

增长黯淡无光，危机依然难解

- **长期制约因素叠加短期冲击导致 2011 年全球经济增长不及预期。**
2011 年全球经济并未如 2010 年末时所预期的方向发展，主要原因在于短暂的财政与货币刺激对经济的短时刺激给予了全球经济即将回归正常中性增长的错觉，但实际上，短时的繁荣并不能掩盖制约经济长期增长的问题：财政扩张拉动需求增长转向私人部门需求自然增长的再平衡与新兴市场国家从外部需求转向国内需求的再平衡均未实现。在受到日本地震及中东北非政局动荡带来的油价震荡冲击之后，全球经济受到冲击的程度显示复苏的基础仍然非常脆弱。
- **经济刺激政策成本消化期来临，未来制约全球经济增长的因素长期存在。**伴随着刺激政策的退出，全球经济活动的变化将持续围绕着发达国家资产负债表的修复而持续震荡，而在债务危机扩散未得到有效抑制，流动性缺乏未得到有效缓解之前，债务风险还将持续扩大，成为未来经济下行的最主要风险。
 - **欧洲债务危机蔓延至银行系统，流动性枯竭形成新的威胁，债务货币化不可避免。**(1) 短期来看新救助方案缺乏细节和可操作性，危机已经扩散至银行系统，流动性紧缩对欧洲经济形成新的威胁，警惕明年 2、3、4 月南欧偿债融资高峰期的再一轮动荡。(2) 长期来看债务货币化将不可避免，欧央行继续降息和扩大资产购买规模势在必行。(3) 主动财政紧缩和被动信贷紧缩将拖累欧洲经济再次陷入衰退。
 - **美国公共、私人两部门双重去杠杆将导致经济增长中枢下移。**(1) 库存增长缓慢、房地产市场低迷表明美国未进入新一轮经济周期(2) 经济周期叠加政治周期导致货币、财政政策双双触及瓶颈，大选来临刺激出口将是唯一途径(3) 财政紧缩将直接拖累 GDP 增速 0.6 个百分点，预计 2012 年全年经济增长 1.2%。
 - **新兴市场国家需警惕资本流出风险。**(1) 欧洲金融系统流动性紧缺叠加国际资本市场避险情绪升温，这或导致全球资本向欧美回流。(2) 欧洲银行从新兴国家信贷撤资或对新兴国家实体经济造成冲击。(3) 近期新兴国家货币普遍大幅贬值，资本外流风险不可忽视。
- **需求回落将导致原油价格在 2012 年初继续下行，通胀水平将继续回落。**随着成熟市场国家危机后刺激政策的退出，经济增速很有可能较危机后的快速反弹出现下滑；新兴经济体伴随着通胀与经济结构性调整的必然，也将面临经济增速出现下滑的情形，在此基础上，全球范围内对石油需求可能会在四季度以及 2012 年初出现萎缩。考虑到美元在未来很有可能继续走强，我们预期这将促使以美元定价的原油价格下行压力更加明显，全球通胀将继续回落。但谨慎的看，随着西方国家对伊朗制裁加重，并不排除短期内原油价格暴涨风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何珮
Tel: 010-6650 0813
Email: hepei@hczq.com

联系人：柴小虎
Tel: 010-6650 0830
Email: chaixiaohu@hczq.com
执业编号：S0960111070138

相关研究报告

目 录

第一部分：长期制约因素叠加短期冲击共同导致 2011 全球经济增长不及预期.....	4
一、日本地震对全球制造业造成短时冲击.....	4
（一）日本地震对全球汽车及电子产品产业链生产造成冲击	4
（二）汽车供给减少影响汽车消费，拖累二季度经济增长	5
二、北非政局动荡导致原油价格陡增对需求与生产两端均产生抑制	5
（一）油价陡增削弱实际消费水平，抑制生产扩张	6
第二部分：经济刺激政策成本消化时期来临，未来制约全球经济增长的因素将长期存在...	7
一、欧洲债务危机引发的财政紧缩和银行被动信贷紧缩导致衰退风险加大	7
（一）回顾今年针对欧洲债务危机的努力：仍然在“拖”	7
（二）“拖”造成了风险横向和纵向加剧扩散——没有下一个，只有剩下的全部	8
（三）流动性趋紧逼迫欧央行逐渐扮演更重要角色，债务货币化将成最终选择	10
（四）最新进展：救助方未拿出救助操作细节	11
（五）政策方向：欧央行将持续降息预防经济步入衰退	12
二、美国公共私人部门去杠杆制约需求增长拖累美国长期中性增速	12
（一）美国私人部门消费将维持疲弱增长	13
（二）美国政府大规模紧缩财政将直接拖累经济增速	14
（三）典型化事实表明美国未进入新一轮经济周期	14
（四）政策空间：货币、财政双双触及瓶颈，刺激出口是唯一途径	15
三、新兴市场国家面临资本流出风险加重	17
第三部分： 预期原油价格将在 2012 年初逐渐回落.....	18
（一）全球范围对石油需求可能出现回落	18
（二）美元或走强将影响原油定价走低	19

图表目录

图表 1 美国汽车及相关零部件生产大幅下滑	5
图表 2 二季度汽车价格大幅上涨	5
图表 3 美国从日本进口汽车大幅下滑	5
图表 4 美国二季度汽车销售大幅下滑	5
图表 5 原油价格从 1 月末开始陡增，5 月末随着政治形势逐渐稳定有所回落	6
图表 6 美国实际零售销售环比出现负增长	6
图表 7 欧洲实际零售环比增速下滑	6
图表 8 美国二季度私人部门实际消费对 GDP 贡献大幅下滑	7
图表 9 欧洲国家赤字占 GDP 比例（2010）	8
图表 10 欧洲国家债务存量占 GDP 比例（2010）	8
图表 11 2011 年对欧洲债务危机的救助协议没有上升至实质层面也未落到实处	8
图表 12 债务危机财政紧缩和银行渠道对实体经济造成危害	8
图表 13 2012 年关于欧洲债务问题需要关注的时间窗口	9
图表 14 欧洲企业债价格大幅下滑	10
图表 15 欧洲央行近 3 个月大规模购入国债	10
图表 16 流动性紧缺，欧洲各国国债收益率大幅上升	10
图表 17 衰退时失去的岗位未得到明显恢复，就业市场持续低迷	13
图表 18 居民收入增长缓慢	13
图表 19 消费者信心持续萎靡	13
图表 20 美国居民储蓄率随资产价格下降而走高	14
图表 21 ECRI 经济领先指标预示美国经济弱增长格局没有突破	15
图表 22 通胀形势：奥巴马所面临唯一好于前几任总统的经济变量	15
图表 23 就业形势：弱势经济增长难以大幅压低失业率	15
图表 24 奥巴马政府与伯南克联储均面临无政策空间的现状	16
图表 25 美国未来政策取向：刺激出口是唯一途径	17
图表 26 流动性紧缺，国际资本回流导致俄罗斯卢布，巴西雷亚尔贬值	18
图表 27 流动性紧缺，国际资本回流导致印尼卢比，印度卢比贬值	18
表格 1 IMF 不断下调其对全球经济增速预测	4
表格 2 日本在全球半导体材料生产当中几乎占据垄断地位	4
表格 3 欧洲主要国家银行对意大利及西班牙主权债务风险敞口	10
表格 4 2012 年欧洲各国财政紧缩将拖累 GDP 的程度将较 2011 年更为严重	11
表格 5 国际机构对欧元区经济增测预测普遍悲观	12
表格 6 2012 年美国财政紧缩将拖累名义 GDP 增速约 0.6 个百分点	14
表格 7 奥巴马政府与伯南克联储均面临无政策空间的现状	16
表格 8 美国未来政策取向：刺激出口政策将对我国出口形成压力	17
表格 9 预期 2012 年原油需求量变化将呈现从收缩到企稳的趋势	18
表格 10 欧美主要针对伊朗金融与能源的新一轮制裁内容	19

第一部分：长期制约因素叠加短期冲击共同导致 2011 全球经济增长

不及预期

2011 年全球经济并未如 2010 年末时所预期的方向发展，主要原因在于短暂的财政与货币刺激对经济的短时刺激给予了全球经济即将回归正常中性增长的错觉，但实际上，短时的繁荣并不能掩盖制约经济长期增长的问题：财政扩张拉动需求增长转向私人部门需求自然增长的再平衡与新兴市场国家从外部需求转向国内需求的再平衡均未实现。在受到日本地震及中东北非政局动荡带来的油价震荡冲击之后，全球经济受到冲击的程度显示复苏的基础仍然非常脆弱。

表格 1 IMF 不断下调其对全球经济增速预测

国家/地区	IMF 对全球经济增速预测							
	2011（全年）				2012（全年）			
	2011.1	2011.4	2011.6	2011.9	2011.1	2011.4	2011.6	2011.9
世界	4.4	4.4	4.3	4.0	4.5	4.5	4.5	4.0
发达经济体	2.5	2.4	2.2	1.6	2.5	2.6	2.6	1.9
美国	3.0	2.8	2.5	1.5	2.7	2.9	2.7	1.8
欧元区	1.5	1.6	2.0	1.6	1.7	1.8	1.7	1.1
日本	1.6	1.4	-0.7	-0.5	1.8	2.1	2.9	2.3
英国	2.0	1.7	1.5	1.1	2.3	2.3	2.3	1.6
新兴市场国家	6.5	6.5	6.6	6.4	6.5	6.5	6.4	6.1
中国	9.6	9.6	9.6	9.5	9.5	9.5	9.5	9.0
印度	8.4	8.2	8.2	7.8	8.0	7.8	7.8	7.5
东盟五国	5.5	5.4	5.4	5.3	5.7	5.7	5.7	5.6

