

美国延长扭曲操作低于预期，对风险资产提振有限

——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 21 日

总体判断：

- 美联储宣布延长“扭曲操作”至 2012 年底，不扩张资产负债表的前提下卖出 3 年期及 3 年以下的短期国债 2670 亿美元，同时购买 6-30 年期限的长期国债，并将机构债和机构 MBS 到期收益用于再投资。
- 美联储下调今明两年经济增长预测符合我们预期，但刺激力度低于预期，对风险资产提振有限。此次延长“扭曲操作”相当于现行宽松政策的延伸，但资产购买规模仅为 2670 亿美元，少于去年 9 月实施的 4400 亿美元；为期 6 个月，也少于 OT2 历时 9 个月的操作时间；并降低了年内再次刺激的概率，短期内使市场失望。不过，伯南克同时向市场释放央行将会在经济形势恶化时会有所作为的信号。从延长扭曲操作的影响来看，对美国经济和风险资产的刺激边际递减。由于美联储可供出售的短期国债越来越少，至年底，美联储几乎不再持有 3 年期以内的短期国债，意味着美联储对短期国债的需求下降，投资者这一预期的自我实现导致卖盘增加，从而促使短端收益率上行，从而削弱此次扭转操作的作用。因此，此次延长扭曲操作的影响呈边际递减之势，短期内，美元可能走强，商品等风险资产提振有限甚至承压。
- 英国 5 月失业金申请人数增加 8100 人，差于市场预期，7 月预计将增加资产购买规模。英国失业金申请率维持 4.9% 不变，六月的国际劳工组织 (ILO) 失业率持平于 8.2%。由于近期欧元区经济波动不断，打击到英国就业市场，致使 5 月失业金申请人数增加。尽管 ILO 数据未及时显示英国就业有所走强，失业金申请人数的再度提升或成为转折点，改善未来增长疲软的状况。疲弱的经济数据，即上刚公布的 6 月议息会议纪要中英国行长等人均支持增加资产规模，仅以一票之差未能在 6 月通过扩大 QE 的决议，因此，我们认为英国央行 7 月将增加资产购买规模，以重振市场信心、刺激经济复苏。
- 美国 4 月职位空缺数下降至 342 万，就业前景堪忧。美国 4 月职位空缺由 3 月的 374.1 万下滑到 341.6 万，跌至近四年来最低值。此次职位空缺减少遍布各产业，其中私营部门空缺为 308 万，降幅创 2009 年初以来最高值；政府部门空缺则由 42,000 降至 336,000。雇佣率 (3.1%) 和离职率 (3.1%) 与前期基本持平。数据还显示，美国 4 月裁员数增长 68,000，这也反映出随着经济的降温，美国的就业市场总需求不足，裁员程度超过雇佣水平，成为失业率居高不下的主要原因之一。
- 日本 5 月贸易逆差高达 115 亿美元，远超预期。日本 5 月贸易逆差达到 9073 日元 (115 亿美元)，远超预期。数据显示，5 月份日本出口额约为 662 亿美元，同比增长 10%，其中汽车及相关零部件出口增幅显著；进口额约为 777 亿美元，其中火力发电的液化天然气的进口额处于高位。由于日本 5 月能源进口量增加以填补核电站关闭后的能源需求，以及对欧盟出口低迷等因素的影响，5 月日本对欧盟出口同比下滑 0.9%，进口同比增长 6%，这也是日本 1979 年以来首月对欧盟贸易出现逆差 (110 亿日元)。目前看来，欧债危机对国际贸易市场形成了较大的负面影响；若欧债危机加深，日本的贸易状况或进一步恶化。总的来说，日本 5 月贸易逆差数据公布使得目前市场对于欧债危机的影响担忧加深，同时使得日本下月实施进一步宽松政策的可能性增加。

