

2022年以来，欧元区通胀数据节节攀升，欧央行将在7月开始加息。但当前欧元区面临问题，边缘国与核心国国债利差开始大幅走阔，市场可能担忧，欧元区欧债主权国债务危机可能会再次发生。

➤ 欧央行加息在即，但欧洲经济已经陷入滞胀的泥潭

欧洲经济已经出现实质性的放缓，高通胀已经对需求产生压制。6月欧元区PMI录得初值51.9，创16个月以来的最低值，欧元区制造业新订单下滑速度，是过去10年之最。无论是消费品、还是投资品和中间产品，都在全面放缓，并且过去两个订单下滑的速度还在加快。

当前市场对欧洲经济前景的悲观预期或已到极点。无论是PMI还是ZEM投资者信心指数，都反映当前企业经营者和投资者对于未来欧洲经济的悲观情绪，尤其是ZEM指数甚至跌至自欧债危机以来的最低值，在欧央行短期内不改变其紧缩货币政策的立场下，欧元区经济活动可能继续收缩。

➤ 欧洲边缘国的债务压力实际上低于市场预期

当前国债利率走高并不会立刻推高该国债务杠杆。根据欧央行官员的测算，欧元区各经济体增长率与利率之差预计会在一段时间内保持正值。主要是通胀的意外飙升导致名义增长率上升。

利率抬升对实际偿债压力传导有时滞。新发行的国债融资成本上升，短期内并不会加大偿债压力。另外，即使边缘国利率走高，当前债券融资成本仍远低于欧债危机时期。

➤ 欧洲银行业基本面改善，欧债危机难再来

在2008年美国金融危机之前，欧洲银行在各国房地产市场参与活跃度较高。2008年美国金融危机发生后，欧洲各国银行业损失惨重，国际融资活动大幅衰减，流向边缘国的资金急剧下滑，导致边缘国地产泡沫破裂。为拯救银行体系，边缘国不得不大量举债，推高财政赤字率，进而触发主权债务危机和银行业危机的厄运循环。

当前无论是银行、居民还是企业，均没有出现大幅扩杠杆的现象，各个主体的资产负债表远比欧债危机之前健康。同时，过去十多年经历了一系列的监管改革，“厄运循环”的传导链条被削弱。

➤ 欧央行或有足够条件应对欧元区分化风险 (Fragmentation Risk)

当前欧元区内部政策一致性高于以往，欧央行或并不会遇到很大的阻力。若无法很好解决当前边缘国和核心国利差走阔的问题，欧央行或无法持续加息以应对通胀，而通胀是欧元区所有国家需要共同面对的问题。

其次，欧央行还有足够的工具应对利差走阔。其一，现有的PEPP工具（即疫情紧急购买计划）再投资资金将用于购买边缘国国债，一定程度上能缓解压力；OMT（直接货币交易）工具可能会重启，尽管因为触发条件严苛，从未被使用，但这一工具代表了欧央行捍卫欧元区的决心。

其二，欧央行将设立新的工具，该工具可能介于PEPP和OMT之间，既赋予欧央行无限购买成员国国债的权利，又给予欧央行对触发条件更多的自主选择空间。

总体而言，主权债务危机在欧元区大规模发生的概率较小。即使在欧央行加息过程中，个别国家国债利率飙升，欧央行有足够的工具应对，确保货币政策有效传导。

➤ 风险提示：欧美央行持续超预期加息；海外地缘冲突升级；欧洲政局动荡加剧



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

1 市场担忧欧债危机梦魇再次降临	3
2 欧元区债务压力实际上低于市场预期	4
3 银行业基本面改善，欧债危机难再来	6
3.1 当前欧洲银行业远比欧债危机之前健康	6
3.2 “厄运循环”（Doom Loop）的危机传导链条被削弱	8
4 政策空间大且一致性高，欧债危机难再来	8
4.1 欧元区政策一致性提高	9
4.2 欧央行有足够应对工具	10
5 风险提示	12
插图目录	13

1 市场担忧欧债危机梦魇再次降临

2022年以来，欧元区通胀数据节节攀升，欧央行开始退出大规模的资产购买，并将在7月开始加息。

欧元区各国国债利差已经开始大幅走阔，当前欧洲经济也有明显放缓，多重指标指向当前经济与2011年欧债危机表现极为类似。市场担忧，欧债主权国债务危机可能会再次发生。

当前边缘国与核心国的国债利差的确在走阔。

上一轮欧债危机中，边缘国与核心国的国债利差就快速走高。近期欧洲内部边缘国与核心国的利差也在快速走高。

6月上旬，希腊与德国利差一度达到了300bp，意大利与德国利差一度超过250bp，葡萄牙和西班牙也均超100bp。利差虽阔，但距离2011年欧债危机的高点，仍有相当距离（当时多国国债利差超过500bp，希腊和德国利差甚至一度超过3000BP）。衡量主权债务违约风险的CDS也在明显走高。