资料来源：IMF，华创证券

一、日本地震对全球制造业造成短时冲击

（一）日本地震对全球汽车及电子产品产业链生产造成冲击

日本的汽车及电子制造业在全球均占有一席之地，不仅体现在其生产成品的占比中，更体现在整个产业链当中某个关键原材料的生产中，当地震发生之后，不仅在日本国内生产的产成品制造受到影响，更通过关键原材料等的供给中断（见表格 1）对全球制造业产业链造成强烈冲击。

除去地震本身的因素外，全球产业链破裂的另外一个原因是由于全球制造业的分工和始于上世纪 70 年代的即时库存管理（Just-In-Time）技术。全球分工合作化程度很高使得产业链物流高效便捷，但链条上的某个环节受到影响，将“牵一发而动全身”；即时库存管理技术的广泛应用使得厂商始终以最小的库存来应对需求的波动，大幅降低成本，但如果上游供应一旦受阻则有可能导致生产完全停顿。日本地震即扩大了即时库存管理的负面影响。

表格 2 日本在全球半导体材料生产当中几乎占据垄断地位

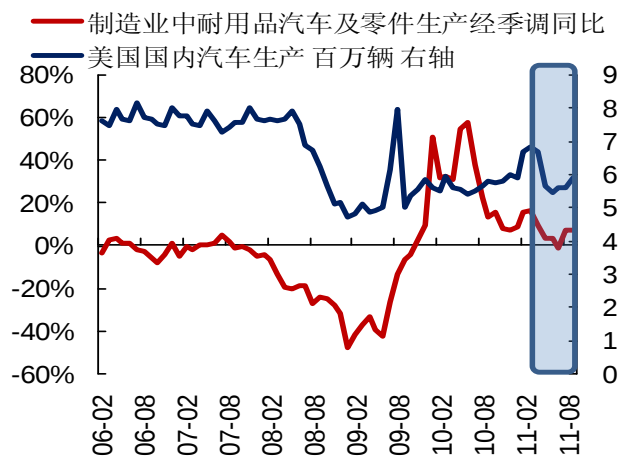
半导体材料	世界市场（百万美元）	日本份额（%）
前段半导体材料	20982	60
后端半导体材料	12520	77
总计	33503	66

资料来源：中国电子信息行业协会，华创整理

（二）汽车供给减少影响汽车消费，拖累二季度经济增长

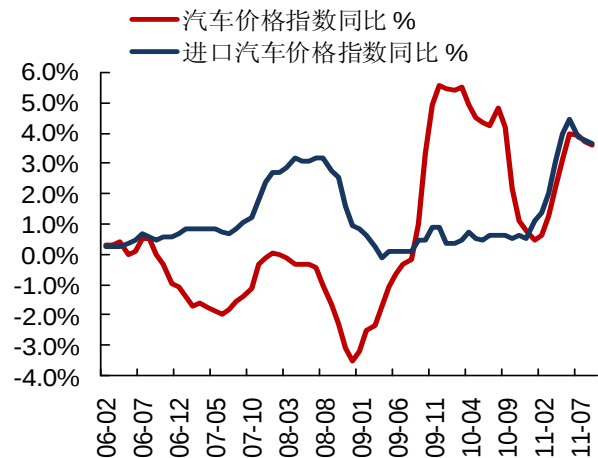
由于受到日本地震对汽车制造产业链条的冲击，汽车及其零部件的供给出现萎缩，对从年初开始就逐渐萎缩的耐用品消费需求来说，进一步推升了汽车等终端价格，削弱了民众对于汽车消费的需求。由于缺乏关键原材料及配件供给，美国汽车及零件生产大幅下滑（见图表 1），从 3 月开始，美国内外汽车价格同比增速均出现大幅上涨（见图表 2），至 6 月美国从日本进口的四大汽车品牌（丰田，马自达，本田及日产）的销量均下滑超过 30%（见图表 3）。汽车价格大幅上涨，直接导致二季度美国汽车总销量较一季度下滑 7%（见图表 4）。受汽车销量大幅萎缩的影响，二季度汽车及其零部件销售对 GDP 负贡献 0.8 个百分点，为 2009 年四季度以来的最低值，同时拖累整体耐用品消费对二季度 GDP 负贡献 0.5 个百分点，为 2008 年四季度以来的最低值。

图表 1 美国汽车及相关零部件生产大幅下滑



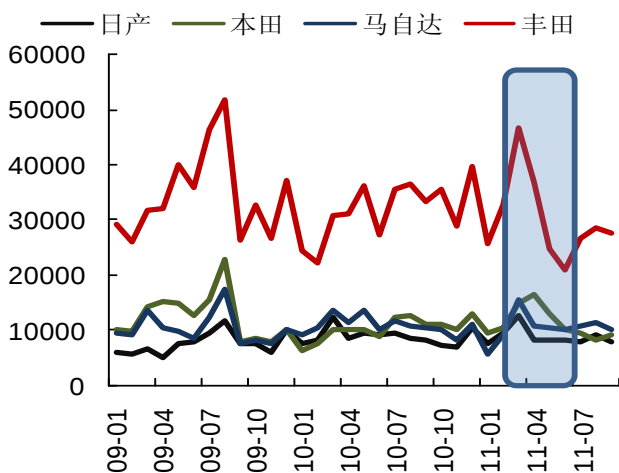
资料来源：美国商务部，华创证券

图表 2 二季度汽车价格大幅上涨



资料来源：美国劳工部，华创证券

图表 3 美国从日本进口汽车大幅下滑



资料来源：美国人口普查局，华创证券

图表 4 美国二季度汽车销售大幅下滑



资料来源：美国商务部，华创证券

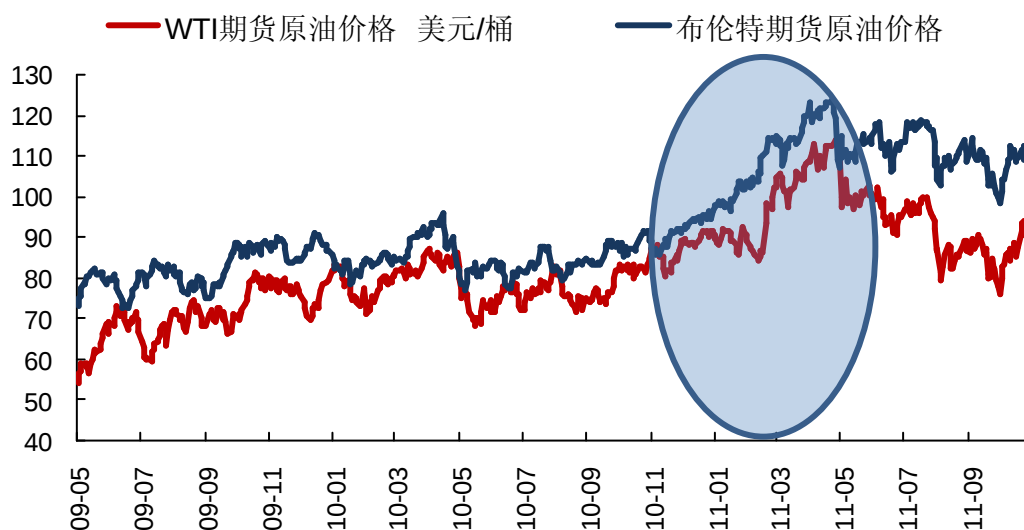
二、北非政局动荡导致原油价格陡增对需求与生产两端均产生抑制

2010 年 12 月，由发生在北非国家突尼斯的自焚事件引起了大规模的街头抗议和骚乱，随后在埃及、也门、约旦、利比亚、巴林、沙特阿拉伯、叙利亚等国引起了一系列连锁反应，导致了整个中东及北非地区等原油输出国的政局动荡，并直接导致全球原油价格陡增。在需求

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

端，油价上涨大幅推升通胀至合理区域以上，削弱实际消费水平；在产出端，提高企业生产成本，压缩了企业利润。在危机后各国经济初步显示稳定增长的时期，通胀过快提升削弱了经济活动持续扩张的动力。

图表 5 原油价格从 1 月末开始陡增，5 月末随着政治形势逐渐稳定有所回落

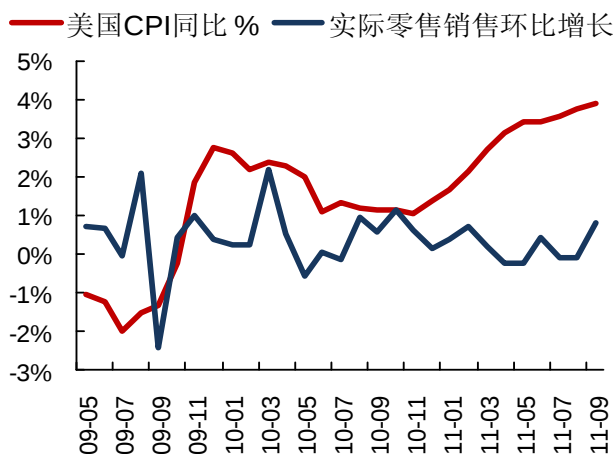


资料来源: Bloomberg, 华创证券

（一）油价陡增削弱实际消费水平，抑制生产扩张

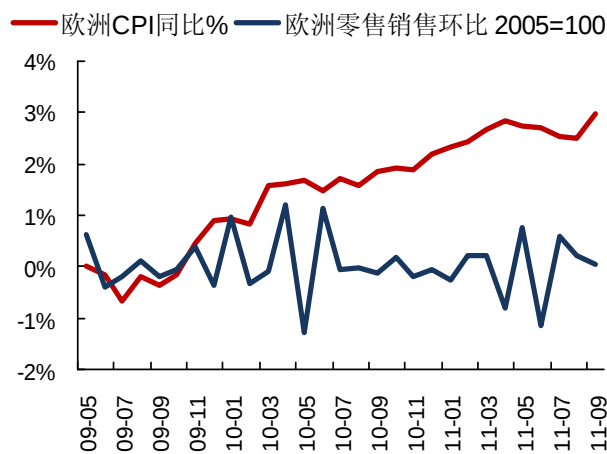
产油地的政局动荡导致原油价格在 2 个月内上涨了超过 35%（2 月中旬至 4 月底），并且通过下游化工医药产品等迅速传导至终端消费价格，导致通胀上行。二季度美国实际居民收入增长受到侵蚀，消费信心回落，实际消费受到明显抑制（见图表 10、11，名义消费环比均为正增长，而按照 CPI 环比剔除的实际零售出现负增长）；同时，由于终端消费需求的不振又造成企业大幅上涨的成本向下游传导的途径不畅，成本上升致使企业利润空间大受挤压，生产投资活动放缓。今年上半年美国整体经济增长明显减速，二季度美国实际 GDP 年化增长为 1.3%，其中私人部门实际消费贡献 0.5 个百分点，远低于危机前超过 2 个百分点的平均贡献水平（见图表 12）。二季度美国工业产值环比零增长，遭遇危机后生产活动首次出现季环比停止增长的情况。

