

2012 年 08 月 28 日

美国“财政悬崖”何去何从

——国际经济和金融市场监管 8 月 28 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 A0230112070027

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，风险资产涨跌不一。近期美国经济数据企稳使得市场对联储宽松预期减弱，转而对财政赤字产生担忧情绪，使得美股商品价格回落。而欧股受欧央行购债计划的利好带动，小幅上涨。
- 由于市场对财政悬崖的关注度日益提高，根据美国国会预算办公室 (CBO) 的定义，所谓“财政悬崖”，是指按照现行法律，联邦预算赤字将在 2012 年和 2013 年大幅减少，由于计划税收增加而计划支出减少。一方面，由于现行或计划的税收规定到期，例如布什时代开始的个人所得税和工资税率的优惠、以及针对高收入者的最低税额限制(AMT, Alternative Minimum Tax)优惠均到期，2013 年税收收入将显著增加；另一方面，计划支出将减少，例如自动减赤计划今年第四季度开始即将强制实施，限制政府消费和投资。
- 我们对财政悬崖的总体观点是：一方面，税收优惠很可能继续延长至 2013 年底，但由于今年 11 月美国大选和党派斗争而道路曲折，这种不确定性会导致消费者和投资者持谨慎态度，减少投资和消费，从而拖累四季度美国经济，GDP 环比增速预计从第三季度的 2.4% 降至第四季度的 1.9%，但对 2013 年不必过于悲观；另一方面，自动减赤计划是去年 11 月国会特别行动小组无法达成减赤共识后触发的强制措施，是无法避免的，将拖累美国 2013 年 GDP 0.5 至 1 个百分点。总体来看，考虑到财政悬崖的影响，预计美国 GDP 从 2012 年的 2.3% 下滑至 1.9%。
- 根据美国国会预算办公室 (CBO) 8 月 22 日发布《美国预算和经济展望更新：2012-2022 财年》，财政悬崖可能导致美国经济陷入衰退。如果这一问题不能解决，按照替代情形，美国 GDP 同比增速预计从今年四季度的 2.1% 下滑至明年四季度的 -0.5%，还将导致美国失业率于 2013 年下半年升至 9%（见表 1.1）。
- 迄今为止，民主、共和两党就如何妥善解决这一问题仍未达成共识。民主党阵营倾向于只将中产阶级的减税政策延期，并中止富豪阶层的减税政策延期，以显示社会公平。奥巴马表示，希望国会能将个人年收入在 25 万美元以下的中产阶级享受的减税政策延期一年，同时终止富豪阶层所享受的减税政策，以增加财政收入并拉动经济增长。而共和党阵营以在经济复苏乏力时期不宜加税为由，倾向于将减税政策全盘延续，以此促进经济复苏。
- 两党都提出了各自的提案，奥巴马 2 月份提出总统预算案，而罗姆尼团队副总统候选人瑞安 (Ryan) 也提出了预算案《通往繁荣之路》，均比 CBO 假设的延续现行政策更激进，减赤力度更大，其中瑞安预算案尤甚(详见表 1.2)。但两个提案都存在缺陷，例如对自动支出削减机制的影响不够重视。
- 11 月份的大选在即，使得两党都不愿意在这重大经济问题上失去自身立场，同时，尽管两党之间对于减赤问题存在较大的分歧，但都不愿意看到由此带来的经济衰退，所以，我们预计在总统选举结束后，例如 12 月，两党达成妥协，把即将到期的政策如减税政策和自动削减支出政策延期至 2013 年，避免财政悬崖对经济造成过大的伤害。
- 本周关注：8 月 31 日 Jackson Hole 央行行长峰会、欧元区 7 月失业率

1. 财政悬崖的情景分析

表 1.1: 美国国会预算办公室对财政悬崖的情景分析

	2013 年财政赤字	2013 年四 季度 GDP 同比增速	2013 年 失业率	2017 年 债务在 GDP 的比 重	2020 年 债务在 GDP 的比 重
	2013 年的赤字为				
基准情形: 税收优惠减免政策到期, 削减政府开支	6410 亿美元, 比 2012 年减少 4870 亿美元	-0.5%	0.091	68%	58%
	2013 年的赤字为				
替代情形: 延长减税期限, 不削减政府支出	1037 亿美元, 比 2012 年减少 910 亿美元	1.7%	0.08	83%	90%

