

世界经济

2012 年 09 月 06 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

zhongjn@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjn@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>

冲销式 QE 在欧元区，而非美国

——9 月 6 日欧央行会议前瞻

总体判断：

- 9 月 6 日晚将举行欧央行议息会议，这将牵动全球金融市场。我们预计，欧央行将宣布启动新的债券购买计划，或称为货币单向交易（MOT, Monetary Outright Transactions）。主要内容将包括：承诺满足一定条件的冲销式债券购买，一方面，主要购买不超过 3 年的中央政府或地方政府发行的债券，不享受优先偿还权等优先级地位，期限最多为 3 年；另一方面，出售不能达到目标的国家的债券。
- 实施 MOT 将设置严格条件，例如成员国向欧央行求援并满足一定的对价，而且实施 MOT 后该国必须履行一定的义务，若未达标则会遭到欧央行抛售。这和美国可能实施的开放式 QE3 相比，主要集中于短期国债，而且这种冲销是针对各国之间的债券，附加一定条件，而非通过期限结构的调整。相同之处在于均不规定每月购债的金额，相机抉择，能控制央行资产负债表的扩张速度。
- MOT 在本质上是一种变相的证券市场计划（SMP, Security Market Programme）。同为货币政策工具之一，SMP 是欧央行于 2010 年 5 月 10 日首次启动，在满足一定条件时购买欧元区国家发行的短期国债。这是欧央行于 2010 年 5 月 10 日首次启动的公开市场操作之一，旨在通过干预欧元区国家债券市场、来解决这些细分市场紧张局势严重阻碍欧央行货币政策传导机制的问题。资金来源是欧元系统目前吸收的每周集合定期存款，而购买债券的范围原则上包括中央和地方发行的债券、以及私人债务证券，例如公司债。而上一次欧央行启动 SMP 要追溯到今年 3 月 9 日当周，现已连续半年未购买边缘国家国债了。截至 2012 年 8 月底，欧央行 SMP 下购买的债券总额为 2088.3 亿欧元。
- 从欧央行干预欧元区边缘国家的历史来看，效果是有限的，不及两轮更长期限再融资操作（LTRO）。2010 年 5 月启动 SMP 后，边缘国家各国收益率继续上行，只有在 2011 年 2 月进行大规模干预后，各国收益率才出现短暂下行。2012 年初开始，国债收益率也出现了一定下行，但我们认为这更多的是受到两轮 LTRO 的影响，总体上，SMP 试图通过注入流动性来安抚市场情绪，一定程度上理顺货币政策到各国债券市场的机制，总体上有一定效果，但不明显，所以欧央行连续半年未购买边缘国家国债。
- 由于 SMP 有其自身局限性，所以预计 9 月 6 日的欧央行议息会议将启动新的购债计划。原因在于：目前货币政策传导机制仍不顺畅，迫使欧央行不得不实施干预。银行间市场和银行的跨境交易均运转不畅，向银行输送的流动性最终也没有到达实体经济，信贷到了更严重的地步。而且，边缘国家国债市场的部分溢价严重受到投机资本的影响，造成欧央行货币政策不能有效传达，这亟待欧央行来解决。
- 相比之下，新购债计划 MOT 的优点在于：1、保持欧央行的资产负债表在可承受的范围内，通过冲销使其拥有足够的救助火力；2、避免被购入国债的国家的道德风险和市场投机行为，给该国施压促使其达到目标，从而避免其再度陷入融资成本高企的困境。当然，任何一个计划都不可避免地存在一定缺陷，MOT 的缺陷在于间接为欧元区国家融资，减轻了该国政府努力的动力，而且可能推高欧元区通胀水平，欧央行仍面临成本过高、投机资本套利的压力。

- 另外，今日的欧央行议息会议，将决定是否为 SMP 设置收益率目标区间，我们预计不会实施。设置收益率目标的目的在于，如果任一欧元区国家国债收益率超过该收益率区间上限，或该国与德国的国债收益率之差超出界限，则由欧央行直接出手买入该债券，避免投资者因不知道干预目标而持续抛售国债，但这也面临道德风险，投机者会将欧央行作为对手方而进行套利，而欧央行能用于 SMP 的资金有限，这一会使欧央行陷于被动，破坏货币政策的传导机制，而欧央行能用于 SMP 的资金有限。权衡利弊，我们认为，此次会议不会为 SMP 设置收益率目标区间。
- 总体上，我们认为此次欧央行会议的成果将是积极的，为边缘国家设置一道防火墙，通过注入流动性在一定程度上阻止其融资成本再度攀升，将促使欧债危机进一步缓解，但不能从根本上解决欧债危机的根本问题。逐步通过结构性改革恢复竞争力和经济增长动力，才是根本之道。