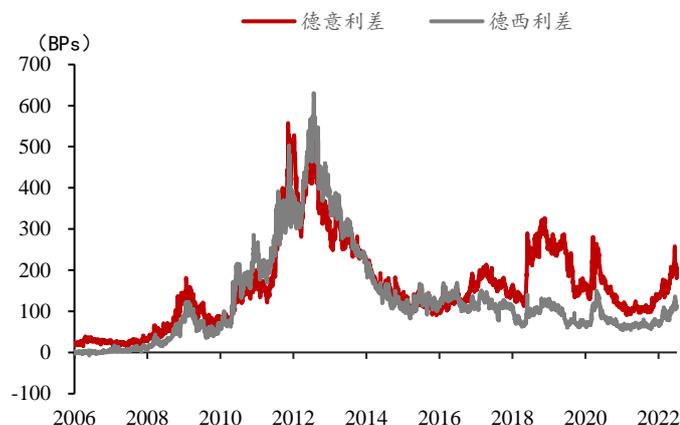
当前欧洲经济已经出现实质性放缓。

PMI指标显示当前欧洲经济需求大幅走弱，未来增长预期也在快速下滑。

6月欧元区PMI初值录得51.9，创16个月以来的最低值。欧元区PMI商业信心指数已经下降到两年多来最悲观的水平，与2020年新冠疫情发生和2012年欧债危机时相当。PMI商业信心指数下降，与欧洲投资品需求大幅走弱相互印证。

欧元区制造业新订单下滑速度，是过去10年之最。无论是消费品、投资品和中间产品，都在全面放缓。过去两个月，欧元区新商品订单仍在加速下降。在Markit调查的样本内，除了荷兰之外，所有接受调查的国家6月份的订单都有所下降，但荷兰近几个月的订单的增长率也明显放缓。

图 1：德意利差和德西利差正在走高



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：欧元区 PMI



资料来源：wind，民生证券研究院

通胀水平未见见顶迹象，欧央行收紧货币的节奏才刚刚开始。

基本面较弱，欧元区内部国家面临分化，这已经不是好现象。然而更令人担忧的是，欧央行货币紧缩或刚刚开始，流动性收紧还在路上。

俄乌冲突导致全球能源紧张格局加剧，当前欧洲地区能源价格飙升，当前欧元区CPI处于历史高位，并且还没有出现见顶的迹象。

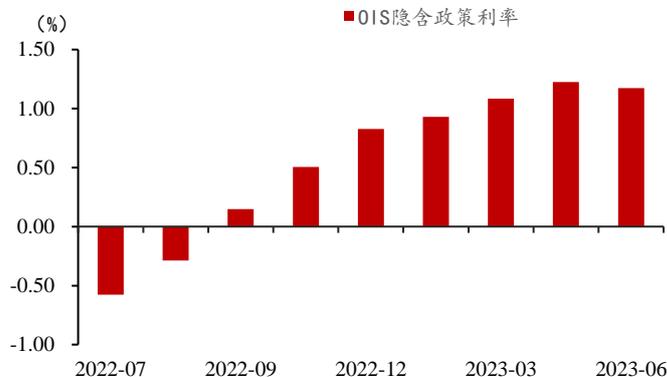
欧央行已经决定开启加息周期，在7月将三大关键利率上调25BP。如果通胀数据在九月议息会议之前没有出现回落，ECB有可能加息50BP，势必将会进一步推高欧元区各国国债利率，甚至推高边缘国与核心国的利差。