图表 6 美国实际零售销售环比出现负增长



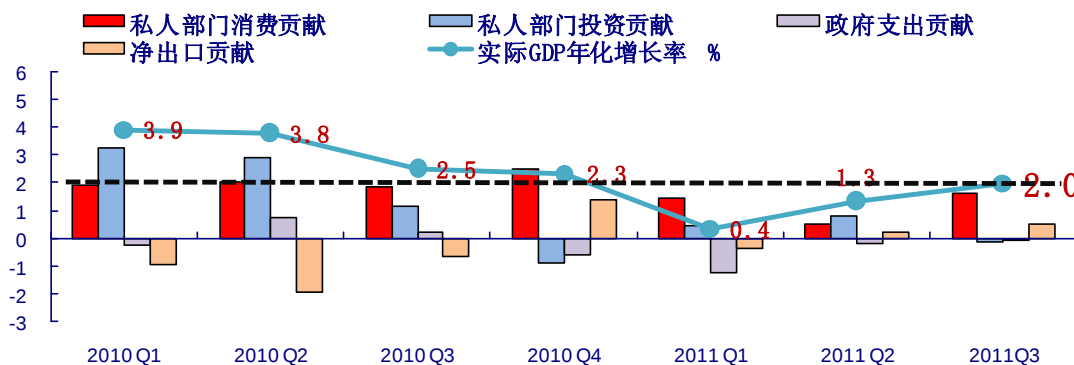
资料来源: 美国经济分析局, 劳工统计局, 华创证券

图表 7 欧洲实际零售环比增速下滑



资料来源: 欧盟统计局, 华创证券

图表 8 美国二季度私人部门实际消费对 GDP 贡献大幅下滑



资料来源：美国经济分析局，华创证券

2011 上半年，日本地震对于全球汽车及电子产业链的破坏，中东北非政局动荡对原油价格的冲击均对上半年的企业生产以及居民消费造成了一定的冲击，但从目前企业生产的恢复和实际消费（特别是耐用品消费）的增长来看，这两者对于全球经济的冲击均为短时，随着时间推移这些影响因素将逐渐消散。展望 2012 年，伴随着刺激政策的退出，全球经济活动的变化将持续围绕着发达国家资产负债表的修复而持续震荡，而在债务危机扩散未得到有效抑制之前，债务风险还将持续扩大，成为未来经济下行的最主要风险。

第二部分：经济刺激政策成本消化时期来临，未来制约全球经济增长的因素将长期存在

一、欧洲债务危机引发的财政紧缩和银行被动信贷紧缩导致衰退风险加大

（一）回顾今年针对欧洲债务危机的努力：仍然在“拖”

自 2010 年 4 月开始爆发的欧洲债务危机并未在 2011 年中得到有效的缓解，一方面，我们认为根源在于欧洲各国之间政治经济利益不统一以及各国内部政治利益复杂交织，导致了每次当危机演变的开始恶化较为严重时，欧洲各国开始商讨，每每得出流于表面的救助方案，但缺乏细节。当缓解了紧绷的市场情绪之后，事情又恢复到以往的状态——“拖”。

但另一方面，对于南欧债务沉重国家救助的主动权，一直把握在德国与法国手中，德国与法国持续“拖”的意图也是为了防范道德风险。如果从一开始德国法国便明确态度，确定财政转移支付或是央行提供无限流动性以施以援手，则南欧国家会欣然接受并丧失主动改革的动力，从而导致引发债务危机的根本因素——弱增长与高福利不相匹配的矛盾得不到解决，或许此后面临的改革将更加剧烈。

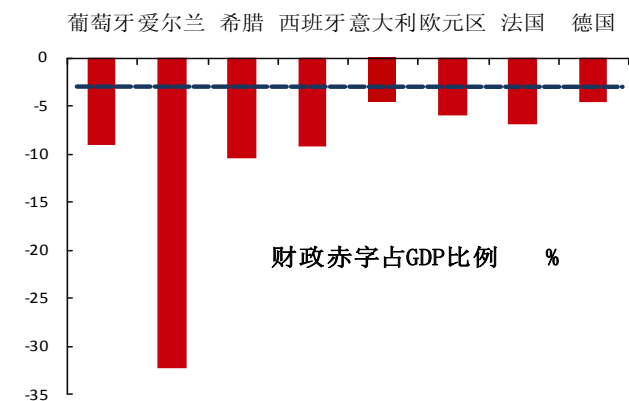
3 月：欧盟通过了号称为“最全面的解决方案的欧元区公约升级版”：扩大现有临时救助机制“欧洲金融稳定基金”的规模和用途，建立欧元区永久性救助机制“欧洲稳定机制”；尽早开展新一轮具有可信度的银行压力测试等短期措施；深化经济治理改革，增强欧元区国家经济竞争力。

7 月：欧盟峰会通过号称为“最终的解决方案”的新救助计划，主要包括三部分：第一，扩大希腊救助资金规模。欧盟及 IMF 将再提供额外的 1090 亿欧元贷款；第二，允许希腊债务延期偿还。将部分到期期限为 7.5 年的贷款延长至最高 30 年，贷款利率下调为 3.5%。第三，扩大欧元金融稳定救济金使用范围。允许通过向各国政府贷款的方式来向金融机构提供融资，并允许在欧央行的指导下直接干预二级市场国债买卖。

10月：欧盟峰会再次通过了号称为“最全面的一揽子救助协议”的新救助框架，主要包括三部分：希腊债务减记50%（实际减记28%）；欧元区银行在明年6月前需将核心一级资本率提升至9%；以债务担保等形式将EFSF扩容至1万亿欧元（后两项细节均未敲定）。

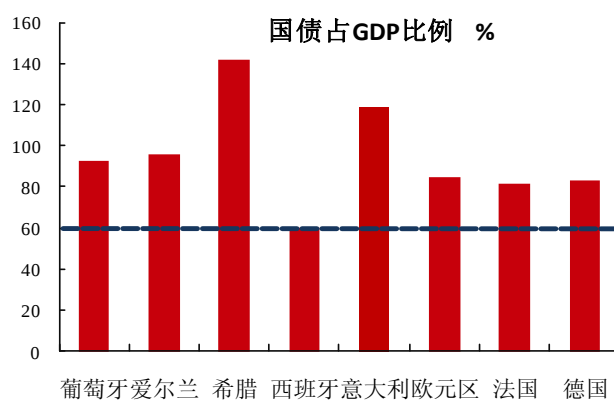
从“最全面”到“最终”再到“最全面的一揽子”，每次达成的救助方案均缺乏细节，也缺乏执行力。这些方案始终未能上升至防范债务危机继续扩散的层面。

图表 9 欧洲国家赤字占 GDP 比例（2010）



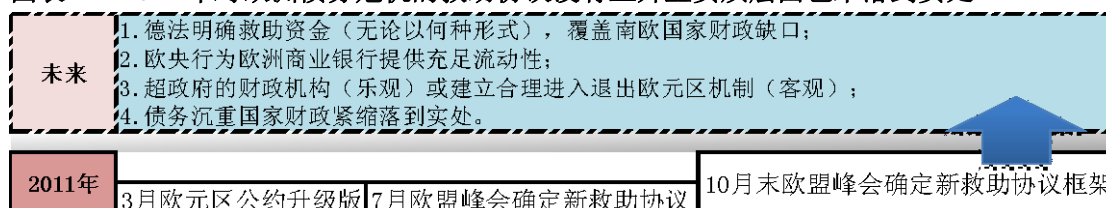
资料来源：Bloomberg, 华创证券

图表 10 欧洲国家债务存量占 GDP 比例（2010）



资料来源：Bloomberg, 华创证券

图表 11 2011 年对欧洲债务危机的救助协议没有上升至实质层面也未落到实处

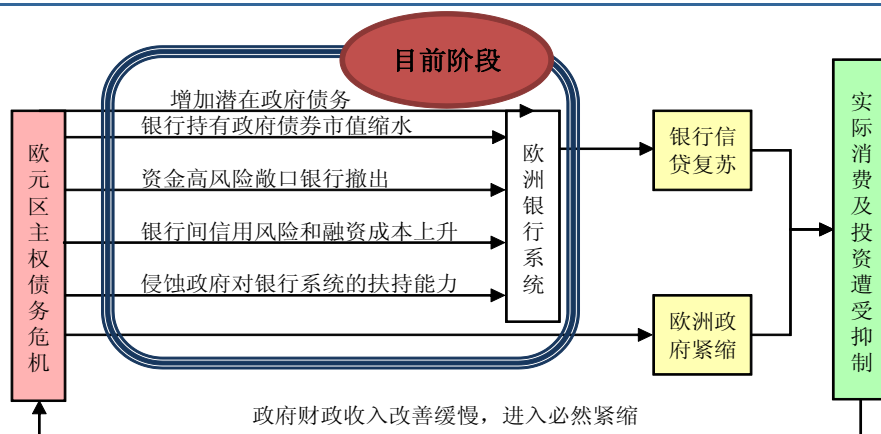


资料来源：华创证券

（二）“拖”造成了风险横向和纵向加剧扩散——没有下一个，只有剩下的全部

从2010年4月欧洲爆发债务危机开始，持续有不同的国家因为糟糕的财政状况而相继进入危机，时至今日，随着危机不断蔓延，债务危机不仅从当初的南欧周边国家逐渐发展至核心区的法国，也从当时的紧缩财政对经济的直接拖累深入到银行系统对实体经济的负面影响。我们认为，债务危机恶化的程度已经到了接近于“国债价格最后一跌”的时刻，而最终还将依赖于欧央行或以变通的形式充当最终贷款人来缓解问题。

