

中国经济周报

“微刺激”和出口复苏提振 5 月实体经济活动， 但房地产依然疲弱

Economics

中国

汪涛
特约首席经济学家
wang.tao@ubs.com

胡志鹏, CFA
经济学家

S1460511010008
harrison.hu@ubssecurities.com
+86-105-832 8847

“微刺激”和出口复苏提振 5 月实体经济活动，但房地产依然疲弱

过去两个月决策层加快推进“微刺激”，这些措施的效果正逐渐在实体经济活动中显现出来。再加上出口持续复苏、财政拨款加快、央行定向宽松营造了宽松的信贷条件，5 月份生产活动温和改善。不过，房地产表现仍然疲弱：销售面积和新开工面积有所企稳，但房地产建设和投资活动持续下滑，并抑制了重工业生产（如水泥）的表现。我们预计经济增长势头有望在今年夏季持续改善，因此决策层大幅放松现有政策的压力将有所减轻。我们既不认为央行会很快全面降准、也不认为全面降准能起到明显效果。我们预计政策将继续微调。

每周改革新政

金融领域：国务院要求对三农和小微企业提供定向的流动性和信贷支持、降低其融资成本。相应地，人民银行宣布对符合条件的金融机构定向下调存款准备金率。

减税：降低自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用增值税税率。

政府改革：1) 减少和规范涉企收费；2) 取消、下放或简化新一批行政审批事项；3) 国务院决定在 6 月末至 7 月初对地方政府落实中央政策措施的情况进行全面督察。