资料来源: CBO、申万研究

表 1.2: 奥巴马预算案和瑞恩预算案的比较

提案	减赤目标	2013 年财政紧缩 对经济的影响	税收	政府支出	自动支出 削减机制	联邦医疗保 险和社保
	接近基本预算					
奥巴马预算案	平衡	-1.30%		小幅减少	不实施	逐步削减
	2015 年底前从赤字到基本盈余 (不含利息)		工资税优惠到期, 2013 年增税			逐步削减, 规模更大, 未来结构调整更大
瑞恩预算案		-2.50%		大幅减少	小部分实施	

资料来源: 申万研究

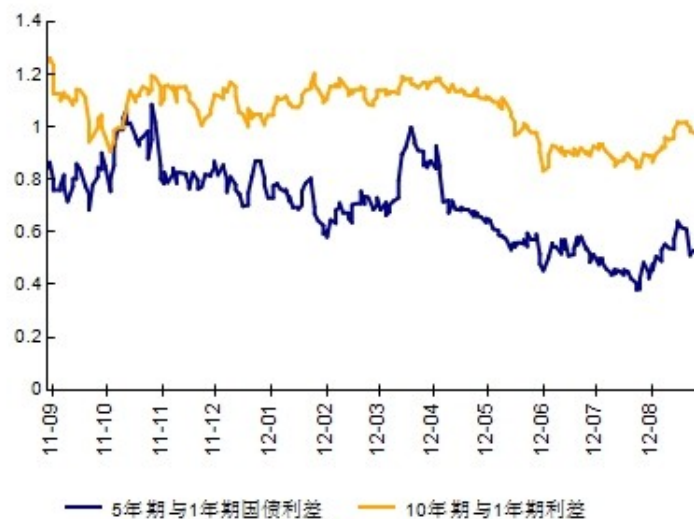
1、美国经济数据好转降低宽松预期，美股商品下滑

图 1：美国国债收益率下降，对其需求减弱，对经济形势担忧有所增加。



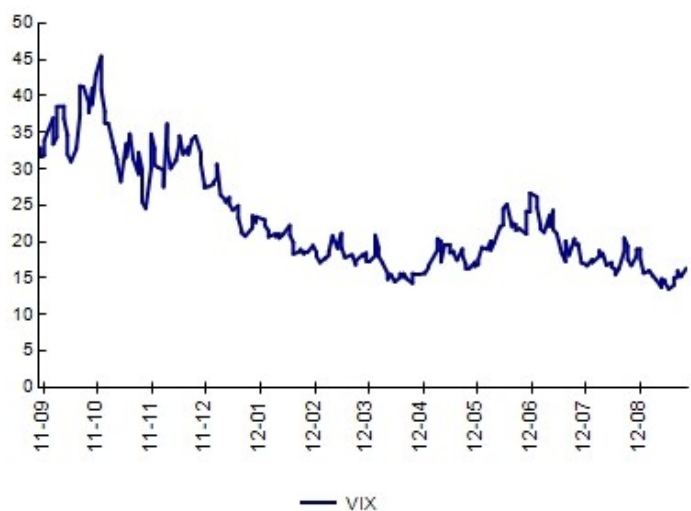
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



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 5 年期 CDS 小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



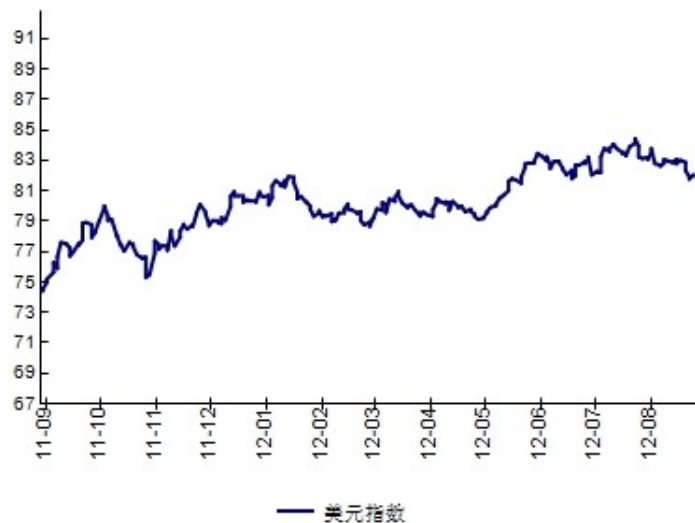
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元上升, 由于美国达拉斯联储制造业指数优于预期, 表明美国三季度制造业上行。



