

2012 年 11 月 5 日

美国劳动力改善，欧元区 PMI 继续下滑

——国际财经监控日报 11 月 5 日

相关研究

美国延续 QE3，12 月或加码
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度通胀存隐患
2012 年 10 月 16 日

美国 9 月劳动力市场出现一定程度的改善，但不容过于乐观
2012 年 10 月 9 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

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>

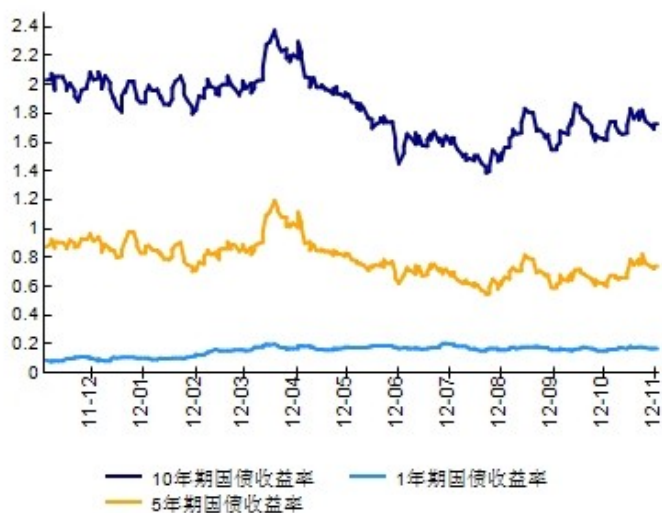
总体判断：

- 根据美国劳工部上周五公布的数据，10 月新增非农就业人数 17.1 万人，超过市场预期的 12.5 万人和我们预期的 14 万人。更积极的消息是，劳工部将 8 月数据上修 5 万人至 19.2 万人，9 月数据上修 3.4 万人至 14.8 万人，显示近三个月美国劳动力市场改善情况良好，不过这也预示美国开放式 QE3 的必要性下降，12 月 11 日和 12 日延长 QE3 的概率仍然较大，但可能先延至明年 6 月底。这无形中打压了市场的流动性预期，对流动性所推动的风险资产价格产生不利影响。
- 根据企业调查的数据，美国近三个月月均新增就业 17 万人，10 月私营部门新增就业人数更加速至 18.4 万人，创 8 个月新高，其中私营服务业贡献了新增就业的 95%，特别是法律、科技和管理等职业和商业服务业新增就业最多，达 5.1 万人，占新增就业的 30%，而零售业也贡献了新增就业人数的 21%，可喜的是，制造业就业也扭转了前两个月的裁员趋势，10 月新增就业 1.3 万人，出现了轻微复苏。绝大部分行业均在创造就业机会，只有采掘业、汽车和零部件行业新增就业人数为负，即出现净裁员，政府部门就业也下降 1.3 万人，对劳动力市场复苏形成拖累。另一个负面因素在于，平均每周薪水下滑 0.3% 至 664.94 美元，这对于未来劳动力的就业积极性形成一定压制。
- 根据家庭调查的数据，失业率上升 0.1 个百分点至 7.9%，不过不必过于担忧。因为这部分是因为更多人开始找工作，参与度再度从 63.6% 升至 63.8%，这实际上是一个积极信号，意味着更多人开始积极找工作，可能是出于对经济和劳动力市场的预期改善，不过求职人数增速超过就业岗位的增速，所以失业率回升。如果将消极找工作和因经济原因而兼职等失业人数均统计在内，实际失业率反而下降 0.1 个百分点至 14.6%。不过消极的因素在于 27 周及以上的失业人口占比上升 0.5 个百分点至 40.6%，说明新进入劳动力市场的人中有相当一部分人失业期限较长，而这部分人找工作难度最高，这对于未来就业增添了不确定性。
- 总体来看，美国劳动力市场确实出了较好的复苏势头，积极意义更大，不仅新增就业超过前三个季度，而且更多人进入劳动力市场，原因在于房地产市场持续复苏，零售、商业和医疗等服务业对人员的需求依然强劲，而且今年以来公共部门整体仍增加 2 万人，相比前两年 47.7 万人的失业人数有了好转。但是，我们仍需警惕的是，目前失业率仍然高企，而且长期失业人口占比上升。然而，这对于资产价格或有一定负面影响，因为以劳动力市场是否显著改善为终止条件的 QE3 的必要性略有下降，这压制了人们对流动性改善程度的预期，短期或对风险资产造成一定下行压力。不过，我们认为，劳动力市场改善不会一帆风顺，而且离美联储的目标值仍有较大差距，所以，目前来看，将 QE3 延期仍是大概率事件。