每周物价、利率和汇率观察

流动性：银行间市场流动性环境保持宽松。6 月 9 日-15 日那周，央行净投放 1040 亿流动性。

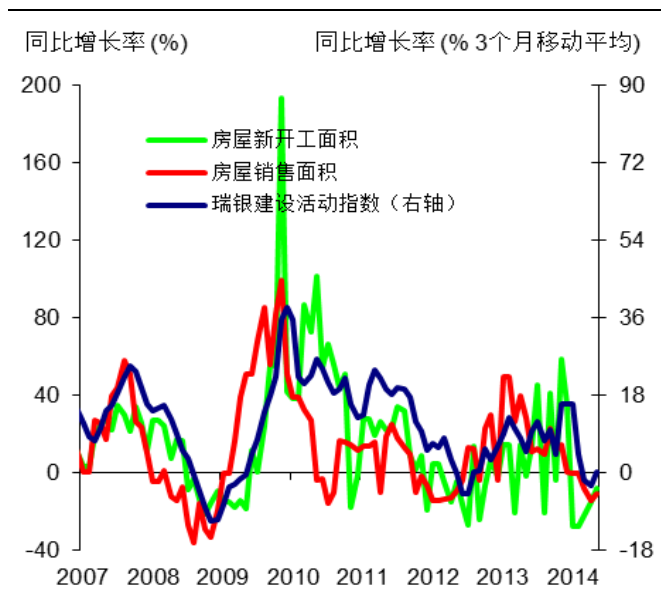
价格：食品价格在 6 月 2 日-8 日那周环比小幅下跌 0.1%。

人民币汇率：在岸人民币小幅升值，人民币贬值预期均略有收窄。

房地产活动依然疲弱

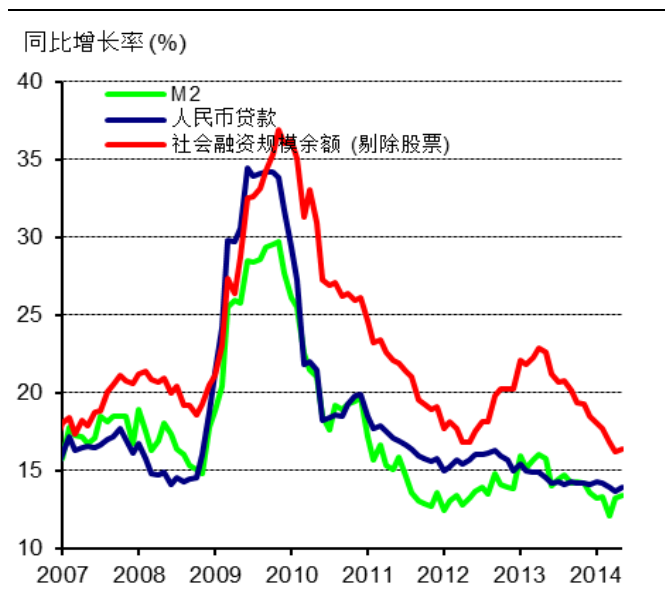
5 月份房地产相关活动依然疲弱。由于去年基数较低，房地产销售面积和新开工面积同比跌幅都有所收窄（前者从 4 月的-14.3%收窄至-10.7%，后者从-15%收窄至-7.9%，图 1）。不过在经季调之后，销售和新开工面积的绝对水平依旧低迷、几乎没有环比改善迹象。5 月疲弱的房地产活动继续抑制部分重工业生产的表现，比如水泥（同比增速从 3.9%降至 3.2%）和有色金属（同比增速从 4.3%降至 3.6%）。如我们之前所写（参见 5 月 7 日的报告《地产泡沫之忧》和 5 月 28 日的报告《地产泡沫之忧——本轮下滑有何不同？》），随着房地产建设和投资活动持续下滑，预计更多的工业部门将逐步感受到负面影响。

图表 1: 房地产活动依然疲弱



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 2: 表内贷款放量, 抵消影子银行收缩



来源: CEIC, 瑞银证券估算

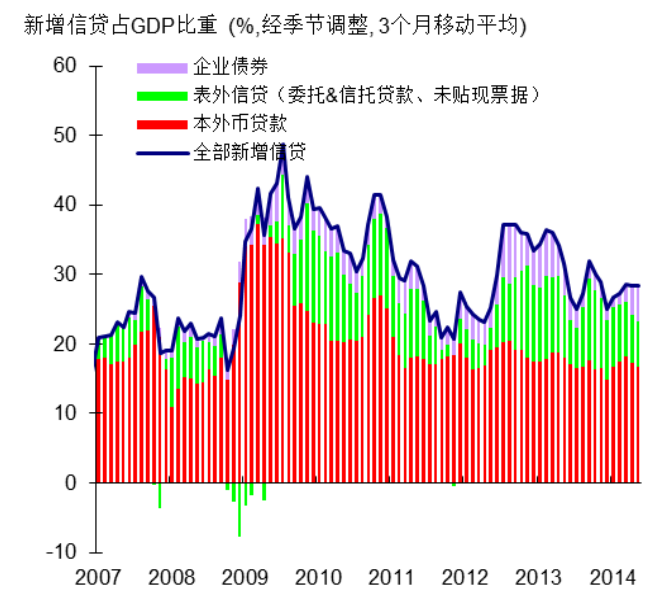
表内贷款放量抵消影子银行收缩

5 月新增人民币贷款 8710 亿，高于市场预期（彭博调查均值：7500 亿）。新增社会融资规模 1.4 万亿、同比多增 2174 亿。因此，5 月整体信贷余额（剔除股票融资的社会融资规模余额）同比增速从 4 月的 16.2%小幅升至 16.4%（图 2）。我们估算的信贷扩张度（季调后 3 个月移动平均的新增信贷占 GDP 的比重）保持基本稳定，约为 GDP 的 28.3%（图 3）。