图 1：欧央行通过 SMP 干预欧元区边缘国家国债市场，效果有限



资料来源：DataStream，欧央行，申万研究

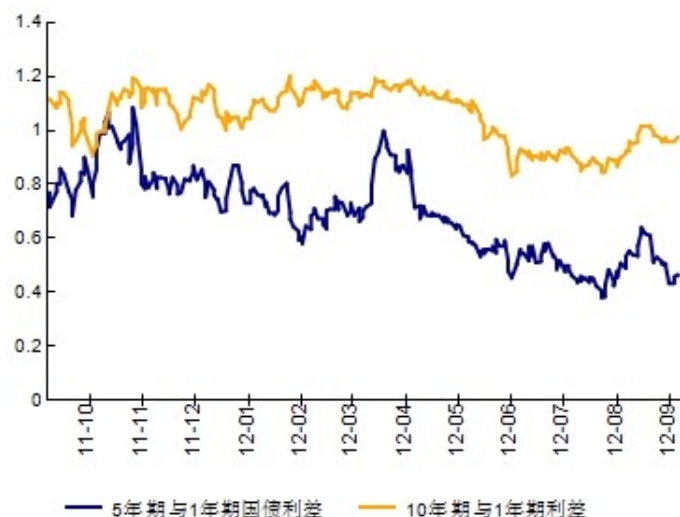
2. 美国8月汽车销量高于预期，美股金属上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



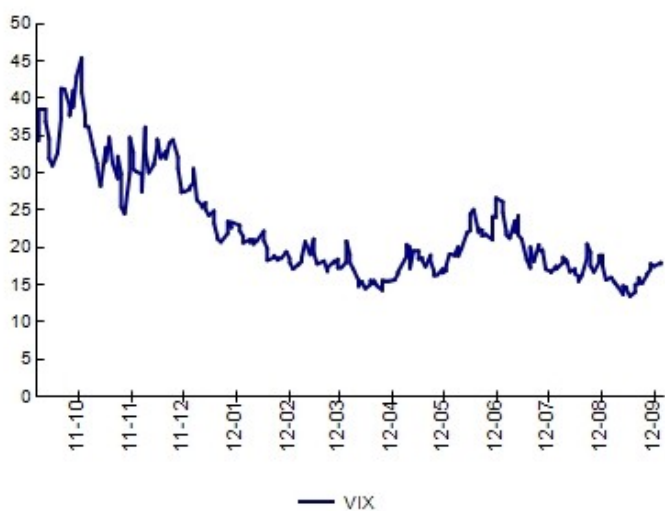
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减缓。



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小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均下滑，对美国债务违约风险的担忧有所减轻。



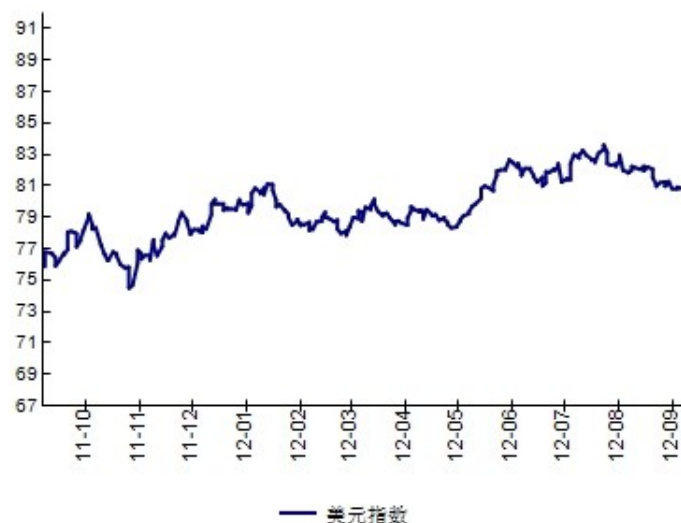
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元下跌，由于 ISM 纽约指数远低于上期。