- 继英国、希腊等国 10 月制造业 PMI 下滑后，周五公布的欧元区制造业 PMI 从上月的 46.1 下滑至 45.4，略高于此前 45.3 的初值，但是仍处于低位，而且已经连续 15 个月收缩。
- 从分项指标来看，产出连续 8 个月下滑。其中中间品和投资品加速衰退，而消费品则继续下滑；10 月新订单指标也进一步收缩，主要由于国内需求持续低迷且欧元区间的贸易需求也进一步下降；新出口订单连续 16 个月收缩，同样是中间品和投资品生产商的出口订单大幅下滑所致，而消费品的出口订单边际上升；产成品库存、购买量和就业，这 3 项指标均下降，主要因为成本压力高企。原材料价格连续两月上涨，行业竞争激烈导致生产者议价能力有所削弱，企业利润空间有限。
- 分国家来看，10 月制造业 PMI 下滑的国家多于上月。除了爱尔兰的制造业继续扩张外，其他国家均在收缩。德国、意大利、西班牙、奥地利和希腊均加速收缩，而法国的衰退速度略有减缓。希腊和西班牙的制造业就业率下滑最大。
- 欧元区 10 月制造业 PMI 下滑，或意味着四季度欧洲经济回升的动力减弱，这与我们之前下调欧洲四季度 GDP 环比增速至-0.5%是一致的。我们预计，欧元区制造业 PMI 将继续反复，12 月或有所上涨，主要因为节日效应所推动。而欧元区制造业真正改善或回暖，则需要较长时间的调整，因为欧债危机导致欧元区经济未来的增长将持续低迷。

1. 欧元区 10 月制造业进一步衰退, 美股商品下跌

图 1: 美国国债收益率下降, 对经济形势担忧有所增加。



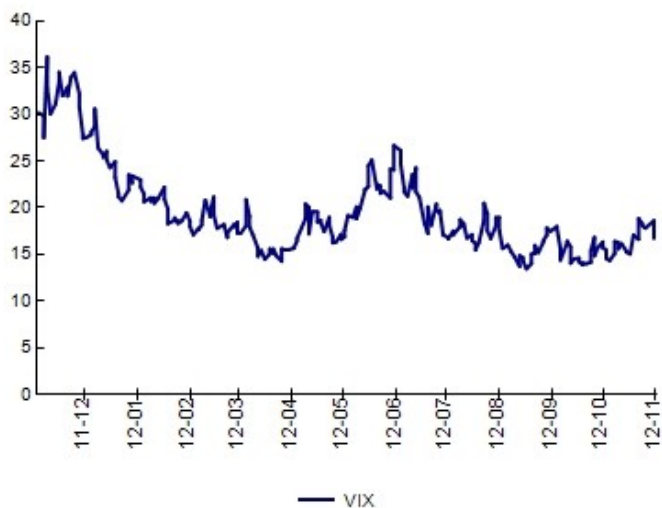
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 2: 美国国债利差下滑, 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加大。



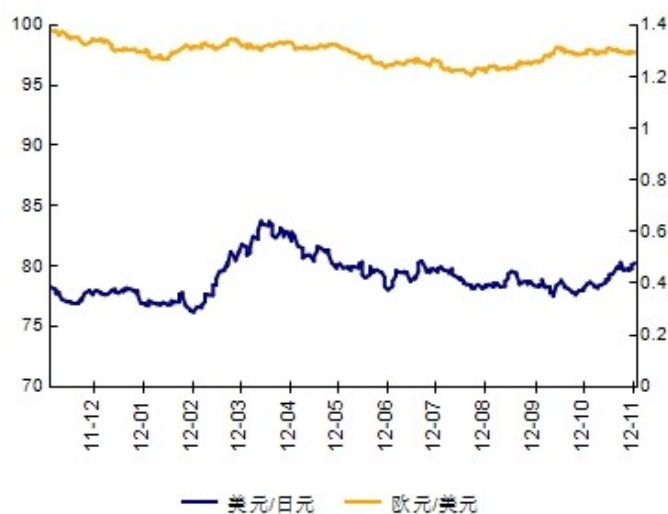
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 4: 美国 10 年期 CDS 大幅上涨, 对美国长期债务违约风险的担忧有所增加。



