

全球宏观周报

2022年07月10日



就业稳、油价跌，美联储紧缩压力暂缓

——全球宏观周报 · 第 75 期

相关研究

《日元剧贬，美供需缺口收窄-全球宏观周报·第72期》

2022.06.19

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

周观点：就业稳、油价跌，美联储紧缩压力暂缓

- 当地时间 7 月 8 日，美国劳工局公布非农就业数据，5 月新增非农就业 37.2 万人，其中私人部门新增 38.1 万人超出市场预期；6 月美国平均时薪环比 0.3%，三年平均增速连续第三个月维持于 4.7%；失业率持平于 3.6%，但劳动参与率下滑 0.1 个百分点至 62.2%。
- **6 月新增非农就业情况稳定，特别是私人部门就业好于海外市场预期，一方面显示本轮疫情反弹影响温和，另一方面也凸显出美国居民服务消费进一步改善乏力。自今年 5 月以来，美国疫情实际已经出现又一轮反扑，但此轮疫情反弹幅度较小，对美国就业市场冲击不大。** 1) 6 月制造业就业环比小幅多增，但下半年恢复或将放缓。制造业 6 月新增就业 2.9 万人，较上月提升 1.1 万人，显示美国制造业具备韧性，但这样的水平相对于年初新增 5-6 万的水平是较低的，且制造业时薪环比也下降至 0%，后续制造业恢复有放缓可能。2) 6 月新增就业主力不再是此前一贯的休闲酒店业，而是教育卫生业，显示服务业改善趋势已逐步见顶。6 月休闲酒店业新增 6.7 万人，教育卫生业新增 9.6 万人。
- **美国居民平均时薪三年平均增速连续第三个月高位持平，美联储货币紧缩加速背景下，薪资通胀螺旋正在弱化。** 居民时薪三年平均增速持平于 4.7%，薪资通胀螺旋正在放缓，而美联储所关心的高油价（可能推高居民通胀预期，恶化薪资通胀螺旋）近期也有新的变化。
- **全球原油供给市场发生事件性变化，近期油价波动下跌，美联储进一步收紧压力有所缓和。** 上周欧佩克秘书长巴尔金多去世，触发国际原油期货大幅下跌，与市场担心后续 OPEC 不会再维持统一的限产策略有关。而拜登也将于下周前往沙特访问，其核心议题或是敦促沙特增加产量。但在美国中期选举之前，页岩油增产动力不足（产量当前仅 1210 万桶/日，库存亦处于低位），使得 OPEC 新增份额压力不大，供给紧平衡或将持续。
- **劳动参与率再度下滑，如果下半年美国经济增长快速下行，失业率或将明显反弹。** 6 月虽然失业率仍然维持在 3.6% 的低位，劳动参与率下滑 0.1 个百分点至 62.2%，但自 20Q2 以来未再因疫情出现居民就业意愿的大幅下滑，这意味着如果下半年美国经济增长快速下行，失业率或将明显反弹。
- **能源危机沉重打击欧洲经济，欧元剧贬。** 自俄进口油气大幅收缩推高通胀，并逐步广泛化传导，使得欧央行对于紧缩的态度日趋坚决。同时能源危机抑制居民需求，打击工业生产，直接传导的幅度远超美国。在挪威油气行业罢工以及德国电价创下新高的影响下，德国 5 月首次出现贸易逆差，触发近期欧元相对美元大幅贬值，较上周贬值达 2.6%。
- **日英政坛巨震，美元指数大幅走高。** 面对高通胀环境和党内外压力，英国首相约翰逊辞职，本周英镑相对美元贬值 0.6%，不可忽视的是英国通胀目前高达 9.1%，在约翰逊的前车之鉴下，拜登或将对豁免关税等措施持更为开放的态度。**7 月 8 日，日本前首相安倍晋三遇刺身亡，日元汇率上演先升后贬。市场定价日央行宽松政策可能出现松动。** 但日本国内供需两端的孱弱并没有改变，宽松的必要性仍然存在，而在短暂升值之后再度转贬，则反映市场对日本未来经济预期的不确定性较大。**但海外汇率剧烈变动，对我国影响是不大的，驱动人民币汇率的核心因素是本国经常账户，即生产和出口的韧性。**

上周重点回顾：美国职位空缺持续下降

- **需求：**欧元区 5 月零售环比改善；**贸易：**日本贸易逆差继续扩大。

全球宏观日历：关注美国 CPI



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 就业稳、油价跌，美联储紧缩压力暂缓	5
1.1 6月新增非农就业情况稳定，一方面显示本轮疫情反弹影响温和，另一方面也凸显出美国居民服务消费进一步改善乏力.....	5
1.2 美国居民平均时薪三年平均增速连续第三个月高位持平，美联储货币紧缩加速背景下，薪资通胀螺旋正在弱化.....	6
1.3 劳动参与率再度下滑，如果下半年美国经济增长快速下行，失业率或将明显反弹.....	7
1.4 能源危机沉重打击欧洲经济，欧元剧贬	7
1.5 日英政坛巨震，美元指数大幅走高	8
2. 上周重点回顾：美国职位空缺持续下降	10
2.1 美联储：市场不再预期 23 年 7 月降息	10
2.2 需求：欧元区 5 月零售销售环比回正	11
2.3 供给：美国 5 月非农职位空缺继续下降	11
2.4 贸易：日本 5 月贸易逆差继续扩大	12
3. 海外高频数据跟踪：美元指数上升.....	13
全球宏观日历：关注美国 CPI.....	16