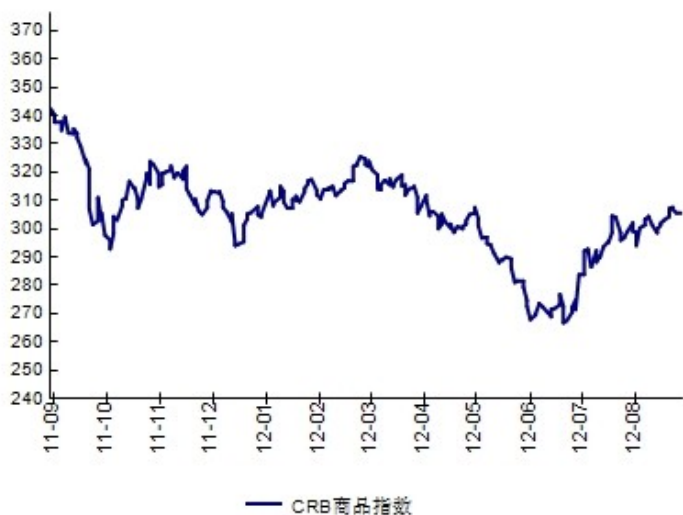
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。



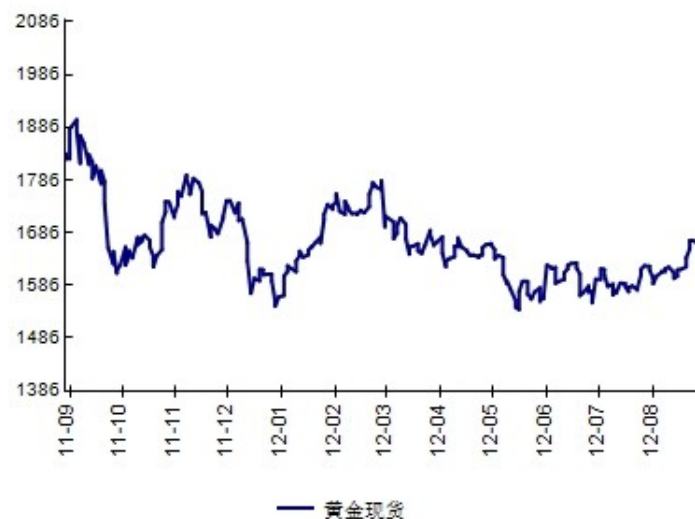
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 受黄金能源下跌拖累。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于热带飓风的影响使得墨西哥湾的炼油产出受到影响, 需求减弱。



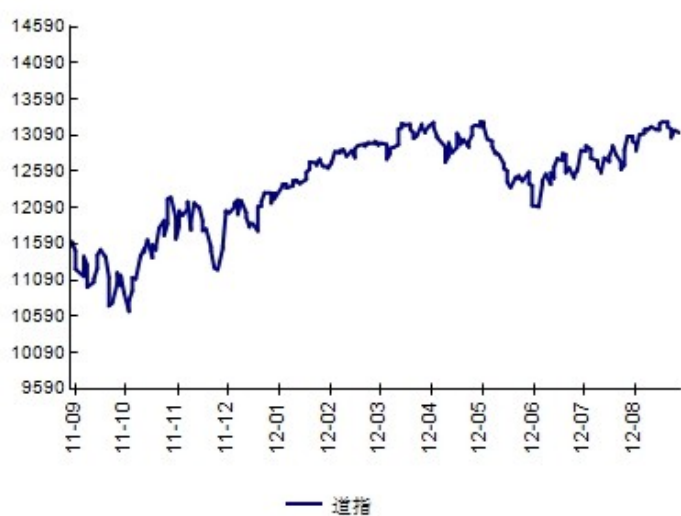
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比上涨, 由于预期美国三季度制造业上行导致铜价上升。