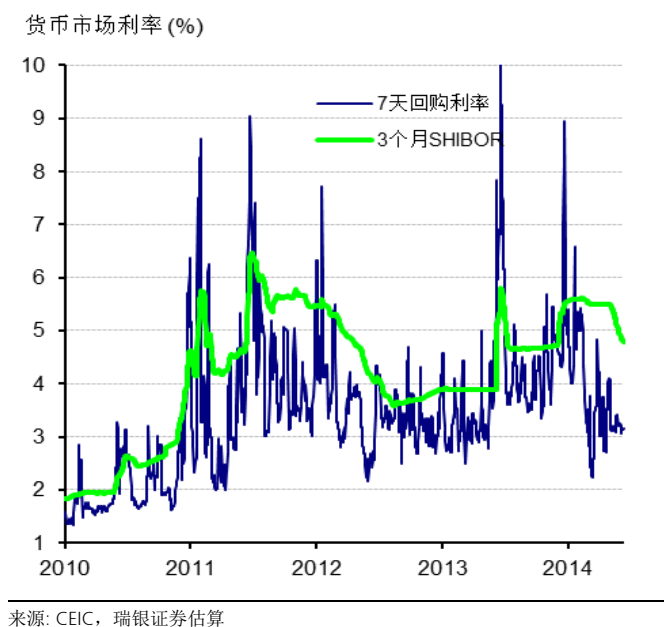
虽然 5 月份银行表内信贷投放更加强劲，但表外信贷增速继续放缓。随着决策层收紧对影子银行活动的监管，5 月新增信托贷款规模进一步萎缩至 120 亿，未贴现的银行承兑汇票也有所减少。年初至今，表外信贷在新增社会融资规模中所占比重已从 2013 年末的 30%显著降至 24%。与此形成鲜明对比的是债券市场和银行表内的新增贷款，无论是新增企业中长期贷款、还是企业债券净发行规模均有所扩大：由于流动性环境宽松、银行间市场利率保持低位（3 月份 7 天 回购利率均值仅 3.23%，图 4），5 月企业债券净发行规模增长强劲、达 2800 亿元，同比多增 570 亿；5 月新增企业中长期银行贷款则进一步加快至 3480 亿元、同比多增 2020 亿元，央行为支持棚户区改造和重点基建项目而实施的再贷款可能是其背后的推动因素之一。

M2 同比增速从 4 月的 13.2% 进一步升至 13.4%，高于市场预期（彭博调查均值：13.1%），也高于全年增长 13% 的政策目标。我们认为 5 月份财政拨款速度加快、使得财政存款加速转化为企业存款，可能是推动 M2 增长的原因之一（企业存款计入 M2，而并非全部财政存款都计入 M2）。

图表 3: 信贷条件依然宽松



图表 4: 短期利率保持在低位



实体经济活动温和改善

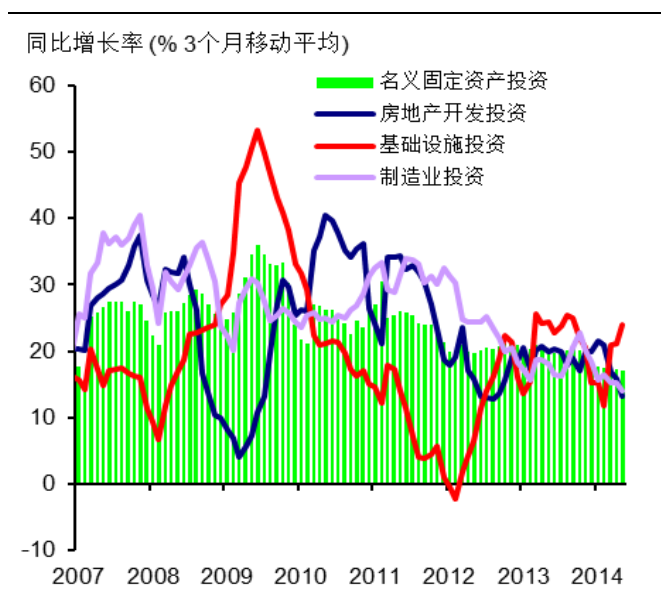
5 月工业生产同比增速从 4 月的 8.7% 升至 8.8%，基本符合市场预期（彭博调查均值 8.8%，瑞银证券估算 8.9%）。经季调后，工业生产环比折年增长率从 4 月的 7% 显著反弹至 10%。

出口复苏（参见 6 月 9 日的报告《出口如期复苏，进口低迷反映内需疲弱》）、且过去两个月“微刺激”加码，在一定程度上抵消了 5 月房地产活动疲弱的负面影响，推动新订单改善。再加上财政拨款加快、信贷定向放松，5 月工业生产温和改善。制造业生产同比增速稳定在 10% 左右，并拉动了发电量以及粗钢和钢材的产量。汽车产量同比增速也加快至 12.2%。

