

世界经济

2012 年 08 月 14 日

日本二季度 GDP 大幅下滑，三季度有望反弹

——点评日本第二季度 GDP

相关研究

欧央行离刺激更进一步
2012 年 8 月 3 日

美联储议息会议按兵不动
但暗示刺激
2012 年 8 月 2 日

美德二季度经济受消费拖累，三季度将企稳
2012 年 8 月 1 日

美国第二季度 GDP 如期下滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

欧美刺激预期再起，提振风险资产
2012 年 7 月 27 日

英国二季度衰退加剧，美国房地产复苏仍有曲折
2012 年 7 月 26 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

钟嘉妮

zhongjqin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjqin@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>

总体判断：

- 周一避险情绪有所上升，风险资产价格下降。受亚洲经济放缓所累，欧美股市终止了数日的涨势，转而下滑。
- 8 月 14 日，日本公布第二季度 GDP，按季度算环比上涨 0.34%，较第一季度 1.34% 的增速降低了 1 个百分点，折合成年率则从一季度的 5.5% 下滑至二季度的 1.4%；从同比来看，上涨 3.6%，相比于一季度 2.27% 的同比增速，有加速之势，这是因为去年 3 月日本地震后经济大幅下滑的缘故。作为世界第三大经济体的日本，1995 年至今平均增速不足 1%，处于失落的十年，而 2008 年金融海啸和 2011 年地震更让日本经济雪上加霜，不过后者也给日本经济带来契机，为满足巨大的灾后重建需求，政府加大投资和信贷支持，推动经济复苏步伐加快，但复苏的持续性有待考验。
- 我们按照支出法，来具体分析日本经济的主要成分：
 - (1) 今年二季度，内需尽管有所减弱，但仍是拉动经济增长最主要的动力，为经济增长贡献了 1.7 个百分点，但这次大幅下滑也是受到私人消费减弱的拖累，贡献从一季度的 3 个百分点下滑至 0.3 个百分点。从需求项目看，受环保车补贴政策等刺激，私人消费环比增长 0.4%，为连续五个季度正增长，较第一季度 5.8% 的增速出现了明显下降，主要因全球经济下滑以及欧债危机的拖累，日本民众的消费观念趋于谨慎。
 - (2) 政府投资环比上涨 7.2%，只有第一季度的一半；政府消费更低，增速仅为 1.2%，不足第一季度增速，4.1% 的 1/3。此前日本经济增速较快，部分是受到去年地震和海啸后重建工作的带动，但这一效应目前已在减退中。虽然下半年仍将有与去年地震相关的公共工程支出，日本经济三季度仍将回升，但增速可能低于上半年。
 - (3) 进出口方面，外需拖累了日本第二季度经济 -0.3 个百分点，主要因为外需疲弱导致出口环比增速从一季度的 14.3% 下降至 4.8%，远高于进口从 9.1% 下滑至 6.4% 的幅度。出口主要受到欧债危机拖累而走弱，而进口因油气价格回落、需求也略显颓势，所以增速有所下滑。欧债危机目前仍是日本乃至全球经济增长前景所面临的主要风险因素。如果全球金融市持续动荡，那么日元继续升值，这将继续威胁日本出口商利润，以及经济复苏前景。好在我们判断欧债危机最坏的时刻已经过去，9 月份诸多不确定性尘埃落定后风险会大大消除，日本经济受到的影响将减少。
- 我们预计，第三季度日本经济将重保增速，依然看好今年的日本经济，但明年经济可能下滑，一方面生产和投资可能因灾后重建的边际效用递减而出现难以为继；另一方面，消费也将出现下滑，因 2014 年和 2015 年消费税率将从目前的 5% 分别提高至 8% 和 10%，导致消费者趋于谨慎。
- 关注：8 月 14 日 欧盟第二季度 GDP、美国 7 月 PPI、零售和 6 月库存
8 月 15 日 美国 7 月 CPI、工业产出
8 月 16 日 欧元区 7 月 CPI

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 今日图表：日本二季度GDP大幅下滑，三季度有望反弹

图 1.1：日本 GDP 各部分环比增速大多下降

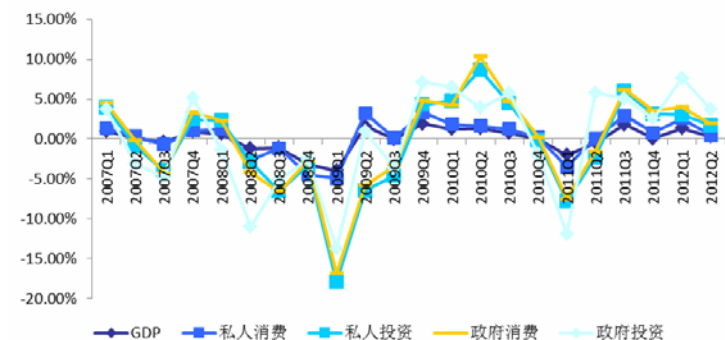
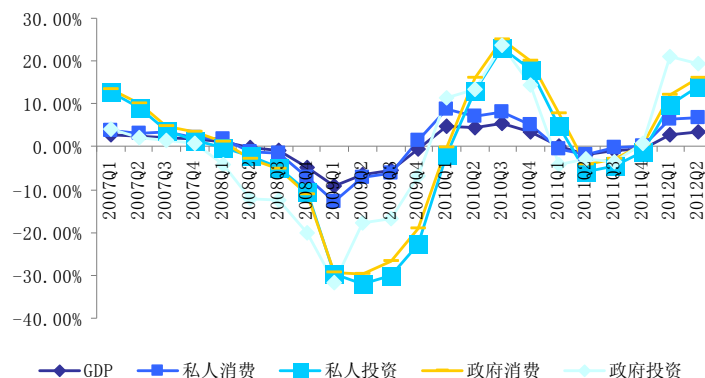