图表目录

图 1 : 美国 5、6 月新增确诊有所回升 (7DMA , 例)	5
图 2 : 6 月非农新增人数	6
图 3 : 教育卫生业就业大幅新增 (千人)	6
图 4 : 6 月平均时薪环比 0.3%	6
图 5 : 美国劳动参与率下滑 0.1 个百分点至 62.2%	7
图 6 : 欧洲生产也受到抑制	8
图 7 : 欧洲需求受打击最大	8
图 8 : 欧元区通胀广泛化	8
图 9 : 能源价格飙升 , 德国贸易差额转负	8
图 10 : 美元指数升至 107	9
图 11 : 英国 CPI 同比 9.1%	9
图 12 : 欧元区 5 月零售销售指数三年平均增速 4.8%	11
图 13 : 美国 5 月非农职位空缺数继续下滑	11
图 14 : 美国 5 月贸易差额继续小幅收窄	12
图 15 : 日本 5 月贸易差额创历史第二高位	12
图 16 : 全球周均新增确诊继续回落 (7DMA , 例 , 上图新增确诊 , 下图新增死亡)	13
图 17 : 全球主要国家疫苗接种情况 (%)	13
图 18 : 美国变种病毒新增占比 (7DMA , %)	13
图 19 : 22 年 7 月加息 75BP 概率领先 (BP)	13
图 20 : 22 年加息 325BP 概率领先 (BP)	13
图 21 : 海外主要国家防控力度指数 (30DMA)	14
图 22 : 海外主要国家出行变化 (30DMA , %)	14
图 23 : 美国 TSA 航空旅客安检人数 (7DMA 人次)	14
图 24 : 美国初领失业金人数较上周小幅上升	14
图 25 : 美国炼油厂可运营能力利用率小幅上升	14
图 26 : 美国粗钢产能利用率较上周小幅回升	14
图 27 : 本周原油价格较上周继续下跌	14

图 28 : 美原油库存较上周止跌回升	14
图 29 : 本周铁矿石价格同比降幅较上周下滑	15
图 30 : 本周长端美债利率较上周继续回落 (%)	15
图 31 : 各期限抵押贷款利率本周大幅下滑	15
图 32 : 截至 7 月 7 日美元指数较上周上升	15
表 1 : 美联储未来议息会议加息概率 (BP)	10
表 2 : 美联储官员过去一周对加息缩表的表态	10
表 3 : 全球主要宏观经济数据日历	16

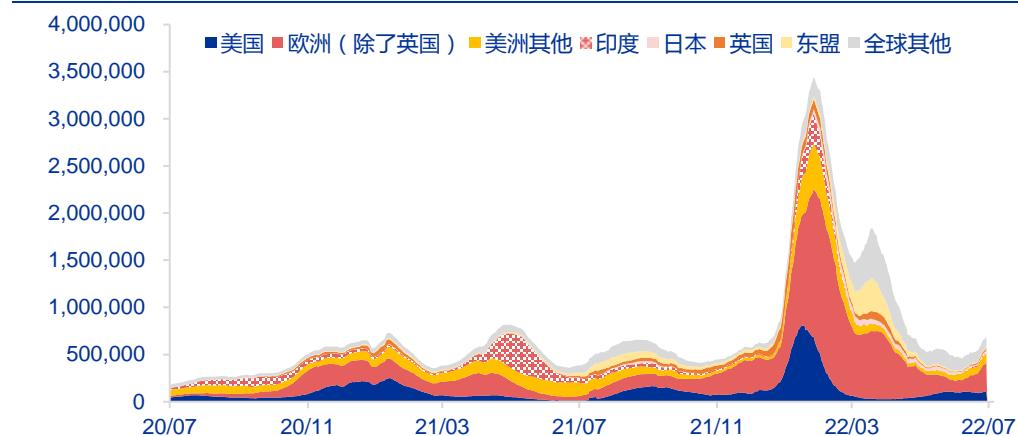
1. 就业稳、油价跌，美联储紧缩压力暂缓

1.1 6月新增非农就业情况稳定，一方面显示本轮疫情反弹影响温和，另一方面也凸显出美国居民服务消费进一步改善乏力

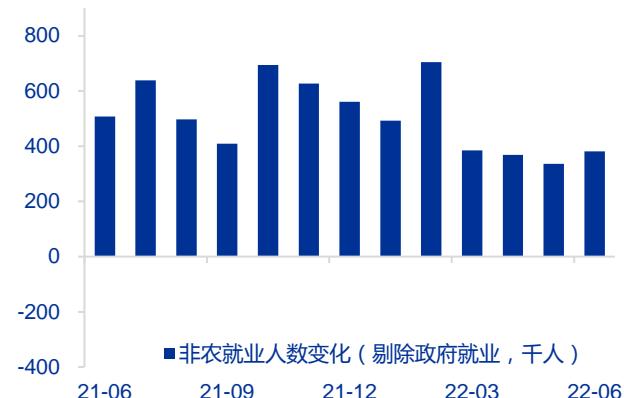
当地时间7月8日，美国劳工局公布非农就业数据，5月新增非农就业37.2万人，其中私人部门新增38.1万人超出市场预期；6月美国平均时薪环比0.3%，三年平均增速连续第三个月维持于4.7%；失业率持平于3.6%，但劳动参与率下滑0.1个百分点至62.2%。