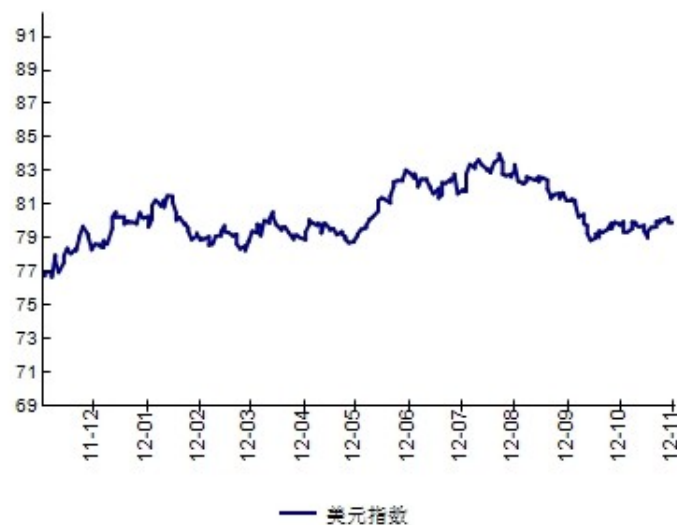
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 5：美元上升，由于美国 10 月就业情况继续改善。



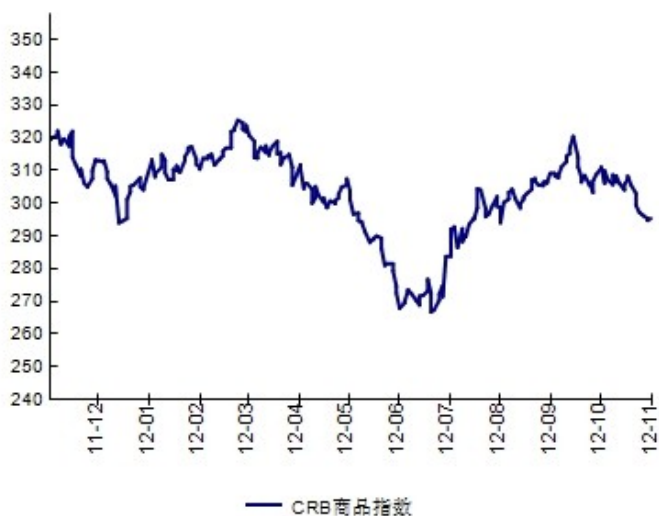
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅上扬，由于欧元区 10 月制造业进一步衰退，对其避险需求增加。



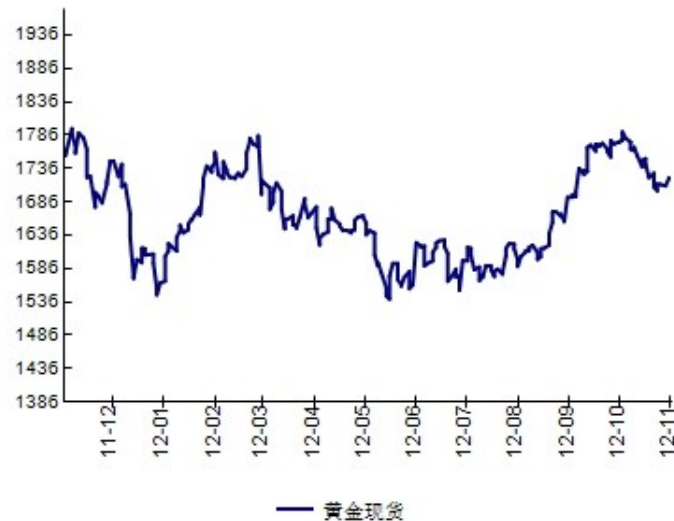
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格大幅下挫，由于金属能源价格下滑拖累。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格下跌，对其避险需求有所减弱。



