

世界经济

2012 年 08 月 17 日

欧元区通胀持平，欧央行出手仍有空间

——国际金融监控 2012 年 8 月 17 日

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

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>

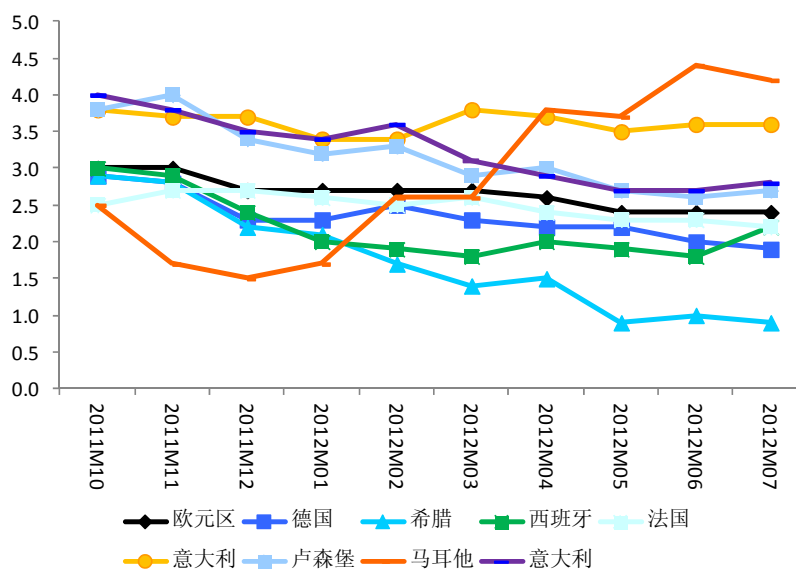
总体判断：

- 昨日，风险资产价格均小幅上涨。美国 7 月新屋开工虽略有下滑但是建筑许可上涨，通胀与上期持平，刺激股价商品上涨。默克尔坚决拥护欧央行的捍卫欧元计划也使得欧洲股市有所提振。
- 欧元区通胀继续持平，货币宽松仍有空间。7 月欧元区 CPI 同比增加 2.4%，这是欧元区通胀连续第三个月保持不变，并且高于欧洲央行 2% 的目标；核心通胀同比增 1.7%，相比上月小幅上行 0.1 个百分点。影响核心通胀最大的因素是交通运输价格，增加了 0.13 个百分点，其次是电力和天然气，各增加 0.1 个百分点。从各国来看，德国 CPI 同比增加 1.9%，低于上月的 2.0%，法国 CPI 同比增加 2.2%，通胀稳定，有利于欧元区宽松的货币政策的推出；意大利依然高企，同比增加 3.6%，给低迷的经济增加通胀风险；而西班牙大幅攀升，希腊不断下滑至 0.9%，甚至存在紧缩风险。意大利经济衰退已不可避免。
- 我们预计，在通胀基本企稳、而边缘国家风险尚未消除的形势下，欧央行 9 月左右将出手救助摇摇欲坠的西班牙，前提是西班牙向 EFSF 求援并满足一定条件，而意大利经济低迷，也将对欧洲经济造成拖累，但目前还没到求援的时候。
- 英国 6、7 月零售增长好于预期，经济短期可能好转。英国 7 月零售数据增长超预期，环比增长 0.3%，高于预期的 -0.1%，前值增长 0.8%；同比增长 2.8%，高于预期的 1.4%。而 7 月不包括汽车燃油的核心零售额环比零增长，较 6 月的 1.1% 有所下滑；而同比持平于 3.3%，预期增长 2.0%。值得注意的是，6 月零售环比增速从 0.1% 大幅调高到 0.8%。不包括汽车燃油的零售从增长 0.3% 的初值，大幅调高到增长 1.1%。主要日常消费品中，零售食物同比上涨 0.9%，低于整体同比上涨的 2.8%，纺织品、服装和鞋类同比下降 0.1%，长期趋势并未出现明显的上扬趋势，可将由于英国国内经济预期低迷，消费者依然谨慎消费。奥运会的成功举行能够带动英国短期内的消费，并且带动英国就业市场，英国 7 月登记失业人数因而下降至 4.9%，预期 8 月份英国国内零售数据将会继续上扬，带动整个季度的零售数据利好，之后则将会小幅回落到之前的水平。二季度英国衰退 -0.7 的局面在三季度可能会略有好转，但还需要进一步数据支持。
- 美国 7 月新屋开工下滑，预示四季度房地产复苏乏力。美国 7 月新屋开工数环比下滑 1.1%，至年化 74.6 万套，其中单户住宅开工环比下跌 6.5%，而多户型住宅开工环比上升 12.4%，暗示多户型住宅的需求更大，而占绝对地位的单户型更能反映家庭的购房需求，因此，我们预计尽管三季度美国房地产市场将维持复苏格局，但后续可能出现乏力。
- 不过，美国 7 月营建许可带来了一些积极信号，环比增长 8.2%，达到 81.2 万，为自 2008 年 8 月最高值。从近期房地产相关指标来看，美国房市复苏和房价上涨还有一定持续性，其影响经济的路径分为对投资的影响和消费的影响：一方面房地产开发商积极性提高，加大房地产投资，从而提高投资对 GDP 的贡献度；另一方面，房地产市场回暖带动大量就业，释放更多生产力，就业增加和房价反弹，有助于消费者信心增强和名义财富增加，从而拉动消费，对美国经济形成提振。这一正循环有望在三季度得到强化。