6月新增非农就业情况稳定，特别是私人部门就业好于海外市场预期，一方面显示本轮疫情反弹影响温和，另一方面也凸显出美国居民服务消费进一步改善乏力。5月新增非农就业37.2万人，私人部分新增38.1万人，超出市场预期。**1) 6月制造业就业环比小幅多增，但下半年恢复或将放缓。**制造业6月新增就业2.9万人，较上月提升1.1万人，显示美国制造业具备韧性，但这样的水平相对于年初新增5-6万的水平是较低的，且制造业时薪环比也下降至0%，后续制造业恢复有放缓可能。**2) 6月新增就业主力不再是此前一贯的休闲酒店业，而是教育卫生业，显示显示服务业改善趋势已逐步见顶。**6月休闲酒店业仅新增6.7万人，维持近三个月以来较为低迷的趋势，但也并未继续回落，同时教育卫生业新增9.6万人，为6月非农就业新增最多的行业。

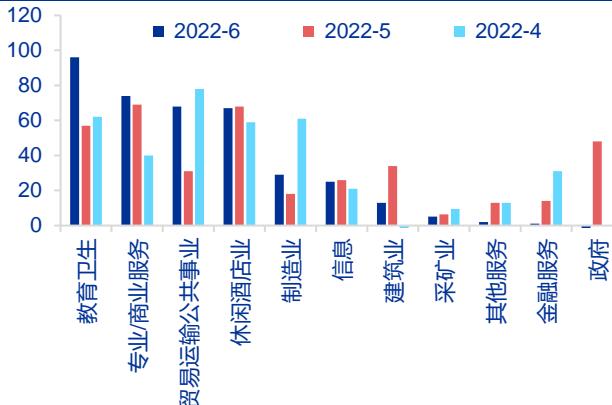
图1：美国5、6月新增确诊有所回升(7DMA, 例)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2 : 6 月非农新增人数


资料来源：CEIC，申万宏源研究

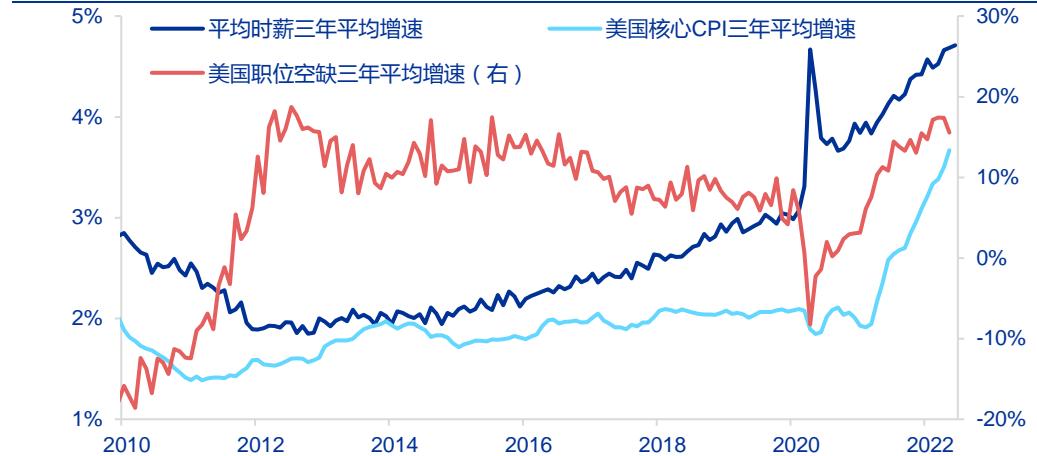
图 3 : 教育卫生业就业大幅新增 (千人)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 美国居民平均时薪三年平均增速连续第三个月高位持平，美联储货币紧缩加速背景下，薪资通胀螺旋正在弱化

在美联储紧缩操作影响下，美国薪资通胀螺旋正在弱化，但美联储更担心高油价可能对居民通胀预期的抬升。6月美国平均时薪三年平均增速持平于4.7%，显示美联储货币紧缩加速背景下，薪资通胀螺旋正在弱化，5月美国JOLT职位空缺也环比下滑43万。美联储当前更担心高油价提升美国居民的通胀预期，可能对开始降温的居民商品消费需求，及耐用品通胀形成迟滞，在这一方面，近期出现一些新变化。

全球原油供给市场发生事件性变化，近期油价波动下跌，美联储进一步收紧压力有所缓和。上周欧佩克秘书长巴尔金多去世，触发国际原油期货大幅下跌，与市场担心后续OPEC不会再维持统一的限产策略有关。而拜登也将于下周前往沙特访问，其核心议题或是敦促沙特增加产量。但在美国中期选举之前，页岩油增产动力不足（当前仅1210万桶/日，远低于疫情之前，库存亦处于低位），使得OPEC新增份额压力不大、原油需求缓慢回升中或继续维持供给紧平衡，油价三季度仍将处于较高水平。

图 4 : 6 月平均时薪环比 0.3%


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 劳动参与率再度下滑，如果下半年美国经济增长快速下行，失业率或将明显反弹

6月虽然失业率仍然维持在3.6%的低位，劳动参与率再度下滑0.1个百分点至62.2%，但自20Q2以来未再因疫情出现居民就业意愿的大幅下滑，这意味着如果下半年美国经济增长快速下行，失业率或将明显反弹。同时，这也证实了本周公布的6月FOMC会议纪要中的担忧，即疫情期间大量增加的提早退休人群的拖累，可能导致劳动参与率短期内无法回升。