图 3：欧元区通胀或尚未见顶



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：OIS 掉期隐含欧央行加息预期



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2 欧元区债务压力实际上低于市场预期

以意大利为例，我们先来直观解析本次欧元区边缘国的债务压力。

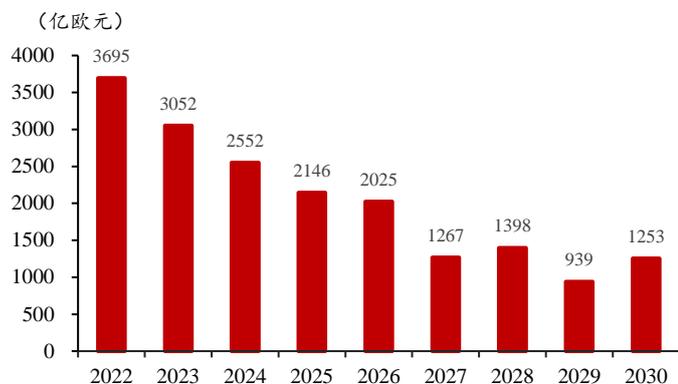
债务到期规模角度，今年可能是意大利债务压力最大年份，后续偿债压力逐渐走低。

截至今年五月底，意大利公共债务规模 2.29 万亿欧元，其中 2022 年到期规模 3695 亿欧元，后续债务压力将持续下降。

意大利国债发行以固定利率居多，占比达到 76.72%，浮动利率占比 11.90%，通胀挂钩型占比 11.38%，当前利息支出增加的幅度较为有限。

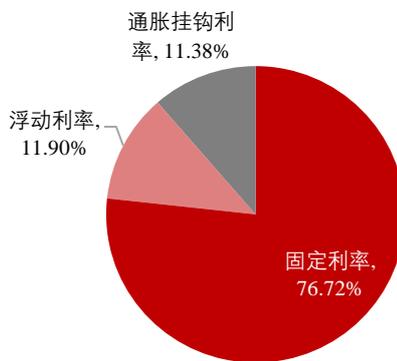
另外，意大利国债几乎都是以欧元计价的，不会有货币错配压力。

图 5：2022 年意大利国债到期规模



资料来源：意大利财政部，民生证券研究院

图 6：2022 年意大利国债类型构成



资料来源：意大利财政部，民生证券研究院

当前意大利债券融资成本确有走高，但仍远低于欧债危机时期。

国债利率飙升最直接的影响就是意大利政府融资利率走高。

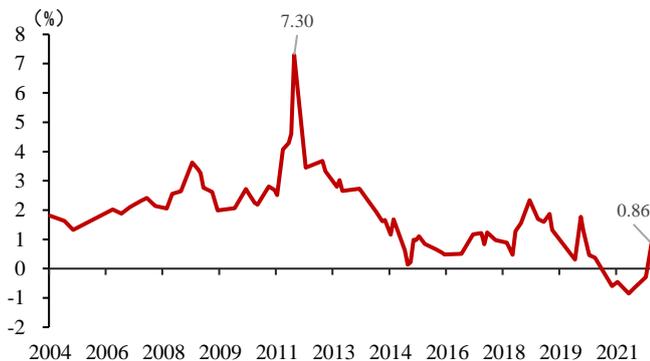
根据彭博数据显示，意大利十年期国债发行平均利率从2022年1季度开始走高，当前已基本回到疫情前水平，但相比于2011-2012欧债危机时期的水平还有相当长的距离。

当前意大利国债利率确有走高，并不会立刻进一步推升意大利政府债务杠杆率。

当名义GDP增长率高于名义利率（也就是增长率与利率之差为正），该国的公共债务与GDP之比也会下降。

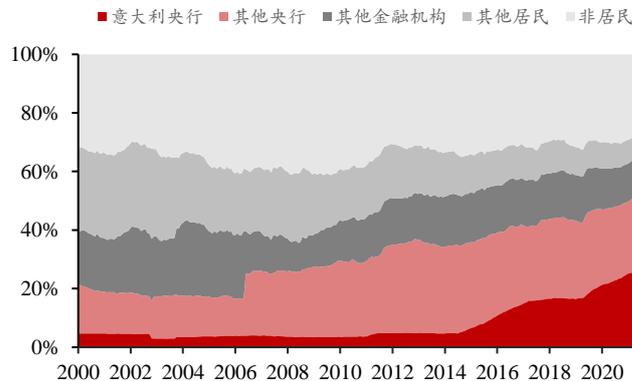
当前利率上升，并不会立马明显推升存量国债的名义利率。所以根据欧央行官员的测算，欧元区各经济体增长率与利率之差预计会在一段时间内保持正值，主要是通胀的意外飙升导致名义增长率上升，同时融资成本上升传导到偿债压力有需时间。

图 7：意大利十年期国债发行平均利率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 8：意大利债券持有者构成



