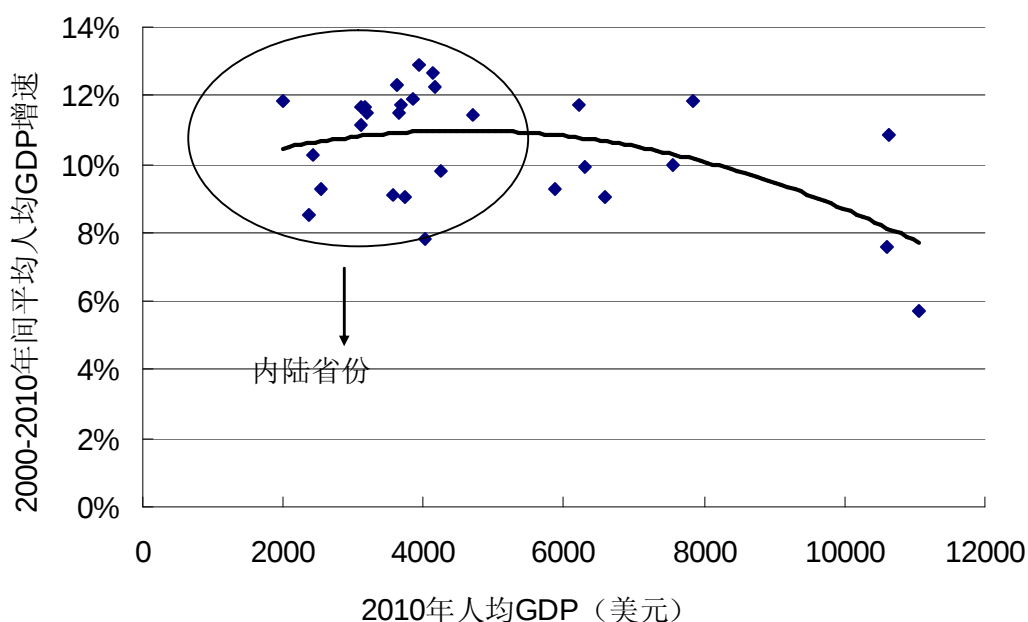
过去八年里，人民银行通过买入美元而向市场投放人民币，实现实体经济增长所需要的基础货币投放，如果外汇占款余额下降，那么这一基础货币投放机制将被阻断。我们看到在 09 年，商业银行的信贷投放成为弥补外汇占款不足的主要手段。

如果我们对外汇占款的前景判断是正确的，我们需要看到信贷投放量的上升，否则很难说经济增速是否能够稳定，这一因素在 2012 年的上半年尤为重要。贷存比、存款准备金率、资本充足率可能又成为影响信贷投放的其他几个因素。

2.4 所有环境都在收紧，中西部能复制东部的路径么？

论证中国经济还将保持平稳较快增长的另一个论据（驱动力）是中国还有广大的待发展的中西部地区，图 5 中每一个点表示的是中国的一个省，按照这张图如果内陆省份能复制东部的发展路径，那么接下来 5 年内陆省份的人均 GDP 增速有望继续保持在 10% 左右。这两年里我们对安徽、四川、重庆、河南、陕西等内陆省份的走访显示，这些地区的地方政府似乎在复制东部地区的工业园区模式。

图 5：中西部能复制东部的发展路径么？



资料来源：CEIC，申万研究

但是我们遇到大量客户对这一逻辑提出的质疑是过去十年东部地区的快速增长是在所有的宏观环境都极为宽松的背景下取得的，包括低利率、低汇率、相对便宜的资源价格、相对低廉的劳动力成本和环境成本，而当前所有这些因素都在收紧，因此中西部恐怕难以完全复制过去十年东部的增速。但减速会到什么程度目前并不明朗。

此外，从投资回报率的角度而言，规模以上工业企业层面的数据还显示对应于工业企业单位资本的增加值产出在 2008-2009 年之后有所下降，尽管高 ROE、ROA 水平仍会刺激企业投资，但是投资增速应该会有所减缓。

2.5 此“转型”非彼“转型”

市场讨论的另一个中国经济增长动力在于转型，但正如 IMF 首席经济学家在总结 2011 市场教训的时候所指出的转型都会付出一些代价，事实上 1998-1999 年国企改革曾经带来了大量人员下岗。

多数学者认同中国经济结构失衡根子上的问题是收入分配体制的问题，要真正推动中国经济结构的转型离不开这些制度的调整，但这些制度因素的改革都需要长期的推动，短期内尚难以改变。

图 6：当前的转型更主要的表现是在“再分配”



资料来源：申万研究

目前中国政府所推动的转型事实上更多是在再分配这个层面上的一些微调，主要表现在财政收支结构的一些调整。但需要注意这些方面的因素也可能会带来一些负面效应，例如多晶硅产业，就是在政府鼓励发展新型产业的刺激之下一哄而上，导致大量投资之后产能严重过剩。总而言之，中国的经济结构转型也将是一个长期缓慢的进程，绝不会一蹴而就，中国的经济结构转型是全球失衡调整的重要一环，投资者应该对这种艰巨性有所准备。

3. 从生产国强、消费国弱的现象看全球结构失衡

全球结构性失衡的一个集中表现是在于相对来说制造国的经济基本面强（德国、中国），而消费国的经济基本面弱（PIIGS、美国），利率、财政的手段在这些弱的经济体基本已经用到极致。与美元的储备货币地位不同，欧洲弱国的国债被抛售，融资成本出现了大幅上升，由于汇率在调解不平衡中的作用缺失，不同的经济体面对非对称冲击的情形下，最薄弱的地方矛盾全面暴露。

3.1 欧洲内部汇率调节机制的缺失

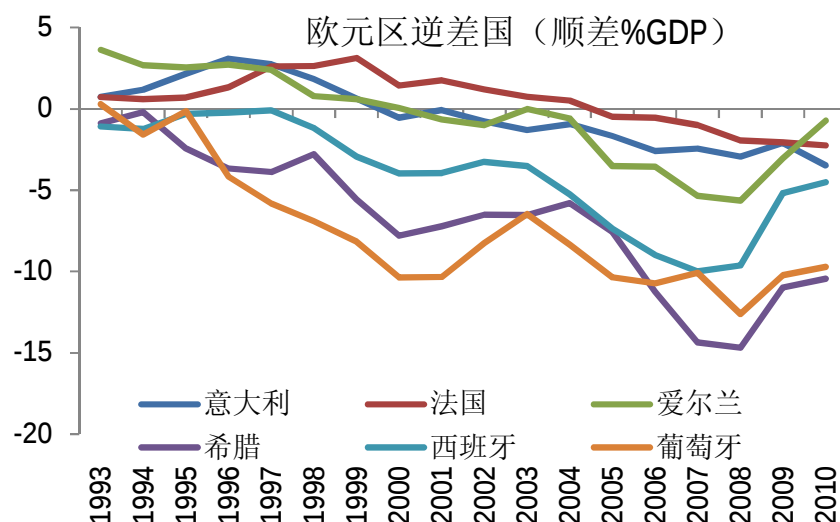
一体化加剧了欧洲产业的分化和经济失衡。欧洲一体化最大的作用是消除或降低了成员国之间的贸易壁垒，使得各国产业上的比较优势在欧洲内部贸易中得以充分体现和发展。所以，欧洲一体化以来，欧洲形成了鲜明的以德国为首的制造业国家阵营、以英国为首的金融国阵营和以希腊为代表的消费国阵营。消费国，或者说这种财政、经常账户双赤字国家的产生主要是由于产业竞争力缺失的原因，所以虽然希腊等国在 08 年以前确实享受了一段时间的高增长，但主要体现为服务业的增长，这些国家贸易逆差占 GDP 比例的不断提升意味着越来越大比例的对货物的需求被转移到国外。

图 7：欧洲一体化导致欧洲产业的分化

主导产业	德国	法国	英国
1	制造业	商业服务	金融房产
2	批发零售	金融房产	商业服务
3	教育社保	教育社保	教育社保
4	金融房产	批发零售	批发零售
5	交运仓储	制造业	娱乐餐饮
6	娱乐餐饮	娱乐餐饮	交运仓储