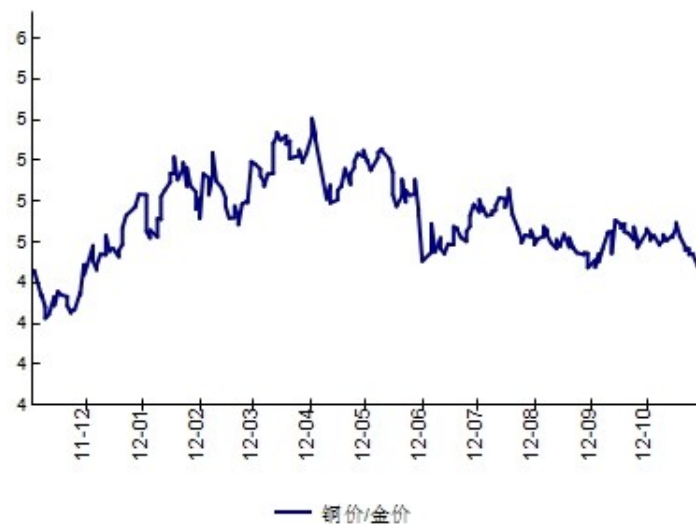
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格下降，由于飓风影响原油产量。



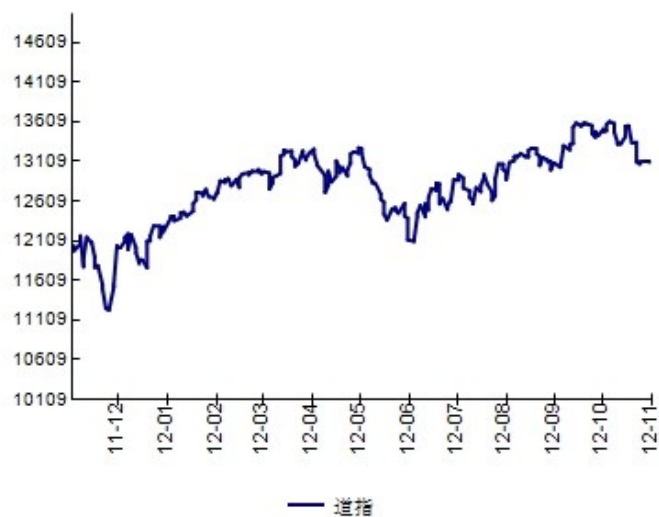
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比与上一日持平，由于欧元区制造业 PMI 继续收缩导致铜价下跌。



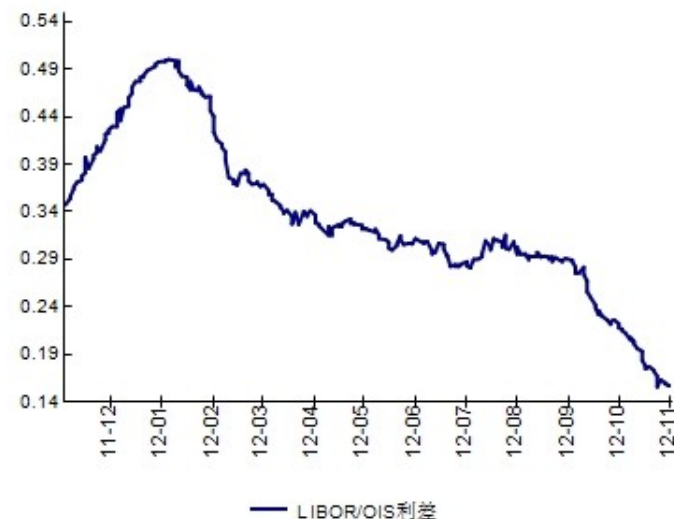
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下挫，虽然美国就业有所改善，但是欧元区经济数据不理想导致股价回落。