虽然去年基数较高，但 5 月基建投资同比增速进一步加快至 28%、创 9 个月以来的新高，并抵消了疲弱的制造业投资（同比增速从 15% 放缓至 12%）和房地产投资（同比增速降至 10.5%、较 4 月回落近三分之一）的负面影响。与基建投资增速提高相呼应，5 月国有及国有控股企业投资同比增速从 4 月的 14.2% 加快至 16.7%，抵消了私人部门投资的疲弱。鉴于此，固定资产投资同比增速从 4 月的 16.8% 小幅升至 17%。

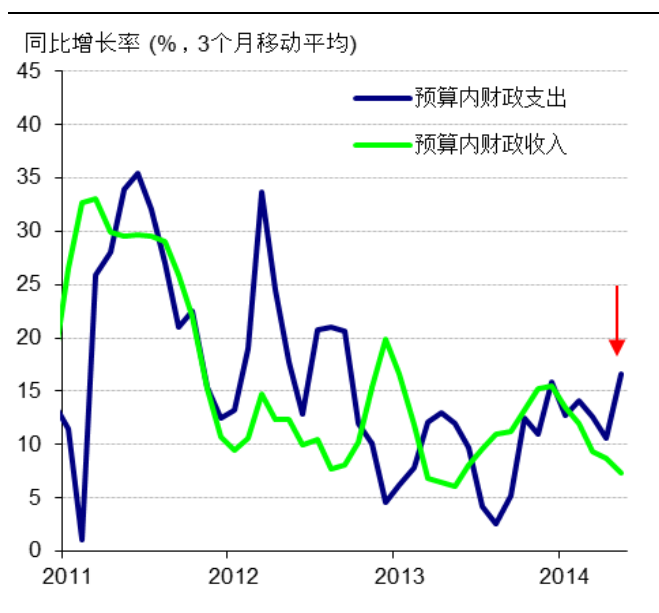
由于物价增速提高，5 月零售业名义同比增速加快至 12.5%，而实际同比增速从 4 月的 11% 略微放缓至 10.7%。2013 年年初政府的反腐运动大幅拉低了一年相关消费额的基数，因此实际餐饮收入（限额以上单位）同比增长 11%。然而，房地产相关的产品销售仍然低迷，家用电器销售同比增速徘徊在 6.6% 的低位，而家具销售同比增速也放缓至 15.1%。

图表 5: 受“微刺激”政策推动, 基建投资增速加快



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 6: 财政拨快速度加快



来源: CEIC, 瑞银证券估算

政策展望

过去两个月决策层加快推进“微刺激”。随着央行营造宽松的流动性环境、并可能松动了贷款额度, 5月人民币贷款和 M2 增速加快, 再加上银行间市场利率保持低位、借贷成本(如票据直贴和转贴利率)小幅下降, 表明流动性和信贷条件正在改善。虽然决策层持续收紧对影子银行业务的监管, 但最近央行和银监会的表态表明政策微调可能还会继续, 这应当可以帮助整体信贷条件保持稳定和宽松。正如之前所强调(参见 6 月 10 日的报告《货币政策不能承受之重》), 我们既不认为央行会很快全面降准、也不认为全面降准能起到明显效果。

从财政的角度来看, 财政部已经在对地方政府施压要求其加快预算支出和财政拨款, 因此 5 月预算内财政支出同比增速加快至 25%, 创 22 个月以来的最高值(图 6)。与此同时, 决策层已决定在 6 月底至 7 月初对地方政府落实中央政策措施的情况进行全面督查, 这预计会加快已出台政策的落实速度。另外, 据媒体报道部分地方政府已经尝试小幅放松住房限购政策。

在决策层“微刺激”和出口持续复苏的背景下, 我们预计经济增长势头有望在今年夏季持续改善, 从而支撑二、三季度 GDP 环比增速反弹。当前实体经济初步改善的迹象应有助于缓和决策层大幅放松宏观政策的压力。

然而, 我们预计房地产下滑的更多负面影响将在秋季和 2015 年逐渐显现出来。随着房地产持续下滑、当前“微刺激”效果消退, 我们预计经济增速会再次放缓, 从而可能迫使决策层进一步放松政策、包括房地产相关政策。