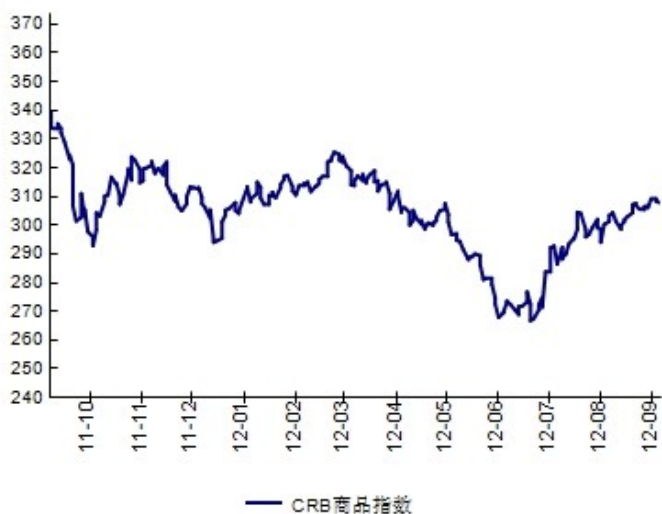
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数下挫，由于欧央行的购买国债计划，对其避险需求减弱。



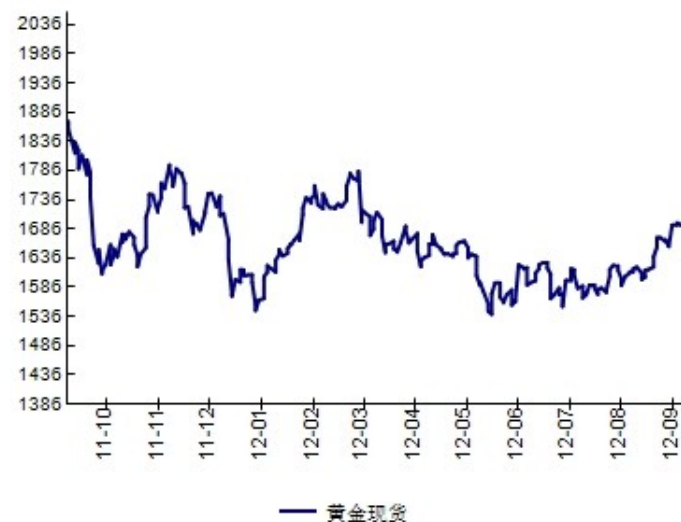
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于农产品和贵金属价格下滑所致。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅下跌，由于欧央行购买国债计划，对其避险需求有所减弱。



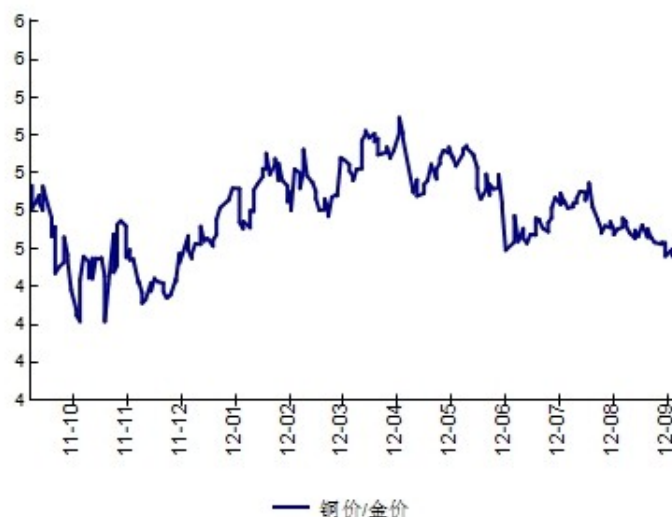
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅上涨，由于飓风关系，原油库存下滑幅度创 5 周来新高。