资料来源：意大利财政部，民生证券研究院

3 银行业基本面改善，欧债危机难再来

尽管欧元区边缘国国债利率大幅上升，当前欧元区金融体系结构及基本面，完全不同于上一轮欧债危机。

3.1 当前欧洲银行业远比欧债危机之前健康

欧债危机并不是一个单独的事件，它是 08 年金融危机蔓延深化的结果。先有发端于美国的 08 金融危机，后有欧洲银行业受到重创，再有欧债危机。

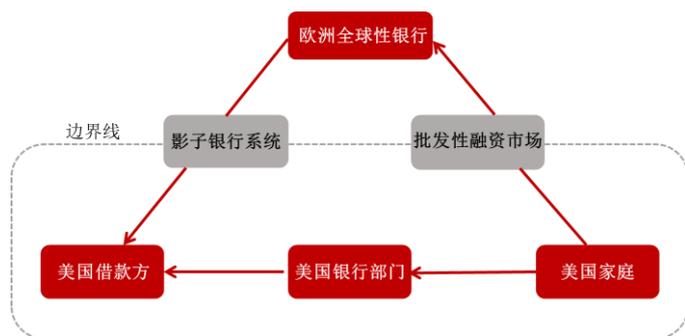
金融危机之前，欧洲银行深度参与房地产市场。

典型的例子是欧洲银行通过参与 MBS 等渠道参与美国房地产。欧洲银行通过批发美元融资渠道（例如从美国的货币市场基金）获取资金，购买了大量 MBS 及其衍生品。

BIS 数据显示，2002 年到 2007 年，欧洲与美国银行相互之间的债权都大幅提高，其中美国对欧洲的债从 4620 亿美元，欧洲银行对美国债权从 8560 亿美元上升至 20560 亿美元。此外，还通过其美国证券子公司向市场提供了大量的相关资产，2007 年，6 家欧洲银行的证券子公司占据了 MBS 发行市场的 35%-40% 的份额，几乎与美国证券公司持平。

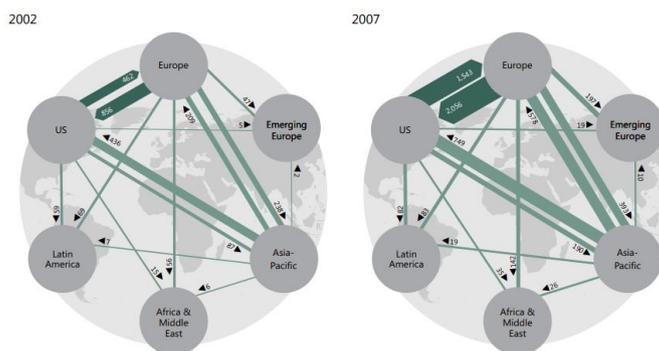
而在欧洲银行在欧元区边缘国的参与方式多种多样。以爱尔兰为例，欧洲银行主要通过其在爱尔兰的分行等离岸金融活动为爱尔兰提供大量资金，比较典型的是英国的银行在爱尔兰分行，在给爱尔兰居民投放了大量的购房抵押贷款。还有通过购买边缘国银行债券等多种方式为边缘国提供大量的资金，例如德国银行在金融危机前（2007）持有了 70% 的西班牙地区性储蓄银行 Cajas 发行的 covered-bond，而这些银行接近一半信贷投向了西班牙房地产市场。

图 9：欧洲银行参与美国房地产市场的模式



资料来源：BIS，民生证券研究院

图 10：2002 年和 2007 年国际银行间资金流动对比



资料来源：BIS，民生证券研究院

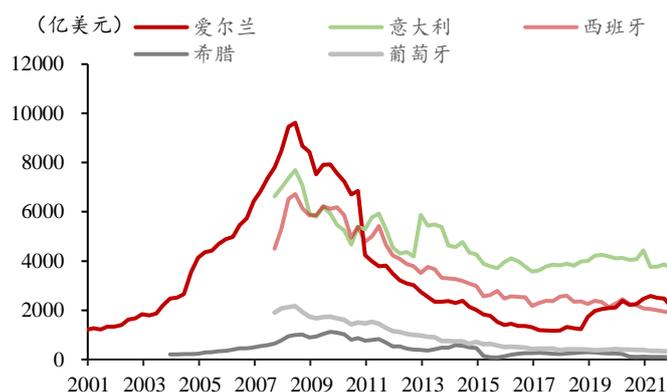
2008 年美国金融危机发生后，国际资金流动迅速下降，各国银行海外融资渠道急剧收缩，流向边缘国的资金急剧收紧，导致边缘国地产泡沫破裂。欧洲各国银行业损失惨重，为之后的欧债危机埋下伏笔。

以爱尔兰为例，由于开发商和个人无法还贷，银行不良贷款率从 2007 年的 0.79% 飙升至 2009 年的 9%，爱尔兰银行业损失惨重。2011 年更是损失 350 亿欧元，超过爱尔兰当年 GDP 的 20%。