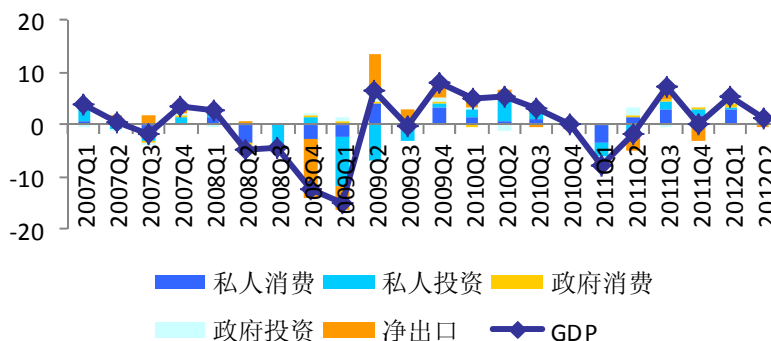
图 1.2：日本 GDP 同比增速有所上升



资料来源：日本统计局，申万研究

资料来源：日本统计局，申万研究

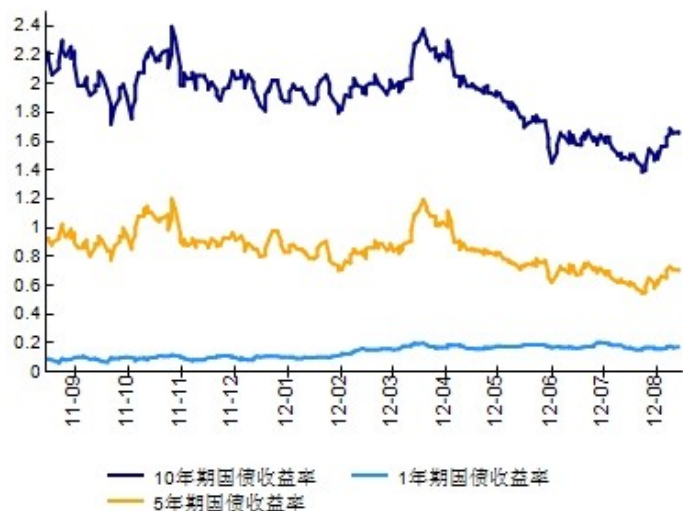
图 1.3：从对 GDP 的贡献率来看，私人消费下滑对日本经济拖累最大



资料来源：日本统计局，申万研究

1. 中日经济数据不理想，美股商品小幅下跌

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



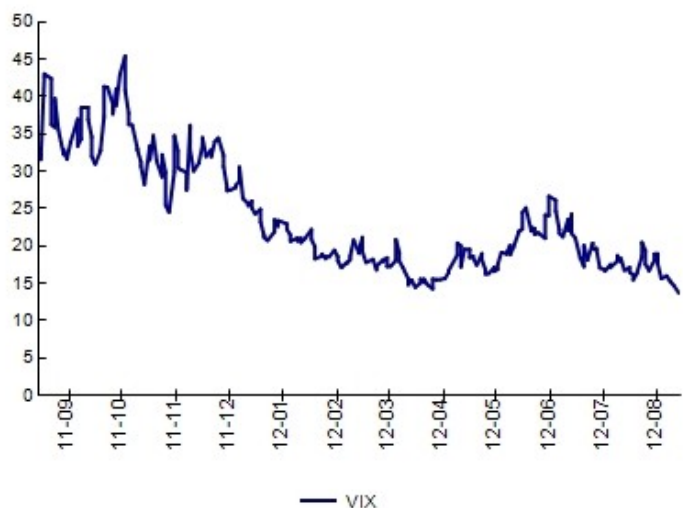
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下降，显示股市波动风险有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 小幅下降，对美国债务违约风险的担忧有所减弱。