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”。

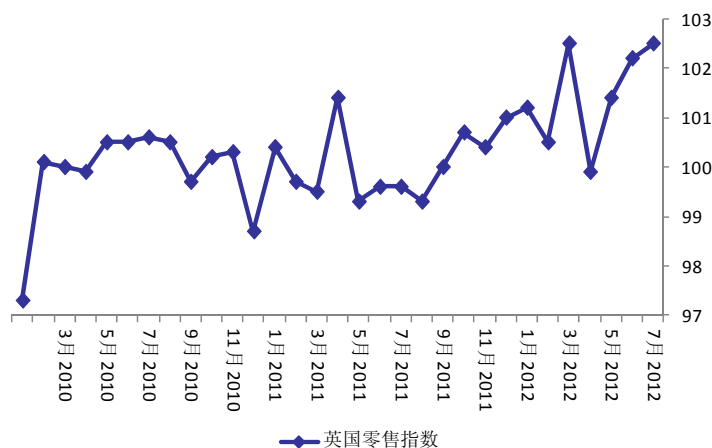
1. 今日图表：欧元区通胀持平，英国零售上涨

图 1.1：欧元区通胀连续三个月持平于 2.4%，但各国有所分化，意大利依然高企，西班牙大幅攀升，希腊不断下滑



资料来源：CEIC，申万研究

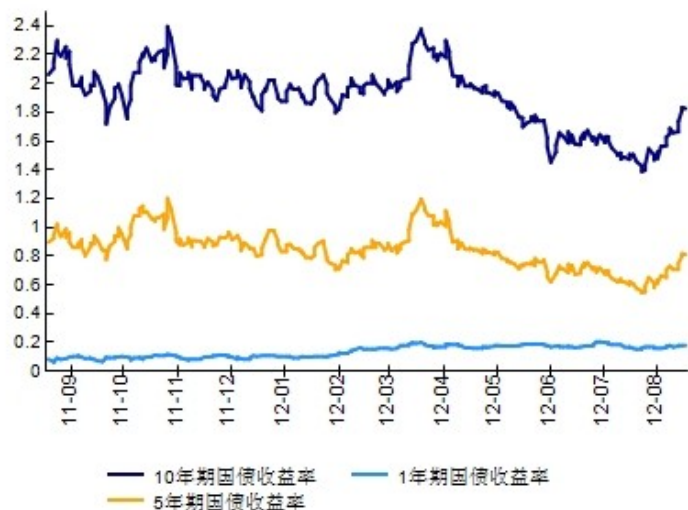
图 1.2：7 月英国零售已连续三个月上行，但英国仍难逃衰退厄运



资料来源：CEIC，申万研究

2. 美国7月建筑许可上涨，美股商品小幅上升

图1：美国国债收益率上涨，对其需求增加，对经济形势担忧有所减弱。