三中全会后的改革措施

上周公布的重点改革措施包括：

金融领域： 国务院推出定向流动性和信贷支持，以确保三农和小微企业的发展，同时计划缩短融资链条、降低社会融资成本。人民银行宣布对符合条件的金融机构降低存款准备金 0.5 个百分点。

减税： 降低自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用增值税税率。

政府改革： 1) 通过减少和规范涉企收费、公开收费清单等措施降低企业负担。2) 国务院决定取消、下放或简化新一批行政审批事项。3) 国务院决定对地方政府落实中央政策措施的情况进行全面督察。

行业和区域发展： 1) 人民银行提出支持外贸稳定增长的指导意见。2) 国务院出台措施推进建设长江经济带。3) 国务院通过物流业发展中长期规划。

图表 7: 三中全会后改革政策汇总

改革领域	三中全会之后的中国改革政策汇总(2014年6月上旬)
金融领域	
货币信贷政策	定向流动性和信贷支持： 国务院会议决定加大定向降准措施力度，扩大支持小微企业的再贷款和专项金融债规模，加大呆账核销力度，推进信贷资产证券化，同时清理不必要的资金“通道”、“过桥”环节，缩短融资链条，降低社会融资成本。人民银行于6月9日决定对符合条件的金融机构下调人民币存款准备金 0.5 个百分点，包括“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行，以及财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司等。
财税体系	
税制改革	减税： 国务院会议决定，自2014年7月1日起，将自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用的增值税 6%、5%、4%、3%四档征收率合并为 3%一档征收，据估算每年将为相关领域企业减轻税负约 240 亿元。
政府改革	
企业负担	减轻企业负担： 国务院会议决定进一步减少和规范涉企收费、减轻企业负担，措施包括：正税清费，取消政府提供普遍公共服务或体现一般性管理职能的收费项目；建立涉企收费清单管理制度，所有收费纳入清单，对外公开。
行政审批	简政放权： 国务院会议决定进一步推进简政放权以促进就业创业，措施包括：取消和下放新一批共 52 项行政审批事项；减少部分冗余和不必要的职业资格许可和认定；将 36 项工商登记前置审批事项改为后置审批。
政策落实	政策落实情况督察： 国务院计划于 6 月 25 日-7 月 5 日开展全面督察，重点是地方政府执行和落实稳增长、促改革、调结构、惠民生等 19 项政策措施的进展情况。
行业和区域发展	
外贸部门	人民银行指导意见： 人民银行提出了支持外贸稳定增长的指导意见，主要措施包括：进一步拓宽企业融资渠道；充分发挥政策性金融对外贸的支持作用；积极发展融资租赁；进一步促进跨境贸易和投资人民币结算发展；丰富汇率避险工具；丰富汇率避险工具和外汇交易产品等。
长江经济带	长江经济带： 国务院会议推出措施支持建设长江经济带，内容包括：加快实施重大航道疏浚整治工程；建设铁路、公路和航空等交通运输基础设施，加强其与港区的衔接；推进内河船型标准化等。
物流业	发展规划： 国务院会议通过了《物流业发展中长期规划》，确定了 12 项重点工程，规划重点包括：降低物流成本；推动物流企业规模化；改善物流基础设施等。