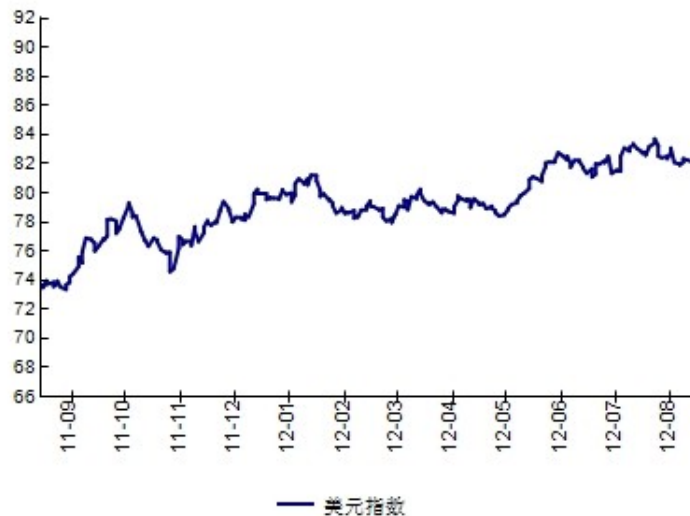
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于日本二季度经济数据下滑, 日元对美元走弱。



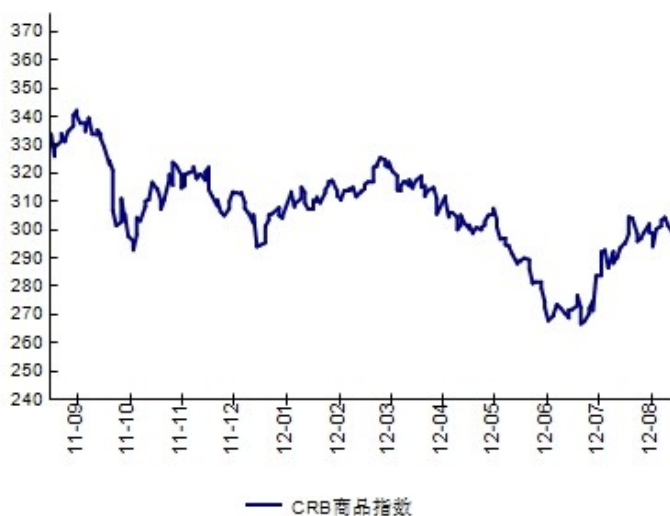
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅下降, 对其避险需求减弱。



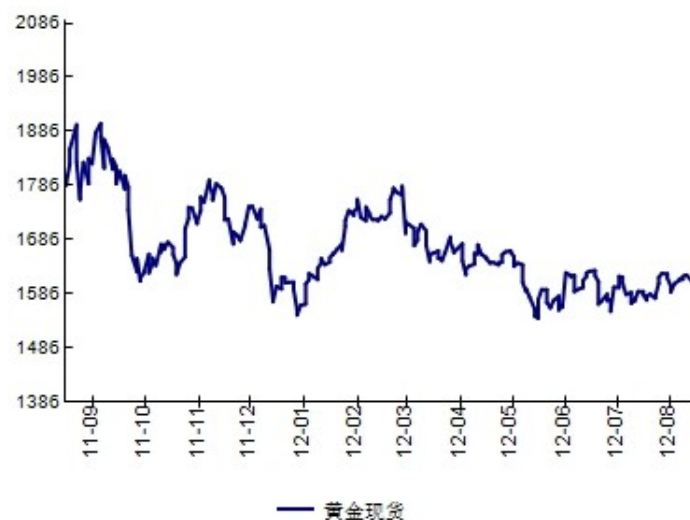
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于日本经济增长下滑且中国出口增速远低于预期。



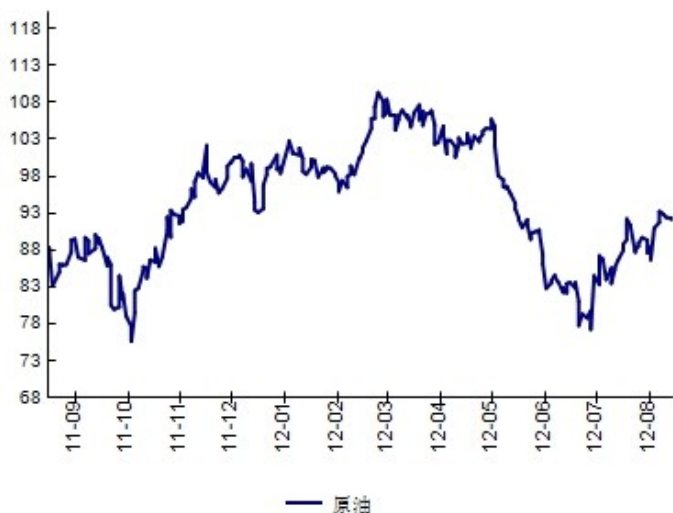
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上升, 对其避险需求有所增加。



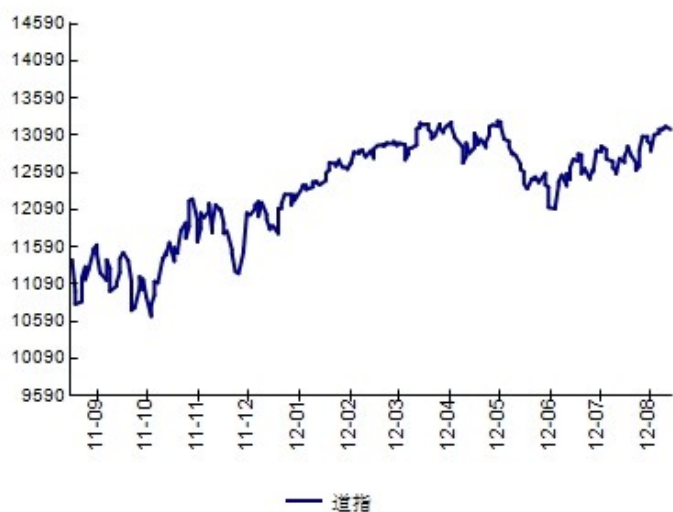
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于预计美国原油库存下滑和中国经济增长低于预期。