相关研究

全球号角已吹响，风险资产将受益

2012 年 6 月 19 日

希腊退出欧元区的风险大减，利好全球金融市场

2012 年 6 月 18 日

欧美通胀大幅下滑，希腊大选或将好于预期

2012 年 6 月 15 日

欧债危机拖累德国产出，美国经济二季度继续回落

2012 年 6 月 14 日

全球经济三季度复苏，四季度放缓

2012 年 6 月 12 日

西班牙银行终获救助，下调美国二季度 GDP 增速至 1.7%

2012 年 6 月 11 日

伯南克未暗示 QE3，推出时间或延后

2012 年 6 月 8 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

钟嘉妮

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>

1. 美联储继续“扭曲操作”暂不推出QE3， 美股商品应声下跌

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



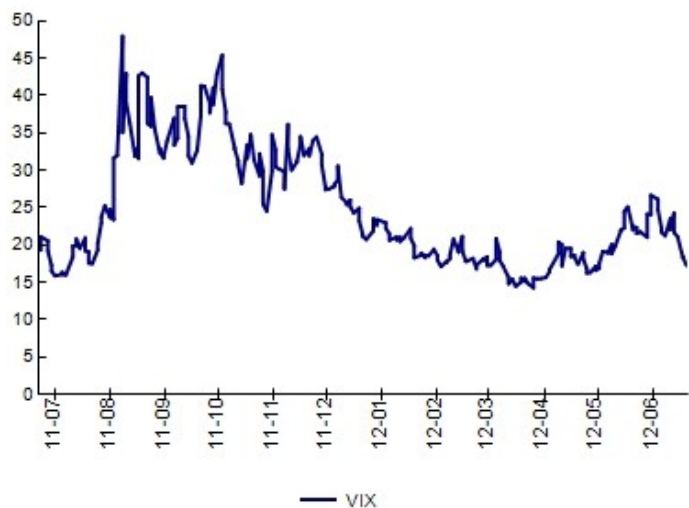
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



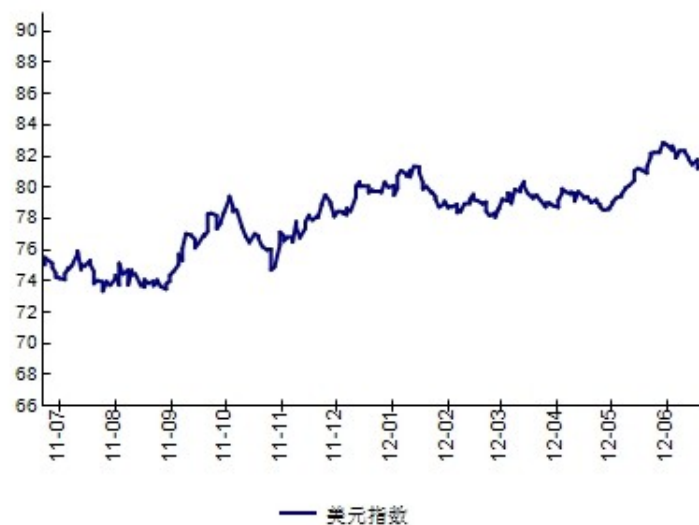
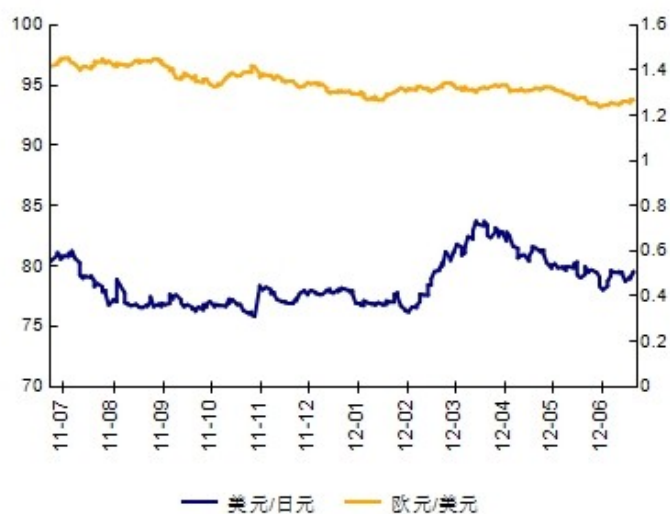
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元上升, 由于美联储并未推出新一轮量化宽松政策导致美元下跌预期减弱, 日元下跌。图 6: 美元指数上升, 对其避险需求增加。

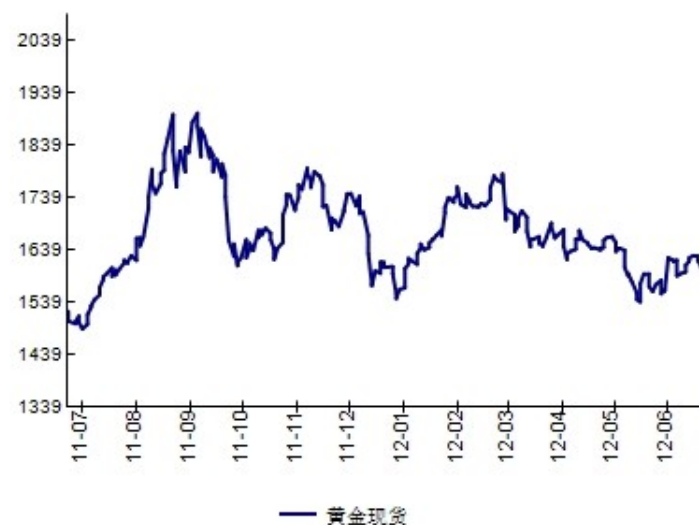
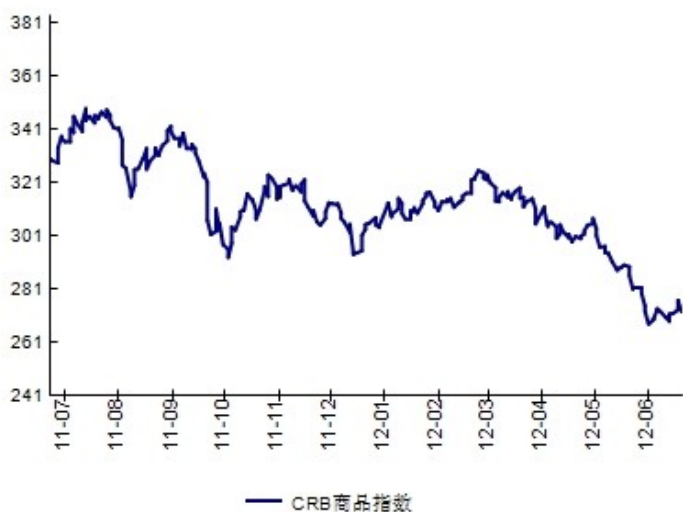