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

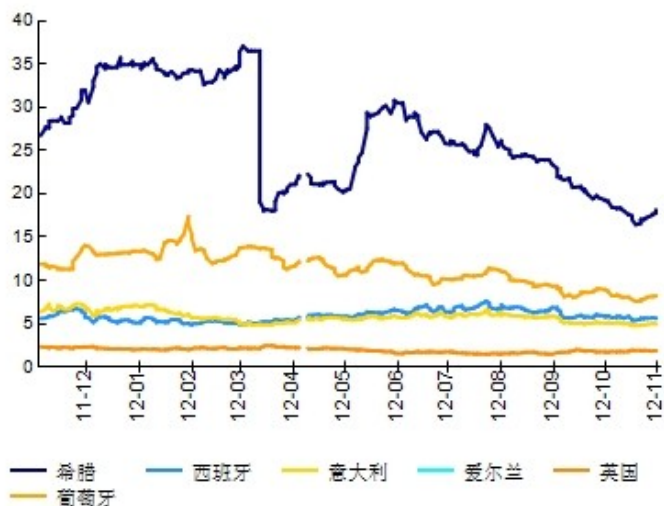
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
10/29/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Sep	0.40%	0.40%	0.40%
10/29/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年比)	Sep	1.70%	1.70%	1.50%
10/29/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Sep	0.10%	0.10%	0.10%
10/29/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	Sep	1.70%	1.70%	1.60%
10/29/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Oct	0	1.8	-0.9
10/30/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	Aug	0.50%	0.49%	0.44%
10/30/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Aug	1.90%	2.03%	1.20%
10/30/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Aug	--	145.87	144.61
10/31/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	26-Oct	--	-4.80%	-12.00%
10/31/2012 20:30	员工成本指数	3Q	0.50%	0.40%	0.50%
10/31/2012 21:00	密尔沃基采购经理指数	Oct	--	43.3	47.2
10/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Oct	51	49.9	49.7
11/01/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Oct	--	11.60%	-70.80%
11/01/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Nov	--	48.9	48.4
11/01/2012 20:15	ADP Releasing New Methodology				
11/01/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Oct	131K	158K	162K
11/01/2012 20:30	非农生产力	3Q P	1.80%	1.90%	2.20%
11/01/2012 20:30	单位劳务成本	3Q P	0.80%	-0.10%	1.50%
11/01/2012 20:30	首次失业人数	Oct 27	370K	363K	369K
11/01/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Oct 20	3250K	3263K	3254K
11/01/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Oct	51.3	51	51.3
11/01/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Oct 28	--	-34.7	-34.6
11/01/2012 22:00	消费者信心	Oct	73	72.2	70.3
11/01/2012 22:00	ISM 制造业	Oct	51	51.7	51.5
11/01/2012 22:00	ISM 支付价格	Oct	56.5	55	58
11/01/2012 22:00	建筑开支月环比	Sep	0.70%	0.60%	-0.60%
11/02/2012 05:00	汽车总销售量	Oct	14.90M	14.22M	14.88M
11/02/2012 05:00	国内汽车销售量	Oct	11.48M	11.10M	11.49M
11/02/2012 20:30	非农就业人数增减	Oct	125K	171K	114K
11/02/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Oct	123K	184K	104K
11/02/2012 20:30	制造业就业人数增减	Oct	-5K	13K	-16K
11/02/2012 20:30	失业率	Oct	7.90%	7.90%	7.80%
11/02/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Oct	0.20%	0.00%	0.30%
11/02/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Oct	1.70%	1.60%	1.80%
11/02/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Oct	34.5	34.4	34.5
11/02/2012 20:30	家庭调查就业变动	Oct	--	410	873
11/02/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Oct	--	14.60%	14.70%
11/02/2012 22:00	工厂订单	Sep	4.60%	4.80%	-5.20%

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
11/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	Oct	54.5	--	55.1
05-10 NOV	ISM 纽约	Oct	--	--	52.9
11/06/2012 23:00	JOLTS 职位空缺	Sep	--	--	3561
11/07/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 2	--	--	-4.80%
11/08/2012 04:00	消费者信用	Sep	\$10.250B	--	\$18.123B
11/08/2012 21:30	贸易余额	Sep	-\$45.0B	--	-\$44.2B
11/08/2012 21:30	首次失业人数	Nov 3	370K	--	363K
11/08/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Oct 27	3260K	--	3263K
11/08/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 4	--	--	-34.7
11/09/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	Oct	0.00%	--	1.10%
11/09/2012 21:30	进口价格指数(同比)	Oct	-0.40%	--	-0.60%
11/09/2012 22:55	密歇根大学消费者信心	Nov P	82.9	--	82.6
11/09/2012 23:00	批发库存	Sep	0.40%	--	0.50%
11/13/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Oct	--	--	92.8
11/13/2012 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Nov	--	--	54
13-17 NOV	房贷拖欠	3Q	--	--	7.58%
13-17 NOV	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	--	4.27%
11/14/2012 03:00	预算月报	Oct	-\$126.0B	--	--
11/14/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 9	--	--	--
11/14/2012 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Oct	0.20%	--	1.10%
11/14/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Oct	0.20%	--	0.00%
11/14/2012 21:30	工业生产者出厂价格(同比)	Oct	2.70%	--	2.10%
11/14/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Oct	2.50%	--	2.30%
11/14/2012 21:30	商品零售额	Oct	0.60%	--	1.10%
11/14/2012 21:30	除汽车外零售额	Oct	0.60%	--	1.10%
11/14/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	Oct	--	--	0.90%
11/14/2012 21:30	零售销售“对照小组”	Oct	--	--	0.90%
11/14/2012 23:00	营运库存	Sep	0.30%	--	0.60%
11/15/2012 03:00	Minutes of FOMC Meeting				
11/15/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	Oct	0.10%	--	0.60%
11/15/2012 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Oct	0.20%	--	0.10%
11/15/2012 21:30	居民消费价格(同比)	Oct	2.20%	--	2.00%
11/15/2012 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	Oct	2.00%	--	2.00%
11/15/2012 21:30	消费价格指数-无季节调整	Oct	--	--	231.407
11/15/2012 21:30	CPI 核心指数 经季调	Oct	--	--	230.58
11/15/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	Nov	-4	--	-6.16