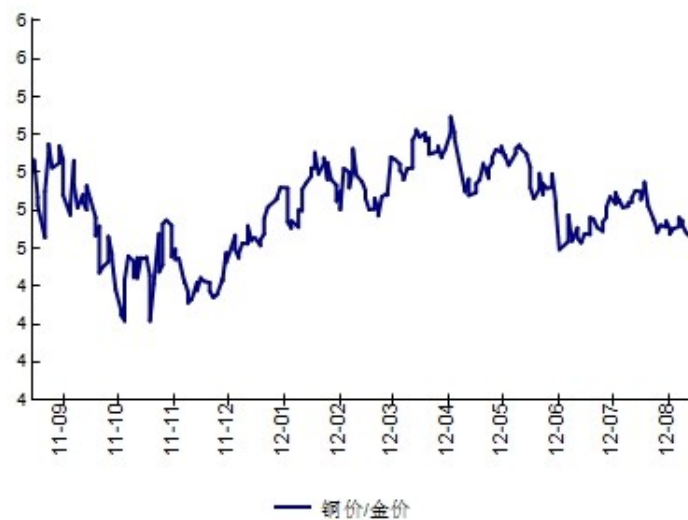
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅下降, 由于投资者观望新一轮的宽松政策。



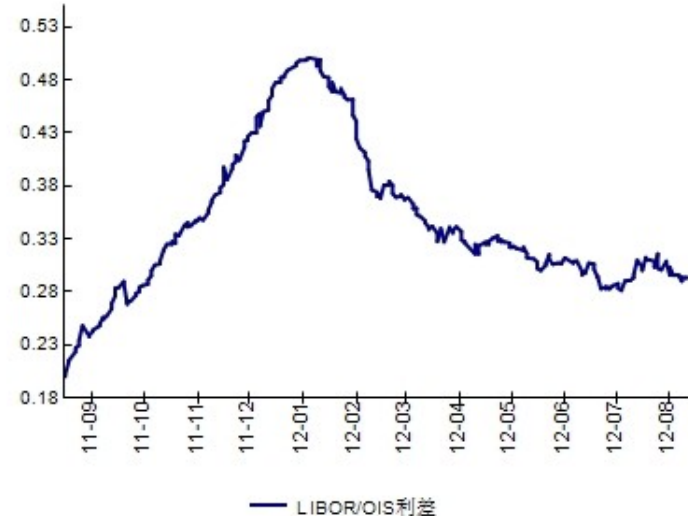
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比小幅下跌, 由于中日经济数据不理想导致铜价连续下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差上涨, 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
08/02/2012 02:15	FOMC 利率决策	Aug 1	0.25%	0.25%	0.25%
08/02/2012 04:05	汽车总销售量	Jul	14.00M	14.05M	14.05M
08/02/2012 04:05	国内汽车销售量	Jul	11.00M	11.00M	11.05M
08/02/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Jul	--	-44.50%	-9.40%
08/02/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Aug	--	46.4	47
08/02/2012 20:30	首次失业人数	Jul 28	370K	365K	353K
08/02/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 21	3288K	3272K	3287K
08/02/2012 21:45	ISM 纽约	Jul	--	55.2	49.7
08/02/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 29	--	-39.7	-38.5
08/02/2012 21:50	ICSC Chain Store Sales ex Drug Stores Rose 4.6% in July				
08/02/2012 22:00	工厂订单	Jun	0.50%	-0.50%	0.70%
08/02/2012 02:15	FOMC 利率决策	Aug 1	0.25%	0.25%	0.25%
08/03/2012 20:30	非农就业人数增减	Jul	100K	163K	80K
08/03/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Jul	110K	172K	84K
08/03/2012 20:30	制造业就业人数增减	Jul	10K	25K	11K
08/03/2012 20:30	失业率	Jul	8.20%	8.30%	8.20%
08/03/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Jul	0.20%	0.10%	0.30%
08/03/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Jul	1.70%	1.70%	2.00%
08/03/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Jul	34.5	34.5	34.5
08/03/2012 20:30	家庭调查就业变动	Jul	--	-195	128
08/03/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Jul	--	15.00%	14.90%
08/03/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Jul	52.1	52.6	52.1
03-04 AUG	ICSC 连锁店销售 同比	Jul	--	1.90%	0.20%
08/07/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jun	3717	3762	3642
08/08/2012 03:00	消费者信用	Jun	\$10.000B	\$6.459B	\$17.117B
08/08/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 3	--	-1.80%	0.20%
08/08/2012 20:30	非农生产力	2Q P	1.40%	1.60%	-0.90%
08/08/2012 20:30	单位劳务成本	2Q P	0.50%	1.70%	1.30%
08/09/2012 20:30	贸易余额	Jun	-\$47.5B	-\$42.9B	-\$48.7B
08/09/2012 20:30	首次失业人数	Aug 4	370K	361K	365K
08/09/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 28	3275K	3332K	3272K
08/09/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 5	--	-41.9	-39.7
08/09/2012 22:00	房贷拖欠	2Q	--	7.58%	7.40%
08/09/2012 22:00	MBA Mortgage Foreclosures	2Q	--	4.27%	4.39%
08/09/2012 22:00	批发库存	Jun	0.30%	-0.20%	0.30%
08/10/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Jul	0.20%	-0.60%	-2.70%
08/10/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Jul	-2.50%	-3.20%	-2.60%
08/11/2012 02:00	预算月报	Jul	-\$90.0B	-\$69.6B	-\$129.4B