资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下滑, 由于金属和原油价格下挫。

图 8: 黄金现货价格下跌, 由于宽松预期未达到, 对其避险需求有所减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

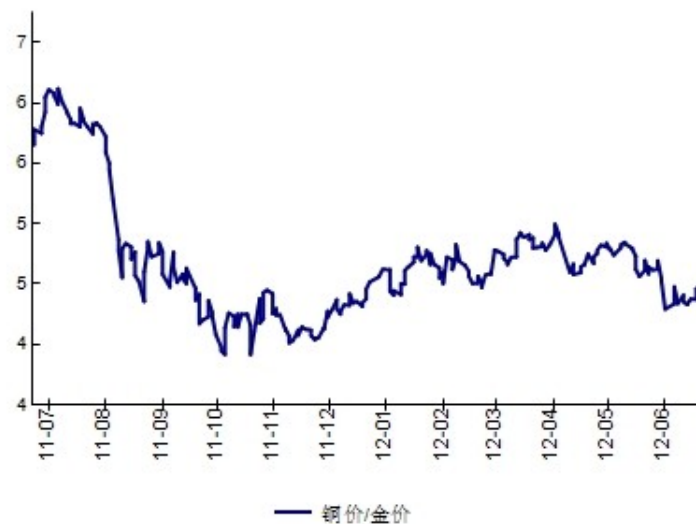
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格下跌，由于上周美国原油库存增加。



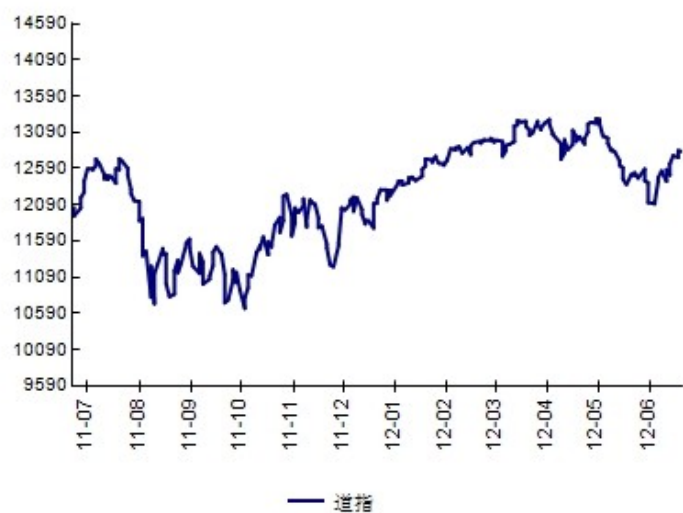
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比微跌，由于市场预期美联储不会推出 QE3 导致铜价下跌。



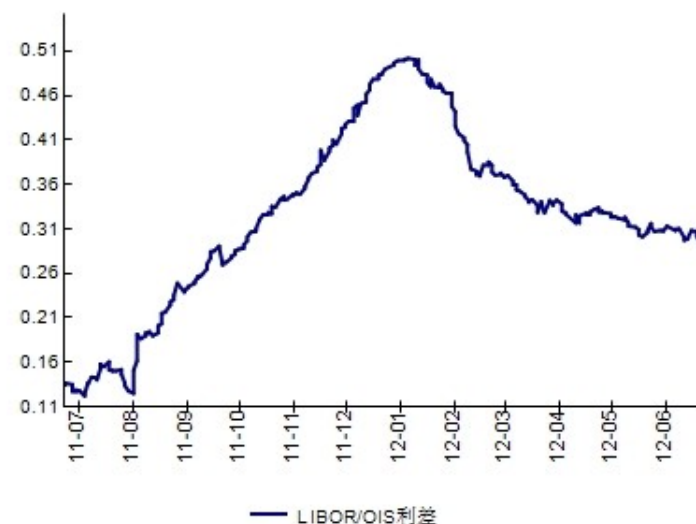
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下降，由于市场对美联延长“扭转操作”以刺激经济的决议表示失望。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下降，银行信贷压力有所减少。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