2. 美国 10 月就业数据转好，欧股上涨

图 13：除英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



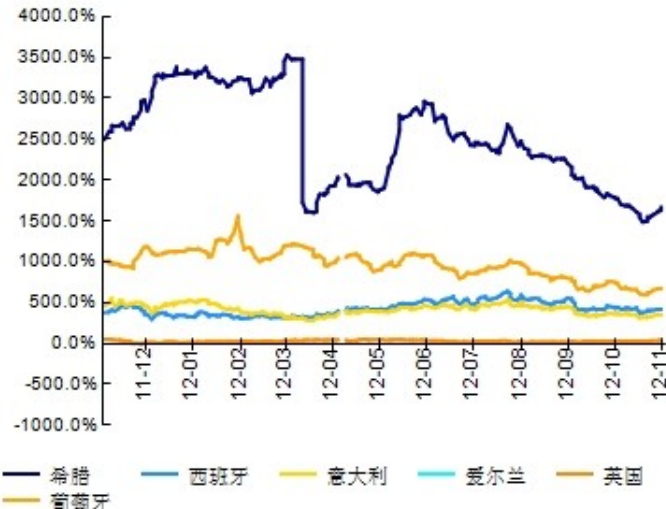
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



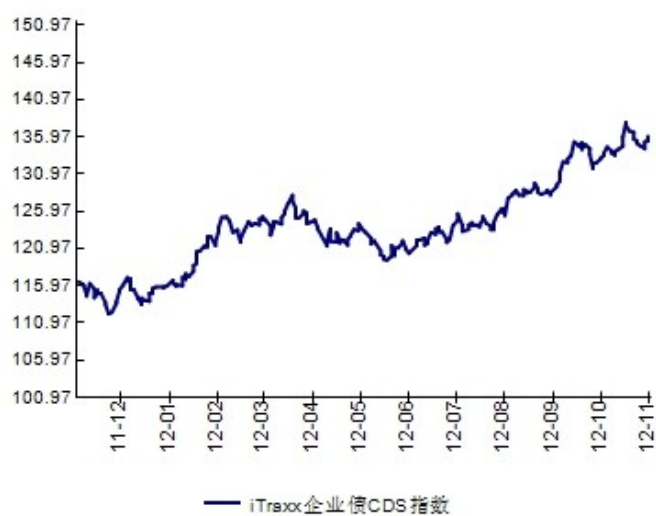
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



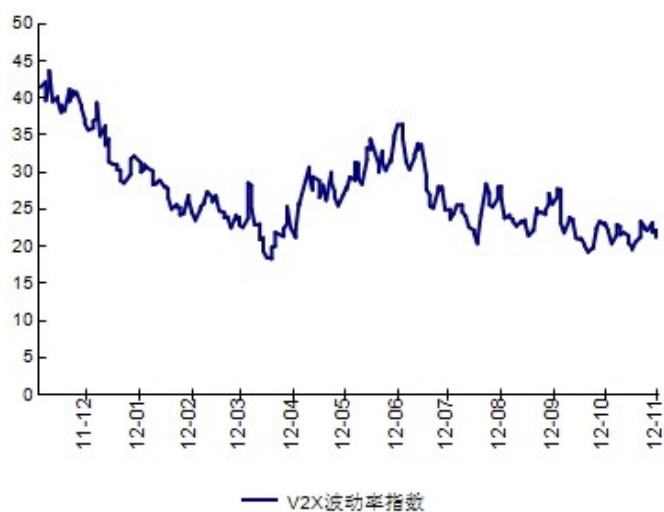
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下滑, 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, 股市波动风险减小。