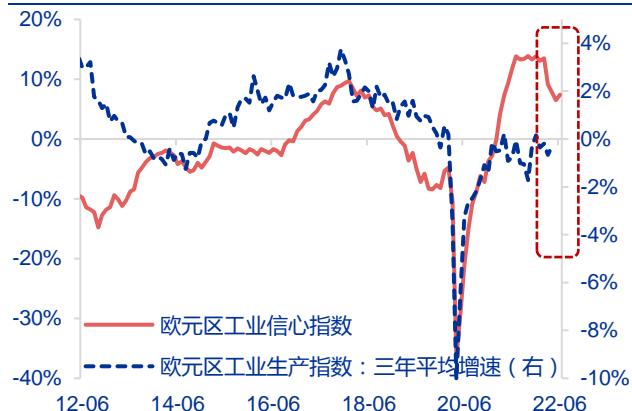
图5：美国劳动参与率下滑0.1个百分点至62.2%



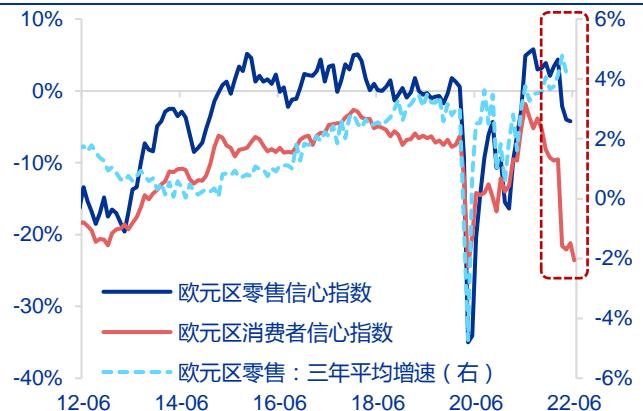
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.4 能源危机沉重打击欧洲经济，欧元剧贬

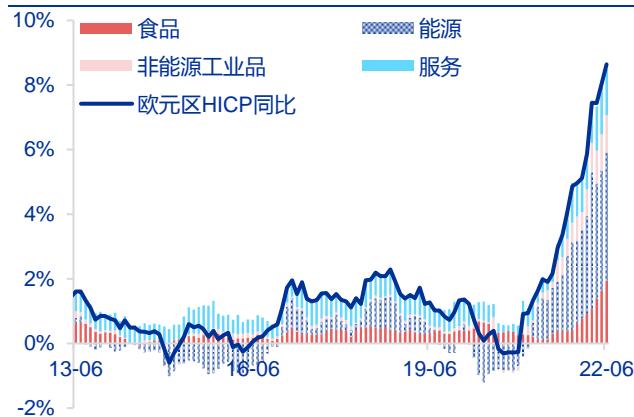
能源危机愈演愈烈下，欧元本周剧贬2.6%。自俄乌冲突以来，西方国家持续对俄加码制裁手段，特别是对俄实行石油制裁等措施，俄罗斯作为反制，也大幅减少了对欧输送的天然气。对于极度依赖俄罗斯能源输入的欧洲国家来说，自俄进口油气大幅收缩推高通胀，并逐步广泛化传导，使得欧央行对于紧缩的态度日趋坚决。同时能源危机抑制居民需求，打击工业生产，直接传导的幅度远超美国。在挪威油气行业罢工以及德国电价创下新高的影响下，德国电力价格飙升，5月首次出现贸易逆差，触发近期欧元相对美元大幅贬值，较上周贬值达2.6%。

图 6：欧洲生产也受到抑制

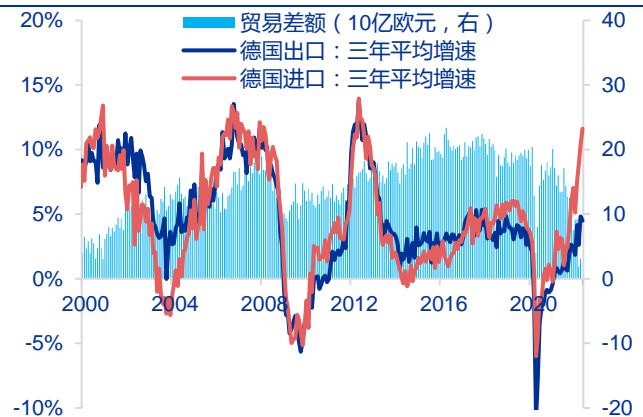
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：欧洲需求受打击最大

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：欧元区通胀广泛化

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：能源价格飙升，德国贸易差额转负

资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.5 日英政坛巨震，美元指数大幅走高

除了非农数据中薪资增速的反弹、欧元大幅贬值，本周海外市场还爆发诸多突发事件，美元指数上冲高至 107 的历史高位。

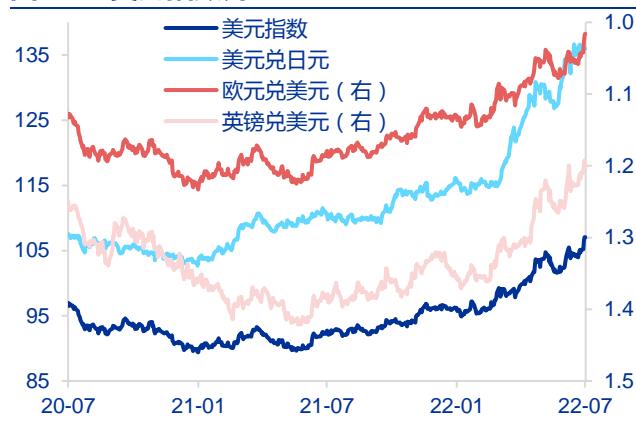
面对高通胀环境和党内外压力，英国首相约翰逊辞职，7月7日，面对党内外压力，英国首相约翰逊正式宣布辞职，本周英镑相对美元贬值 0.6%，这背后固然有“派对门”、北爱尔兰问题等政治因素，但不可忽视的是英国通胀目前高达 9.1%，在美欧英中是最高的，也是 40 余年来的最高水平，其背后不仅有能源危机，还有脱欧之后带来的劳动力短缺问题，使得英国通胀尤其难以治理。这进而使得英国经济预期低迷，本周英国央行发布一份金融稳定报告称，英国经济前景“严重恶化”就是最好写照。在约翰逊的前车之鉴下，拜登或将对豁免关税等措施持更为开放的态度，以平抑美国国内高通胀问题。