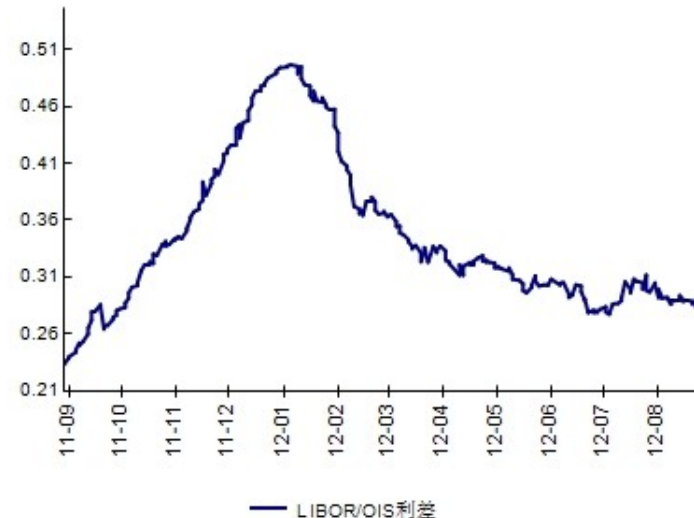
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅下跌, 由于投资者预期近期推出新一轮宽松政策的可能性减弱和市场对于财政悬崖的担忧情绪。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差与上日持平, 银行信贷压力保持不变。



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
08/15/2012 20:30	消费价格指数-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
08/17/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug P	72.2	73.6	72.3
08/17/2012 22:00	领先指标	Jul	0.20%	0.40%	-0.30%
08/20/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	Jul	-0.05	-0.13	-0.15
08/22/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 17	--	-7.40%	-4.50%
08/22/2012 22:00	现房销售	Jul	4.51M	4.47M	4.37M
08/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Jul	3.20%	2.30%	-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	372K	366K
08/23/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 11	3300K	3317K	3305K
08/23/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Aug	51.5	51.9	51.4
08/23/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 19	--	-47.4	-44.4
08/23/2012 22:00	新建住宅销售	Jul	365K	372K	350K
08/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jul	4.30%	3.60%	-8.40%
08/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	Jun	0.60%	0.70%	0.80%
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	2.60%	1.80%	0.60%
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.50%	4.20%	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	Jul	0.50%	-0.40%	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	-0.20%	-3.40%	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	-0.10%	0.00%	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Aug	-6.5	-1.6	-13.2

本周将公布的经济数据

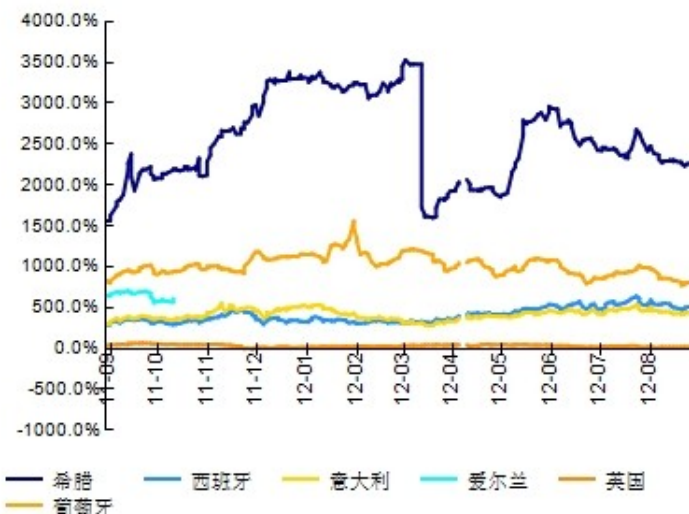
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
08/28/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Jun	0.30%	--	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.30%	--	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	--	--	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	--	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	--	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	65.5	--	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-12	--	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	--	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	--	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.60%	--	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%	--	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	--	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	9.90%	--	8.40%
08/30/2012 02:00	联储黄皮书				
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	--	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	--	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	--	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	Jul	1.50%	--	1.50%
08/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jul	0.10%	--	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	Jul	1.70%	--	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	--	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	--	--	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	--	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	--	--	5
30-31 AUG	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.5	--	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	--	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	1.90%	--	-0.50%