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
08/14/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Jul	--	--	91.4
08/14/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Jul	0.20%	--	0.10%
08/14/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	--	0.20%
08/14/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Jul	0.50%	--	0.70%
08/14/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Jul	2.30%	--	2.60%
08/14/2012 20:30	商品零售额	Jul	0.30%	--	-0.50%
08/14/2012 20:30	除汽车外零售额	Jul	0.40%	--	-0.40%
08/14/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Jul	0.50%	--	-0.20%
08/14/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Jul	0.50%	--	-0.10%
08/14/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Aug	47	--	47
08/14/2012 22:00	营运库存	Jun	0.30%	--	0.30%
08/15/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 10	--	--	-1.80%
08/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Jul	0.20%	--	0.00%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	--	0.20%
08/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Jul	1.50%	--	1.70%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Jul	2.20%	--	2.20%
08/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Jul	229.552	--	229.478
08/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Jul	--	--	229.916
08/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Aug	7.2	--	7.39
08/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Jun	--	--	\$101.7B
08/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	Jun	--	--	\$55.0B
08/15/2012 21:15	工业产值	Jul	0.50%	--	0.40%
08/15/2012 21:15	设备使用率	Jul	79.20%	--	78.90%
08/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Jul	--	--	0.70%
08/15/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Aug	34	--	35
08/16/2012 20:30	首次失业人数	Aug 11	365K	--	361K
08/16/2012 20:30	新宅开工指数	Jul	752K	--	760K
08/16/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 4	--	--	3332K
08/16/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Jul	-0.90%	--	6.90%
08/16/2012 20:30	建筑许可	Jul	765K	--	755K
08/16/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Jul	0.70%	--	-3.70%
08/16/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 12	--	--	-41.9
08/16/2012 21:45	彭博经济预期	Aug	--	--	-11
08/16/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Aug	-5	--	-12.9
08/17/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug P	72	--	72.3

3. 德国经济预期下降，欧股小幅下跌

图 13：除英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降，对经济担忧情绪减弱。

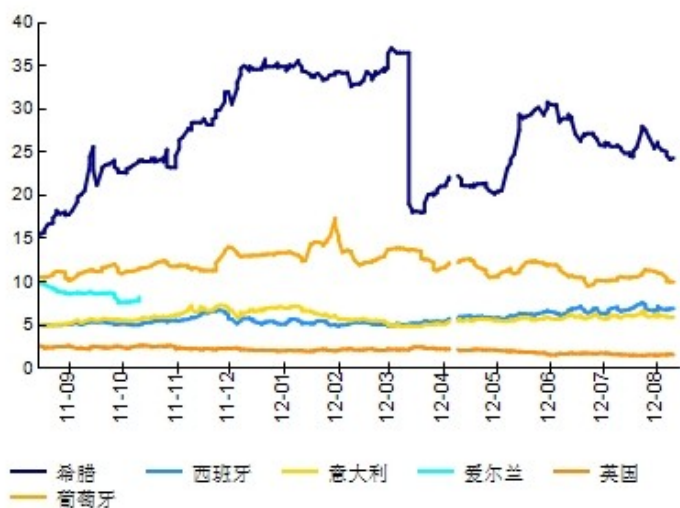
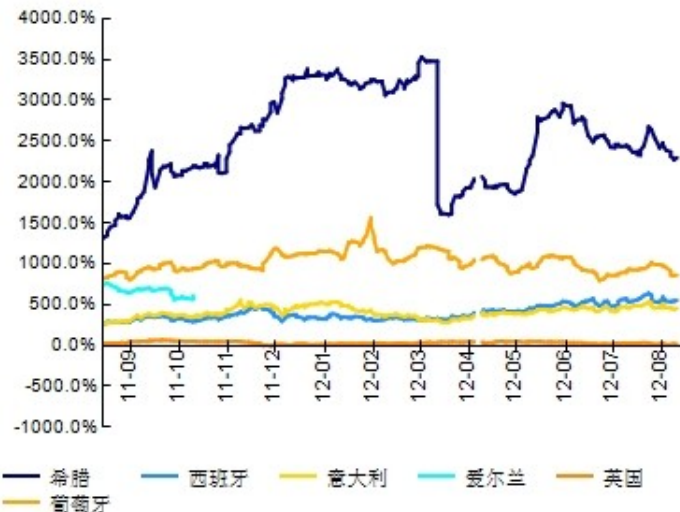