图表 12 债务危机财政紧缩和银行渠道对实体经济造成危害



资料来源：华创证券

➤ 风险横向扩散加剧：

从希腊、爱尔兰、葡萄牙相继接受援助到意大利、西班牙主权信用评级接受下调，再到法国国债收益率持续上升，欧洲债务危机的横向蔓延已经呈现出从南欧边缘国家逐渐发展至核心欧元国家的趋势。我们认为，随着欧洲各国紧缩计划的逐步进行，边缘国家经济增长将陷入停滞，而建立在一体化基础之上的欧洲经济受边缘国家进入衰退，以及银行业收缩信贷（具体讨论见下节）的影响，将逐步进入增长极其缓慢，甚至短时期内出现负增长的阶段。而经济增长陷入困境将使已经出现信用危机的国家财政状况进一步恶化，伴随着金融系统流动性趋于紧张，甚至将造成法国、德国债务轮动出现困难，债务危机横向扩散正在加剧。

➤ 风险纵向扩散加剧：

当债务沉重国家几近丧失其公共部门信用时，债务将成为影响其和周围邻近国家经济正常前行的羁绊，不仅体现在必要的财政紧缩对其国内需求端增长的制约；更重要的是欧洲相互持有的国债资产价格下跌，所引发的商业银行变卖资产，紧缩信贷以收回流动性的行为将加重实体经济部门陷入新一轮衰退的风险。债务危机纵向扩散，演变为实体经济危机的风险正在进一步加剧。除此之外，不可否认的是，欧盟峰会当中对商业银行核心一级资本充足率达到9%的要求也人为的加重了金融系统内流动性紧张的局面。

另外，欧洲商业银行负债端融资结构不合理，融资渠道不稳定的情况也放大了流动性紧张的问题。其一，法国、意大利和西班牙银行业的零售负债即存款比例明显偏低，而占其负债比例更高的批发融资的期限结构主要为短期。在市场情绪波动较大时，相较于存款的资金稳定程度，批发融资的方式更容易遭受冲击，便面临严重的流动性不足问题。其二，这些国家银行的批发融资重要来源为美国货币市场，而这部分资金风险厌恶情绪较高，一旦当市场流动性紧缩时，美国货币市场基金则将首先缩小这部分资金敞口，并且缩短投资期限。

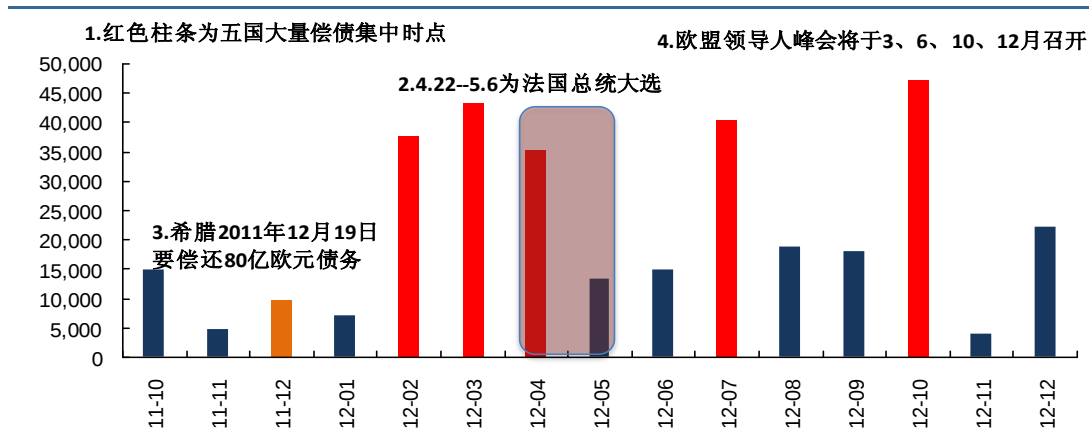
➤ 结果：没有下一个，只有剩下的全部：

债务危机横向扩散将加剧欧元区整体进入再次衰退的风险，更重要的是，纵向扩散将造成流动性紧张，进而使债务危机演变成实体经济危机的风险进一步加重，经济衰退之下高福利将造成欧洲各国财政状况将进一步恶化。从目前的情况来看，如果意大利与西班牙缺失自主融资能力，即使是 1 万亿欧元的欧洲金融稳定基金也将不足以覆盖这些债务更为庞大的国家（6100 亿 VS1.1 万亿），并且欧洲各国对意大利与西班牙的主权债务风险敞口更为巨大（见表格 3），如果意、西的债务偿还出现风险，则与希腊等国的破产影响不可同日而语。因此，在目前的救助机制下，如果债务危机扩散至下一个经济体量更为庞大的意大利或是西班牙，那么欧洲债务危机扩散的下一个对象就是剩下的全部。

➤ 需要关注的时间窗口：

我们根据各国目前债务偿还集中时间和政治格局变化时间给出了 2012 年的时间风险点（见图表 17），可以看出 2012 年的一季度末至二季度初将是需要着重关注的时间区域。

图表 13 2012 年关于欧洲债务问题需要关注的时间窗口

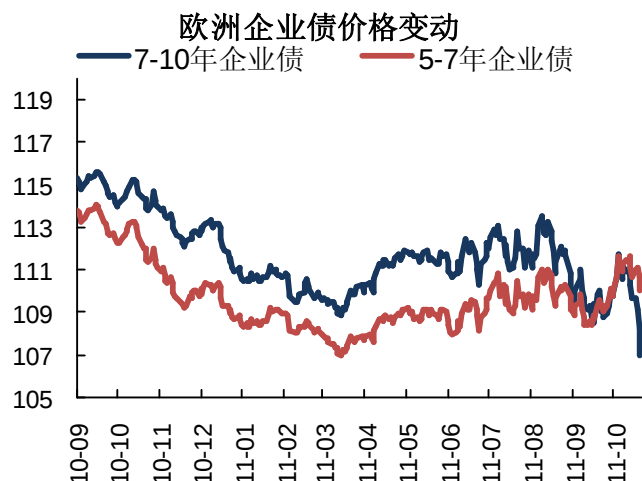


资料来源：Bloomberg，华创整理

（三）流动性趋紧逼迫欧央行逐渐扮演更重要角色，债务货币化将成最终选择

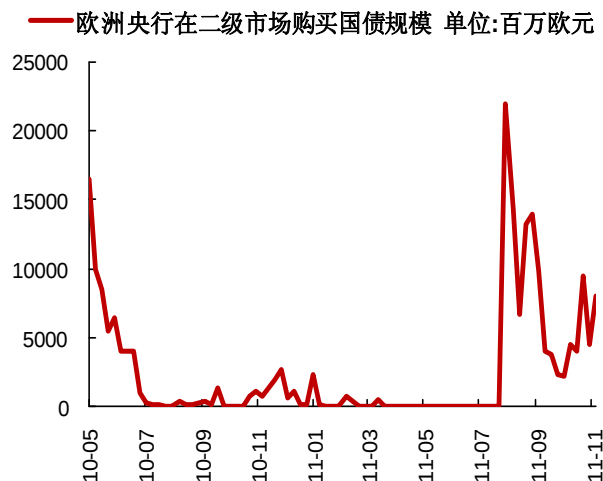
目前的情形是，随着资产价格进一步下跌，已经进入实体经济受流动性萎缩的影响即将走向衰退的地步。危机的不断蔓延已经导致目前的救助办法已经不能够适应现在的流动性极度缺乏的局面，随着德国央行开始出手购买自己国债，我们认为，出于流动性紧张以及实体经济面临进入衰退的局面的压力，欧洲央行很可能很快将出手进行类似于美联储的流动性注入计划（欧洲央行与 2008 年时的美联储一样，面临的同样是流动性极度缺乏的局面），债务货币化将成为最终选择。

图表 14 欧洲企业债价格大幅下滑



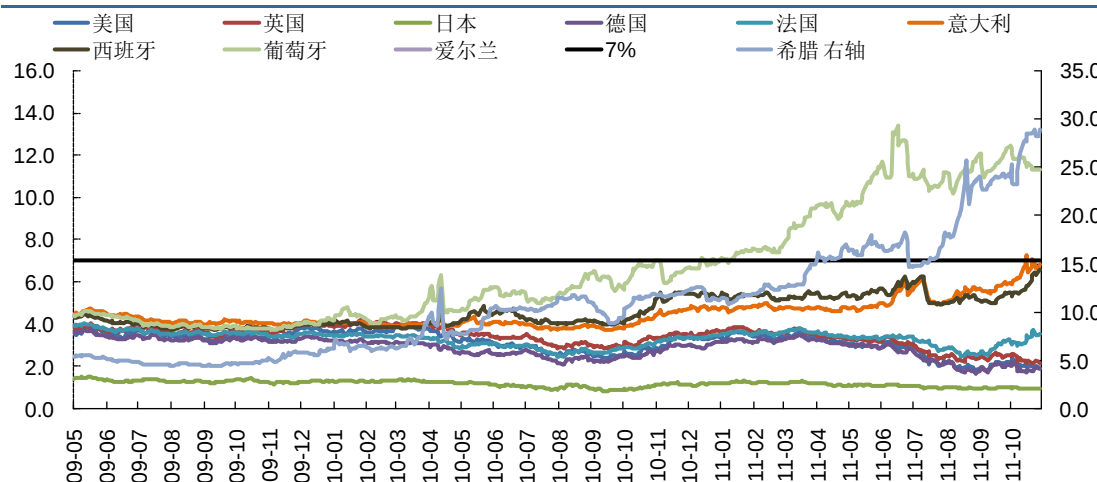
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 15 欧洲央行近 3 个月大规模购入国债