来源: 政府各部门, 瑞银证券整理

利率及流动性观察

—银行间市场流动性依然充裕

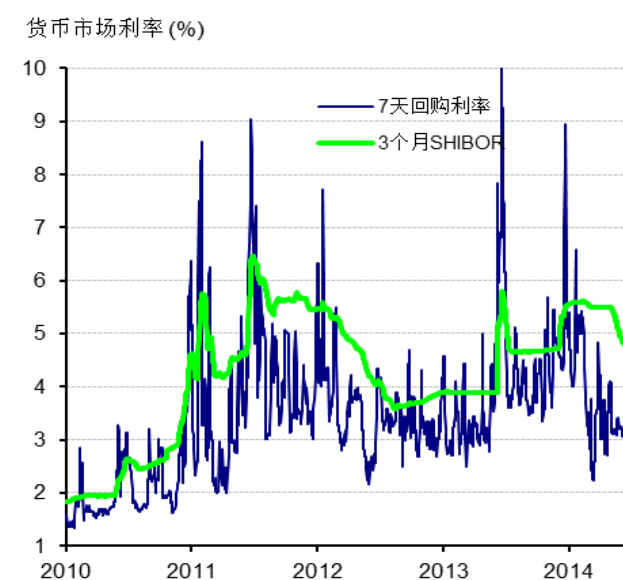
货币市场利率保持低位

最近几周，央行通过定向降准和再贷款等措施为银行间市场提供了充足的流动性。6月9日-15日那周共1840亿正回购到期，央行进行了800亿正回购操作，从而为市场净投放1040亿流动性（上周净投放720亿元）。因此银行间市场利率降至了2013年5月以来的最低水平。5月初以来，7天回购利率徘徊在3.5%以下。

票据利率低位企稳

作为衡量企业层面流动性的指标，银行直贴和转贴利率同样有所下降，显示实体经济流动性条件在改善（图9）。

图表 8: 5月初以来，货币市场利率保持低位



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 9: 票据利率同样有所下降



来源: CEIC, 瑞银证券估算

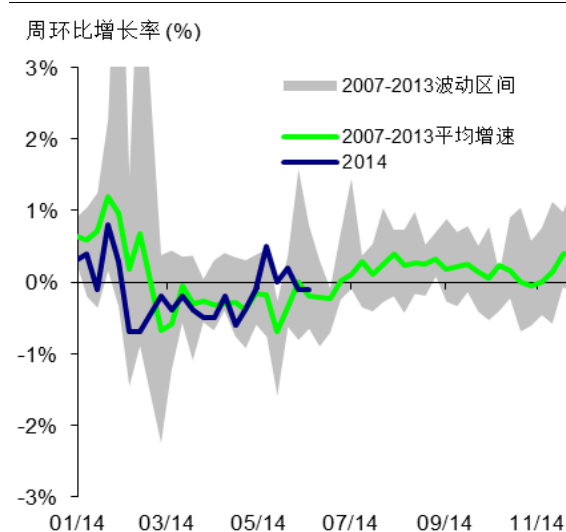
通胀观察

——食品价格小幅下降

商务部数据显示，36个大中城市食品价格在6月2日-8日那周环比小幅下降0.1%（图7）。其中，蔬菜价格跌幅依然较大、但已有所收窄。与此相反，水果和粮食价格有所回升。

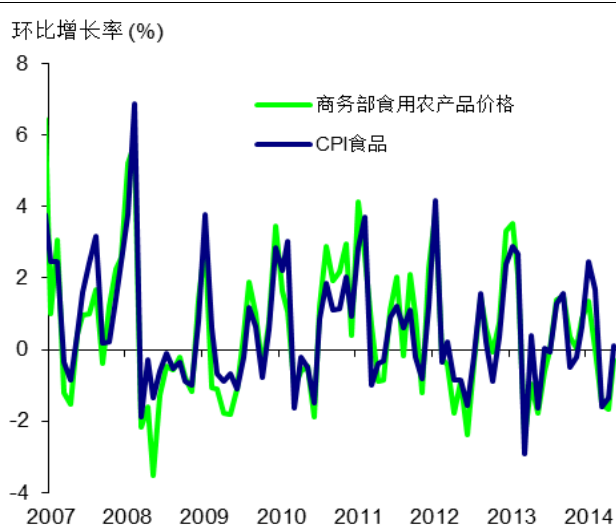
我们预计2014年CPI全年平均上涨2.7%，但并不认为中国面临全面的通货紧缩压力。整体来看，我们认为需求疲弱限制了通胀上行压力，而工资持续增长，因此下行压力也较为有限；但今年下半年猪周期的波动可能会给整体CPI带来一些波动。