图 14：除英国和西班牙外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减弱。



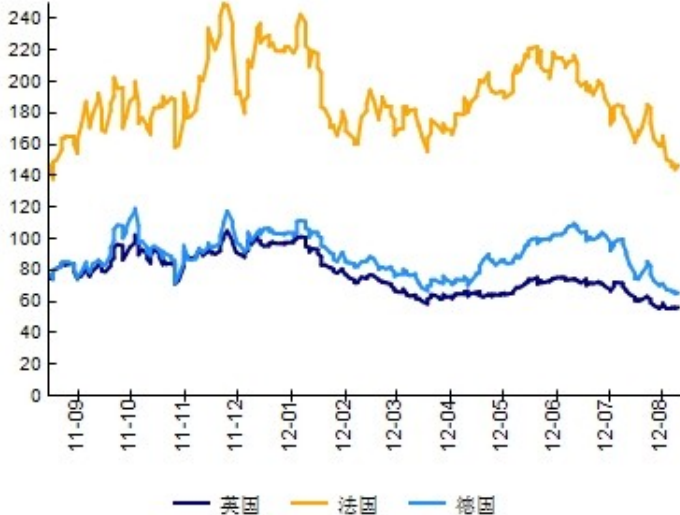
资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均下降。



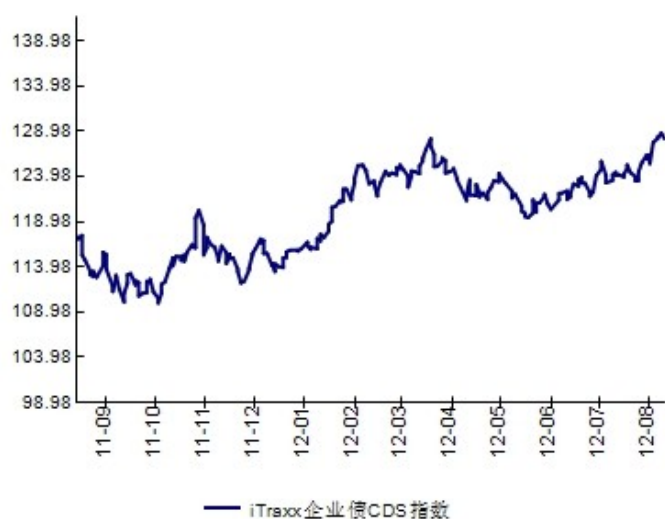
图 16：除德国外，核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

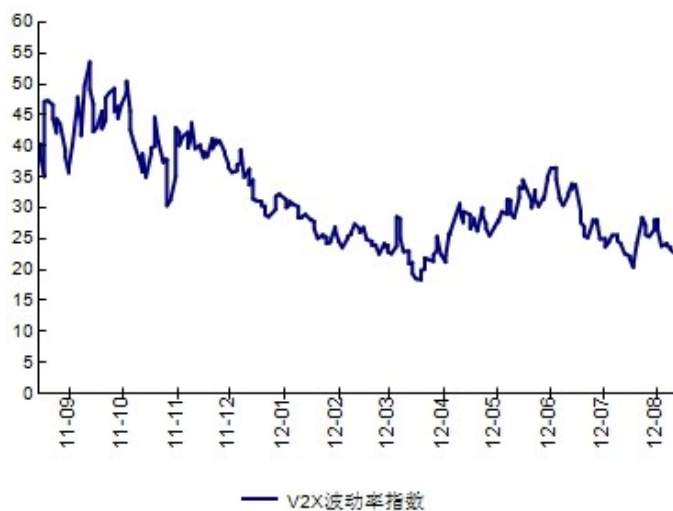
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减弱。



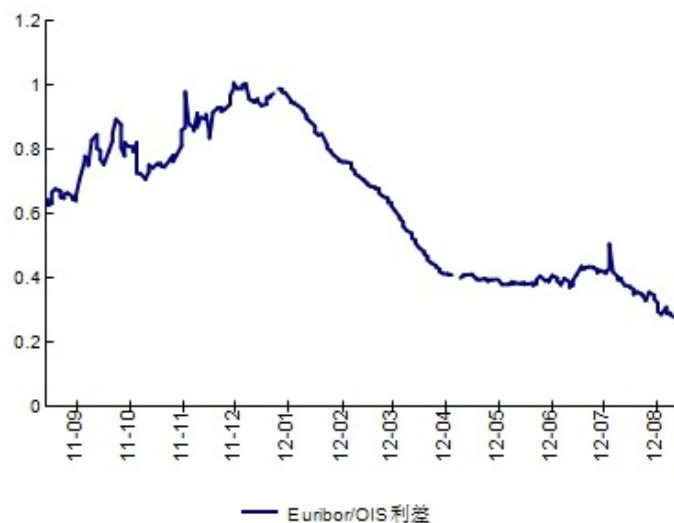
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回升, 股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下降, 显示银行信贷压力有所减弱。