7月8日，日本前首相安倍晋三遇刺身亡，日元汇率上演先升后贬。市场定价日本央行宽松政策可能出现松动。在安倍遇刺之后，日元汇率戏剧性地出现了先升后贬的

情况，主要由于市场认为安倍是宽松政策的坚定支持者（安倍经济学“三支箭”策略中包括日央行大规模QE，及汇率的大幅贬值），之后可能日本宽松政策会出现动摇，从而摆脱在海外主要央行中最宽松的地位。但我们认为，深度老龄化的现实，以及日本国内供需两端的疲弱并没有改变，宽松的必要性仍然存在，详细分析见《日元剧贬，美供需缺口收窄-全球宏观周报·第72期（2022.06.19）》，而在短暂升值之后再度转贬，则反映市场对日本未来经济预期的不确定性较大，本周日元相对美元还是贬值0.6%，从而加剧了本周美元指数上行。

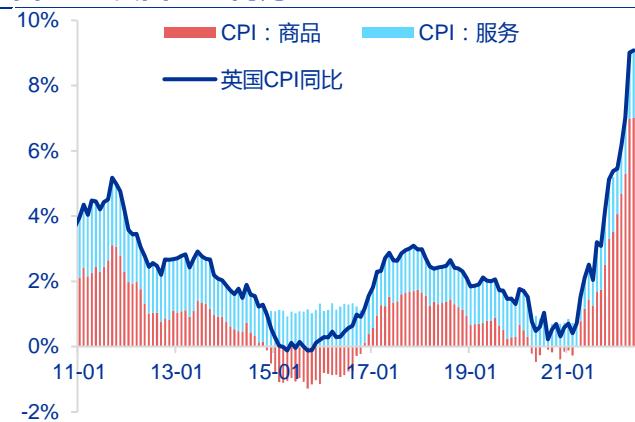
但美元指数的上行，亦或是欧元的走弱、日元的动荡，对我国影响均是不大的，我国资本账户开放度有限，2020-2021年我国企业外部借债活动非常谨慎，当前资本项下资金跨境流出风险可控，驱动人民币汇率的核心因素是本国经常账户。

图 10：美元指数升至 107



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 11：英国 CPI 同比 9.1%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.上周重点回顾：美国职位空缺持续下降

2.1 美联储：市场不再预期 23 年 7 月降息

表 1：美联储未来议息会议加息概率 (BP)

会议时间	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2022/7/27	6.1%	93.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/9/21	0.0%	0.0%	5.4%	83.4%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	52.1%	40.2%	4.5%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	16.0%	49.0%	30.9%	3.3%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	13.2%	42.9%	34.2%	8.4%	0.6%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.2%	38.3%	35.6%	12.4%	1.8%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	15.8%	37.8%	31.6%	10.6%	1.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	1.0%	7.6%	24.4%	35.4%	23.5%	7.1%	1.0%
2023/7/26	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.4%	16.6%	4.5%	0.6%

资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

表 2：美联储官员过去一周对加息缩表的表态

姓名	职务	时间	投票权	表态
Mary C. Daly	旧金山联储主席	2022/7/1	2024	我支持美联储在 7 月份进一步加息 75 个基点，预计联邦基金利率到 2022 年年底将被提升至 3.1%，那可能非常接近中性利率水平，届时可能就会在一定程度上放慢加息步伐。
James B. Bullard	圣路易斯联储主席	2022/7/7	2022	美国宏观经济形势抑制美联储在实现政策目标方面的信誉。美国劳动力市场是稳健的，经济有望在 2022 年扩张。通胀预期恐将继续高位运行。我坚持认为，如果美联储不采取（货币紧缩）行动，通胀预期恐怕会失控。尽可能迅速地控制通胀问题是紧迫任务。我们很有可能实现软着陆。美国经济增长将放缓至“趋势水平”，美国经济软着陆是我的基准情形。 在这个节点，加息 75 个基点是合理的。仍然主张在今年加息至 3.5%。 美国经济衰退的预测并不靠谱，一些人将增长放缓误认为是经济衰退的可能性上升。
Christopher J. Waller	美联储理事	2022/7/7	2022	支持在 7 月会议上加息 75 个基点，在 9 月加息 50 个基点。美国通胀太高了，并且似乎没有缓解的迹象。我们不能让通胀预期脱锚，不认为脱锚已经发生。 美联储没有把使用资产负债表作为主要的紧缩工具。 我认为对美国经济衰退的担忧被夸大了。美联储并不想对房地产和大宗商品市场产生冲击，过去两年美国房价的攀升是“非理性的”。美联储在 2021 年没有采取正确的风险管理策略。美联储很有可能实现软着陆，对经济的信心来自于“强劲的”劳动力市场。需要看到核心 PCE 在年底前放缓至接近 2.5%-3%。FOMC 坚定地要控制通胀，这意味着美联储的加息行动将变得激进。迄今，市场避免了 2013 年式的缩减恐慌。

资料来源：St. Louis Fed，申万宏源宏观

2.2 需求：欧元区 5 月零售销售环比回正

欧元区 5 月零售销售指数环比增长 1.3%，三年平均增速 4.8%。环比增速受俄乌冲突影响在 4 月转负之后在 5 月再次回正，但增速并不及预期，向上的动能并不充分。