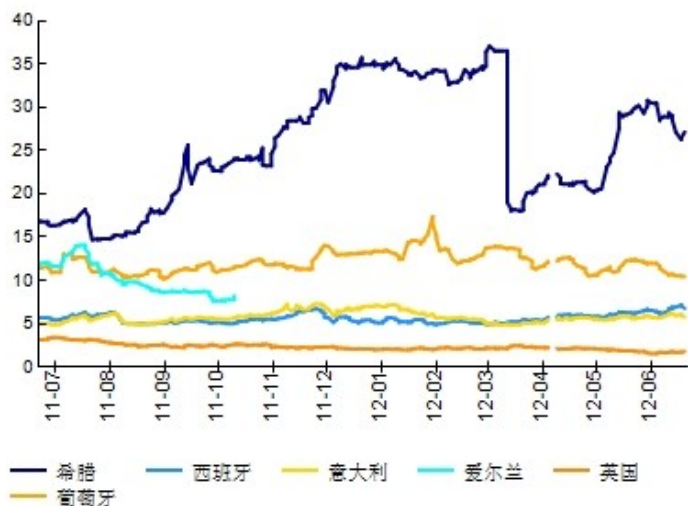
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
06/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	MAY	2.80%	2.70%	2.70%
06/13/2012 20:30	商品零售额	MAY	-0.20%	-0.20%	0.10%
06/13/2012 20:30	除汽车外零售额	MAY	0.00%	-0.40%	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	MAY	0.40%	-0.10%	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAY	0.30%	0.00%	0.40%
06/13/2012 22:00	营运库存	APR	0.30%	0.40%	0.30%
	Annual Revisions:				
06/14/2012 20:30	Current Account				
06/14/2012 20:30	经常项目结存	1Q	-\$131.9B	-\$137.3B	-\$124.1B
06/14/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	MAY	-0.20%	-0.30%	0.00%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	MAY	0.20%	0.20%	0.20%
06/14/2012 20:30	居民消费价格(同比)	MAY	1.80%	1.70%	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	MAY	2.20%	2.30%	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	MAY	229.8	229.815	230.085
06/14/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	MAY	229.328	229.446	228.984
06/14/2012 20:30	首次失业人数	JUN 9	375K	386K	377K
06/14/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 2	3270K	3278K	3293K
06/14/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 10	--	-36.4	-37.6
06/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	JUN	12.5	2.29	17.09
06/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	APR	--	-\$20.5B	-\$49.9B
06/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	APR	\$45.0B	\$25.6B	\$36.2B
06/15/2012 21:15	工业产值	MAY	0.10%	-0.10%	1.10%
06/15/2012 21:15	设备使用率	MAY	79.20%	79.00%	79.20%
06/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	MAY	-0.10%	-0.40%	0.60%
06/15/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUN P	77.5	74.1	79.3
06/18/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	JUN	28	29	29
06/19/2012 20:30	新宅开工指数	MAY	722K	708K	717K
06/19/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	MAY	0.70%	-4.80%	2.60%
06/19/2012 20:30	建筑许可	MAY	730K	780K	715K
06/19/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	MAY	1.00%	7.90%	-7.00%
06/19/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	APR	3685	3416	3737
06/20/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 15	--	-0.80%	18.00%
06/21/2012 00:30	FOMC 利率决策	JUN 20	0.25%	0.25%	0.25%

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
06/21/2012 20:30	首次失业人数	JUN 16	383K	--	386K
06/21/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 9	3278K	--	3278K
06/21/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	JUN	53.3	--	54
06/21/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 17	--	--	-36.4
06/21/2012 21:45	彭博经济预期	JUN	--	--	-1
06/21/2012 22:00	费城联储商业前景指数	JUN	0	--	-5.8
06/21/2012 22:00	现房销售	MAY	4.57M	--	4.62M
06/21/2012 22:00	旧宅销售 月环比	MAY	-1.10%	--	3.40%
06/21/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	APR	0.40%	--	1.80%
06/21/2012 22:00	领先指标	MAY	0.10%	--	-0.10%
06/25/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	MAY	--	--	0.11
06/25/2012 22:00	新建住宅销售	MAY	346K	--	343K
06/25/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	MAY	0.70%	--	3.30%
06/25/2012 22:30	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	JUN	--	--	-5.1
06/26/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	APR	0.20%	--	0.09%
06/26/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	APR	-2.00%	--	-2.57%
06/26/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	APR	--	--	134.1
06/26/2012 22:00	消费者信心	JUN	64	--	64.9
06/26/2012 22:00	里士满联储制造业指数	JUN	--	--	4
06/27/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 22	--	--	-0.80%
06/27/2012 20:30	耐用品订单	MAY	0.50%	--	0.20%
06/27/2012 20:30	耐用消费品(除运输类)	MAY	0.80%	--	-0.60%
06/27/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	MAY	--	--	-1.90%
06/27/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	MAY	--	--	-1.40%
06/27/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	MAY	1.00%	--	-5.50%
06/27/2012 22:00	待定住宅销售 同比	MAY	--	--	14.70%
06/28/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q T	1.90%	--	1.90%
06/28/2012 20:30	个人消费	1Q T	--	--	2.70%
06/28/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q T	1.70%	--	1.70%
06/28/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q T	2.10%	--	2.10%
06/28/2012 20:30	首次失业人数	JUN 23	--	--	386K
06/28/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 16	--	--	--
06/28/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 24	--	--	--
06/28/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 16	--	--	--