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 16 流动性紧缺，欧洲各国国债收益率大幅上升



资料来源: Bloomberg, 华创证券

表格 3 欧洲主要国家银行对意大利及西班牙主权债务风险敞口

十亿欧元	意大利主权债务	西班牙主权债务
意大利	176.8	2.0
法国	37.7	6.9
荷兰、比利时、卢森堡经济联盟	32.2	6.7
德国	27.8	15.3
英国	13.7	10.6

西班牙	10.8	205.0
奥地利	1.7	0.2
希腊	0.1	0.0
葡萄牙	0.1	0.4
爱尔兰	0.0	0.0
总计	300.9	247.1

资料来源: BIS, CEBS Company Data, 华创证券

➤ 附: 紧缩计划对 GDP 拖累预测表

按照目前欧洲各国已经确定的财政紧缩计划, 以及根据得到救助所需要达到的财政目标所预测的财政紧缩力度, 可以预测出 2012 年欧洲各国的财政紧缩拖累 GDP 的程度将较 2011 年更为严重 (见表格 2)。

表格 4 2012 年欧洲各国财政紧缩将拖累 GDP 的程度将较 2011 年更为严重

国家	财政紧缩规模	名义 GDP	2011 拖累	2012 拖累	2013 拖累	2014 拖累
希腊	300	2221	4.5%	4.5%	4.5%	0.0%
葡萄牙	120	1721	2.9%	2.3%	1.3%	0.0%
爱尔兰	150	7032	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
意大利	542	15743	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
西班牙	150	10880	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%
德国	860	25176	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
法国	510	19864	0.0%	0.9%	0.6%	0.6%
合计	2602		0.6%	0.9%	0.8%	0.6%

资料来源: 公开信息, 华创整理。注: 1. 目前获得的公开信息只得到葡萄牙 2011 年的财政削减计划, 为得到其他批次贷款援助, 需按照其目标持续紧缩财政, 我们按照其得到贷款的条件给出未来最有可能的紧缩计划规模; 2. 目前获得的公开信息只显示法国 2011 年的财政紧缩计划, 此后按照目前财政紧缩力度不变推算其紧缩计划; 3. 财政紧缩的开始时点并不一致, 各国政府也在不断加强其财政紧缩的力度, 推出时点的选取为最严厉计划的推出时点; 4. 此结果为粗略计算, 仅供描述财政紧缩对 GDP 拖累的趋势。

(四) 最新进展: 救助方未拿出救助操作细节

在最新的欧盟领导人峰会中确定了一揽子的救助方案含 3 个内容: 减计希腊 50% 的债务; 欧元区银行将核心一级资本充足率提升至 9%; 以担保形式将欧洲金融稳定基金扩大至 1 万亿欧元。但实际上, 由于这些方案的空洞以及没有涉及深层次的解决增长的结构性困局方面, 并不意味着该救助方案能够解决实质性问题:

- **私人部门持有希腊债务减记 50% 规模十分有限。**扣除债务无法减记的欧洲央行、IMF、国际政府间双边贷款和希腊银行业的持有部分, 实际总债务规模减记仅为 22% (IMF、欧洲央行及欧洲各国政府持有的 35% 及希腊银行持有的 21% 将不被计入减计范围)。按此计算, 至 2020 年希腊国债占 GDP 比重才能从目前的 180% 降至 120%, 依旧远超马斯特里赫特条约规定的 60% 的安全边界, 且疲弱的经济增长还可能重新推高其债务水平。
- **限于形式, 金融稳定基金扩容实际效用不强。**一、虽然欧盟出资的欧洲金融稳定基金从 4400 亿扩容至 10000 亿欧元, 但实际为担保形式, 即除去已经用掉的 EFSF, 剩下的可用资金 (1 万亿欧元) 计算出的担保比例在 3.6-4.3 之间, 也还并不能覆盖欧债五国所有的债务规模。二、担保仅能针对已经购买的二级市场中的国债进行损失担保, 并不能保证欧洲国家在一级市场上新发行的主权债务一定得到认购, 这样的间接救助的效用弱于直接贷款的直接救助形式, 并不能直接解决关键时刻欧猪国家的偿债风险。

- **6个月内提升欧洲银行一级核心资本充足率至9%或加剧信贷紧缩。**提高资本充足率则将面临至少1000亿欧元融资缺口，新计划尚未对融资方式提出具体方案。目前欧洲货币市场资金流动性趋紧，政府财力不足，短时间中大幅提高资本充足率更有可能导致一方面，银行大量出售债务危机国家的国债，从而导致这些国家的国债收益率大幅攀升，意大利、西班牙两国丧失自主融资的能力；另一方面，银行很可能主动减少负债，紧缩信贷。这两方面均会进一步冲击实体经济和资本市场。
- **欧洲央行仍被排除在救助计划之外。**由于德国对央行政策独立性执着坚持，因此ECB仍被排除在救助方案之外，德国要求在EFSF机制形成后，ECB便不能再干预债市。但我们认为特别是在EFSF扩容是依靠杠杆而非实际增资情况下，ECB应该作为政府债务、银行贷款的最后担保者的身份参与到救助计划中，这是真正能对希腊债务违约扩散效应起到足够强大的防火墙作用的措施。
- **附：国际机构对欧元区经济增速预测普遍悲观**

表格 5 国际机构对欧元区经济增速预测普遍悲观

国际机构对欧元区各季度 实际 GDP 年化季环比预测	2011				2012			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
J. P. Morgan Chase	3.1	0.7	1.5	-0.5	-0.9	-1.7	-0.1	1.1
HSBC Holdings	3.1	0.7	1.1	-0.9	0.3	0.7	2.0	1.9
德国商业银行	3.1	0.7	1.1	-0.9	-0.5	0.3	0.3	0.7
德国 DekaBank 银行	3.1	0.7	0.3	-0.9	-0.5	1.9	2.0	1.5
德意志银行	3.1	0.7	-0.0	-0.1	0.3	0.7	1.6	1.9
UBS	3.1	0.7	1.1	0.7	0.7	1.1	1.5	1.5
瑞典北欧联合银行	3.1	0.7	0.7	-0.9	0.3	0.7	2.4	1.9

资料来源：Bloomberg，华创证券

（五）政策方向：欧央行将持续降息预防经济步入衰退

11月4日欧洲央行出乎市场意料将基准利率下调25个基点至1.25%，这是马里奥德拉吉接任欧洲央行主席以来的首次议息会议。在9月通胀维持在3%是自2008年10月以来的最高点的情况之下，该决定出乎市场预期（此前欧洲利率期货价格中隐含的市场预期降息概率不到30%）。

我们认为欧央行降息的主要意义在于在通胀预期不高的情况下，提前放松货币政策预防经济可能进入的衰退：1）目前欧元区通胀虽尚处高位，但商品价格因全球增长放缓而从高位回落，同时去杠杆化过程中内部需求自然下滑，未来通胀压力将明显减弱，欧央行预期2012年CPI将回落至2%目标水平之内；2）由于主动财政紧缩和被动信贷紧缩的叠加，欧元区经济很有可能在2012年初出现衰退，欧央行主动打开降息窗口，将有助于预防经济进入衰退。我们认为欧央行很有可能就此打开降息窗口，很可能步入持续降息阶段。

二、美国公共私人部门去杠杆制约需求增长拖累美国长期中性增速

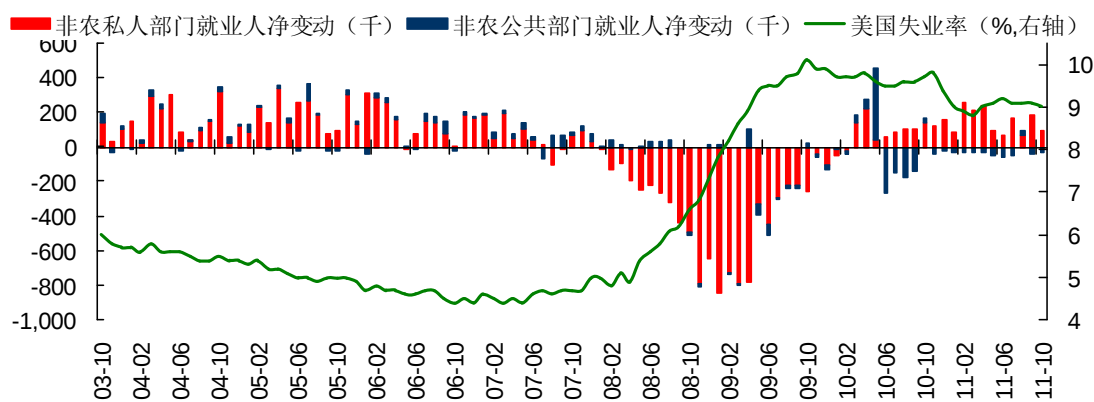
美国目前所面临的最主要矛盾是：由于私人部门的资产负债表并未得到足够修复，私人部门消费和私人投资并未实现真正恢复，政府一旦完全退出扩张性财政政策，美国经济就可能失去危机前的增长水平。但是，美国目前已经再无扩张性的财政政策余地，即使有，扩张性的财政政策也可能导致经常项目进一步恶化，削弱美元的地位。如果外资停止流入美国，美国的国债融资就会出现困难，利率可能会全面上升，从而使美国经济再次面临衰退风险。从接近事实的角度出发，美国政府已经开始着手退出财政刺激，而私人部门由于实际收入增加缓慢（间或负增长）影响消费信心，将持续的保持去杠杆的行为，因此由这两者叠加所造成的需求减少将制约未来美国经济增长水平。