图 12：欧元区 5 月零售销售指数三年平均增速 4.8%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.3 供给：美国 5 月非农职位空缺继续下降

美国 5 月非农职位空缺数继续下滑约 43 万，连续两月从高点回落，这显示劳动力市场供需缺口有所改善。但总空缺数仍处于 1125 万的高位，劳动力市场在 5 月依然趋紧。

图 13：美国 5 月非农职位空缺数继续下滑

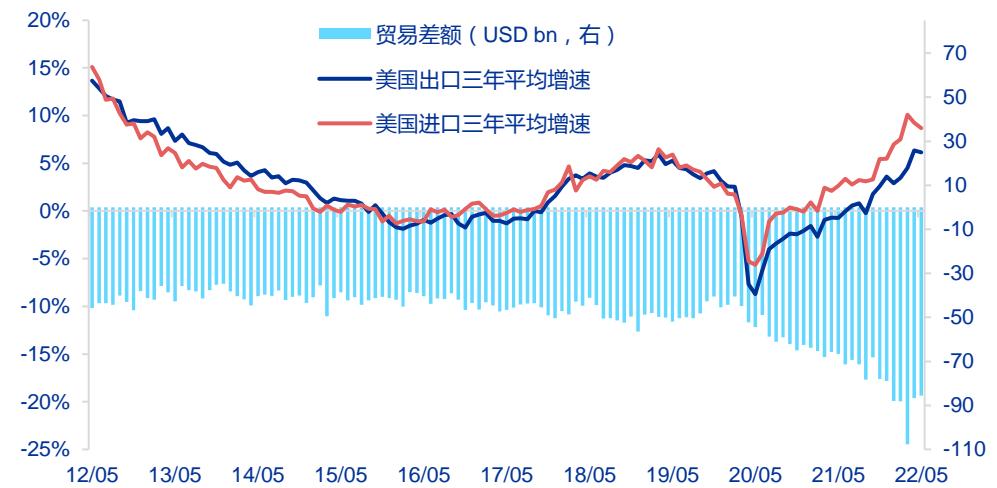


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.4 贸易：日本 5 月贸易逆差继续扩大

5 月美国出口三年平均增速 6.1% 较上月 6.3% 小幅下降，但进口增速下滑更快，从上月的 9.3% 降至 8.7%。这导致贸易逆差录得 855 亿美元，较上月继续小幅收窄，达到今年以来的最低水平，这也显示出美国需求端的明显降温，以及供给端的缓慢改善。

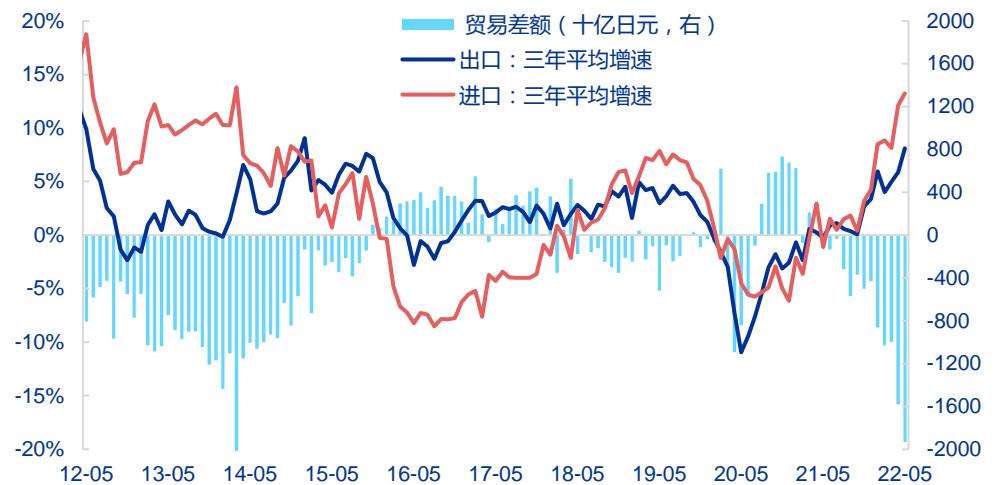
图 14：美国 5 月贸易差额继续小幅收窄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

日本 5 月进口三年平均增速 13.2%，达到近年新高，而出口增速上升到 8.1%，虽也是近年高点，但增幅不及进口。这导致日本 5 月贸易逆差达到创纪录的 1.9 万亿日元，创下月度逆差额历史第二高位。日元贬值对出口的拉动作用短期内将被能源价格高涨所拖累，持续的贸易逆差将导致日元继续贬值的压力增大。