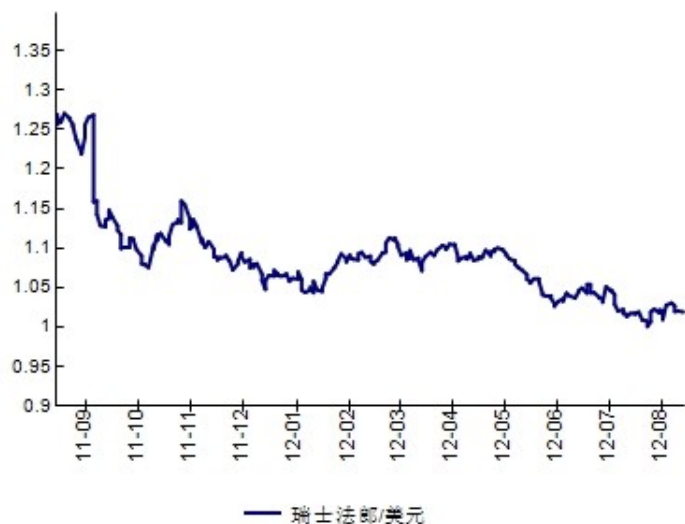
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元上升, 由于对日本经济三季度的负面预期。



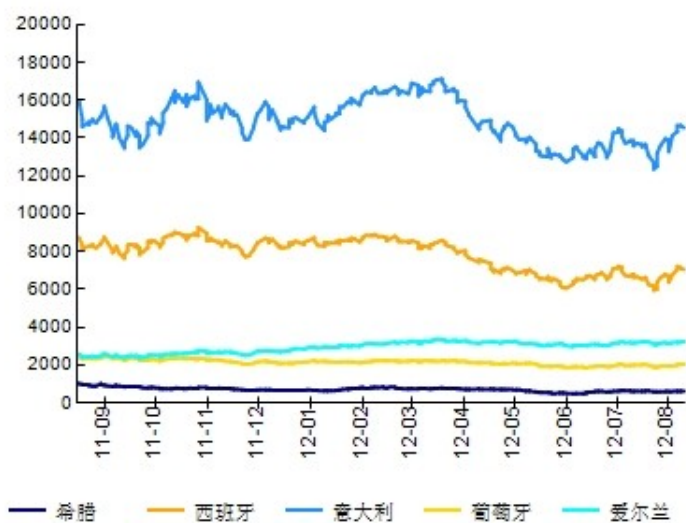
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对美元的避险需求有所减弱。



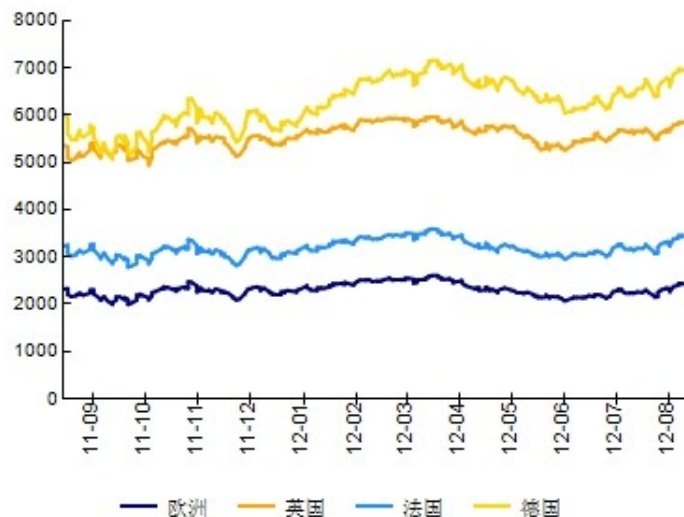
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和西班牙外, 其他欧猪五国股市均下跌。



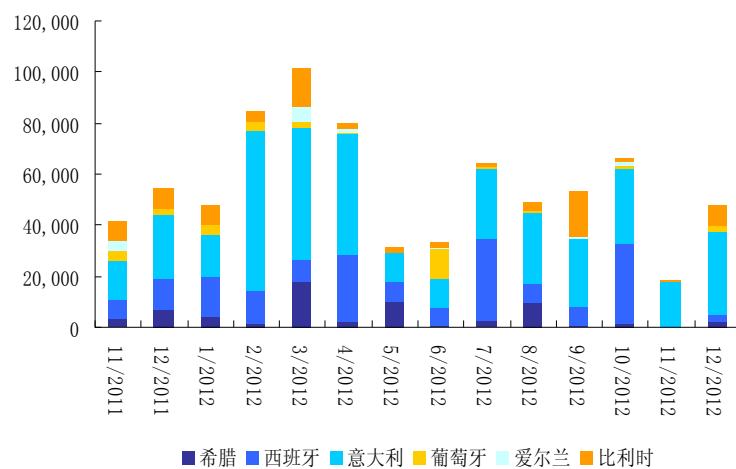
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于日本中国的经济数据不佳且德国经济预期下调。