(一) 美国私人部门消费将维持疲弱增长

美国三季度 GDP 季环比年化增速为 2.5%，较二季度 1.3% 有大幅提升，其中耐用品消费的贡献从 -0.5 上升至 0.3 成为 GDP 增速反弹的主要动力，但这并不代表私人部门耐用品消费的消费增长已经启动。实际上，耐用品消费在三季度环比增长 1% 的主要原因是由二季度被抑制的汽车消费需求集中在三季度得到释放所导致，并非反映了居民对于耐用品的消费需求开始释放。

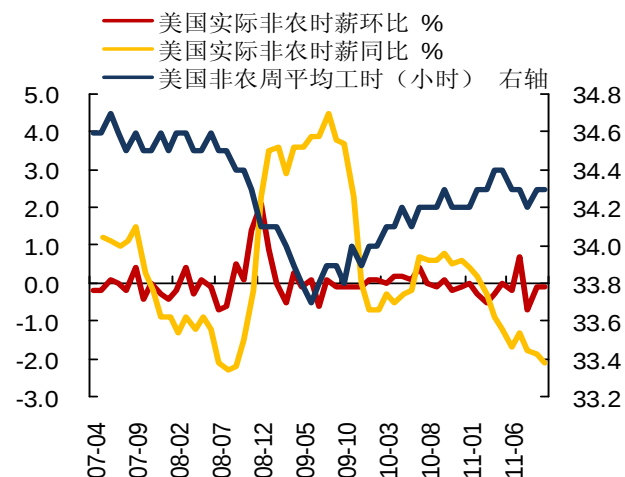
在三季度汽车集中消费过后，我们预计美国私人部门消费仍将在相当长时间内维持疲弱的增长态势，主要有以下两方面原因：一、疲弱的就业市场导致的居民收入增加缓慢（在周平均工时增长有限的情况下，居民的实际收入增长有限）以及萎靡的消费信心；二、资产价格持续低企所引起的居民增加储蓄去杠杆的行为。

图表 17 衰退时失去的岗位未得到明显恢复，就业市场持续低迷



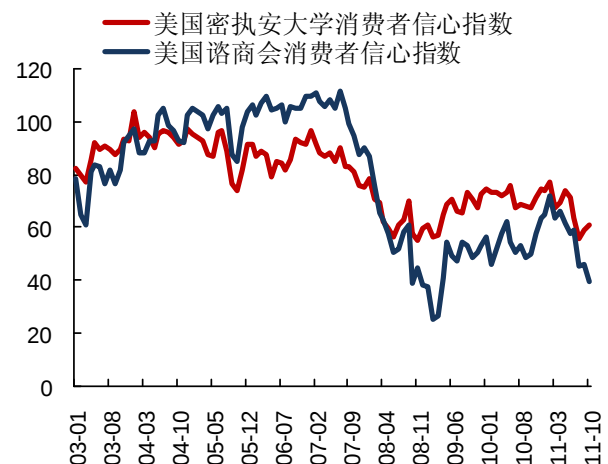
资料来源：美国劳工部，华创证券

图表 18 居民收入增长缓慢



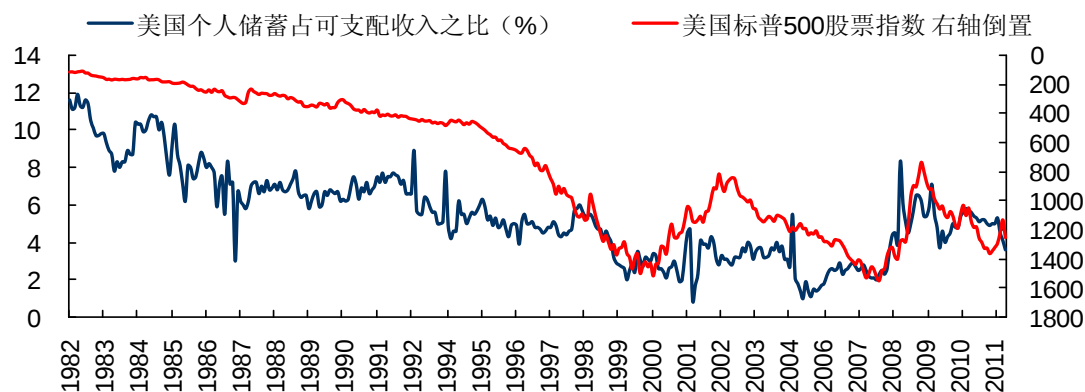
资料来源：美国劳工部，华创证券

图表 19 消费者信心持续萎靡



资料来源：密执安大学，咨商会，华创证券

图表 20 美国居民储蓄率随资产价格下降而走高



资料来源：美国经济分析局，华创证券。注：2000-2006 年间居民储蓄率未与资产价格呈反向变动（几乎呈同向变动），这是由于这一时期居民收入未有明显变化，但以持续增加杠杆的方式维持此前消费水平。

（二）美国政府大规模紧缩财政将直接拖累经济增速

2010 年美国国债规模达到 13 万亿，超过 GDP 规模的 90%，财政赤字为 1.3 万亿，占 GDP 规模 9%，目前债务的存量和流量均已经开始到了不被投资者所认为安全的范围之内（标普将美国长期主权债务评级由 AAA 下调一级至 AA+，评级展望为“负面”）。从事实来看，美国政府已经不仅已经开始退出财政刺激，并且开始紧缩财政。根据目前美国国会两党对削减赤字的计划，第一部分为十年内削减 0.9 万亿美元（已经启动），第二部分为规模为十年 1.2 万亿的自动削减财政赤字机制。按照目前能够得到的公开信息，我们粗略计算 2012 年美国财政紧缩将拖累 GDP 增速约 0.6 个百分点。

表格 6 2012 年美国财政紧缩将拖累名义 GDP 增速约 0.6 个百分点

美国	2012	2013	2014	2015	2016	2017
紧缩额度（亿美元）	900	2100	2100	2100	2100	2100
名义 GDP（预测，亿美元）	158065	164388	170964	177802	184914	192311
拖累 GDP（%）	0.57	1.28	1.23	1.18	1.14	1.09

资料来源：美国赤字削减委员会，公开信息，华创整理。注：1. 考虑到 2012 年是大选年，民主党为了争取竞选结果，可能会对共和党的妥协，因此紧缩规模可能会小于此前计划规模。2. 名义 GDP 的增长按照每年 2% 的经济增速与 2% 的平减指数粗略推算；3. 如果按照 IMF 给出的预算赤字削减计划进行相关计算，则 2012、2013 年分别拖累 GDP 增速 2 和 2.8 个百分点，显得不太合理。

（三）典型化事实表明美国未进入新一轮经济周期

三季度美国经济增速出现反弹，证实美国未陷入此前被广泛议论的二次触底的情形。但我们认为目前各项典型化经济指标也并不意味着经济增长的拐点出现。从目前的库存回补动力较弱，房地产市场仍然低迷的情况来看，新一轮经济周期暂未显示启动的迹象。

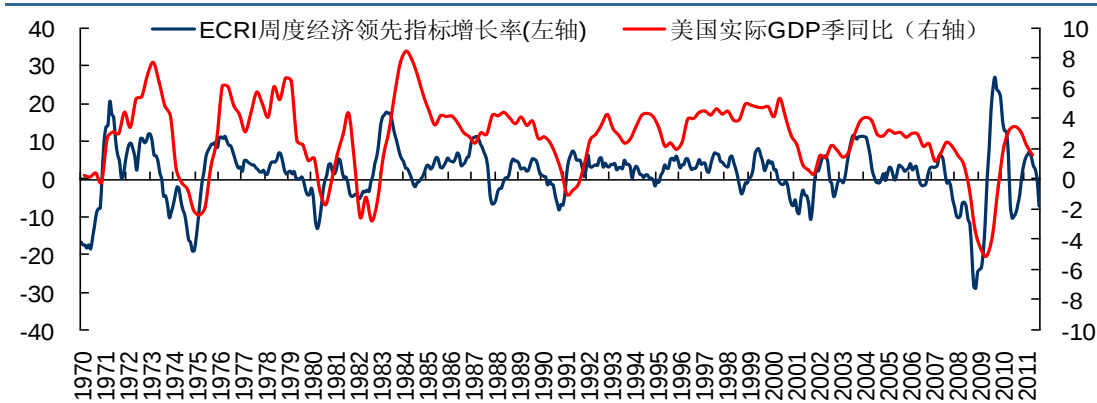
非农企业工人周平均劳动小时数未有明显提升：当经济形势出现好转时，企业会首先调整工人的劳动时间（如加班），其次才会考虑调整就业岗位数。

股票价格未出现明显回升（未回升至危机前水平）：从 2001-2009 年最新一轮经济周期的表现来看，股票价格基本领先经济周期一个季度，虽然金融市场的波动性略大于实体经济指标的波动，但总体上来看是高度顺周期的。

库存回补需求较弱（三季度企业补库存增速大幅放缓）：工业企业预期在高失业率持续的情况下，居民消费需求增长缓慢，因此一直未启动大规模招工与产能扩张，产能利用率三季度一直维持在 77.4%，加之耐用品消费已经在三季度集中释放的情况来看，工业企业未来补库存的动力仍然较弱。