3. 市场预期欧央行将出台具体购债计划，欧股小幅上涨

图 13：除葡萄牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下跌。对经济担忧情绪减弱。



图 14：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

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所增加。



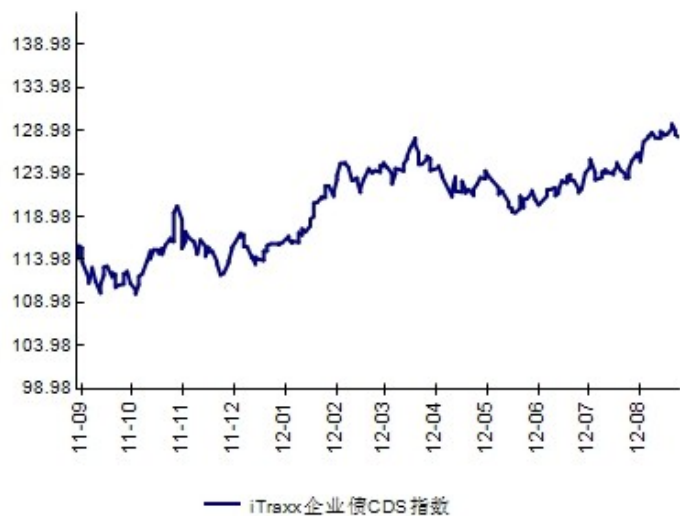
图 16：除法国外，核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

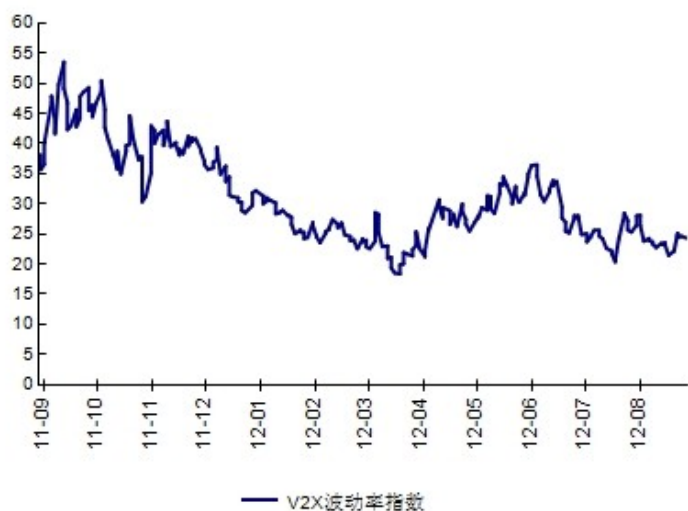
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下跌, 对企业违约风险情绪减弱。



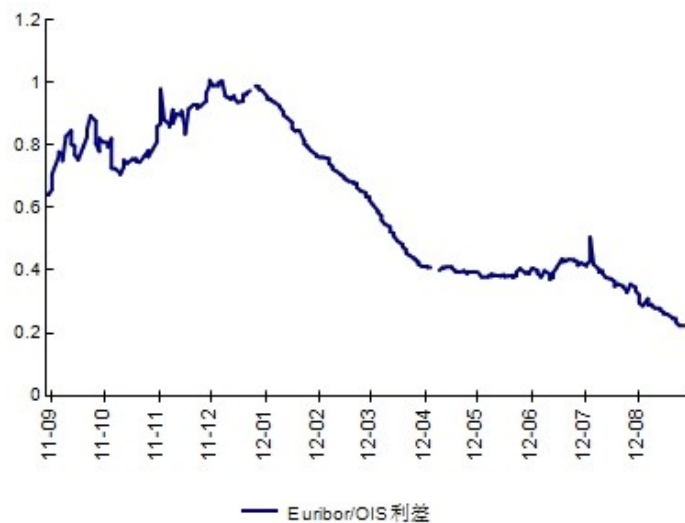
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 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。