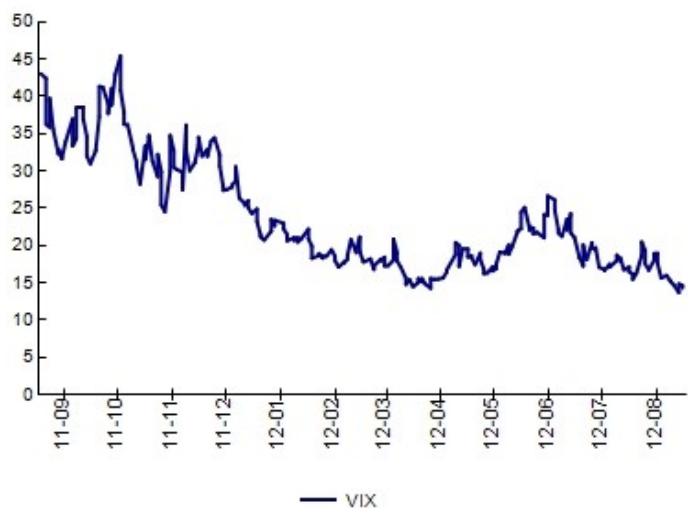
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图3：VIX指数小幅下跌，显示股市波动风险有所减弱。



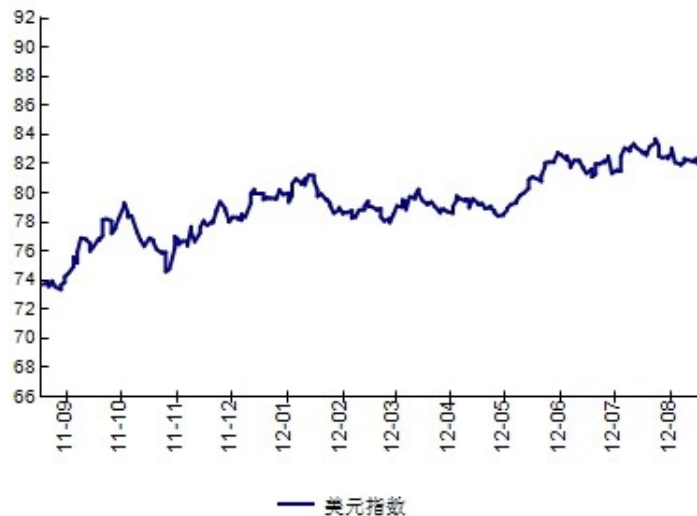
资料来源：Bloomberg，申万研究

图4：美国5年期CDS小幅下跌，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低于预期。 图 6: 美元指数小幅下降, 对其避险需求增加。

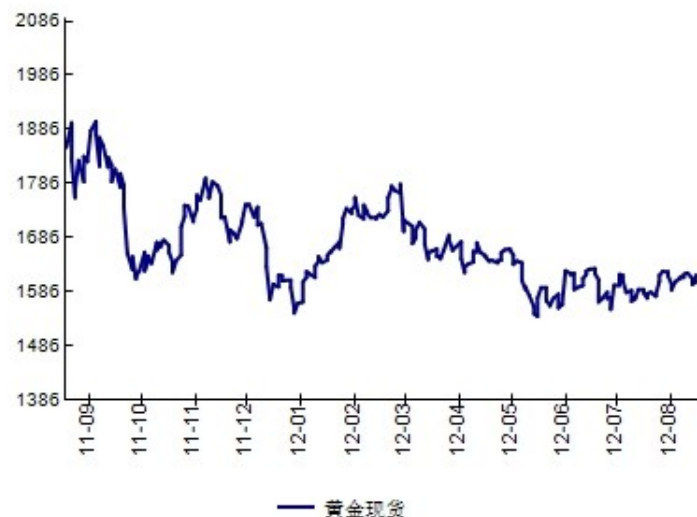
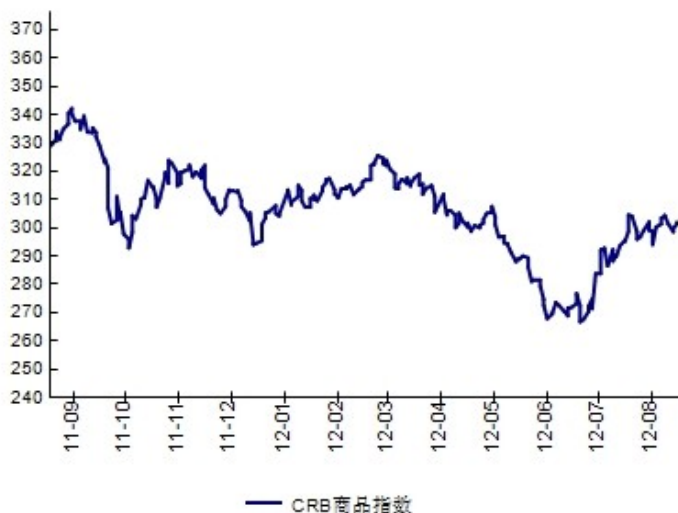