从 ECRI 美国经济周期研究所公布的经济领先指标趋势上的回落来看，也预示着美国经济并未启动新一轮的经济增长周期，经济处于弱增长的格局没有被突破。

图表 21 ECRI 经济领先指标预示美国经济弱增长格局没有突破

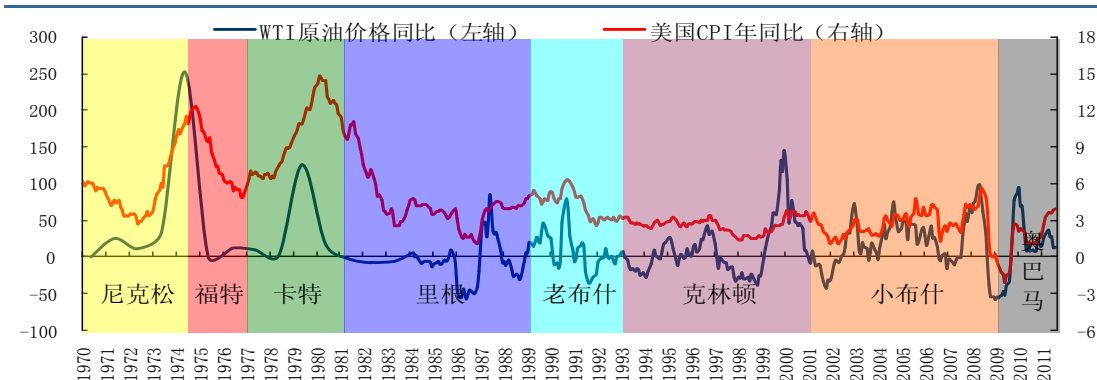


资料来源：ECRI，美国经济分析局，华创整理

（四）政策空间：货币、财政双双触及瓶颈，刺激出口是唯一途径

上世纪 80 年代的大稳定周期（Great Moderation）已经过去，未来美国经济将呈现“低增长”和“高波动”共存。经济下行的风险将变得更为频密，波动将类似于上世纪 70 年代（1970 年至 1982 年经历 4 次衰退）。综合（1）通胀、（2）就业、（3）政策空间和（4）外部环境四个维度来对各届美国政府上台初期的状况进行了以下评估：

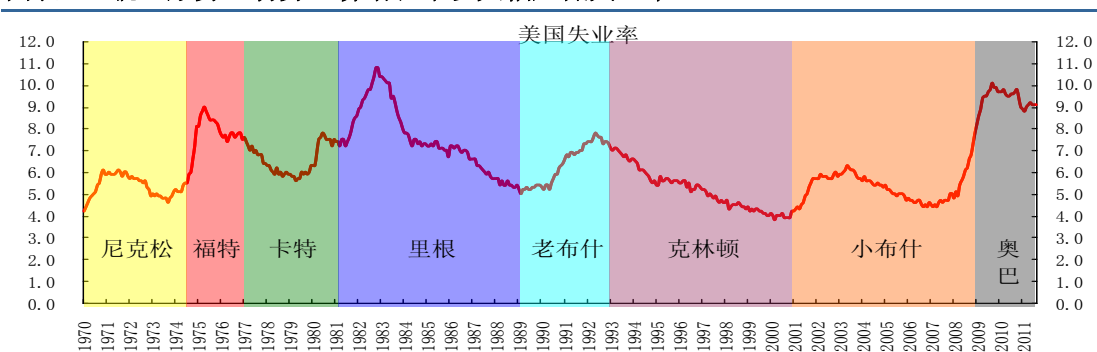
图表 22 通胀形势：奥巴马所面临唯一好于前几任总统的经济变量



资料来源：美国劳工部，Bloomberg，华创证券。

70 年代初至 80 年代中句，全球经历 2 次石油危机，美国受到的冲击也极为严重，从尼克松到里根的四届政府，都需要面临石油危机所导致的高通胀问题。相比之下，虽然 2011 年上半年中，东及北非的动荡造成原油价格阶段性高企，但动荡程度要远弱于七八十年代，随着原油及商品价格重新回落，预计 2012 年美国通胀压力回落，奥巴马不会面对严重的通胀问题。

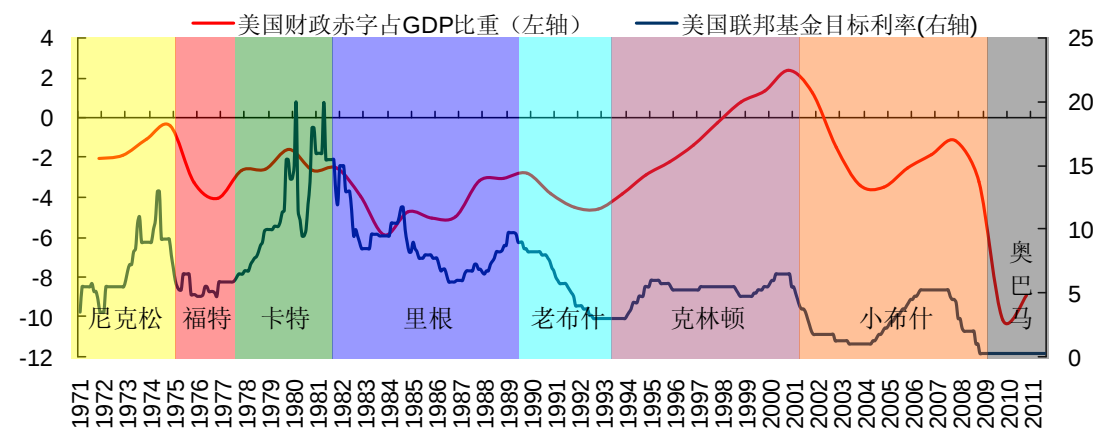
图表 23 就业形势：弱势经济增长难以大幅压低失业率



资料来源：美国劳工部，华创证券。

美国失业率已经接近 40 年来的最高水平，已经向 70 年代中期“福特政府”和 80 年代初期“里根政府”的水平看齐。里根政府时期降低失业率的方法主要依靠：（1）货币政策 – 降息；（2）财政政策 – 扩大国防开支和减税；（3）汇率政策 – 强行使美元贬值。而不论货币政策或财政政策，奥巴马明显不具备类似的政策空间，汇率政策为可选择项。

图表 24 奥巴马政府与伯南克联储均面临无政策空间的现状



资料来源：美国财政委员会，美联储，华创整理。

表格 7 奥巴马政府与伯南克联储均面临无政策空间的现状

当届政府	美联储目标利率	财政状况
1982 里根政府与沃尔克联储	美联储目标利率为 15%	财政赤字占比例不到 3%
1990 老布什政府与格林斯潘联储	美联储目标利率为 8%	财政赤字占 GDP 比例不到 4%
2001 小布什政府与格林斯潘联储	美联储目标利率为 5%	财政盈余
2011 奥巴马政府与伯南克联储	美联储目标利率为 0-0.25%	财政赤字占 GDP 比例 9%

资料来源：美国财政委员会，美联储，华创整理。

- 财政政策：在经历了小布什时期的“还税于民”，“反恐战争”，和奥巴马时期的大规模经济刺激之后，美国政策债务和财政赤字水平已上升至危及其主权信用评级的地步，无刺激空间，紧缩已成趋势。
- 货币政策：利率已经接近零，对私人投资和消费能力的刺激几乎用至极限。如果当前滞而不涨的局面延续，宽货币政策将大概率持续。以时间换空间，等待私人部门投资和消费的逐渐恢复，同时寻找其他可能的刺激工具。

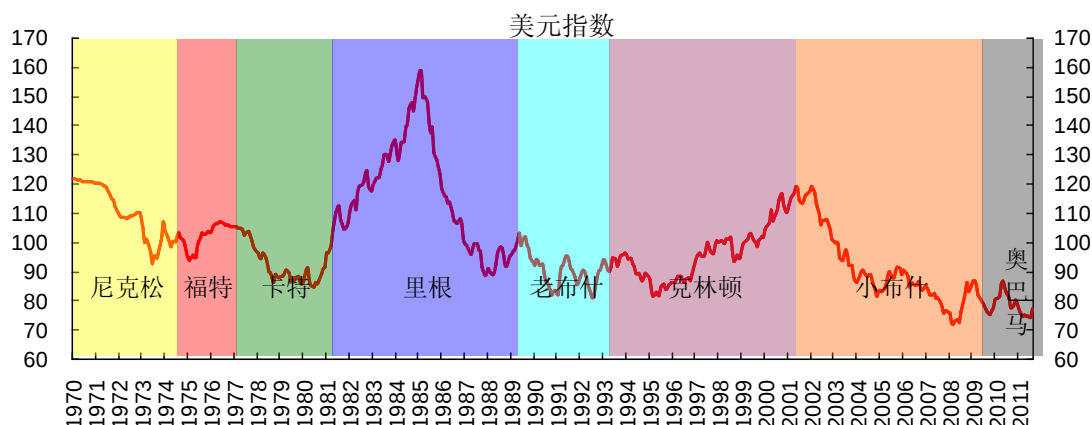
外部政治环境：不存在重大挑战

奥巴马的处境与尼克松、福特颇为类似，前者需要为小布什发动的反恐战争收尾，而后者则忙于应付越南战争的烂摊子。但尽管如此，奥巴马所处的外部政治环境仍然要好于尼克松至里根时代，毕竟后者需要面对冷战环境下社会主义阵营的巨大敌对压力，而当今世界则已经是一极世界了。

综合评估：经济滞而不涨，缺乏刺激弹药

- 增长情况：刚走出金融危机的低谷，失业率居高不下，呈现弱增长和高波动共存的局面
- 通胀形势：相对温和，原油等商品价格回落后，通胀压力缓解
- 外部政治形势：不存在重大挑战
- 传统政策空间：财政刺激缺少弹药，货币政策用至极端