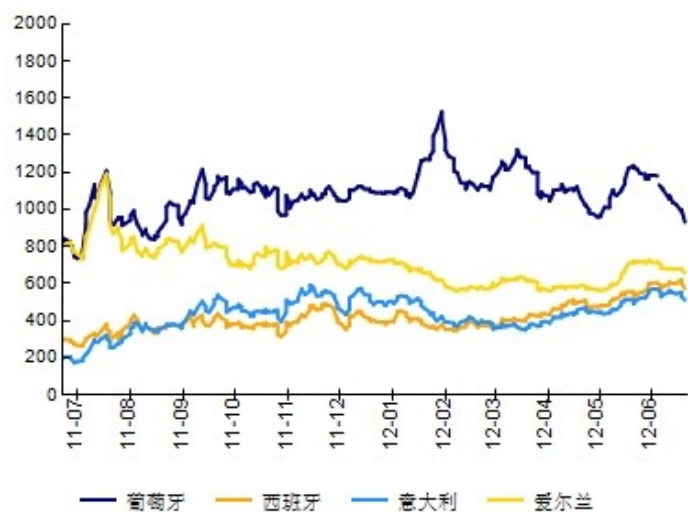
2. G20 峰会结果提振市场信心，欧股欧元上扬

图 13：除希腊和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降，对经济担忧情绪减少。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下跌。



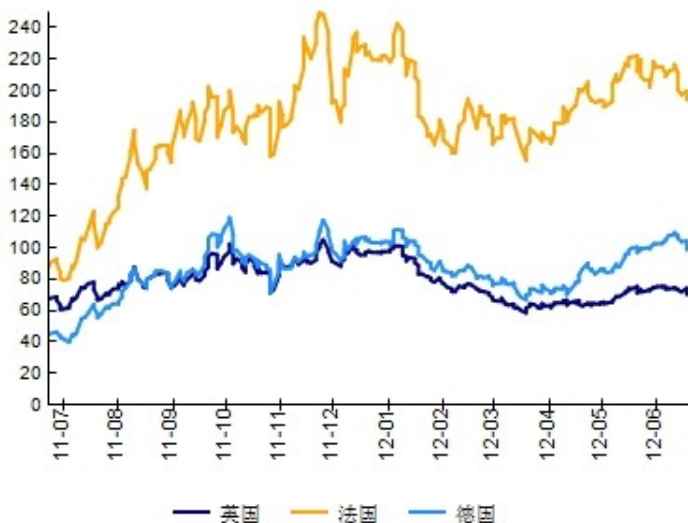
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除下拉外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减轻。



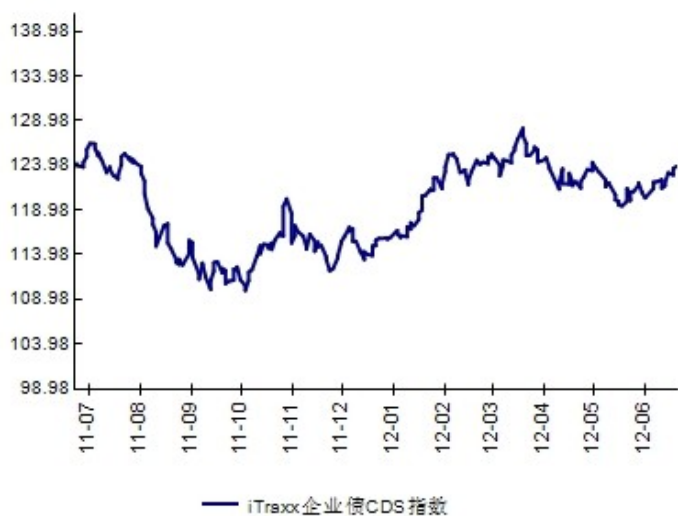
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除法国外，核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



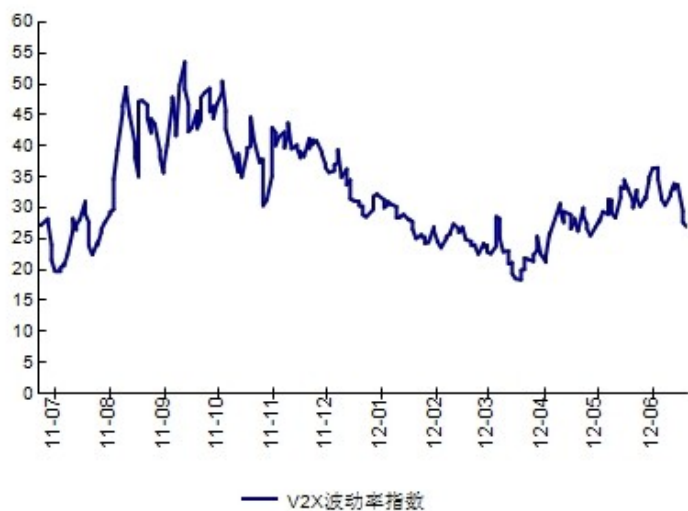
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 微涨, 对企业违约风险情绪有所增加。