为防止银行去杠杆化导致经济进一步萎缩，政府不得不出手救助，重整银行体系，包括对银行债务提供担保，将濒临破产的银行国有化，以及成立国家资产管理局收购银行不良贷款，把银行债务转为公共债务，财政因此不堪重负。

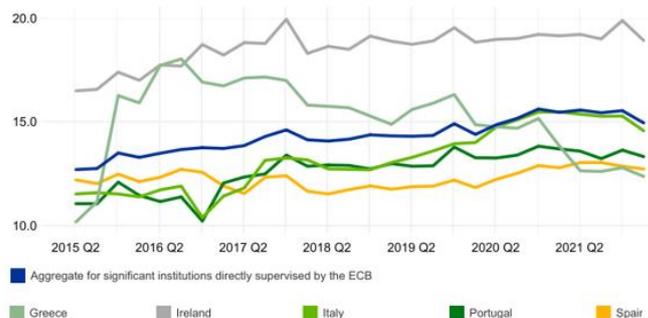
这也是后续欧债危机的前情。

图 11: 2008 年开始边缘国银行业境外负债大幅降低



资料来源: BIS, 民生证券研究院

图 12: 欧元区各国银行 CET1 近些年逐步提高



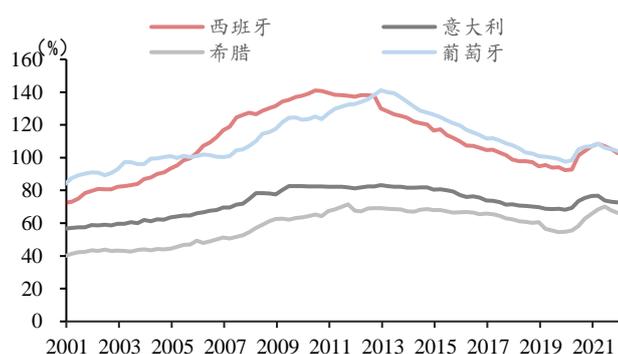
资料来源: ECB, 民生证券研究院

经历金融危机和欧债危机后，欧洲经历了痛苦去杠杆的历程。当前无论是银行、居民还是企业，均没有出现大幅扩杠杆的现象，各个主体的资产负债表远比欧债危机之前健康。

首先，当前欧洲银行业资产质量大幅改善。当前应对外部冲击的能力远好于 2011 年欧债危机之前。2011 年欧债危机之前，欧元区各国银行监管并不统一，而欧债危机发生之后，欧洲央行承担起了欧元区银行业的监管职能，直接监管欧元区约 130 家大型银行，这一举措也使得欧洲各国银行，尤其是边缘国的银行状况得到大幅度改善，资本充足率在过去几年都有不同程度的提高，应对冲击能力加强。

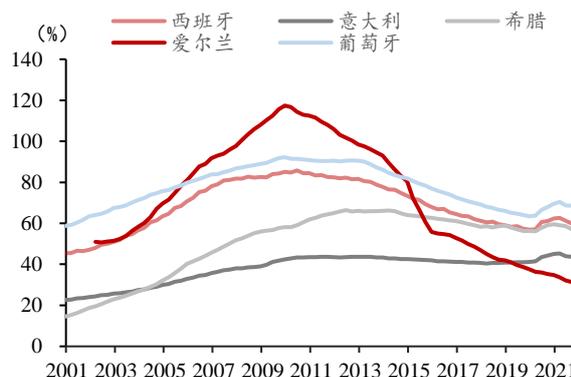
其次，当前并没有出现居民或企业高杠杆的情况。在经历金融危机和欧债危机之后，尽管欧央行长时间推行量化宽松和负利率政策，但欧元区的企业和居民并没有大幅加杠杆的现象，尤其是发生过地产泡沫破裂的边缘国，如爱尔兰、西班牙等，其居民和企业杠杆率都出现大幅度的下滑。即使在 2020 年后有所上行，但幅度与金融危机之前相比不大。