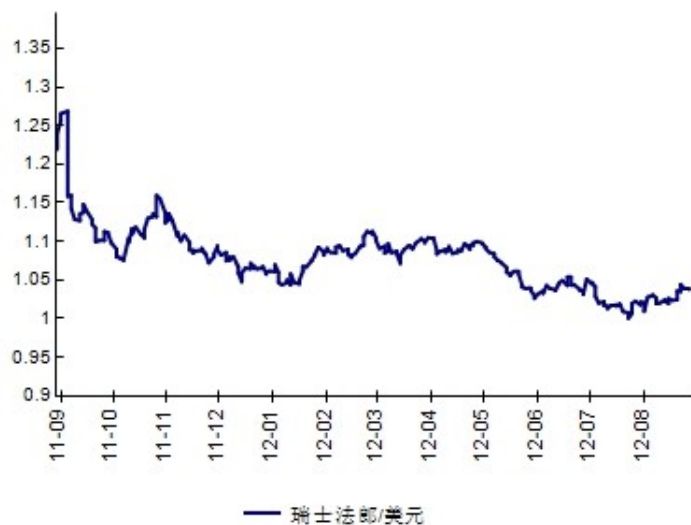
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元下跌, 由于德国企业信心指数连续四个月下跌。



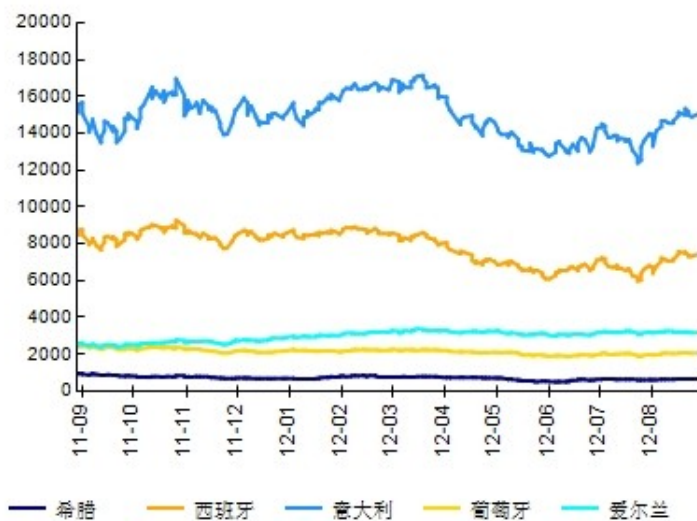
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



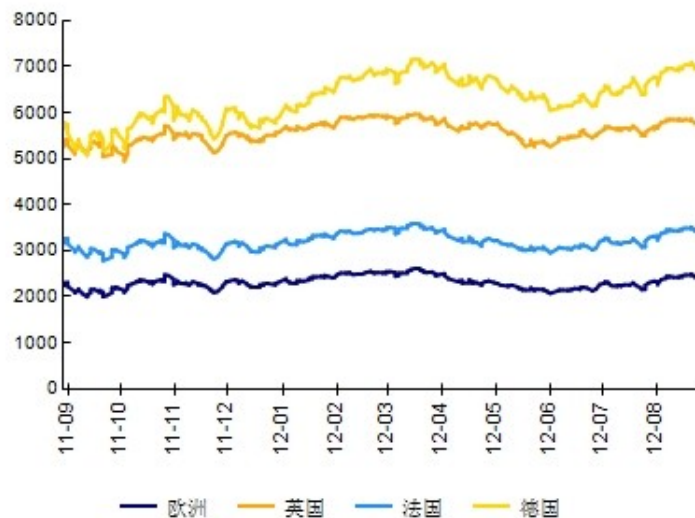
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均回升。



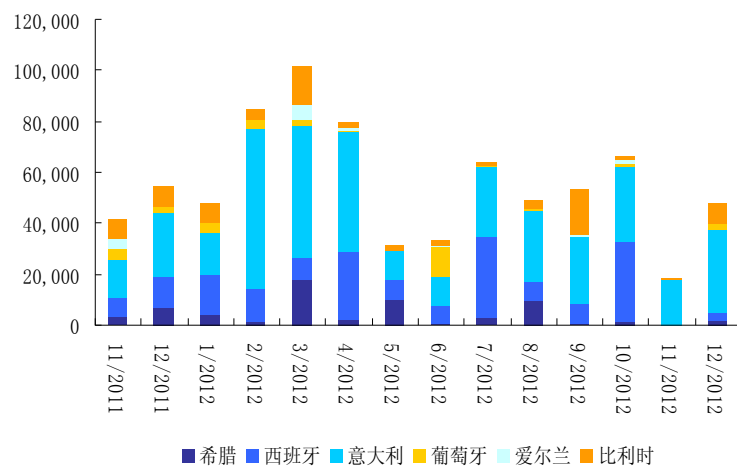
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅上涨, 由于市场预期欧央行将出台具体的购债计划。