资料来源：CEIC，申万研究

图 8：欧洲一体化后，PIIGS 国家的逆差占 GDP 比例逐渐扩大

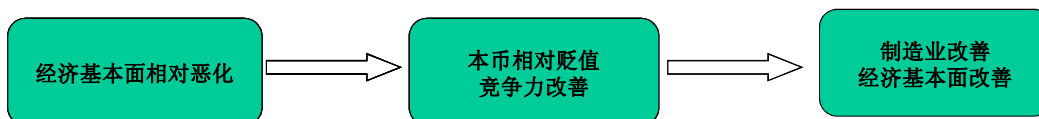


资料来源：CEIC，申万研究

产业分化比较严重的后果之一是消费型国家竞争力的缺失。德国为首的制造业国家有比较强的制造业竞争力。英国为首的金融国有较强的金融业竞争力。这两类国家在某些产业上有自己突出的比较优势。而消费类国家的制造业和金融业都缺乏比较优势，所以对可贸易品（包括货物和服务）需求中越来越大的比例流向了国外，导致其本国财富的外流和债务的聚集，这些国家的问题在其经济遭遇衰退时凸显出来。

图 9：汇率调整机制缺乏导致 PIIGS 国家经济基本面调整缓慢

正常情况：



当前状况：

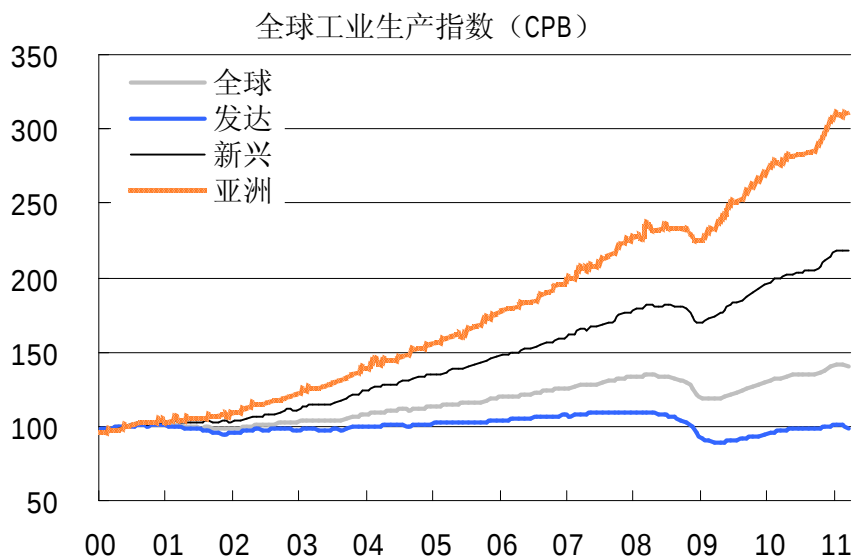


资料来源：申万研究

通常情况下，一个正常的经济体经济基本面恶化后，可以通过本币贬值改善其相对国际竞争力，而 PIIGS 国家明显缺乏这种能力，导致经济调整缓慢。

所以一体化制度性缺陷导致经济结构问题，经济结构的问题又是偿债能力问题的根源。欧元区设立的初衷可能是促进产业分工，充分最大化效率，但过去十年的一体化进程使得欧洲出现了剧烈的分化和内部的失衡。而这种产业分化与经济内部失衡由于欧洲内部转移支付机制、和汇率调整机制的缺失而无法得到有效调整。

图 10：生产国强、消费国弱的格局



资料来源：CPB，申万研究

3.2 美元汇率调整幅度可能不足

如果我们把美国和中国的经济基本面、发达经济体和发展中经济体的基本面进行比较，可以看到美国和中国、发达经济体和发展中经济体也存在类似于第一部分所描述的制造国基本面强、消费国基本面弱的情况。图 10 显示发达经济体的工业生产离危机前的峰值水平仍然有 10% 左右的差距，而亚洲的工业生产则远远超越了危机前 2008 年的峰值水平。

美国的政策利率水平已经是 0，并且启动了两轮定量宽松，财政赤字高达 GDP 的 10% 左右，但经济回升仍然乏力。这种格局的形成可能也与美元汇率调整幅度不够有关，经济基本面的情况要求美元相对贬值，但是金融市场

的避险情绪却推动了美元升值。由于相应于经济基本面的汇率调整幅度不够，联储可能不得不维持更长时间的零利率政策。

图 11: DXY 指数回到危机前水平



资料来源：大智慧，申万研究

图 12: 贸易加权美元汇率指数仍处 40 年高位



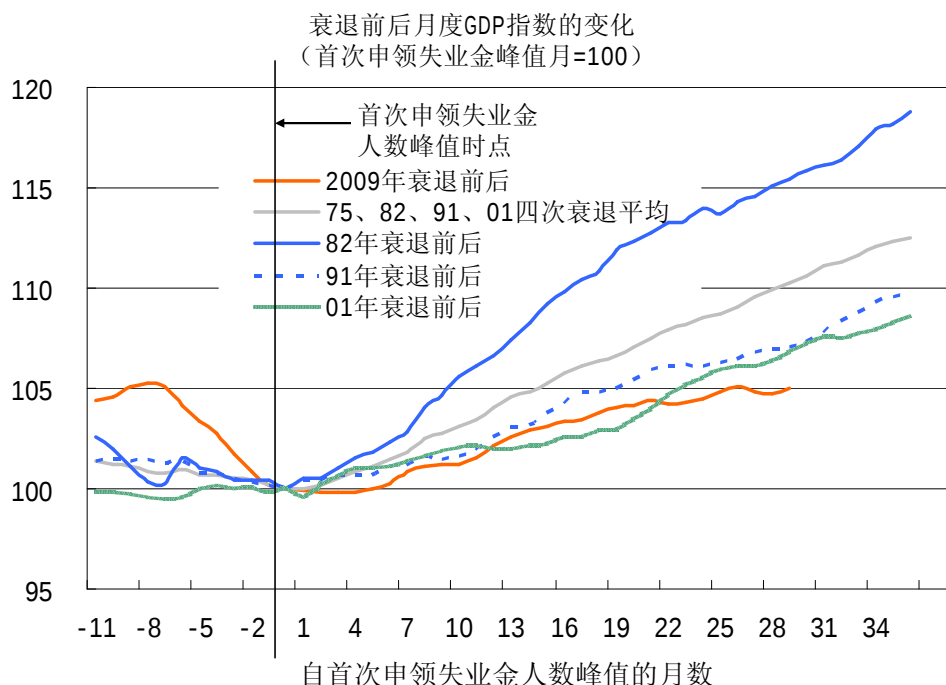
资料来源：St Louis 联储，申万研究估计

美元汇率调整充分了么？从 DXY 指数来看（图 11），大家或许这么认为。DXY 指数已经回到 07 年水平，也是过去 25 年的低点。但是从联储制作的

美元对一揽子货币按照贸易加权的美元汇率指数来看（图 12），尽管经历了这么严重的衰退，美元指数仍处于过去 40 年的相对较高的水平。这一水平应该是和当前美国经济基本面所不匹配的。

当然由于种种原因，例如新兴经济体货币采取了盯住、软盯住或者爬行盯住美元的政策，例如金融市场的避险情绪，美元汇率不太可能在短期内迅速下调到相应于当前经济基本面的水平。这也将拖延美国经济结构调整和经济复苏的步伐（图 13），将迫使美联储继续维持较低的利率水平更长一段时间，估计联储可能将维持 0 利率到 2014 年年中。

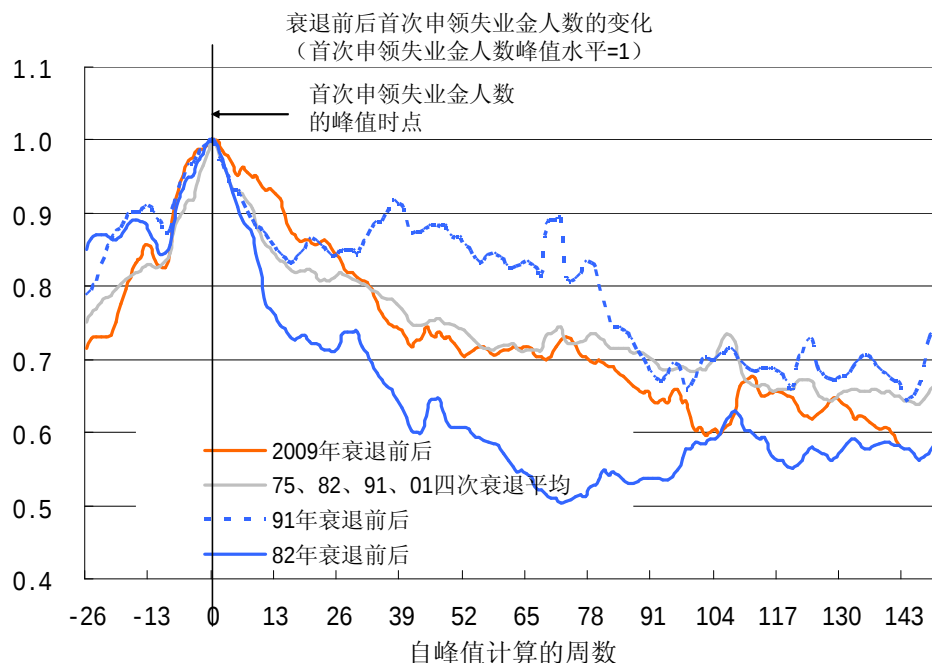
图 13：美国经济再平衡进程缓慢



资料来源：Haver，申万研究估计

图 13 可以看到，本轮美国经济衰退后的 GDP 的修复慢于 75、82、91、01 年四次衰退后，和恢复较慢的 2001 年衰退后有些类似。从就业情况来看，首次申领失业金的人数修复慢于上一次较深衰退(82 年)之后的就业修复(图 14)，但就业还是有比较明显的改善，和过去几次衰退平均的首次申领失业金人数变化趋势一致，为美国经济在持续复苏提供了一定的证据支持。