图 13: 边缘国过去 10 年经历了企业去杠杆的过程



资料来源: BIS, 民生证券研究院

图 14: 边缘国过去 10 年经历了居民去杠杆的过程



资料来源: BIS, 民生证券研究院

3.2 “厄运循环” (Doom Loop) 的危机传导链条被削弱

上一次欧债危机当中，国债利率大幅上升与银行体系崩溃的关系密切，也就是所谓的“厄运循环” (Doom Loop)。

财政赤字上升——国债下跌——银行资产负债表受损——银行去杠杆——经济恶化——财政继续大幅支出——财政赤字上升。

如果当前边缘国债价格持续下跌，可能会导致当前持有债券的机构出现大规模的账面亏损，而不得不出售国债，加剧边缘国债下跌。

过去十多年一系列的监管改革，厄运循环的传导链条被削弱，我们以意大利为例进行论述。

首先，相比于 2011 年，当前意大利国内金融机构持有的国债占比已经有所下降。过去 10 年间，欧央行持续进行大规模的资产购买，大量挤压了金融机构的国债持仓。当前意大利债券的主要持有者是意大利央行和欧洲央行，占比超过 50%，其中意大利央行占比 25.5%，欧央行占比 25.4%，而意大利国内金融机构占比从 2011 年 16% 下降到 12.7%，海外投资者占比从 40% 大幅下降到 28.4%。根据意大利央行披露的数据，意大利银行持有的意大利国债约 70% 并不采取市价法计价。

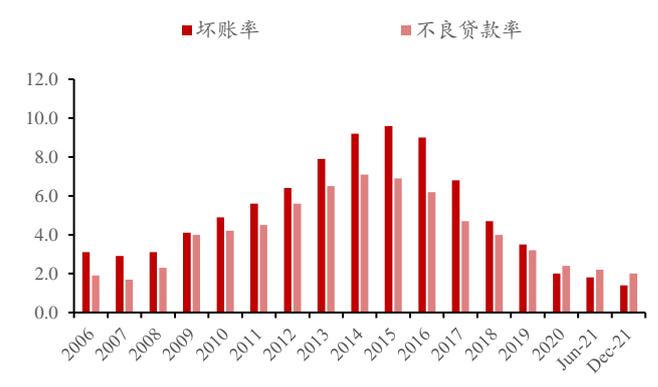
其次，意大利银行完全可以面对极端市场风险的冲击，即使意大利国债利率上升，可能也**不足以触发厄运循环**。在欧债危机之后，意大利的银行业资产负债表已经健康很多，无论是坏账率还是不良资产率都在下降。同时，意大利央行在 2022 年 2 月的测算，意大利国债利率曲线上移 100BP，银行业普通股一级资本率下降 21BP，而当前意大利银行普通股一级资本比率 (CET1) 为 15.3%，绝对水平大幅高于巴塞尔协定要求的 10% 的水平线，所以当前意大利国债收益率继续上行，对意大利银行的影响可能不会很大。

图 15: 意大利银行系统市场风险指数



资料来源: 意大利央行, 民生证券研究院

图 16: 意大利银行坏账率和不良率近几年大幅下降



资料来源: 意大利央行, 民生证券研究院

4 政策空间大且一致性高，欧债危机难再来

欧债危机之前，欧元区南北经济体之间分歧较大。在北部经济体看来，边缘国面临的问题多数是其自身原因造成，对是否救助南部经济体存在意见上的分歧，尤其是德国，其强硬立场多次掣肘了欧债危机的救助，导致危机久拖不治。

4.1 欧元区政策一致性提高

当前欧元区各国当前面临的经济问题较为相似，在这种情况下，欧元区内部“共识”要多于“分歧”，有助于抑制危机的发生和演化。

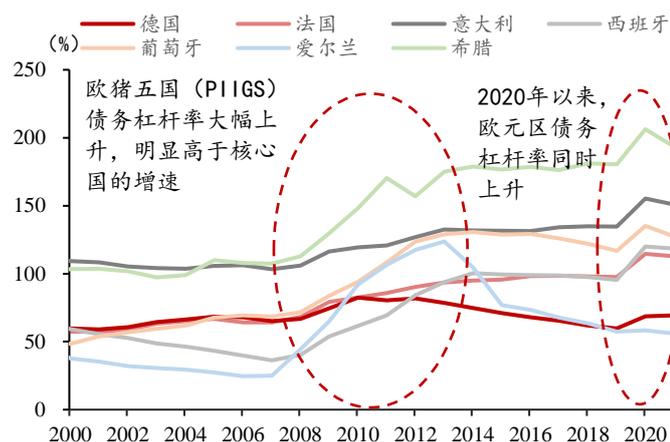
其一是，当前欧元区债务杠杆率（以债务/GDP 衡量）边际走高并不局限于边缘国，而是欧元区普遍现象。近两年疫情冲击经济，欧元区各国不得不加大财政支出，导致各国财政债务杠杆率都有所走高，即使是财政纪律严格的德国，在 2020 年和 2021 年财政赤字率也超过了 3%。另外，在过去 10 年间，作为核心国之一的法国，财政赤字率几乎每年都高过意大利，债务杠杆率也有明显的抬升。所以如果一旦债务危机发生，核心国和边缘国相互指责的可能性降低，而可能更多着眼于解决问题。