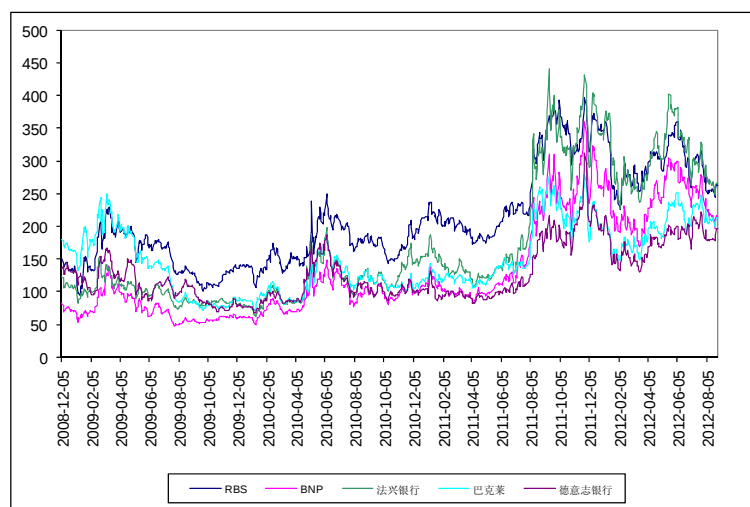
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示,



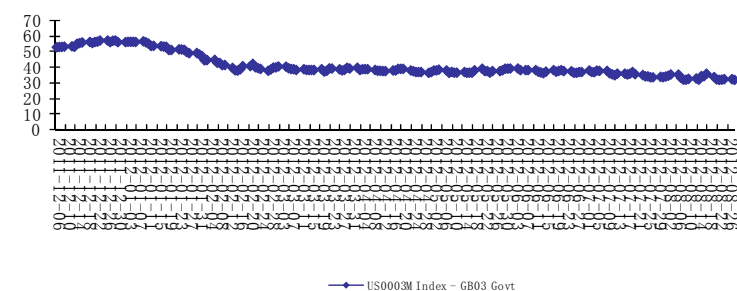
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



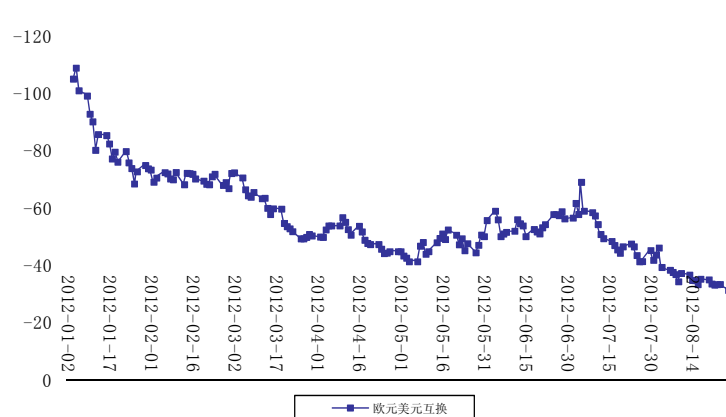
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下跌，资金趋松。



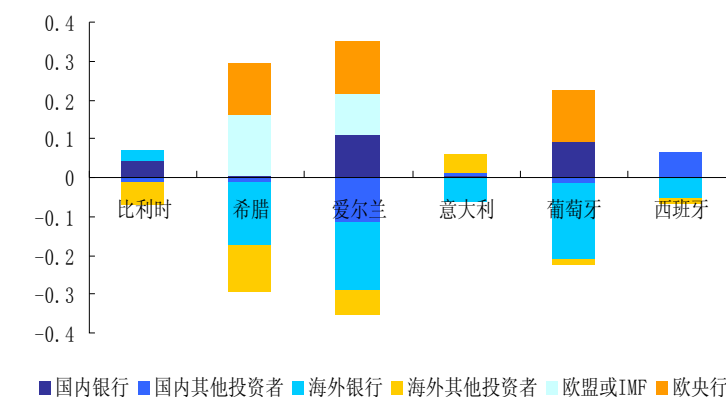
资料来源：申万研究

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。