图表 10: 当前食品价格对比历史走势



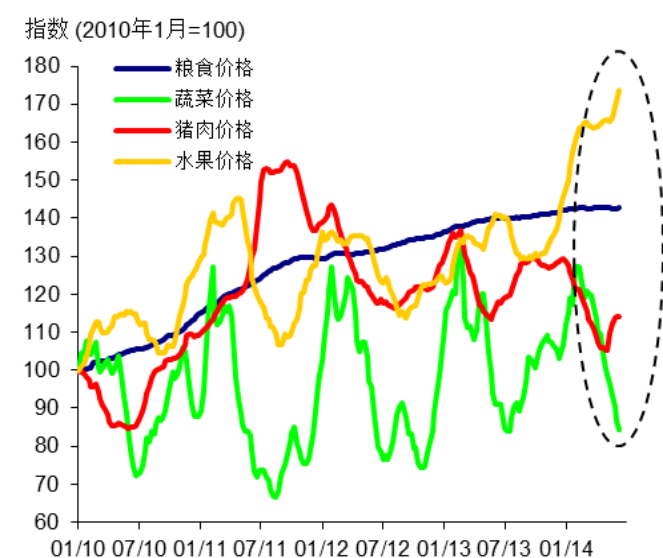
来源: CEIC, 商务部, 瑞银证券估算

图表 11: CPI 食品价格环比表现



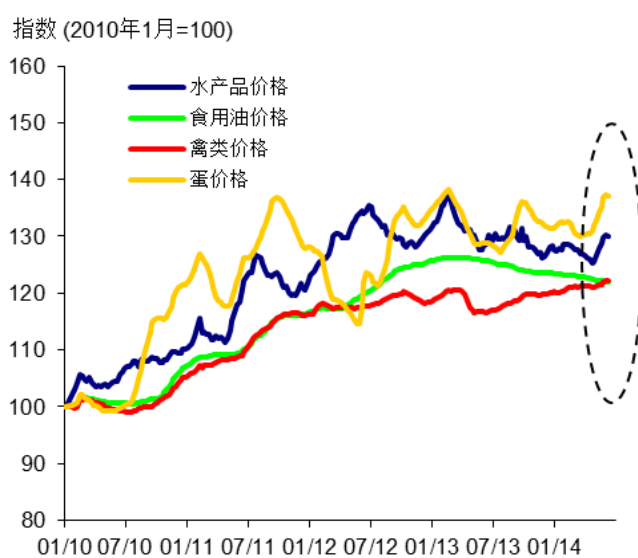
来源: CEIC, 商务部, 瑞银证券估算

图表 12: 蔬菜价格跌幅较大...



来源: CEIC, 商务部, 瑞银证券估算

图表 13: ...蛋类和水产品价格也有所下滑



来源: CEIC, 商务部, 瑞银证券估算

国际大宗商品价格观察

——虽然国家大宗商品价格疲弱，但国内生产者价格正在改善

最近几周国际大宗商品价格有所下降，DJUBS（道琼斯-瑞银）大宗商品价格指数和 CRY（汤森路透/杰佛瑞 CRB）大宗商品价格指数均是如此（图 14）。

与此相反，最近国内生产者价格企稳。在 6 月 2 日-8 日那周，化工产品价格小幅上涨，而有色和黑色金属价格略有下跌（图 16-17）。

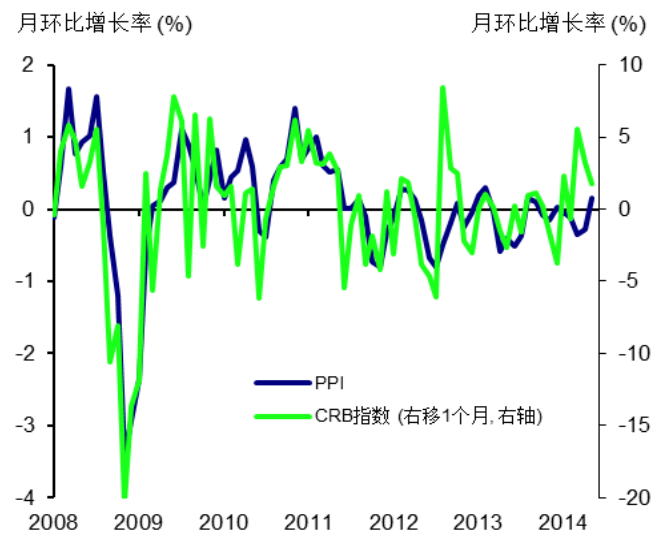
5 月 PPI 同比跌幅从 4 月的-2%收窄至-1.4%。展望未来，我们预计 PPI 会趋稳、在下半年出现环比回升，全年平均下跌 1%左右。

图表 14: 国际大宗商品价格下降...