图 14：就业改善慢于上一次较深的衰退之后的修复（82 年）



资料来源：Haver，申万研究估计

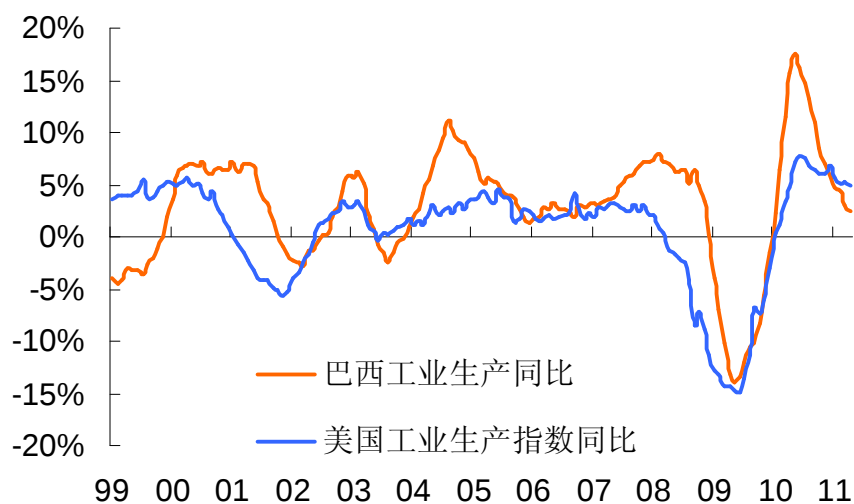
3.3 汇率也不是万能药

我们还必须强调当前失衡局面和失衡改善缓慢的背后根本性因素是经济结构的问题，汇率扮演更多的是个催化剂的角色，汇率制度也并非万能，有学者认为长期来看实际汇率是经济的内生变量。相对绝对水平而言，名义汇率的灵活性可能比汇率升值贬值本身更为重要。

但是汇率的灵活性也可能带来问题，金融市场的存在和金融加速器的作用使得汇率本身乃至经济存在过度波动的可能；并且美元的国际地位和避险作用会使得美元的短期基本面偏离其中期基本面。如图 15 显示，美国工业生产和巴西工业生产在 08-09 年衰退期间收缩的幅度大致相当，按照基本面而言，其货币汇率应该相当稳定，但是美元的避险作用使得美元对巴西雷亚尔大幅升值（图 16），目前美元对雷亚尔汇率仅仅是恢复的危机前的水平。

过去一百多年里我们走过了金本位和布雷顿森林体系，将来也许还会有别的汇率制度，但很可能并不存在一个完美的国际货币体系，今天困扰政治家和投资者的问题会一直持续。

图 15：危机中巴西和美国工业生产的收缩幅度大体相当



资料来源：Haver，申万研究估计

图 16：危机中美元对巴西雷亚尔大幅升值



资料来源：Haver，申万研究估计

4. 从美日差异看美国经济的前景

大规模的财政刺激、零利率、数量宽松政策，再加上低迷的经济增长，这个令人沮丧的组合无疑使我们回想起日本“失落的十年”。次贷危机前后美国经济的运行与日本 90 年代初泡沫破灭前后的经济表现有较多相似之处。危机前，两国都出现了信贷和房地产泡沫，私营部门负债相对 GDP 的比例明显上升；危机后，房地产和股票价格下跌导致居民和企业净资产明显缩水，解杠杆造成私营部门需求下滑，政府虽然采取扩张性财政政策，但总需求依然低迷。两国均出现货币乘数、货币流通速度大幅下降等流动性陷阱的特征。如我们第二部分所论述，结构失衡的调整将非常缓慢，并且由于未来美国人口结构的演化与过去二十年的日本相似，美国必须提防患上“日本病”，像日本一样陷入通缩、经历“失落的十年”。

相比日本，美国私营部门债务调整压力较小，可能有利于美国在十年之内摆脱对扩张性财政政策的依赖；美国的创新能力更强，增加在未来找到新增长动力的可能性；美国储备货币的地位有助于维持较低的国际融资成本。

4.1 美国私营部门负债情况好于日本

负债水平的差别是美国和日本的重要差异，也是美国可能在十年内摆脱对扩张性财政政策依赖的关键因素。

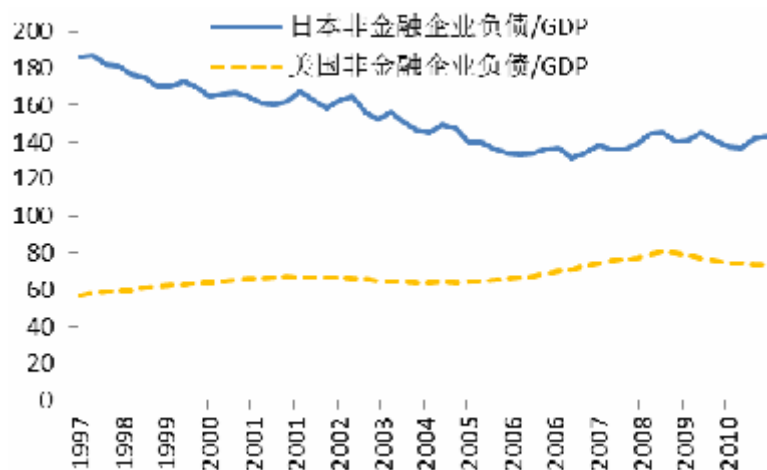
目前日本企业债务占 GDP 的比例大约在 150% 左右，此外，由于部分个人企业的债务被计入了家庭负债中，日本企业实际负债水平相对 GDP 的比例大约为 190%。债务过高导致日本企业将较多的盈利用于偿还债务。这导致需求增长仅仅稳定企业盈利，难以刺激投资。

美国企业的负债水平远低于日本企业，非金融企业负债相对 GDP 的比例不到 90%。这意味着美国企业负债调整的压力和时间长度小于日本，但是很难预料这个过程会持续多久。在未来经济增速和投资回报均下滑的情况下，企业可能会倾向于减少借贷，降低财务风险。

美国更大的问题在于家庭负债的调整。表面上看，美国家庭负债水平仅略高于日本，但由于日本家庭负债数据里包括家庭式公司的债务，所以实际上日本家庭拥有房屋贷款、消费贷款等相对 GDP 的比例大约只有美国的一半。如果美国家庭要效法日本式的节俭，或者是将负债水平降到 IT 泡沫之前的水平，负债调整可能都需要很多年。过去两年，美国家庭负债占 GDP 的比例快速下降，而这一过程可能还会延续。由于美国经济增长依赖

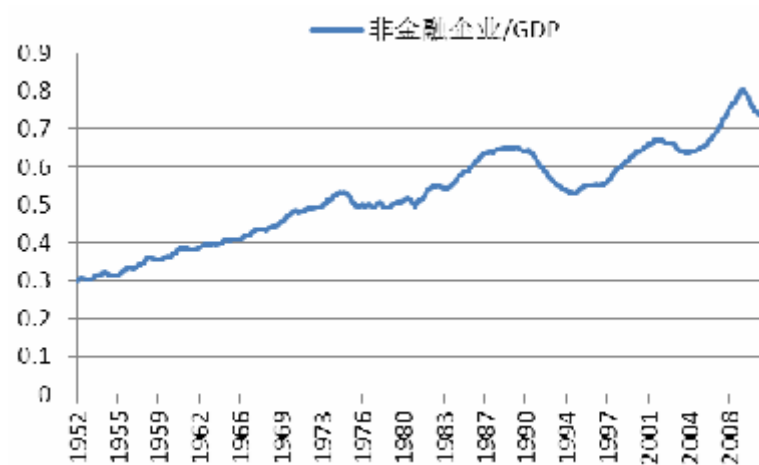
于消费需求的带动，消费不振还会拖累企业的投资行为，在家庭解杠杆尚未结束之时政府部门贸然放缓加杠杆过程对总需求的增长较为不利。