其二是，高通胀是当前欧元区突出矛盾，各国均饱受能源短缺的困扰，其中北部经济体的压力高于南部经济体，尤其是核心国德国的问题更为突出。自 2021 年以来，能源价格高涨的困扰欧洲各国，俄乌冲突之后，能源短缺问题进一步加剧，欧元区电力、燃料等分项同比增速接近 50%。以天然气为例，德国对俄罗斯天然气依赖度达到 50%，在欧元区主要经济体中最高，而这也是德国对俄罗斯能源禁运制裁，并不如其他国家坚定的重要原因。

利差走阔实际是高通胀下的产物，欧央行反复强调，如果利差继续走阔将阻碍货币政策传导。

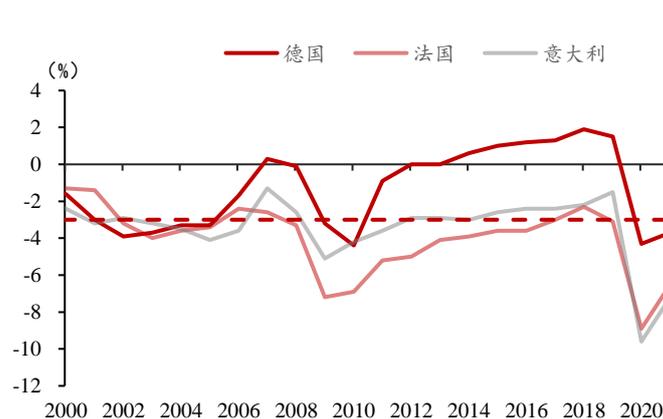
也就是说，利差走阔实质上是欧元区潜在的金融不稳定因素，若无法很好解决这一问题，那么欧央行也无法持续加息应对通胀。由于欧洲各国对于抑制通胀的迫切性，即使是偏鹰派的德国央行行长，并未完全否认欧央行抑制利差走阔的必要性，只是强调欧洲央行抑制利差的工具使用条件应该是“严格且暂时的”，所以当前欧央行解决利差走阔问题，或不会遇到较多的政治阻力。

图 17：当前欧元区各国杠杆率



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：德法意三国财政盈余占 GDP 比重



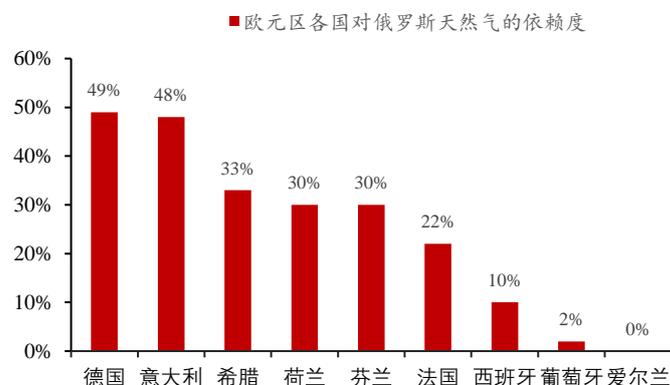
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：能源短缺是欧元区突出问题



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2021 年德国对俄罗斯天然气依赖度较高



资料来源：Europe Commission，民生证券研究院

4.2 欧央行有足够应对工具

当前欧元区的客观环境相比欧债危机已经大幅改善，同时在经过一系列的改革，欧央行当前或有足够的力量，应对利差走阔的风险。

首先，欧央行已经确定将 PEPP 工具（即疫情紧急购买计划）中再投资资金，用于购买边缘国国债。据路透社报道，欧央行将 19 个欧元区成员国分为三类：捐助国、受助国和中性国。捐助国包括德国、法国和荷兰这种被投资者视为国债较安全的所谓欧元区核心国家。受助国包括意大利、希腊、西班牙和葡萄牙这样的欧元区边缘国家。并且上述欧元区国家的分类清单将每月重新评估。PEPP 种捐助国国债到期所得的部分收益，再投资受助国的国债。按当前 PEPP 的规模来看，理论上，欧央行购买边缘国国债的最大规模为约 8000 亿元，但由于短期内到期的国债规模有限，这一工具可能并不能有效抑制利差走阔。

其次，欧央行可能重启“直接货币交易” (Outright Monetary Transactions) 工具。

这一工具可以直接无限量购买受危机影响国家的政府债券，诞生于 2012 年欧洲央行前行长马里奥·德拉吉 (Mario Draghi) 的“不惜一切代价发表演讲”之后。但 OMT 具有严格的触发条件受困国家必须接受欧元区纾困方案，即欧元区金融援助基金（欧洲稳定机制下）的救助计划，才可以触发欧洲央行在 OMT 下购买该国主权债务的权力。在让受困国在政治立场上很难接受。