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 20: 欧元下跌, 由于欧元区各国 (除爱尔兰和法国) 制造业 PMI 数据不理想。



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。

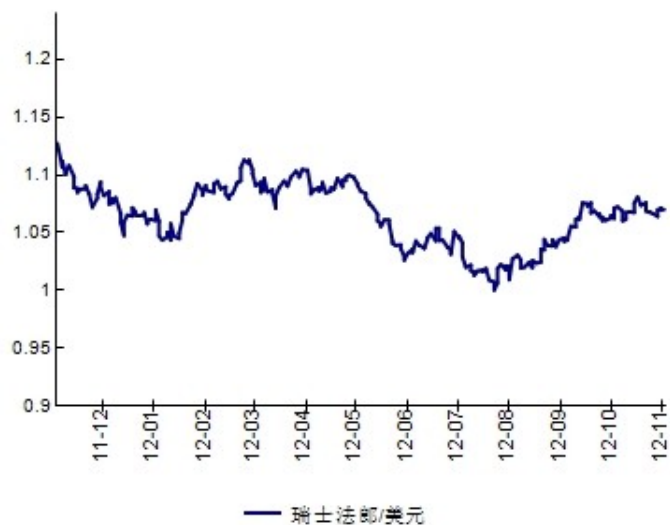
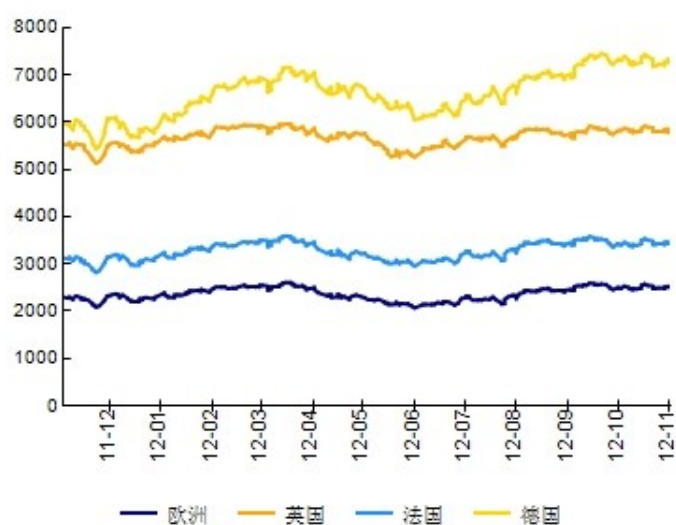


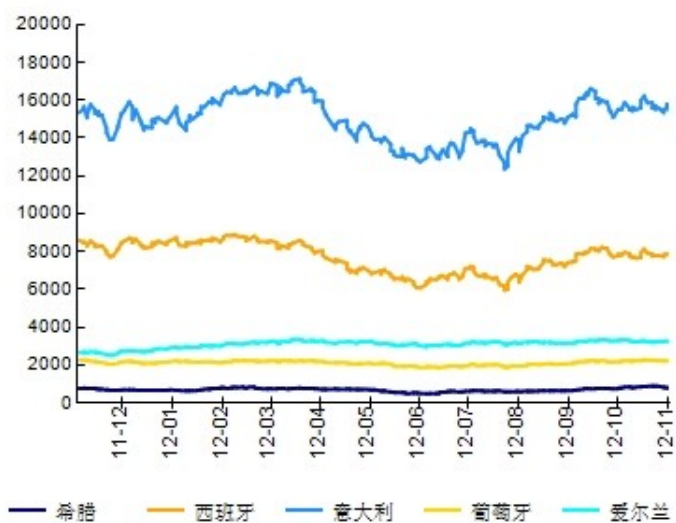
图 22: 欧洲股市均小幅上升, 由于美国 10 月就业数据继续转好。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