图17: 美国企业负债水平远低于日本



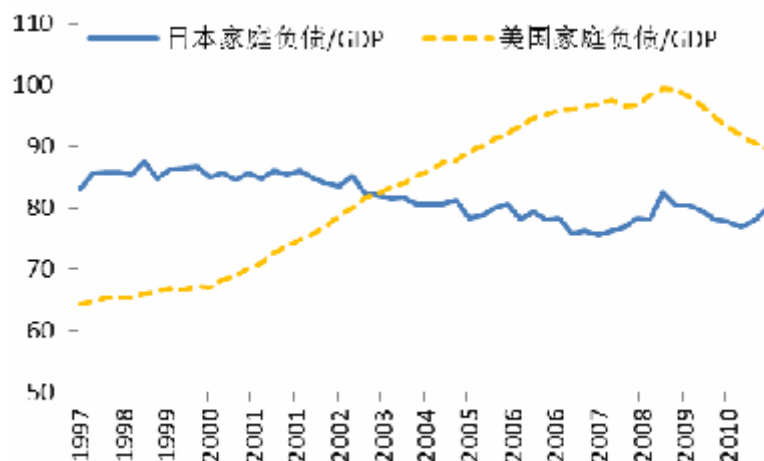
资料来源: CEIC, 日本央行, 申万研究

图 18: 美国企业负债调整压力小于日本



资料来源: CEIC, 日本央行, 申万研究

图 19: 日本、美国家庭债务水平比较



资料来源: CEIC, 日本央行, 申万研究

图 20: 美国家庭解杠杆结束尚需时日



资料来源: CEIC, 申万研究

4.2 美国的创新能力增加美国找到新增长动力的可能性

在人口因素向下, 劳动力要素对经济增长贡献下滑的情况下, 技术进步因素成为美国能否摆脱的总需求不足的关键。

80 年代后期的储贷危机之后, 90 年代初的美国经济也经历了解杠杆和总需求不足的问题。IT 技术的广泛应用启动了当时“投资引领的复苏”。

美国依然是世界上创新能力最强的国家。美国公司在电子产品、网络技术方面处于领导地位。美国的大学汇聚了全世界最优秀的教授和学生。美国人思维的活跃和日本人的刻板形成鲜明的对照。这些都增加了美国找到新增长动力的可能性。

4.3 美元储备货币地位有助于维持较低的国际融资成本

美国巨额的贸易赤字之所以没有成为灾难，主要因为全世界对美元资产的巨额需求。目前海外投资者持有的仅美国国债量就超过了 4 万亿美元，占美国流通国债量的将近一半。美国长期主权债务评级被调降后，长债收益率不升反降也体现出美元作为储备货币、美债被视为避险资产所赋予美国的金融特权。

纵览世界其他主要货币，英镑、日元均受制于经济体量和经济形势；欧元备受欧债危机和欧元区结构性不平衡的困扰；人民币国际化、中国资本账户开放的过程还很长。作为世界储备货币，美元的地位短期内无法被取代。在全世界流动性过剩的情况下，美国的国际融资成本将维持低位，这有利于美国经济前景的改善。

4.4 “日本病”的药方

由于美国经济缺乏类似于 90 年代 IT 的增长点，当前美国经济结构失衡的调整缓慢。经济学家给“美国病”开的启动药方主要有三类，一是凯恩斯主义的政策通过扩张的财政政策刺激即期需求，而目前美国财政政策基本用到极限，美国国会和评级机构反对财政刺激；二是美联储进一步实施定量宽松以降低企业长期融资成本、刺激企业投资，这一药方的副作用可能也很大，退出成本高，对中国可能也不利（大宗商品价格）；三是通过类似的“广场协议”，安排美元的系统性贬值，特别是安排美元对以人民币为代表的新兴经济体货币一次性贬值，历史上往往大的危机都伴随着国际汇率制度的调整，但中国从国内稳定的角度会反对这种汇率安排。

我们认为通过放松移民政策，引进一定量的投资移民消化其地产库存、增加储蓄和投资，是增加财富、提升需求，改善人口结构的途径。目前这一方案并没有在主流经济学家和美国政策决策层的考虑之中。

综合这几种方案的有效性和可能性，我们认为美元贬值、特别是相对新兴市场国家货币长期、持续贬值是最有可能的一种选择。随着美国经济

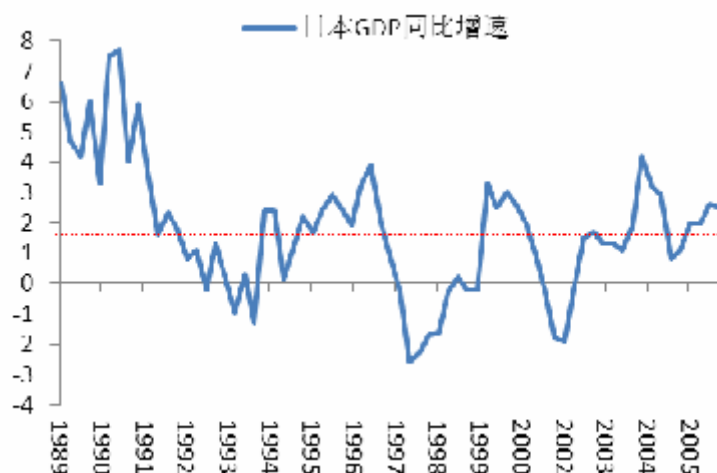
的持续疲软，新兴市场国家货币升值的压力可能加大，关注人民币汇率政策的变化。

4.5 未来两年美国平均经济增速可能低于 2.5%

由于美国政策“弹药”缺乏，未来两三年美国可能难以避免总需求疲软、增长乏力的局面。美国的平均经济增速很可能低于 2.5%。

日本“失落的十年”并非没有增长。实际 GDP 依然在缓慢上升。但是即使在经济增长持续较长的时期，日本实际 GDP 平均增速也不到 2%。

图 21:90 年后，即使经济增长好的年份，日本 GDP 平均增速也不到 2%。



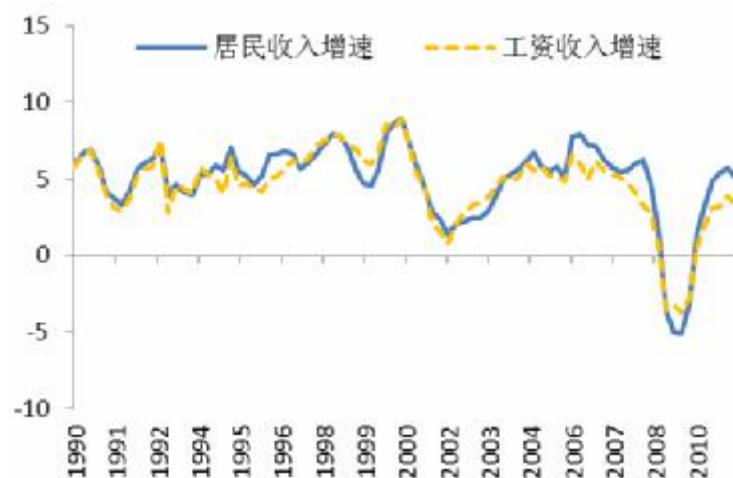
资料来源：CEIC，申万研究

失去财政“武器”后，未来两三年美国的平均经济增速很可能低于过去两年的 2.5%的水平。

如果从美国经济自身增长动力的角度分析，过去两年，居民整体收入增速明显高于工资收入的增速。从趋势上，两者增速的差距最终会缩小。由于美国失业率依然处于历史高位，工资增长缺乏动力，未来两年，整体收入增速会向工资增速的 3.0%-4.0%靠拢。在储蓄率保持稳定的假设下，未来名义私人消费平均增速大约在 3.5%左右。通胀的波动区间可能为 1.5%到 2.0%，所以实际消费平均增速大约在 1.5%到 2.0%之间。

根据过去 30 年的历史经验，当实际私人消费增速高于 2.5%时，实际 GDP 增速的波动区间相当大，即无法根据消费判断整体经济增长的情况。而当实际私人消费增速低于 2.5%时，实际 GDP 增速往往波动区间较小。1.5%到 2.0%的实际私人消费增速对应略高一点的实际 GDP 增速。也就是说，未来两年美国经济增速的波动中枢可能是 2%左右。