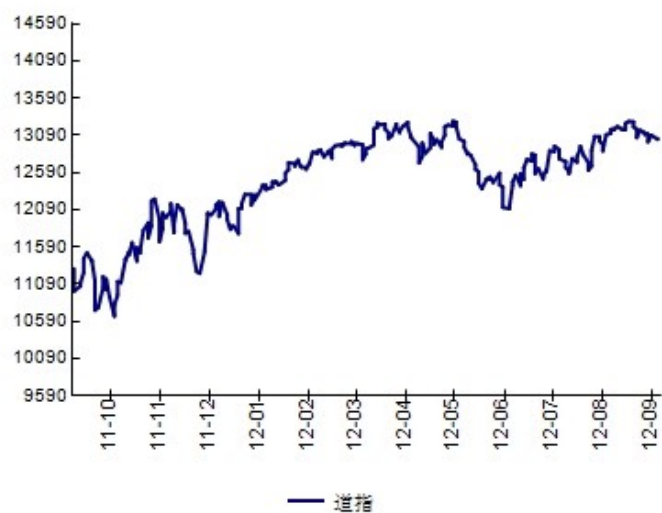
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上升，由于美国汽车销量数据好于预期且欧央行购债计划导致铜价回升。



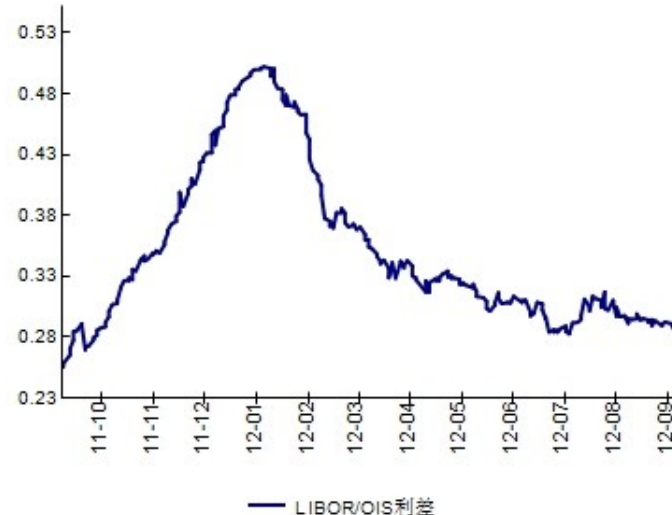
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于昨日美国公布的经济数据除 ISM 纽约指数外均好于预期，且受欧央行购债计划提振。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS利差下滑，银行信贷压力有所减轻。



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
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	142.21	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	132.54	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	66	60.6	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-10	-9	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	-4.30%	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.50%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	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%	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	2.40%	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	11.10%	15.00%	8.40%
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	0.30%	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	0.40%	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年 比)	Jul	1.40%	1.30%	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%	0.00%	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年 比)	Jul	1.70%	1.60%	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	374K	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	3307K	3316K	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	-47.3	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	3	8	5
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.2	53	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	74.3	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	2.80%	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	49	42.9	46.7
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	51.9	51.5	51.9
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	49.6	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	46	54	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.40%	-0.90%	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.20M	14.46M	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.03M	11.54M	11.00M
09/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 31	--	-2.50%	-4.30%
09/05/2012 20:30	非农生产力	2Q F	1.80%	2.20%	1.60%
09/05/2012 20:30	单位劳务成本	2Q F	1.40%	1.50%	1.70%
09/05/2012 21:45	ISM 纽约	Aug	--	51.4	55.2