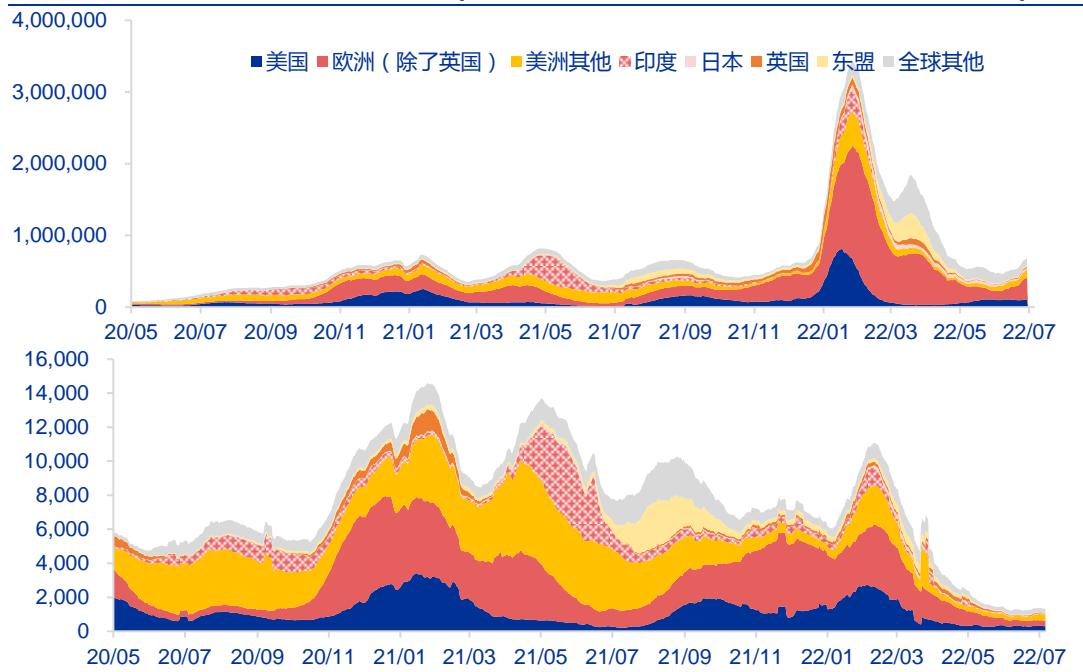
图 15：日本 5 月贸易差额创历史第二高位



资料来源：CEIC，申万宏源研究

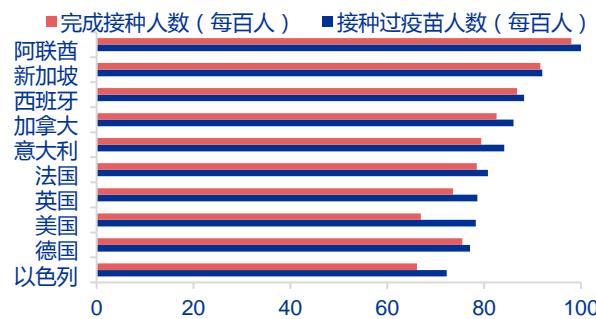
3. 海外高频数据跟踪：美元指数上升

图 16：全球周均新增确诊继续回落（7DMA，例，上图新增确诊，下图新增死亡）



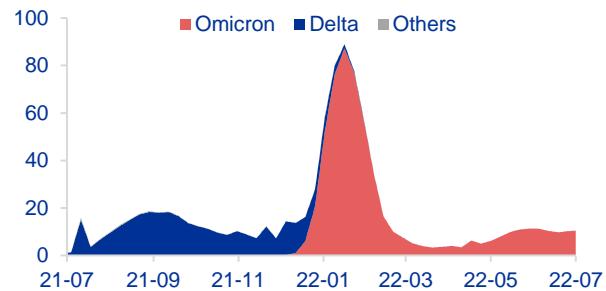
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：全球主要国家疫苗接种情况（%）



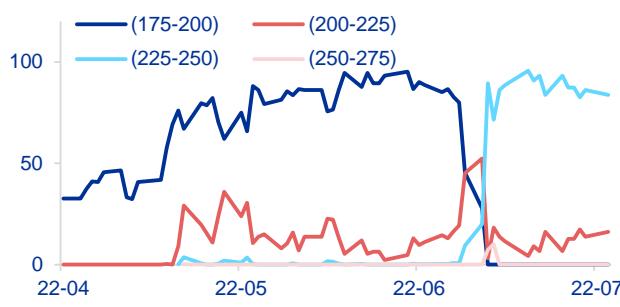
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 18：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）



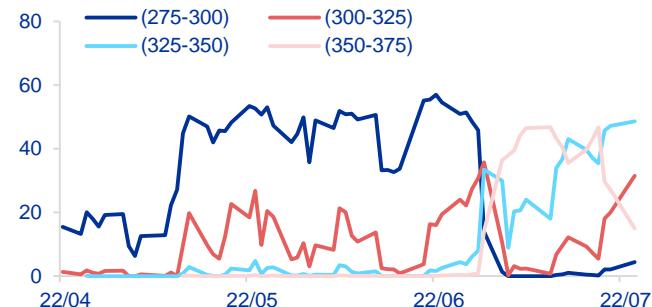
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 19：22 年 7 月加息 75BP 概率领先 (BP)

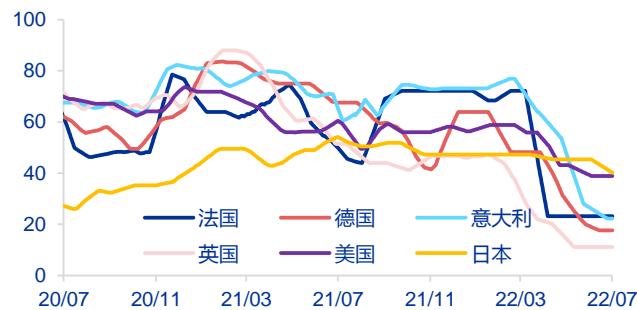


资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

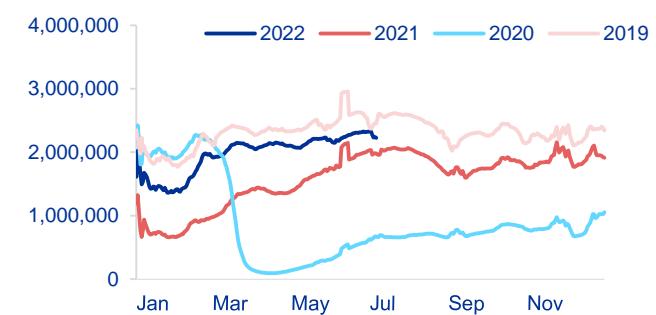
图 20：22 年加息 325BP 概率领先 (BP)