图 22: 未来居民收入增速要向工资收入增速回归



资料来源: CEIC, 申万研究

2%的平均增速反映了财政紧缩对美国经济的负面影响, 并且基于储蓄率不会升高、解杠杆不会突然加速的假设。这也意味着投资增速基本取决于消费增速, 不会有新的增长点推动超额的投资增长, 符合流动性陷阱的特征。

2%的平均增速略低于潜在增长率, 意味着未来两年产出缺口难以修复, 失业率维持高位, 通胀维持较低水平, 因此联储很可能将维持其 0 利率政策至少到 2014 年某个时点, 注意到联储 11 月例会纪要强调了言语沟通在货币政策中的重要所用, 估计在 2012 年联储有可能会向市场明确表明其加息时点, 以稳定市场预期。

5. 欧洲经历痛苦调整

欧债问题困扰欧洲人已经是接近两年时间了，欧债问题一方面是经济结构失衡，另一方面则是这些经济体社会福利制度好、人员变懒、创新能力下降的反映。今年以来欧洲首脑们就欧债问题推出的一揽子方案已经有四个，最新的是加速欧洲财政一体化的方案，但从细节上仍然有非常大的不确定性。

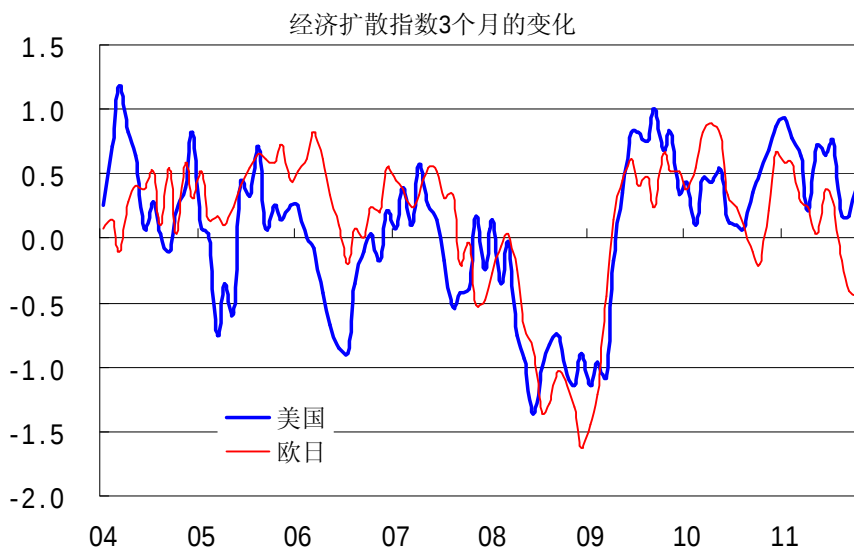
另一方面，我们看到德拉吉就任之后 ECB 大幅增加了其干预的力度。最近 ECB 向金融机构提供了三年不限量的低息贷款，这将极大的改善欧洲金融机构所面临的流动性和资产期限失配的压力，但从欧央行融到资后的金融机构是否会用来买 PIIGS 的主权债则很不明朗，我们看到 00 年的日本、09 年的美国，央行类似的注资并没有刺激出信贷，资金仅仅是停留在银行。

2012 年上半年欧洲将经历痛苦的调整，金融市场前景仍然不容乐观。

5.1 欧洲走向衰退

当前欧债问题的不确定性给欧元区经济带来的冲击突出表现在五个方面，第一是银行补充资本充足率大概率上会导致欧洲银行主动收缩信贷投放，这对本来就陷于融资困境的不少经济体而言可谓是雪上加霜，图 24 可以看到欧元区信贷余额同比已经从年初的高点回落，这一现象在 2012 年上半年可能更加明显；第二则是来自于希腊债务减记可能带来的负面影响，这种影响可能会突出表现在政府组织的有序减记扭曲了 CDS 市场价格，从而导致投资者对 CDS 丧失信任，在缺失了保险机制的情形下债券融资成本可能将有所上升；第三则是尽管欧洲推出了 EFSF 加杠杆的计划，但在德国议会不愿意扩大德国义务的条件下 EFSF 是否能够及时筹到所需资金，情形并不明朗；第四由于在救助问题国的同时附加的财政紧缩条款导致政府消费和投资缩减，也将直接负面影响相关经济体的 GDP；最后，处于长期的经济结构调整和再平衡的要求，问题国家还普遍面临需要削减工资和降低福利，这些调整所触发的社会动荡也将影响国民总生产。

图 23：欧洲面临衰退



资料来源：申万研究

图 24：欧元区信贷余额同比回落



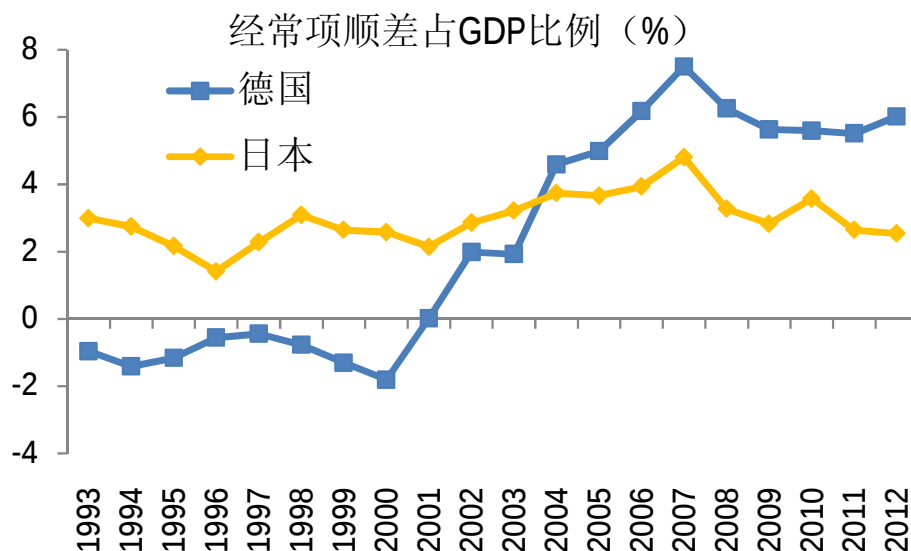
资料来源：Bloomberg, 申万研究

5.2 欧债危机的救赎是对德国模式的挑战

德国和日本均为二次世界大战后开始重建，经济结构相似，均为制造业大国和出口大国，制造业里面均以机械、核心机械设备为支柱产品。但近十年来看，外贸对德国经济的拉动明显强于日本。数据比较显示进入 90 年代

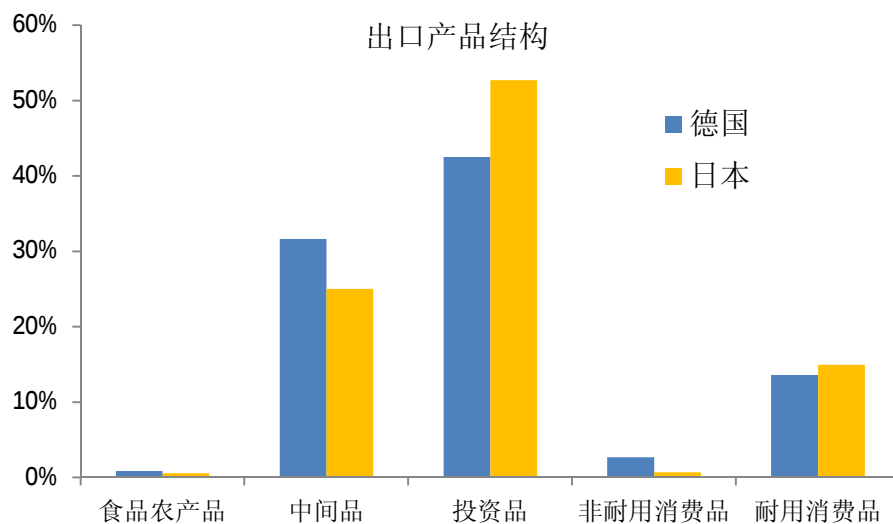
以后，特别是欧洲进入一体化进程以后，德国经常项目的盈余对 GDP 的贡献明显增长，同期的日本则基本停滞。