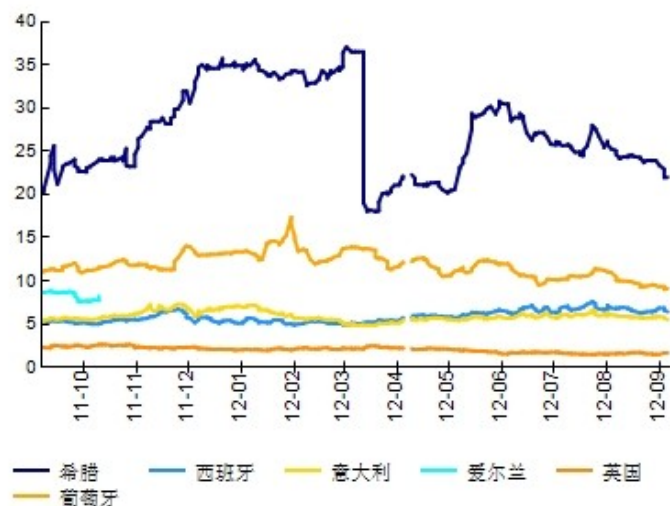
本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
09/06/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Aug	--	--	-44.50%
09/06/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	140K	--	163K
09/06/2012 20:30	首次失业人数	Sep 1	370K	--	374K
09/06/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 25	3315K	--	3316K
09/06/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 2	--	--	-47.3
09/06/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Aug	52.5	--	52.6
06-07 SEP	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
09/07/2012 20:30	非农就业人数增减	Aug	127K	--	163K
09/07/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Aug	138K	--	172K
09/07/2012 20:30	制造业就业人数增减	Aug	10K	--	25K
09/07/2012 20:30	失业率	Aug	8.30%	--	8.30%
09/07/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Aug	0.20%	--	0.10%
09/07/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Aug	1.80%	--	1.70%
09/07/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Aug	34.5	--	34.5
09/07/2012 20:30	家庭调查就业变动	Aug	--	--	-195
09/07/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Aug	--	--	15.00%
09/11/2012 03:00	消费者信用	Jul	\$8.800B	--	\$6.459B
09/11/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Aug	--	--	91.2
09/11/2012 20:30	贸易余额	Jul	-\$44.0B	--	-\$42.9B
09/11/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Sep	--	--	45.6
09/11/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jul	--	--	3762
09/12/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 7	--	--	-2.50%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Aug	1.40%	--	-0.60%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Aug	--	--	-3.20%
09/12/2012 22:00	批发库存	Jul	0.30%	--	-0.20%
09/13/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	--	46.4
09/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Aug	1.00%	--	0.30%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	--	0.40%
09/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Aug	--	--	0.50%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Aug	--	--	2.50%
09/13/2012 20:30	首次失业人数	Sep 8	--	--	--
09/13/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 1	--	--	--
09/13/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 9	--	--	--
09/14/2012 00:30	FOMC 利率决策	Sep 13	--	--	0.25%
09/14/2012 02:00	预算月报	Aug	-\$160.0B	--	-\$134.1B
09/14/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Aug	0.50%	--	0.00%
09/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	--	0.10%

3. 欧央行购买国债计划中包含无限制购买，欧股

欧元上扬

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



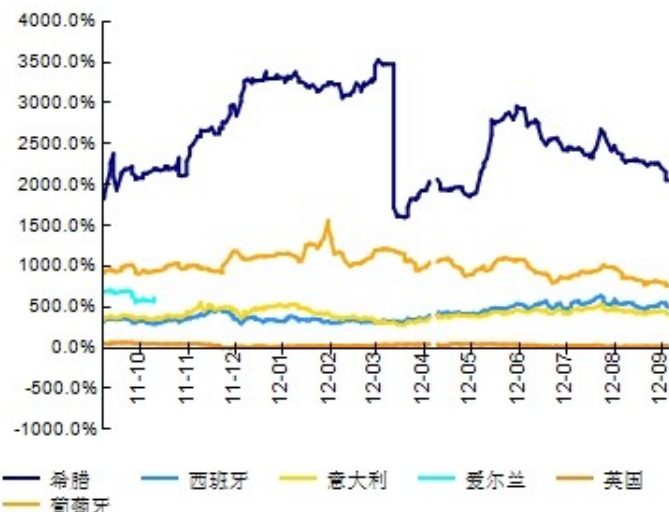
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均继续下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙外，其他国国债利差均下滑，对经济担忧情绪有所减缓。



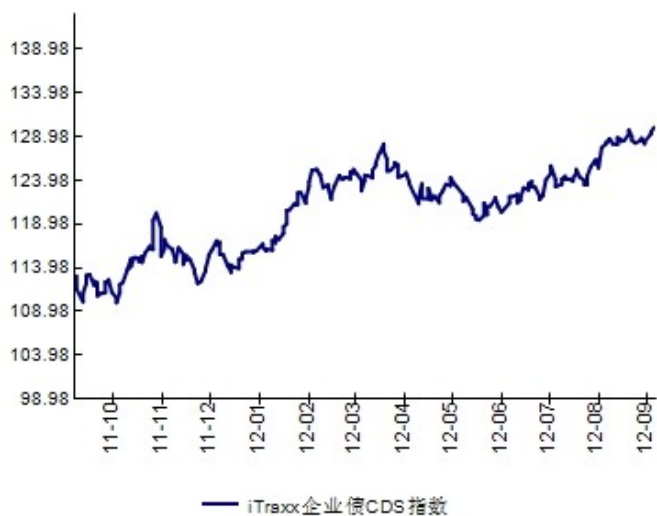
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