资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 21 : 海外主要国家防控力度指数 (30DMA)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 23 : 美国 TSA 航空旅客安检人数 (7DMA 人次)


资料来源：TSA，申万宏源研究

图 25 : 美国炼油厂可运营能力利用率小幅上升

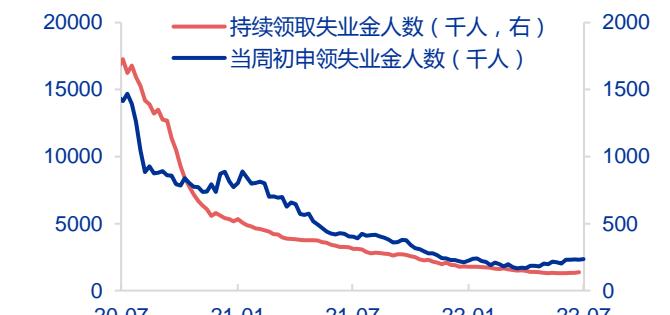

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 27 : 本周原油价格较上周继续下跌


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 22 : 海外主要国家出行变化 (30DMA , %)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 24 : 美国初领失业金人数较上周小幅上升


资料来源：FHA，申万宏源研究

图 26 : 美国粗钢产能利用率较上周小幅回升


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 28 : 美原油库存较上周止跌回升

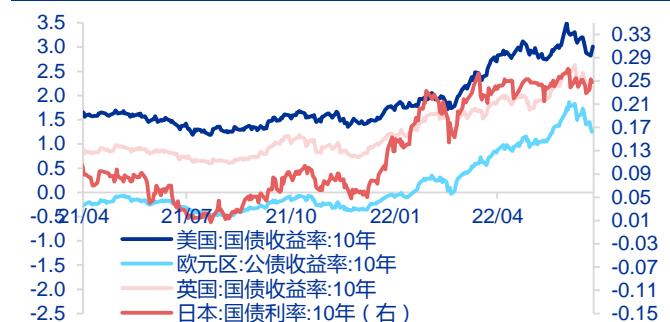

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 29：本周铁矿石价格同比降幅较上周下滑



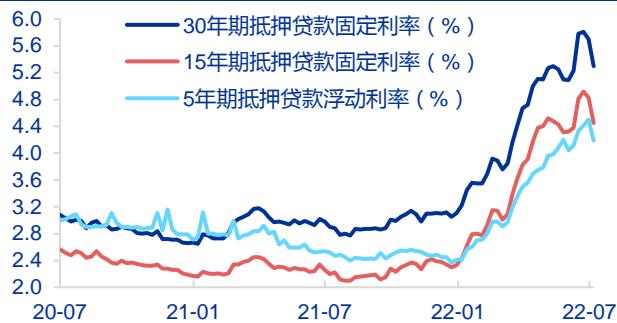
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：本周长端美债利率较上周继续回落（%）



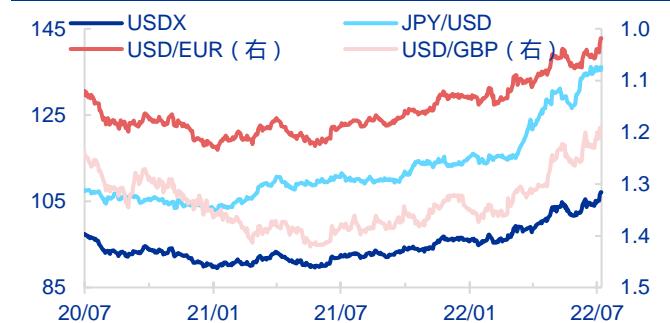
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 31：各期限抵押贷款利率本周大幅下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 32：截至 7 月 7 日美元指数较上周上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

全球宏观日历：关注美国 CPI

表 3：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
7月	4	5	6	7	8	9	10
		9:45 CN 🇨🇳	17:00 EU 🇪🇺	20:30 US 🇺🇸	1:00 US FRB	9:30 CN 🇨🇳	
		财新服务业PMI	零售销售	5月贸易差额	圣路易斯联储CPI、PPI		
		PMI	21:00 US FRB		Bullard讲话	不定时 CN 🇨🇳	
		16:00 EU 🇪🇺	纽约联储服务业PMI	Williams讲话	1:00 US FRB	金融数据	
				22:00 US 🇺🇸	美联储理事Waller讲话		
				ISM服务业指数	20:30 US 🇺🇸		
					非农就业		
		11	12	13	14	15	16
		2:00 US FRB	纽约联储Williams讲话	不定时 CN 🇨🇳	20:30 US 🇺🇸	10:00 CN 🇨🇳	17
				贸易数据	PPI	6月和二季度经济数据	
				17:00 EU 🇪🇺			
				工业产出		20:30 US 🇺🇸	
				20:30 US 🇺🇸		进出口价格指数、零售销售	
				CPI		20:45 US FRB	
						亚特兰大联储Bostic讲话	
		18	19	20	21	22	23
		不定时 CN 🇨🇳	17:00 EU 🇪🇺	22:00 US 🇺🇸		16:00 EU 🇪🇺	24
		财政数据	HICP终值	成屋销售		PMI指数	
						21:45 US 🇺🇸	
						Markit PMI指数	

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。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投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

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。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。

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。

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資目标、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。