图 25：2000 年以后，德国经常项盈余对 GDP 贡献明显增长



资料来源：CEIC，申万研究

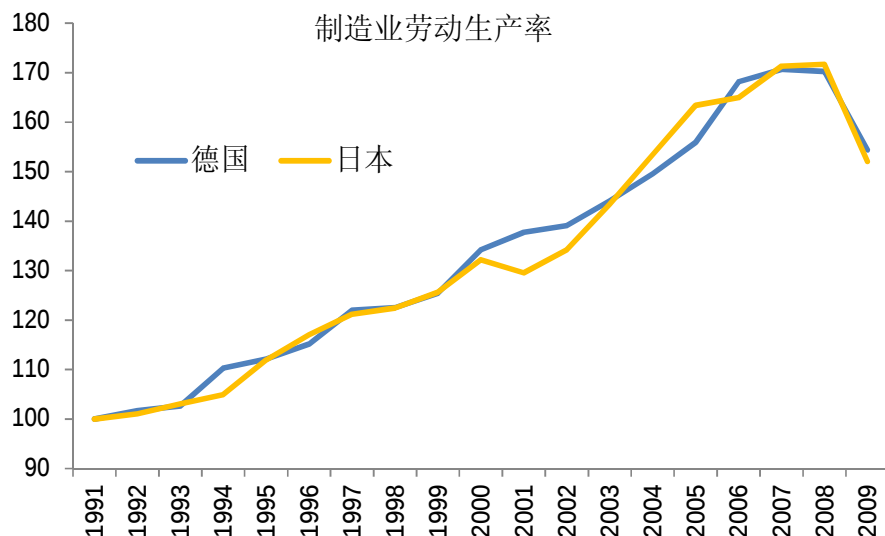
图 26：德国、日本贸易结构相似



资料来源：CEIC，申万研究

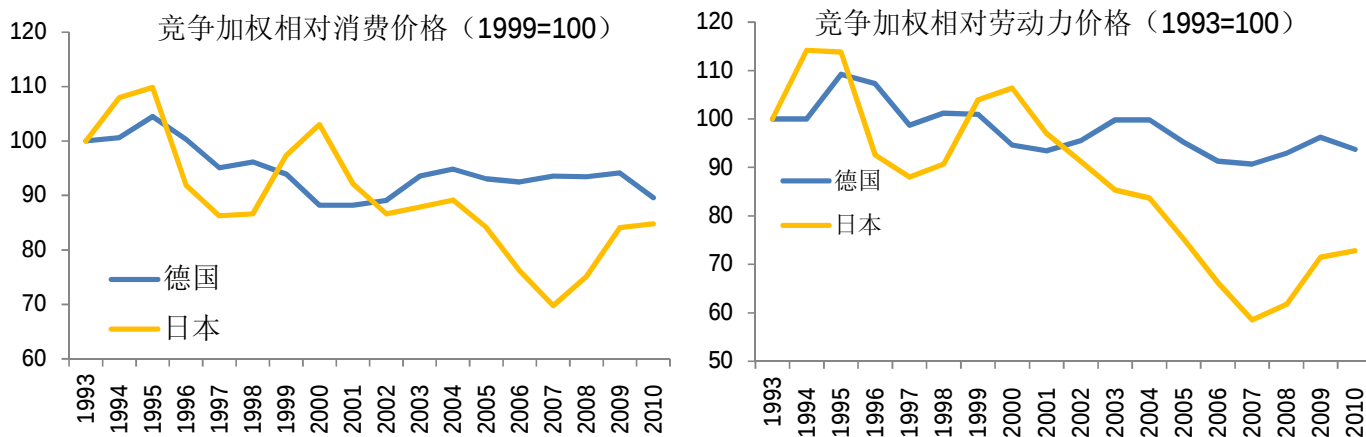
同时我们注意到日本、德国的制造业竞争力相类似，无论是比较制造业劳动生产率、还是比较劳动力价格的增速和通胀水平，还是比较汇率水平，日本的制造业竞争力都不输给德国。

图 27：德国、日本制造业劳动生产率相似



资料来源：CEIC，申万研究

图 28：过去二十年，日本的劳动力价格和产品价格的竞争优势扩大

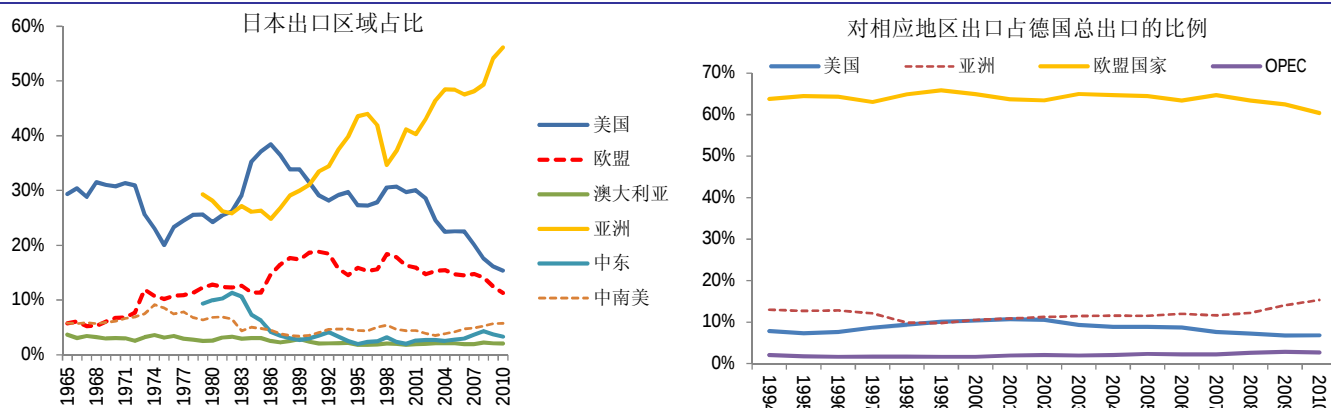


资料来源：CEIC，申万研究

能够解释德国贸易快速扩张的一个因素是日本和德国的贸易伙伴的差别。德国的贸易伙伴重点在欧洲，60%以上的德国出口目的地是欧洲。而60%日本出口的目的地是亚洲。

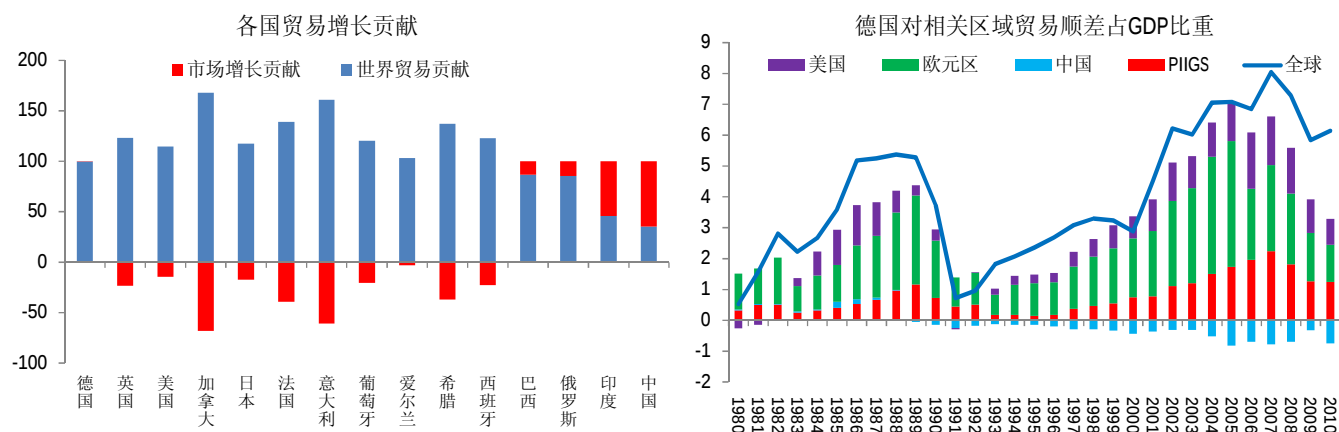
在中国、韩国、印度等新兴国家的出口份额迅速增长，主要发达国家的出口份额在过去十年都有所萎缩的情况下，凭借着欧洲一体化的制度红利，德国维持了在全球贸易中的份额。此外，欧洲贡献了德国贸易顺差中的绝大部分。尤其是德国对PIIGS国家的顺差占了德国对欧元区贸易顺差的一半。