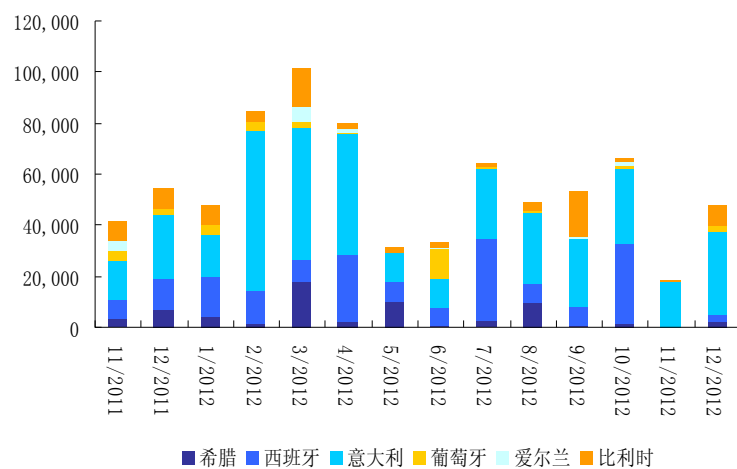
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙和意大利外, 其他欧猪五国股市均回升。



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



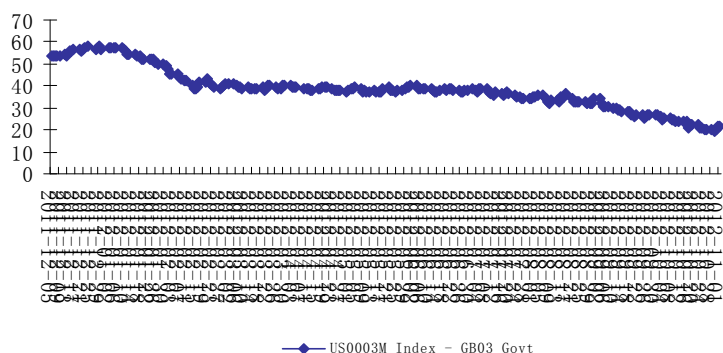
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除 RBS 和德意志外, 其他银行 CDS 均下滑。



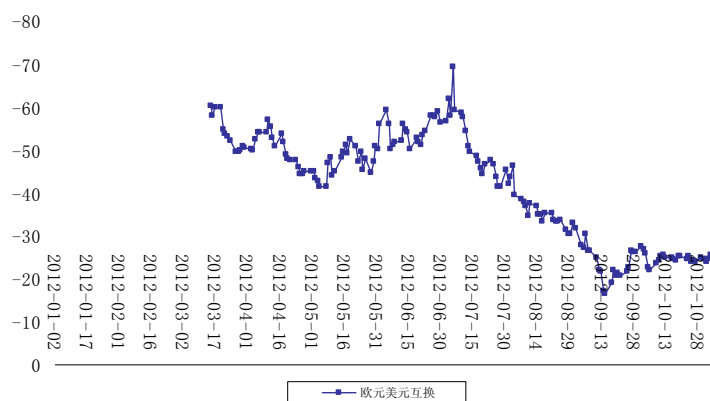
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 与上一日持平。



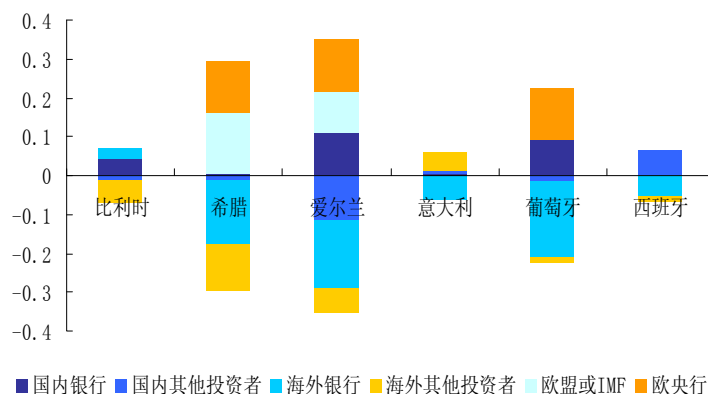
资料来源: 申万研究

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：欧美重大事件日程

10月18日	爱尔兰 249 亿欧元债务到期
10月18-19日	欧盟委员会会议
10月24日	美联储议息会议
10月31日	西班牙 159 亿欧元债务到期
11月4-5日	G20 财长会议
11月6日	美国总统大选
11月8日	欧央行公布利率决议
11月12-13日	欧元集团会议
12月6日	欧央行公布利率决议
12月12日	美联储议息会议
12月12日	欧洲理事会会议
12月15日	意大利 189 亿欧元债务到期
12月	三驾马车审核葡萄牙、爱尔兰

资料来源：bloomberg、申万研究

表 2：欧洲主要国家的重要经济指标

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	12-10-10	BBB-	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
	01-12-13	AAA	正面	09-01-19	AA+	负面			
				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。