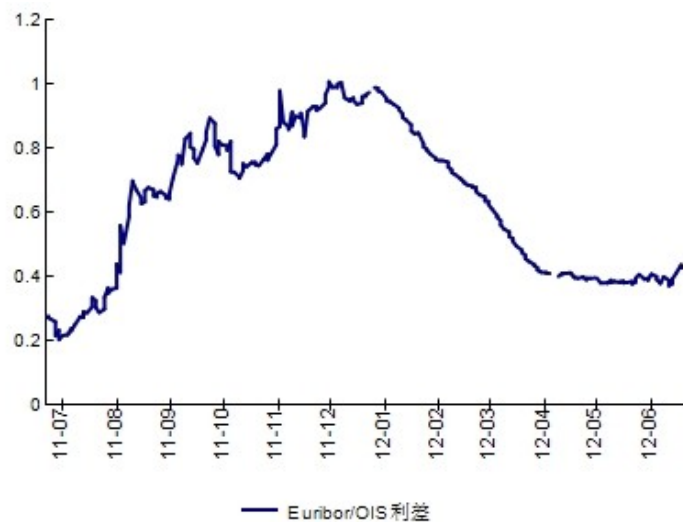
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减少。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差下跌, 显示银行信贷压力有所减轻。



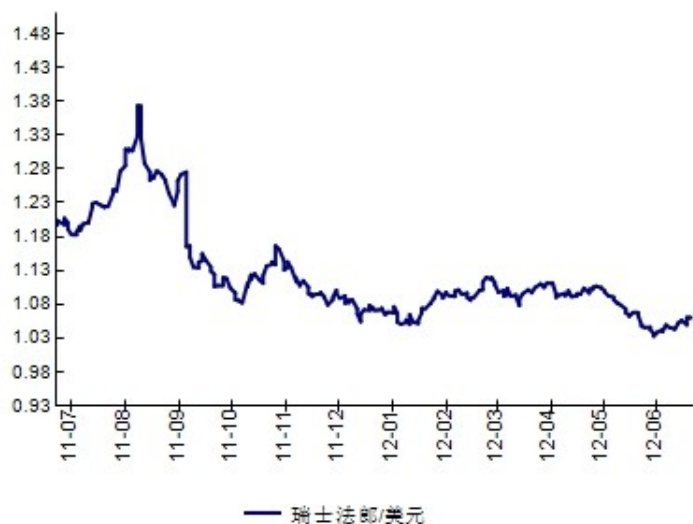
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上涨, 由于 G20 峰会显示, 欧元区国家将采取一切必要措施维护欧元区经济稳定与增长, 市场乐观情绪增加。



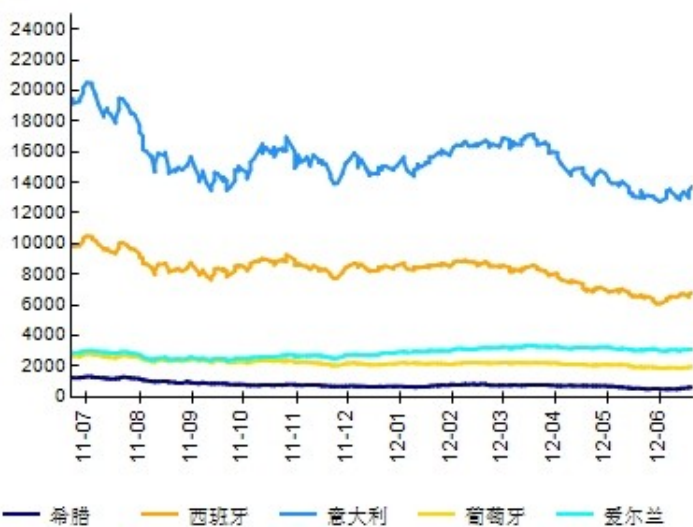
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上升, 对美元的避险需求有所减少。



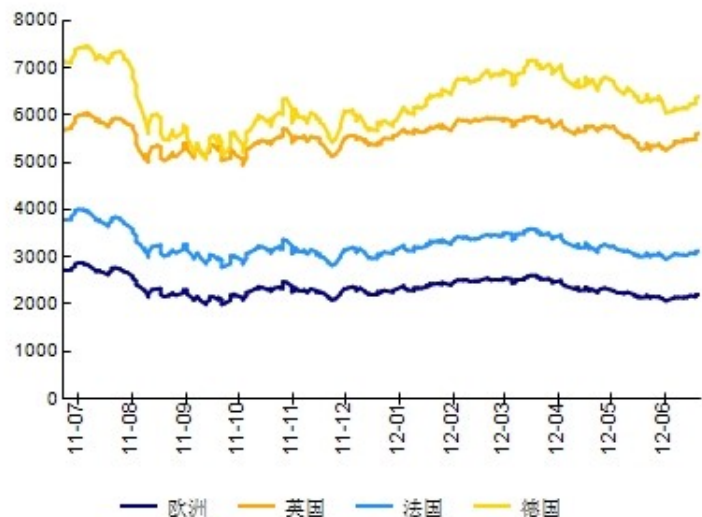
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均上升。