资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上升, 由于美国 7 月份消费数据利好。

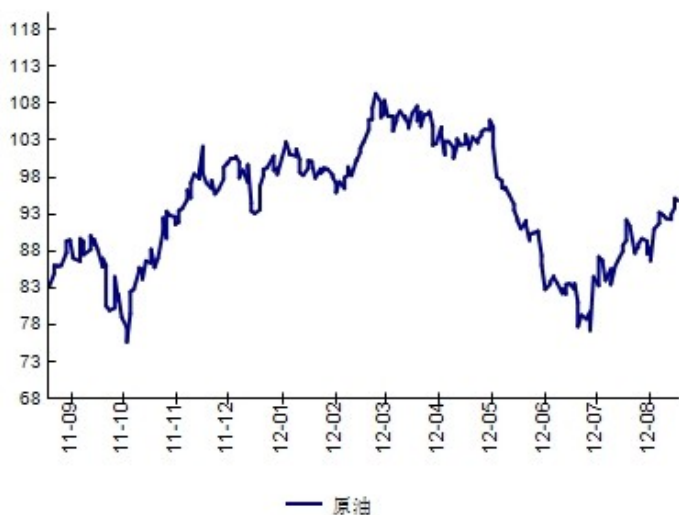
图 8: 黄金现货价格小幅上升, 对其避险需求有所加强。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

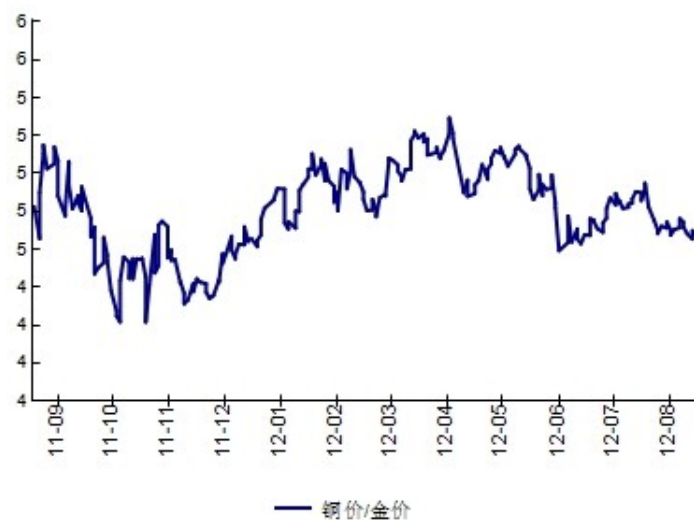
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅上涨, 由于中东局势动荡, 预期原油供应趋紧。



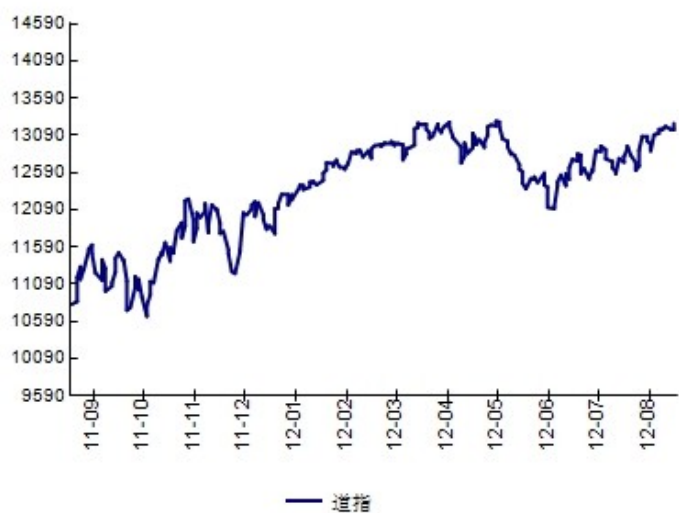
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比与上一日持平, 由于黄金的投资需求减弱。