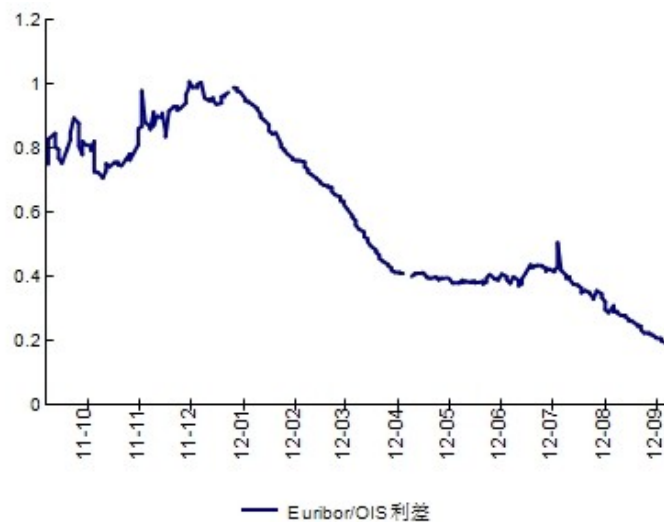
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 上升，对企业违约风险情绪加剧。



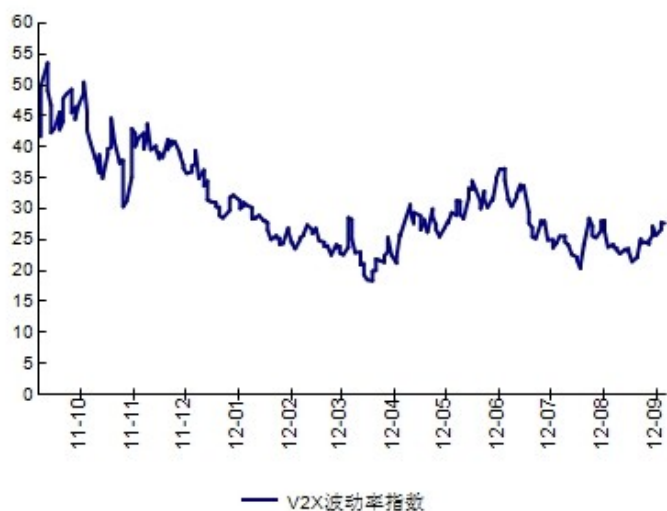
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差小幅下降，显示银行信贷压力有所减轻。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动下滑，股市波动风险减小。



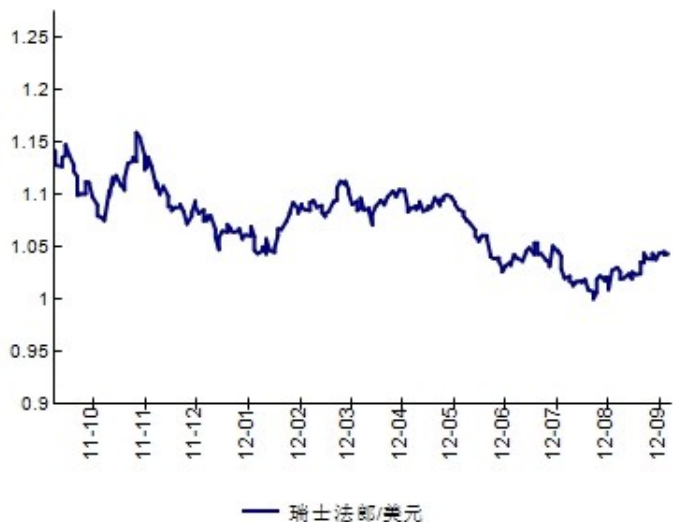
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元上涨，由于欧央行的购买国债计划包括无限制购买。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上扬, 对美元的避险需求有所下降。