图 29：贸易伙伴的差异是过去二十年德国比日本更受益于外贸的重要因素



资料来源：CEIC，申万研究

图 30：德国外贸受益于过去二十年欧洲一体化的制度红利



资料来源：CEIC，申万研究

可以说一体化巩固了德国制造业在欧洲的优势和地位，也加剧了欧洲的分化和内部失衡。欧洲金融危机使得消费国已经很难为他们的双赤字融资，过去的增长模式受到挑战，但在现有制度不发生改变的情况下，难以指望德国在欧洲的制造业优势弱化。9月初，申银万国总经理陈总带队的申万德国调研深刻感受到了德国人不停改善产品和生产水平的CIP精神。这种精神可能是PIIGS国家所不具备的。所以除非PIIGS国家违背一体化的精神制造贸易壁垒，欧洲边缘国家与核心国家比较优势的差异可能不是朝夕间可以改变的。欧债问题的最终解决除了财政一体化之外，还需要其他相关的体制性改革。

5.3 采取转移支付方式解决欧债问题的成本分析

根据各国的减赤目标，PIIGS 国家要在 2013 年将财政赤字削减到 3% 左右。各国一方面要满足财政赤字的资金需求，另一方面要还需要应付债务本金滚动带来的资金需求。相比于后者，前者在总资金需求中的占比相对较小。

我们假设每年各国债务本金的滚动占 GDP 的比重为 20%。而对各国的融资需求有如下三种情境：

乐观估计：需要支持希腊融资 50%，其他国家无须支持；

中性估计：需要支持希腊融资 80%，其他国家 10%；

悲观估计：需要支持希腊融资 100%，其他国家 20%。

倘若各国的减赤进度基本符合他们的既定目标，那么三年里在三种情境下 PIIGS 国家所需的救助资金规模如下表：

图 31：各国的减赤目标和三种情境下所需的救助资金规模

各国的减赤目标						
赤字 (%GDP)	爱尔兰	希腊	西班牙	意大利	葡萄牙	
2010年	-32.4	-10.5	-9.2	-4.6	-9.1	
2011年预测	-9.4	-7.6	-6.2	-2.5	-4.6	
2012年预测	-8.8	-5.4	-5.2	-1.1	-3.5	
2013年预测	-5	-3	-3	0	-3	

三种情境下所需的救助资金规模						
	总量	悲观估计 占德国GDP比重	总量	中性估计 占德国GDP比重	总量	乐观估计 占德国GDP比重
2011年	2014	7.8%	1192	4.6%	307	1.2%
2012年	1942	7.3%	1143	4.3%	287	1.1%
2013年	1856	6.8%	1087	4.0%	264	1.0%

资料来源：Bloomberg，申万研究

相比于本金的滚动，赤字的变化对救助资金的影响较小，所以我们看到不同的年份所需的救助资金规模差异不大。在中性情况下，每年所需的救助资金规模在 1100 亿左右，大约相当于德国 GDP 的 4%。

值得注意的是，债务危机深化的程度对于融资需求的影响包括融资成本和融资比例两方面。危机深化将导致融资成本和融资比例的双双上升，而投资者担忧的缓解有助于减少融资成本和融资比例。由于我们的估算假设仅仅涉及融资比例，所以我们可能低估了悲观情境，而高估了乐观情境。

从 2010 年 5 月到 2011 年 10 月 10 日，拨付给希腊、葡萄牙、爱尔兰的资金总额大约 1400 亿欧元，与中性情形基本吻合。

除了通过救助资金的方式解决 PIIGS 国家的流动性问题之外，欧央行从市场中购买债券也是一种方式，相比于前者依赖于欧盟或欧元区成员国的财政资金，欧央行购买债券完全可以采取“印钱”的方式。虽然“印钱”可能产生欧央行公信力受损和通胀的问题，但是不依赖于成员国的财政状况和主权评级，是成本相对较小的一种救助方式。

5.4 欧洲的金融市场高波动性难以快速缓解

解决欧债问题的各种不同的方式对经济以及金融市场将有不同的影响。具体情况如下表：

图 32：不同解决方案的结果分析

欧元区	方式	PIIGS国家	德国	欧元	经济失衡
维持	欧央行数量放松	财政紧缩，经济低迷	经济受负面影响较小，有通胀风险	贬值	若无制度调整则难以改善
维持	转移支付（欧元债、EFSF）	财政紧缩，经济低迷	赤字上升、经济增长放缓	贬值，但幅度不大	若无制度调整则难以改善
维持	一次性削减债务水平（有序违约）	财政紧缩，经济低迷	短期经济受较大影响，后期逐步恢复	短期贬值，后期可能逐渐恢复	若无制度调整则难以改善
维持	PIIGS通过变卖资产还债（规模存在不确定性）	财政紧缩，经济低迷	外需减弱，整体经济负面影响较小	贬值，但幅度不大	若无制度调整则难以改善
分裂	PIIGS国家退出	经济崩溃	严重受创	大幅贬值	/
分裂	分成盈余国、赤字国两个团体	经济崩溃	严重受创	/	/
分裂	彻底分裂，各用各钱	经济崩溃	严重受创	/	/

资料来源：申万研究

不论是通过转移支付或有序违约的方式解决流动性与偿债能力问题都会给欧元区带来明显的财政负担，在 PIIGS 国家经济低迷的同时给德国等核心经济体带来负面影响。PIIGS 国家通过变卖国有资产有助于降低核心经济体的财政，但规模有限。

欧央行购买 PIIGS 国家的主权债务是成本相对较小的方式，但是倘若欧央行始终对冲由此释放的流动性，挤出效应会推高核心经济体的融资成本。若不对冲，由此产生的流动性可能和美联储的数量宽松相互呼应，推高商品价格，并给核心经济体带来通胀压力。

欧债危机最终以何种形式、在何时点得到解决很大程度上取决于政治家的决断。而政治可能成为 2012 年一个重要的制约因素。

08 年次贷危机的迅速平息一定程度上受益于主要经济体新政府上台后大刀阔斧的政策力度。目前，4 年或 5 年的政治周期接近尾声，法国将于明年举行总统选举，德国大选在 2013 年。就业增长缓慢、经济低迷的问题在

选举压力下会被放大。“占领华尔街”运动从美洲大陆向四处蔓延已经体现出民众中的左派思潮。对以华尔街为代表的金融机构的厌恶情绪和对收入分配不合理的不满情绪将阻碍当前救助资金规模的进一步扩大。欧债问题可能得以“斩草”，但难以“除根”。真正彻底的解决方案可能还需等到 2013 年德国大选之后。金融市场当前的高波动状态会延续。

无论是拖延还是大幅削减债务规模，当前巨额的主权债务规模都将以某种形式成为经济中某个部门或多个部门的负担。这种负担可以以主权债务的形式压制公共部门的支出，也可能以银行体系资产负债表受损的形式制约银行为实体经济的输血功能，更重要的是，过去 20 年欧洲经济的增长模式将被反思且难以持续。这意味着欧洲经济在未来两三年可能持续低迷，欧元的表现也会较为疲软。

6. 商品价格游离在通胀与通缩之间

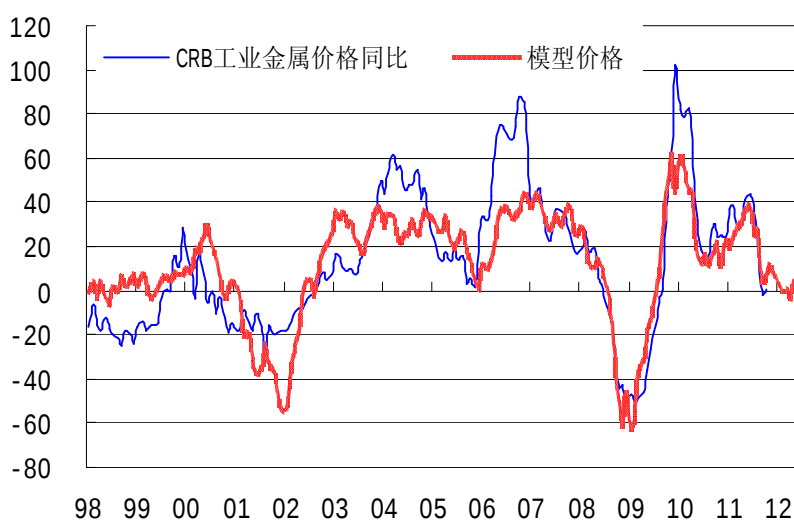
中国投资者在关注美欧经济形势的同时，另一个关注焦点是大宗商品价格问题，不少人担心欧美央行施行的定量宽松将推高大宗商品的价格，我们的分析显示价格的上涨还与需求特别是新兴经济体的需求密切相关。