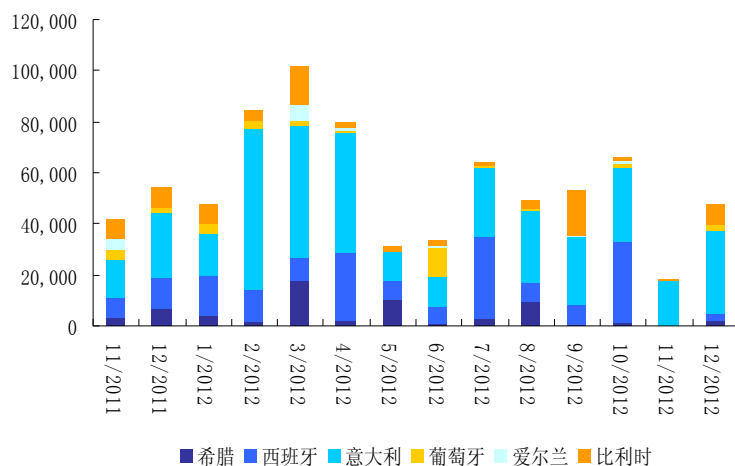
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于 G20 峰会显示欧洲诸国将协力恢复经济, 解决债务问题, 市场信心得以提振。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



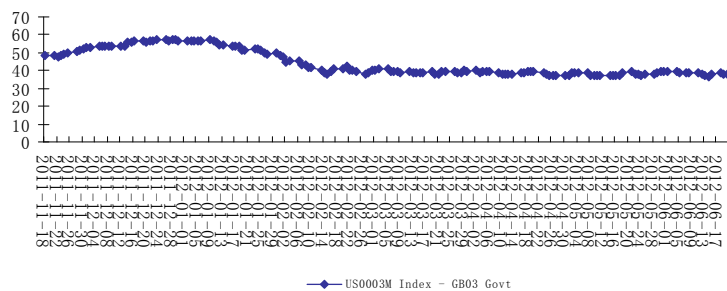
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均下降。



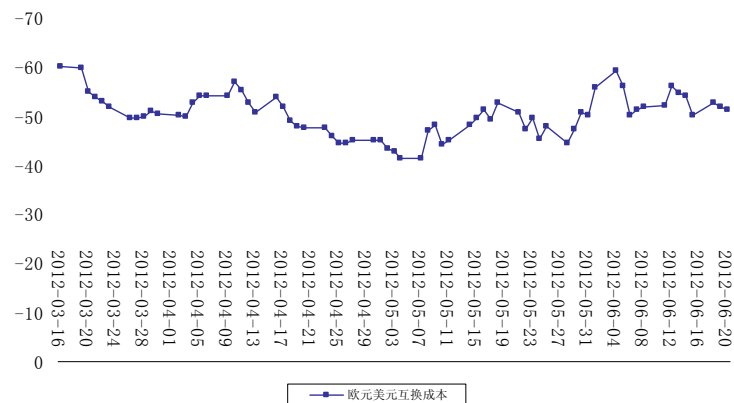
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 上升, 资金趋紧缩。



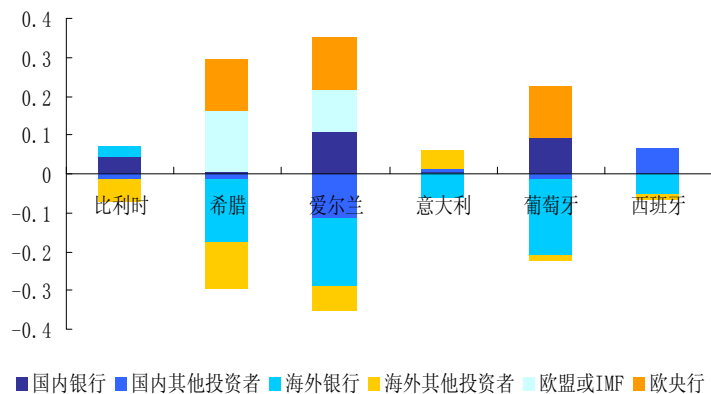
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本下降。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 2011Q1 与 2010Q1 主权债务持有者份额占比变动, 海外持有者份额下降