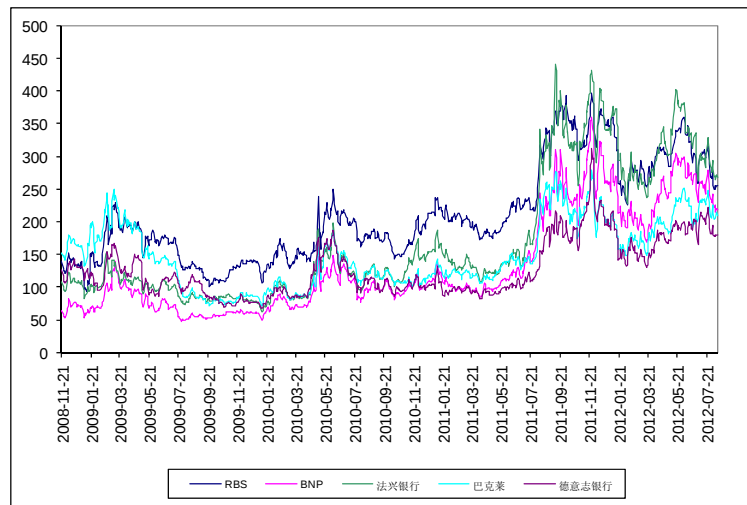
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示。



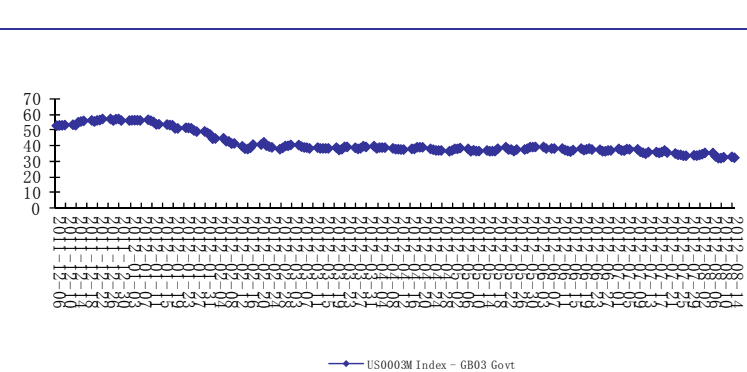
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除德意志银行外，其他银行 CDS 均下降。



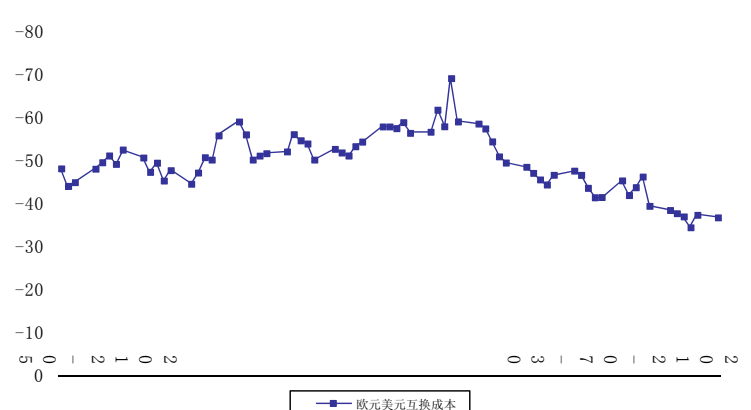
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



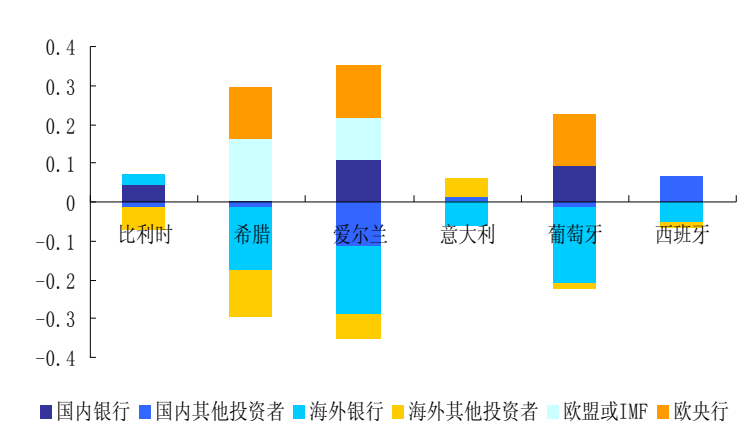
资料来源：申万研究

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 7-12 月欧元区大事日程

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2012-3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		2411.45	304.26	45.03	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30
希腊	2.53	399.15	63.19	17.60	9.18	85.03	38.97	6.43	737.92
爱尔兰	216.38	245.15	937.53	148.11	80.78	1374.85	442.24	206.90	3370.51
意大利	115.51	3338.90	1334.74		335.92	572.12	373.53	287.44	6517.63
葡萄牙	9.90	204.79	272.14	30.70	773.56	196.44	48.40	8.39	1578.09
西班牙	131.54	1152.61	1399.19	263.23		847.63	418.03	213.61	5043.43
德国	156.25	2212.49		2589.69	580.88	3278.28	2242.10	1366.16	13331.03
法国	291.54		1985.73	365.25	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30

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	12-07-24	AAA	负面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
	93-04-29	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

利									
	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
				11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
葡萄牙				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、谢伟玉：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。