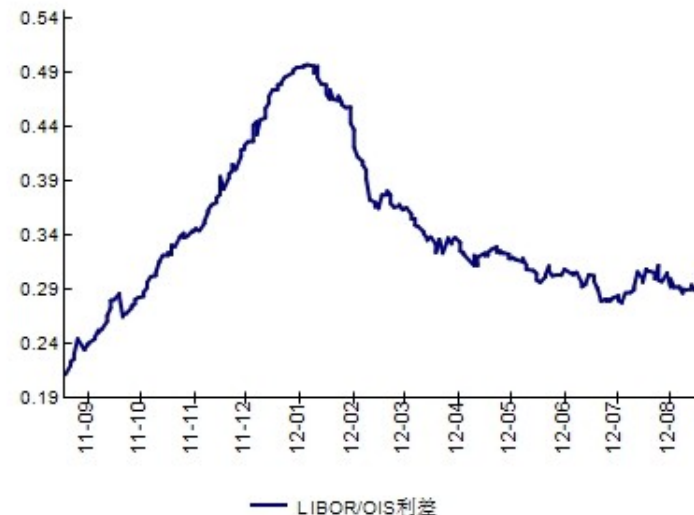
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨 0.65%, 由于美国 7 月份建筑许可优于上月, 预示房地产三季度上行。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下跌, 银行信贷压力减轻。



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
08/09/2012 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
08/14/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Jul	91.6	91.2	91.4
08/14/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Jul	0.20%	0.30%	0.10%
08/14/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	0.40%	0.20%
08/14/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Jul	0.50%	0.50%	0.70%
08/14/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Jul	2.30%	2.50%	2.60%
08/14/2012 20:30	商品零售额	Jul	0.30%	0.80%	-0.50%
08/14/2012 20:30	除汽车外零售额	Jul	0.40%	0.80%	-0.40%
08/14/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Jul	0.50%	0.90%	-0.20%
08/14/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Jul	0.50%	0.90%	-0.10%
08/14/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Aug	46.9	45.6	47
08/14/2012 22:00	营运库存	Jun	0.20%	0.10%	0.30%
08/15/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 10	--	-4.50%	-1.80%
08/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Jul	0.20%	0.00%	0.00%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	0.10%	0.20%
08/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Jul	1.60%	1.40%	1.70%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Jul	2.20%	2.10%	2.20%
08/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Jul	229.505	229.104	229.478
08/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Jul	--	230.124	229.916
08/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Aug	7	-5.85	7.39
08/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Jun	--	\$16.7B	\$101.7B
08/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	Jun	\$40.0B	\$9.3B	\$55.0B
08/15/2012 21:15	工业产值	Jul	0.50%	0.60%	0.40%
08/15/2012 21:15	设备使用率	Jul	79.20%	79.30%	78.90%
08/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Jul	0.50%	0.50%	0.70%
08/15/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Aug	35	37	35
08/16/2012 20:30	首次失业人数	Aug 11	365K	366K	361K
08/16/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 4	3300K	3305K	3332K
08/16/2012 20:30	新宅开工指数	Jul	756K	746K	760K
08/16/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Jul	-0.50%	-1.10%	6.90%
08/16/2012 20:30	建筑许可	Jul	769K	812K	755K
08/16/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Jul	1.20%	6.80%	-3.70%
08/16/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 12	--	-44.4	-41.9
08/16/2012 21:45	彭博经济预期	Aug	--	-22	-11
08/16/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Aug	-5	-7.1	-12.9

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
08/17/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug P	72.2	--	72.3
08/17/2012 22:00	领先指标	Jul	0.20%	--	-0.30%
08/20/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	Jul	--	--	-0.15
08/22/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 17	--	--	-4.50%
08/22/2012 22:00	现房销售	Jul	4.50M	--	4.37M
08/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Jul	3.00%	--	-5.40%
08/23/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
08/23/2012 20:30	首次失业人数	Aug 18	365K	--	366K
08/23/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 11	--	--	3305K
08/23/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Aug	--	--	--
08/23/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 19	--	--	-44.4
08/23/2012 22:00	新建住宅销售	Jul	362K	--	350K
08/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jul	3.40%	--	-8.40%
08/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	Jun	0.50%	--	0.80%
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	--	--	0.60%
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.00%	--	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	Jul	0.50%	--	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	--	--	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	--	--	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Aug	--	--	-13.2
08/28/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	Jun	--	--	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	--	--	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比 %	2Q	--	--	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	--	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	--	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	64.2	--	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	--	--	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	--	--
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.80%	--	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	--	--	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	--	1.60%
08/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q S	--	--	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	--	--	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	--	--	8.40%

3. 德国支持欧央行捍卫欧元计划，欧股欧元齐上 涨

图 13：除希腊外，欧猪五国国债收益率均下跌。对经济担忧情绪有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊外，其他国国债利差均下跌，对经济担忧情绪有所减弱。