另外，欧央行可能还会设立新的工具。

我们认为这种工具的应该是在欧洲金融稳定机制 (European Stability Mechanism, ESM) 框架下设立。而与 OMT 类似的是，这种工具可能具有潜在的无限容量，但它会避免产生污名效应，所以该工具的使用条件将不会像 OMT 那么明确，从而留给欧央行更多的自主选择权。

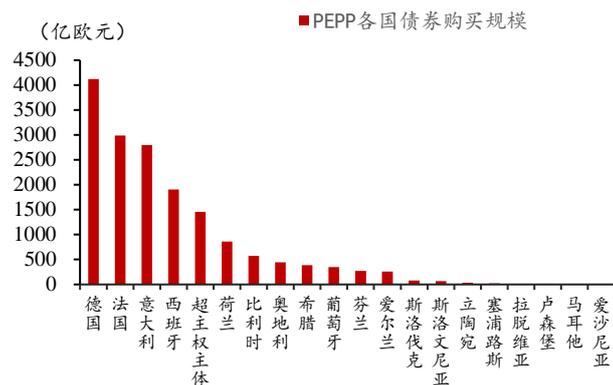
欧央行还有一种潜在的举措是，取消或改变对欧元区政府债券评级机制，因为评级会直接影响一国国债作为抵押品的资格和质量，以及是否能进入公共债券购买计划的范围。

不同于其他央行，欧央行对欧元区各国国债采用外部评级机制，而评级具有较强的顺周期特征。一旦成员国的评级失去投资级地位的门槛，其国债风险会在市场种迅速自我强化。在取消政府债券评级后，欧洲央行将不再是其国内政府债券市场潜在流动性风险的来源。尽管这一

举措不能完全消除政府债券的信用风险，但可以向市场释放较为积极的信号，减少欧元区金融市场的分裂。

而这一举措也不是没有先例，在 PEPP 工具中，欧央行就放弃对希腊国债的评级要求。另外，今年 3 月，欧洲央行还宣布“保留其在必要时，偏离信用评级机构的评级的权利”，都印证了欧央行已经意识到，当前依赖外部评级的机制，会造成分化进一步加剧。

图 21: PEPP 购买各国债券规模



资料来源: ECB, 民生证券研究院

图 22: 意大利 10 年期国债收益率与评级情况



资料来源: wind, S&P, 民生证券研究院

5 风险提示

- 1) **欧美央行持续超预期加息。**若欧美央行持续超预期加息，可能会导致全球经济失速下滑，引发欧元区边缘国债务危机。
- 2) **海外地缘冲突升级。**若当前地缘冲突进一步升级甚至扩大，会导致各国能源供应恶化，同时加剧欧洲各国债务的债务压力，引发欧元区大规模债务危机。
- 3) **欧洲政局动荡加剧。**高通胀当前已经大幅抬升欧洲地区生活成本，导致居民对政府不满情绪加剧，这种情况下可能会导致欧洲各国政局动荡，欧盟内部政策统一难度加大，甚至引发部分国家“脱欧”的风险。

插图目录

图 1: 德意利差和德西利差正在走高.....	3
图 2: 欧元区 PMI.....	3
图 3: 欧元区通胀或尚未见顶.....	4
图 4: OIS 掉期隐含欧央行加息预期.....	4
图 5: 2022 年意大利国债到期规模.....	5
图 6: 2022 年意大利国债类型构成.....	5
图 7: 意大利十年期国债发行平均利率.....	5
图 8: 意大利债券持有者构成.....	5
图 9: 欧洲银行参与美国房地产市场的模式.....	6
图 10: 2002 年和 2007 年国际银行间资金流动对比.....	6
图 11: 2008 年开始边缘国银行业境外负债大幅降低.....	7
图 12: 欧元区各国银行 CET1 近些年逐步提高.....	7
图 13: 边缘国过去 10 年经历了企业去杠杆的过程.....	7
图 14: 边缘国过去 10 年经历了居民去杠杆的过程.....	7
图 15: 意大利银行系统市场风险指数.....	8
图 16: 意大利银行坏债率和不良率近几年大幅下降.....	8
图 17: 当前欧元区各国杠杆率.....	9
图 18: 德法意三国财政盈余占 GDP 比重.....	9
图 19: 能源短缺是欧元区突出问题.....	10
图 20: 2021 年德国对俄罗斯天气依赖度较高.....	10
图 21: PEPP 购买各国债券规模.....	11
图 22: 意大利 10 年期国债收益率与评级情况.....	11

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001