资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

表 1：欧债时间表——2012 年 6-12 月欧元区大事日程

6 月 6 日	欧央行公布利率决议；欧洲委员会讨论银行危机解决方案
6 月 10 日	法国议会第一轮选举
6 月 12 日	希腊拍卖短期债券
6 月 13 日	德国审批 ESM 和财政紧缩公约的截止日期
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 17 日	希腊大选
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事会议、欧元集团会议及财长会议
6 月 28-29 日	欧洲议会季度会议 IMF 审查葡萄牙，希腊 100 亿欧元援助发放期；银行 9%一级核心资本充足率
6 月底	达标的截止日期
7 月 5 日	欧央行公布利率决议
7 月 30 日	西班牙 135 亿欧元债务到期
8 月 2 日	欧央行公布利率决议
8 月 20 日	希腊 80 亿欧元债务到期
9 月 6 日	欧央行公布利率决议
10 月 4 日	欧央行公布利率决议
10 月 15 日	意大利和葡萄牙分别 258 亿、250 亿欧元债务到期
10 月 18 日	爱尔兰 249 亿欧元债务到期
10 月 31 日	西班牙 159 亿欧元债务到期
11 月 8 日	欧央行公布利率决议
12 月 6 日	欧央行公布利率决议
12 月 15 日	意大利 189 亿欧元债务到期

资料来源：bloomberg、申万研究

表 2：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	2010 年 赤字 /GDP%	2010 年 政府债 务/GDP%	GDP 同比	季度 GDP 环 比
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7	-5.5	0.2
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93	-1.7	-0.4
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9	2.3	1.6
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1	0.8	0.3

西班牙	654, 281	458. 38	AA-	A1	AA-	-9. 3	60. 1	0. 8	0
比利时	317, 075	325	AA+u	Aa1 *-	AA+	-4. 1	100. 7	1. 8	0
法国	1, 309, 491	221. 61	AAAu	Aaa	AAA	-7. 1	82. 4	1. 6	0. 4
德国	1, 262, 987	95. 16	AAAu	Aaa	AAA	-4. 3	83. 4	2. 6	0. 5

资料来源: Bloomberg, 申万研究

表 3: 欧洲边缘国家的月度未到期债务(单位: 百万欧元)

	希腊	西班牙	意大利	葡萄牙	爱尔兰	比利时	欧猪五国合计
6/2012	988	6, 827	10, 954	12, 053	639	2, 096	31, 461
7/2012	3, 048	31, 490	27, 232	1, 054		1, 071	62, 824
8/2012	9, 679	7, 544	28, 004	368	5	3, 172	45, 600
9/2012	1, 019	7, 237	26, 245	611	19	18, 388	35, 131
10/2012	1, 177	31, 656	29, 103	1, 774	1, 201	1, 338	64, 911
11/2012	87	206	17, 703	52		31	18, 048
12/2012	2, 335	2, 351	33, 104	1, 476	36	8, 564	39, 302

表4: 截至2011-12银行业所持其他国债务(单位: 亿美元)(prelim)

	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		2239. 28	278. 78	37. 11	53. 45	177. 40	206. 57	147. 50	4074. 39
希腊	7. 22	443. 53	133. 55	21. 86	9. 69	105. 37	44. 55	9. 35	904. 73
爱尔兰	218. 61	274. 62	953. 29	154. 57	78. 44	1273. 80	443. 03	186. 45	3304. 32
意大利	123. 88	3323. 45	1339. 54		309. 70	593. 56	365. 88	305. 07	6451. 33
葡萄牙	27. 65	217. 60	302. 08	31. 83	759. 51	209. 40	45. 27	12. 00	1640. 06
西班牙	131. 23	1147. 02	1460. 96	277. 26		831. 29	458. 50	216. 91	5129. 44
德国	138. 33	2099. 96		2344. 34	544. 89	1877. 55	1752. 37	1318. 49	10946. 39
法国	583. 91		1748. 62	430. 13	53. 45	177. 40	206. 57	147. 50	4074. 39

资料来源: BIS, 申万研究

表 5: 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				12-05-02	CCC	稳定	12-5-17	CCC	负面
	12-03-02	C	负面	12-02-27	SD (选择性违约)	负面	12-02-22	C	负面
	11-07-25	Ca	负面	11-07-27	CC	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	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
	11-05-09	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	10-12-21	BBB*-	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	09-12-08	BBB+	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-10-22	A-	负面

	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面			
	09-10-29	A1*-	负面	09-12-07	A*-	负面			
法国	88-09-28	AAA	正面	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
				92-07-27	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							12-01-27	BBB+	负面
	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							12-01-27	A-	负面
	11-06-17	Aa2	负面	12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	02-05-15	AA2	正面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
葡萄牙				11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
				12-01-13	BB	负面			
	11-07-05	BA2	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-11-25	BB-	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	11-04-01	BBB-*	负面
	10-12-21	A1*-	负面	10-11-30	A*-	负面	11-03-24	A*-	负面
	10-07-13	A1	负面	10-04-27	A-	负面	10-12-23	A+	负面
	10-05-05	AA2	负面	09-01-13	AA-	负面	10-03-24	AA-	负面
				09-01-12	A+	负面	98-06-04	AA	正面
西班牙	12-06-13	BAA3	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	01-12-13	AAA	正面	09-01-12	AAA*-	负面			
匈牙利	11-11-25	Ba1	负面						
	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						

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。