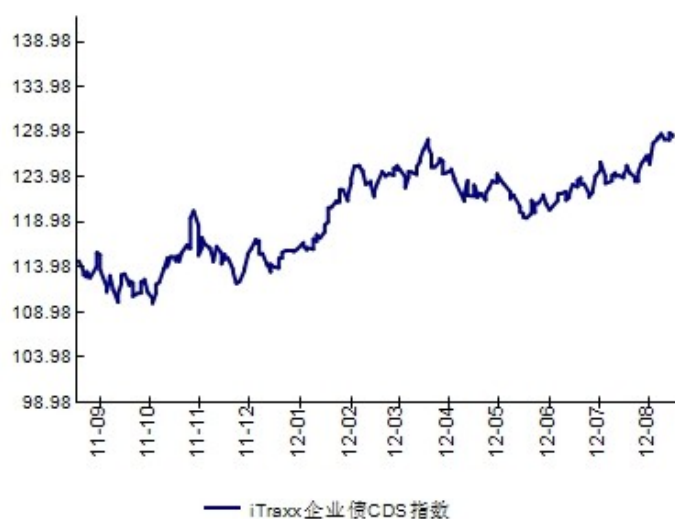
资料来源：Bloomberg，申万研究

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



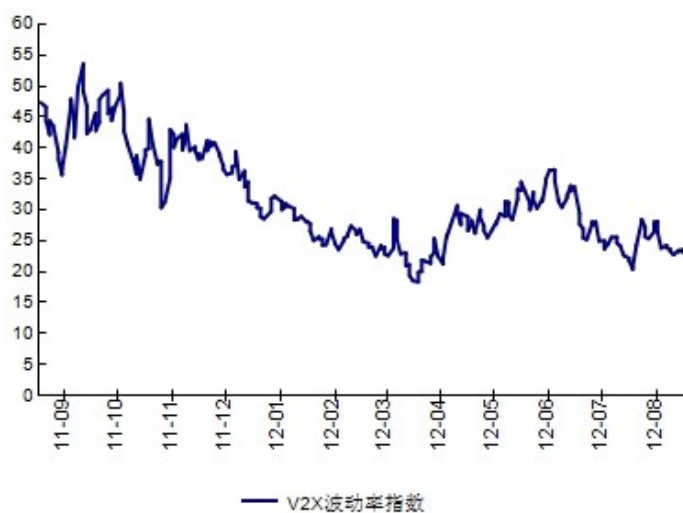
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下跌, 对企业违约风险情绪减弱。



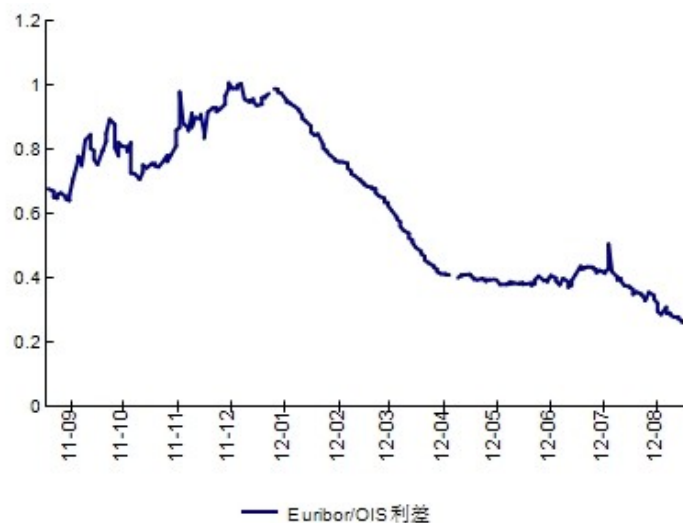
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下跌, 股市波动风险减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



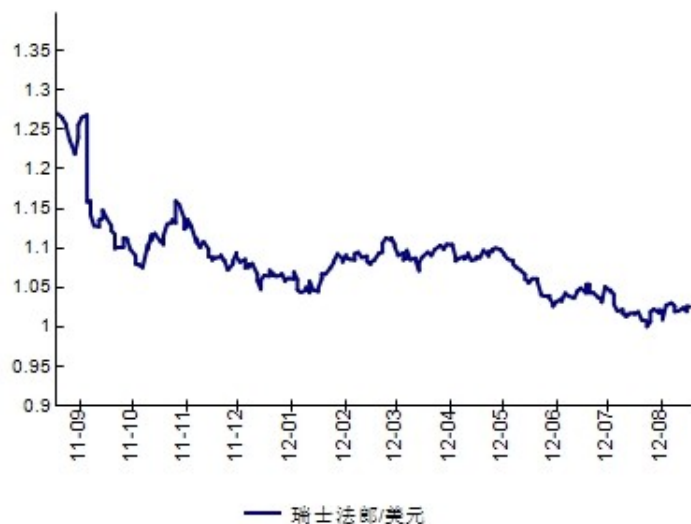
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元上涨, 由于日本三季度经济预期下行。