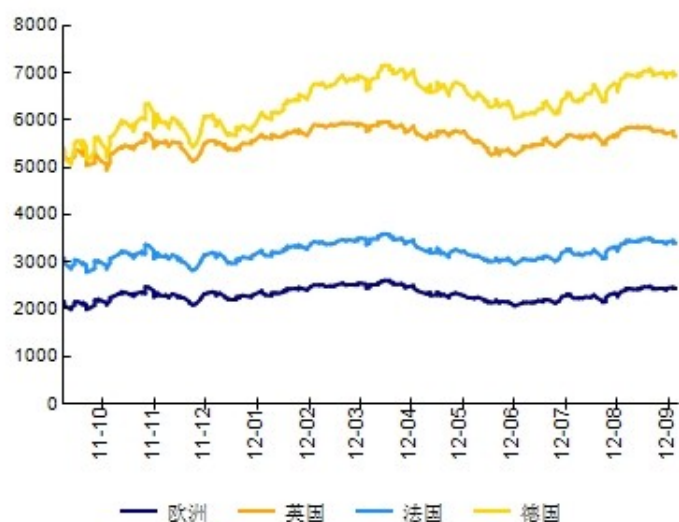
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙外, 其他欧猪五国股市均回升。



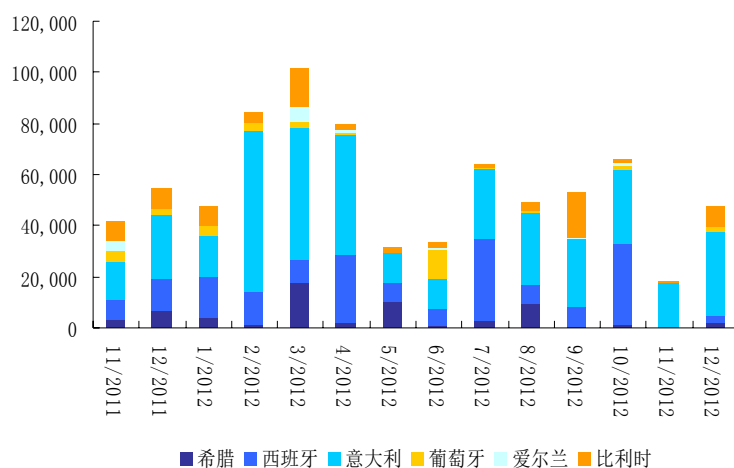
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 其他欧洲股市均小幅上涨, 由于消息指称欧央行购买国债计划中包含一项无限制购买。



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



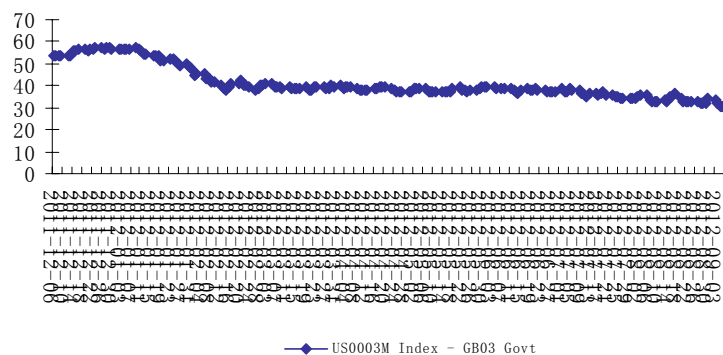
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



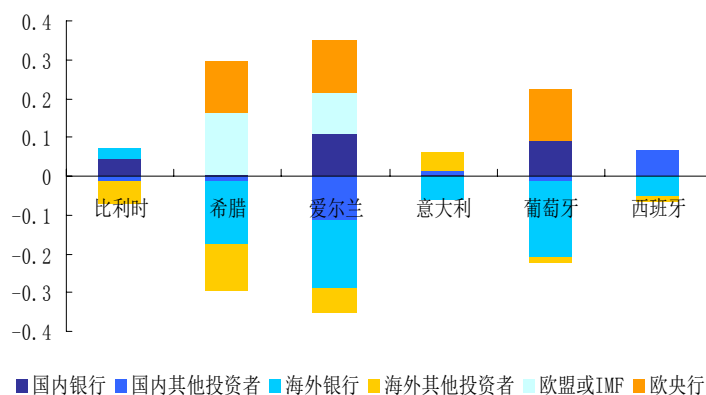
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本上涨。



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

9 月 6 日	欧央行公布利率决议
9 月 12 日	德国最高法院宣布对 ESM 合法性的判决；荷兰大选
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

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%
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4

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。