图表 25 美国未来政策取向：刺激出口是唯一途径



资料来源: Bloomberg, 华创整理。

财政、货币双宽直接刺激的是消费和投资，但随着目前边际刺激效果回落，且刺激空间有限的情况下，出口导向型政策是在不增加任何一个部门杠杆率的前提下提振经济的唯一途径。而弱势美元以刺激出口，并稀释当前高企的债务也符合美国当前利益。类比 80 年代的里根政府，也是通过迫使日元和德国马克升至，达到了提振经济的效果。当前美国失业率居高不下，经济增长前景悲观，《货币汇率监督改革法案》等压制别国出口刺激本国出口的政策对于争取民意是非常有利的。从 2012 年美国即将大选的角度看，政府拿国际贸易和货币汇率来做文章，争取民意热情将水涨船高，届时不排除频繁的贸易摩擦风险，将对我国出口形成较大压力。

表格 8 美国未来政策取向：刺激出口政策将对我国出口形成压力

提案名称	初次提案时间	参议院委员通过	参议院投票	众议院投票	总统签字
2007 货币汇率监督改革法案	2007-06	2007-07	未发生	未发生	未发生
2009 货币汇率监督改革法案	2009-06	未发生	未发生	未发生	未发生
2010 货币汇率监督改革法案	2010-03	未发生	未发生	未发生	未发生
2011 货币汇率监督改革法案	2011-09	2011-09	2011-10	尚未发生	尚未发生

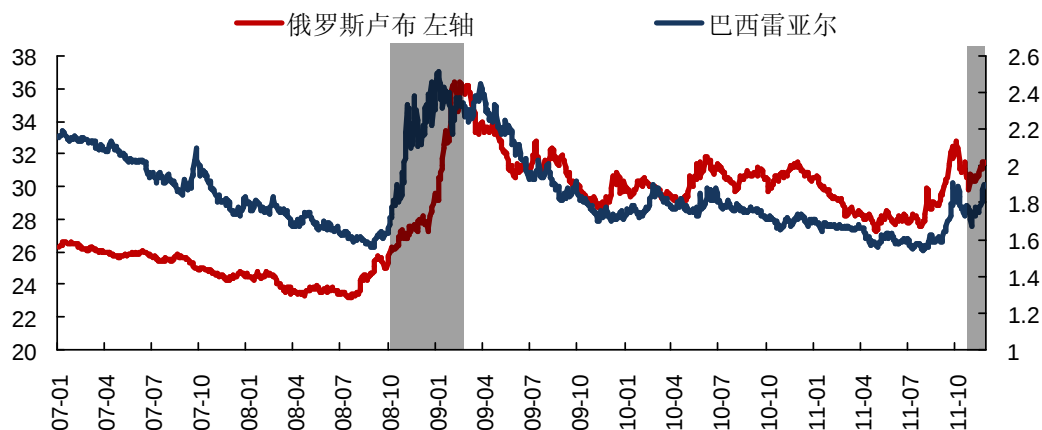
资料来源: 美国财政委员会, 华创整理。

三、新兴市场国家面临资本流出风险加重

欧元区债务危机持续蔓延不仅使银行系统流动性严重匮乏，加重了其经济再次进入衰退的风险，更体现在由于流动性紧张开始对世界各地，包括新兴市场国家的大规模资本索回。从目前可以追踪到的信息来看，欧洲银行业已经开始从东欧、南美、印度、印尼以及俄罗斯开始撤资，造成这些国家货币均出现较大幅度贬值。

我们预计，随着欧洲衰退风险进一步加剧，南欧国家大量国债偿还时间集中在明年 2-4 月，届时全球范围内可能会遭遇类似 2008 年金融危机时的流动性紧缺，将导致资本回流的现象更加严重。在这个大环境中，以前处于资本净流入的中国也很难独善其身，须重点关注短期资本快速流出给我国货币供应带来的冲击影响。另外，此前欧洲银行追逐新兴市场国家高额回报曾大幅增加向新兴市场国家提供的贷款规模，如今由于欧洲银行遭遇流动性紧缺将促使其在海外一系列信贷收缩，全球新一轮信贷紧缩对于实体经济的冲击风险将愈加明显。

图表 26 流动性紧缺，国际资本回流导致俄罗斯卢布，巴西雷亚尔贬值



资料来源: Bloomberg, 华创整理。注: 汇率均以一美元=当地货币表示

图表 27 流动性紧缺，国际资本回流导致印尼卢比，印度卢比贬值



资料来源: Bloomberg, 华创整理。注: 汇率均以一美元=当地货币表示

第三部分： 预期原油价格将在 2012 年初逐渐回落

由于全球经济增长将处于逐渐回落，全球范围内对原油的需求量可能会出现一定下滑，在供给基本处于稳定未有太多突发影响因素冲击的情况下，我们预期 2012 年原油价格将呈现先跌后稳（或回升）的趋势。预计 2012 年四个季度的石油均价可能为 85、80、85、90（单位：美元/桶）。

表格 9 预期 2012 年原油需求量变化将呈现从收缩到企稳的趋势

全球石油需求总量 百万桶/天													
2006	2007	2008	2009	2010	2012	2011				2012			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
85.2	86.5	86.1	84.7	86.9	89	87.5	86.2	88.4	89.2	88.6	87.4	89.6	90.4

资料来源: OPEC, 华创证券。注: 阴影部分原油需求总量为预测部分。

（一）全球范围对石油需求可能出现回落

随着成熟市场国家危机后刺激政策的退出，经济各部门均处于持续去杠杆化的态势来看，成熟市场国家经济下行风险进一步加大，经济增速很有可能较危机后的快速反弹出现下滑；新兴经济体伴随着通胀与经济结构性调整的必然，也将面临经济增速出现下滑的情形，在此基

础上，全球范围内对石油需求可能会在四季度以及 2012 年初出现下滑。在石油供给基本处于稳定的前提下（不出现类似中东北非政局再次动荡的情况下），预计石油价格可能会出现一定回落。

（二）美元或走强将影响原油定价走低

考虑到美元在未来很有可能继续走强，我们预期这将促使以美元定价的原油价格下行压力更加明显。1. 美国经济虽然下行风险增加，但仍处于弱势增长状态，这与欧洲经济由于大范围财政紧缩和金融系统动荡造成的面临再次衰退形成反差，从经济强弱的对比上看，美元可能会较欧元走强；2. 欧洲央行已经打开了降息窗口，并且很有可能为避免经济进入衰退而进一步持续降息，欧央行的降息预期将对欧元汇率形成一定压制；3. 欧洲债务危机始终处于悬而未决的情形，每当市场情绪波动较大时，全球范围内美元流动性趋紧以及避险情绪将促美元需求增加，美元汇率走高；4. 三季度美国 GDP 增速出现反弹表明美国经济仍处持续增长，美联储未来再次推出定量宽松的概率进一步降低，美元走贬预期降低。

风险提示：自 11 月 21 日起，英国、美国、加拿大、法国等西方国家相继宣布对伊朗的金融及能源领域实施新的制裁措施，制裁的名义为伊朗仍在打着民用核的名义持续研究核武。我们认为：此举反映欧美在财政无力保证以无力持续控制中东局势的情况下试图改换为制裁的形式继续保持对中东战略压制地位；从目前已经公布的制裁措施来看，伊朗经济在短时期内将不会受到严重打击，但随着西方国家财政进一步收缩，可能会加大多国联合制裁的力度来替代武力控制，或将对全球原油供给造成类似于伊拉克石油禁运时期的冲击，油价震荡将再一次冲击脆弱的全球经济。原油价格震荡将推升全球通胀水平，欧央行与美联储或丧失进一步刺激经济空间。

其次，近期中东与北非政治局势虽然出现缓和，但由于引起其局势动荡的基本条件未有改善，因此在未来仍然可能出现政局反复更迭的情况。中东和北非利比亚等的伊斯兰国家国情相似：第一，各国人口结构相对年轻，经济增速却不足以创造出足够多的就业岗位吸收年轻人就业，失业率普遍居高。第二，国际农产品价格的上涨使得多数新兴国家通胀高企。第三，国家普遍比较贫穷，很大一部分比重的人口处于官方的贫困线以下。第四，政府长期独裁腐败，贫富差距加大，民众普遍有政治改革的诉求。由于这些基本条件没有变化，随着互联网和现代通信科技的日益普及，一旦一国社会出现动荡，将具有很强的传染性，局部乱局的连锁反应很有可能再次出现。

表格 10 欧美主要针对伊朗金融与能源的新一轮制裁内容

国家	金融	能源
美国	点名伊朗与其中央银行等，称其是令人关注的主要洗钱场所。（为后续金融制裁做铺垫）。	禁止向伊朗石化产品行业提供实物、服务和技术支持，参与伊朗核项目的 11 个个人和实体也被列入制裁名单。
英国	所有金融机构必须停止与伊朗任何银行及其分支机构和子公司之间的交易或商业往来，包括伊朗中央银行（首次动用金融手段对别国进行制裁）	暂无
法国	暂无	向欧盟及其成员国、美国、日本、加拿大以及其他自愿加入制裁计划的国家建议冻结伊朗中央银行资产，并暂停进口产自伊朗的石油。
加拿大	有条件地禁止与伊朗进行金融交易。	扩大受禁商品的范围，包括所有用于化工、石油和天然气领域的商品；修订可能用于核计划的受禁商品范围；进一步扩大受制裁的伊朗人和机构的名单。

资料来源：公开信息整理，华创证券

宏观组分析师介绍

何珮 宏观分析师，英国诺丁汉大学金融硕士，曾任天相投资顾问有限公司宏观研究员

柴小虎 宏观助理分析师，英国拉夫堡大学金融银行硕士，曾任天相投资顾问有限公司宏观研究员

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558