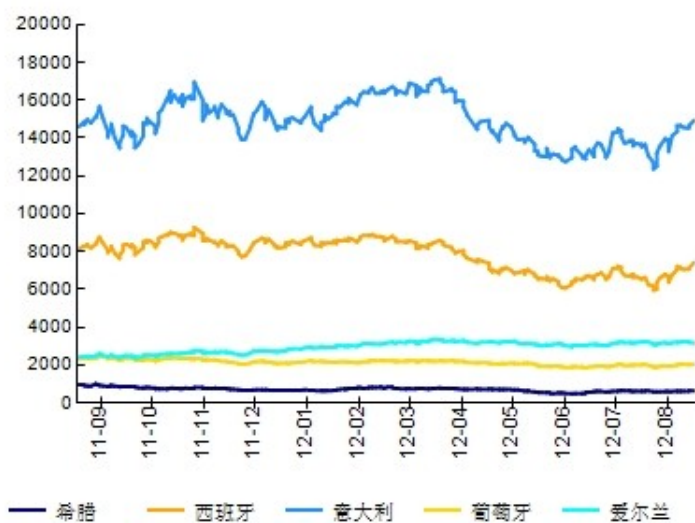
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对美元的避险需求有所减弱。



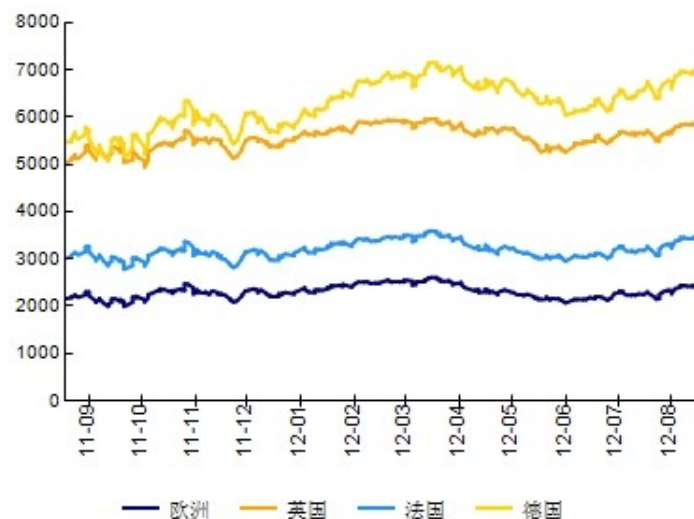
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均回升。



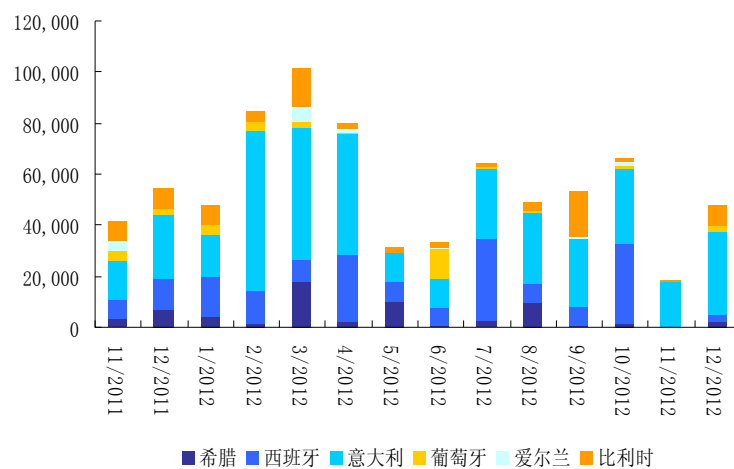
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅上涨, 由于德国支持欧洲央行捍卫欧元的计划。