6.1 模型估计 2012 年上半年 CRB 工业金属价格涨幅同比为 0

在 2010 年 12 月《工业金属价格与新兴经济体产出缺口相关》一文中，我们介绍了我们所建立的关于 CRB 工业金属价格的小数量模型，数据分析显示 CRB 工业金属价格和新兴经济体的工业生产超趋势的程度、中国的货币供应 M1、美元指数和美国的利率有关。

在 2011 年 2 月《提高商品价格涨幅预期》报告中，根据更新的数据和对新兴经济体的工业生产的估计，我们预测 CRB 工业金属价格指数同比涨幅在 2011 年将先升后降，2011 年底将比 2010 年底同比上涨 20% 左右，从当前的实际形势发展来看，由于以中国为代表的部分经济体放缓的程度比我们预期要来得更加剧烈、同时中国的 M1 增速回落比我们早先所估计的程度也要剧烈得多，CRB 工业金属价格同比涨幅在 9 月份出现了剧烈的回落。

图 33：CRB 工业金属价格模型显示 2012 上半年涨幅基本为 0



资料来源：CEIC，申万研究估计

展望 2012 年上半年，如我们第一部分所介绍新兴经济体工业生产超出趋势水平的程度将继续回落，中国的 M1 增速也将处于低位，而美元可能处于区间震荡的状态，我们的 CRB 工业金属价格模型估计 2012 年上半年 CRB 工业金属价格涨幅在 0 左右（图 33）。下半年的状况可能还要看中国 M1 和经济是否能够如预期反弹。

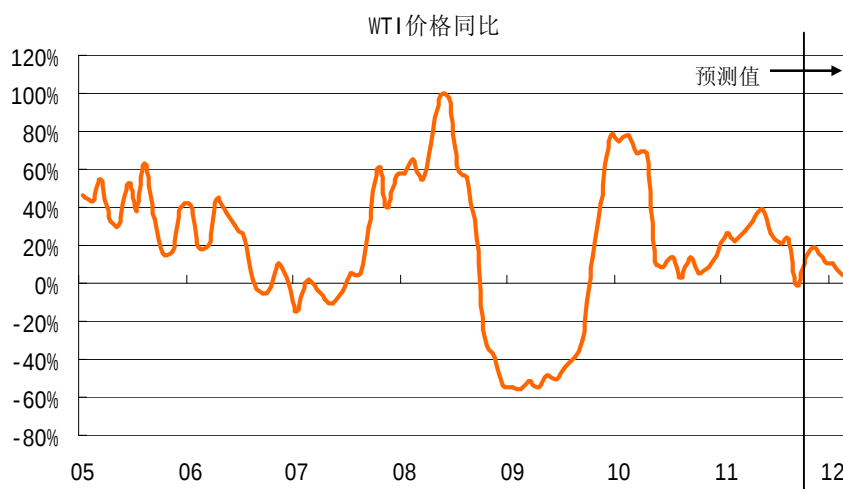
6.2 模型显示原油价格可能小幅走高，但随后涨幅将有所回落

另一个对中国经济可能产生重大影响的因素则是油价，但油价的金融属性、资源的稀缺属性比工业金属要突出得多，此外地缘政治对油价的影响也非常明显，因此分析油价的走势更为复杂。

注意到韩国股指 KOSPI 和 WTI 油价存在显著的相关性，基于月度和周度数据分析，KOSPI 指数与 WTI 原油价格之间呈现显著的相关性，相关系数分别为 0.895 和 0.897。基于同比波动率分析，KOSPI 同比波动领先 WTI 同比波动约 4 期且同比波动率之间相关性显著。

我们制作了基于 KOSPI 和滞后三阶的 WTI 油价 VAR 模型，根据这一模型结果，在未来三四个月内 WTI 油价处于震荡，最高在 100 美元左右，同比涨幅将明显好于 2012 年年初（图 34）。

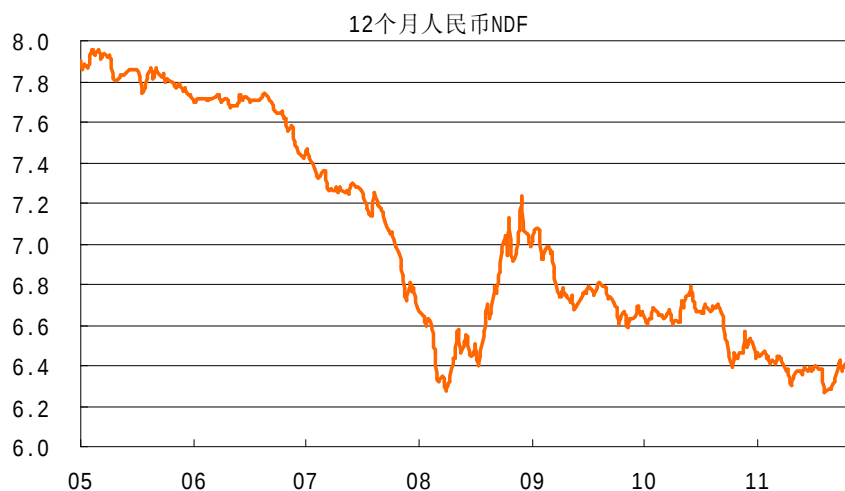
图 34：WTI 涨幅将明显低于 2011 年初



资料来源：CEIC，申万研究估计

6.3 2012 年人民币升值压力低于 2011 年

图 35：人民币 NDF 市场不预期人民币明显升值



资料来源：Bloomberg, 申万研究

受欧债危机和国内经济增长减速影响，市场对人民币升值的预期有所变化，当前的 NDF 市场预期未来 12 个月人民币汇率基本稳定，短期也出现了一些资金净流出的现象。2012 年是美国大选年，人民币汇率又会成为美国两党一个突出议题，但政治作秀的意味高于实际实施强迫人民币升值的风险。

图 36：净出口占总出口的比重明显下降

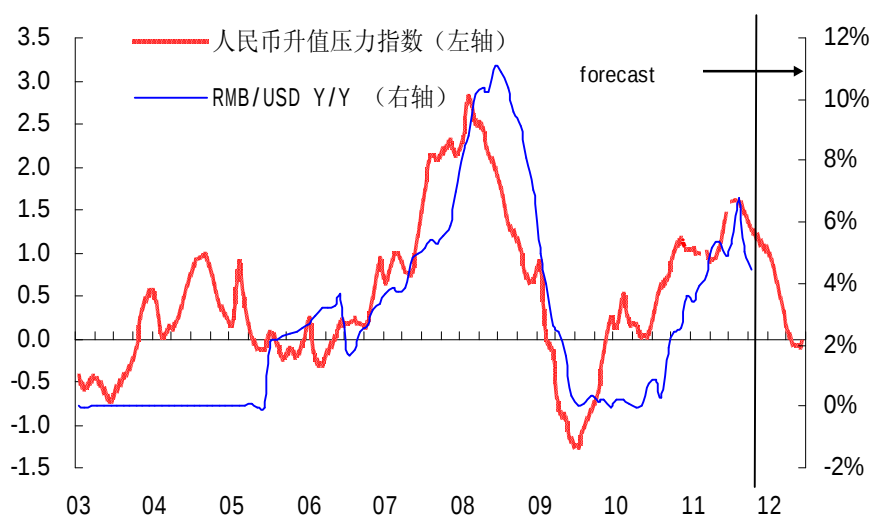


资料来源：CEIC, 申万研究估计

我们认为影响人民币升值的内生性压力主要来自国内的通胀压力、对外贸易失衡的程度，外部主要来自美元对非美货币的走势。金融危机以来，中国对外贸易失衡的程度明显好转，净出口占出口总额的比重持续下降，估计这一比值在 2012 年还将继续下降，但这一比值估计仍将在 5%-10% 之间。如果以对外贸易基本均衡为人民币升值的目标来考察，这一比值可能需要降到 5% 以内，2012 年人民币仍然会有一定升值压力，当然人民币美元汇率离均衡汇率水平的空间可能已经不是很大了。

2010 年底我们基于上述三个要素制作的人民币升值压力模型基本刻画了 2011 年的人民币升值压力—前高后低，和我们看到的 2011 年实际走势吻合得非常好，基于当前我们对 2012 年 CPI 和美元 DXY 指数的大致判断，2012 年上半年人民币应该升值，但升值的压力将持续下降（图 37）。

图 37：人民币升值前景估计



资料来源：申万研究估计

信息披露

分析师承诺

苏畅, 陈康: 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或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

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.sw108.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。

本报告系根据服务协议应个别客户委托特别制作。本公司委派胜任专业人员承担委托任务并指定专人审核, 尽力适当考虑个别客户的投资目标、财务状况或需要。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。本公司仍然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。

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。