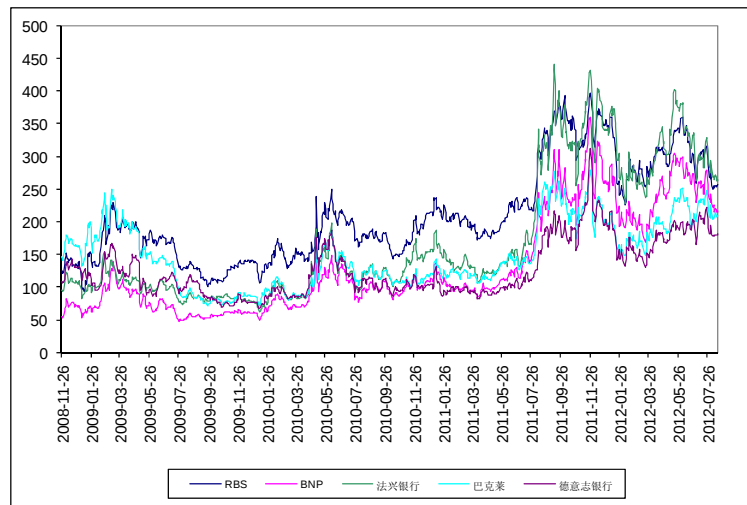
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示,



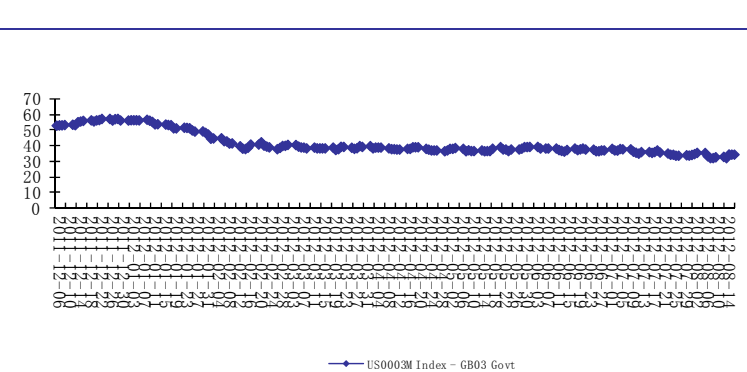
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除巴克莱和 RBS 外，其他银行 CDS 均上升。



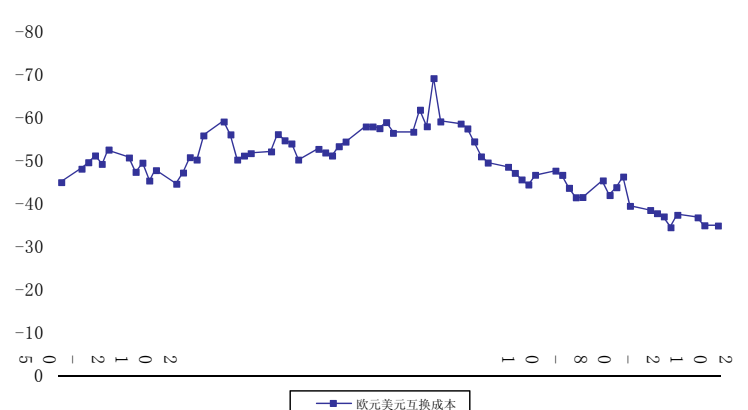
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 上涨，资金趋松。



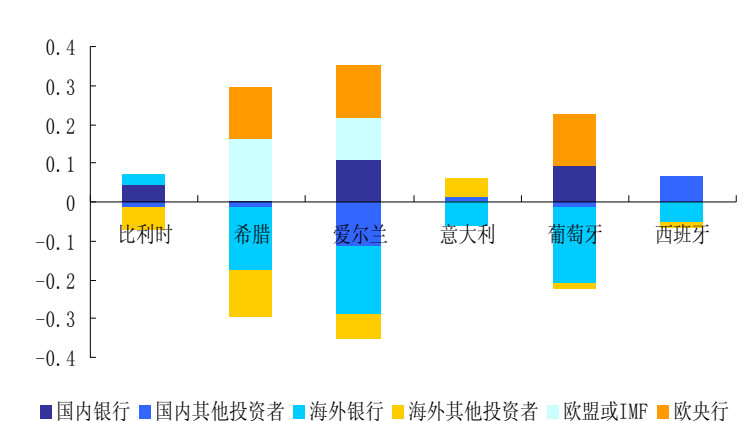
资料来源：申万研究

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。