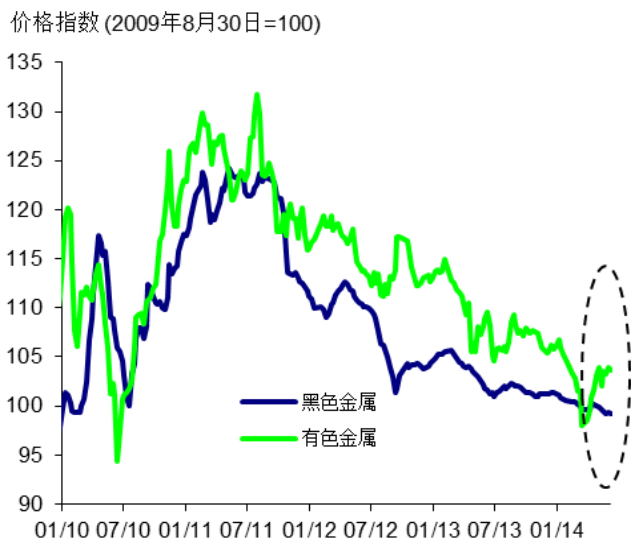
来源: 彭博, 瑞银证券估算

图表 15: ...而中国 PPI 环比出现改善



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 16: 上周金属价格略有下跌...



来源: CEIC, 商务部, 瑞银证券估算

图表 17: ...而化工产品价格小幅上涨



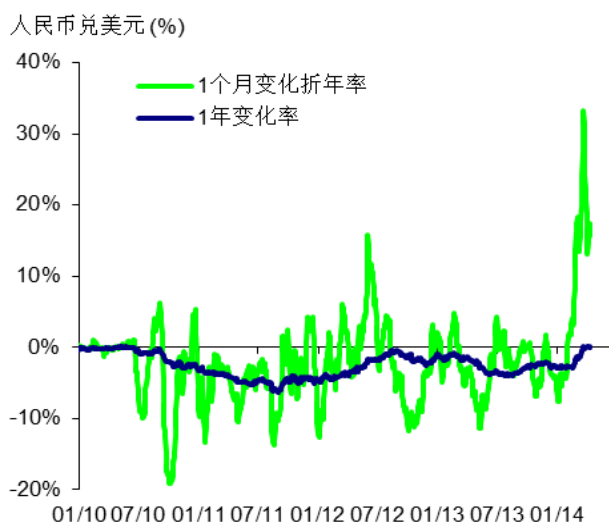
来源: CEIC, 商务部, 瑞银证券估算

汇率观察

——在岸人民币小幅升值；贬值预期收窄

由于 5 月贸易顺差反弹，上周央行提高了人民币对美元汇率的中间价。因此，在岸人民币即期汇率出现小幅升值，从 6 月 3 日的 6.25 升至 6 月 12 日的 6.22。受此影响，CNH 贬值预期有所收窄，而 NDF 市场重现升值预期。

图表 18: 即期汇率小幅升值



来源: 彭博, 瑞银证券估算

图表 19: CNH 贬值预期小幅收窄...



来源: 彭博, 瑞银证券估算

图表 20: ...NDF 市场重现升值预期



来源: 彭博, 瑞银证券估算

瑞银中国经济展望

图表 21: 中国主要宏观经济指标

	2012	2013	2014E	2015E
国民经济核算 (% 增长率)				
实际 GDP	7.7	7.7	7.3	6.8
国内需求	8.5	8.1	7.5	6.9
消费	9.3	8.0	8.0	7.7
投资	8.5	9.1	7.2	6.3
净出口 (对 GDP 增长的拉动)	-0.2	-0.2	0.1	0.2
名义 GDP (十亿人民币)	51,947	56,885	62,380	68,287
名义 GDP (十亿美元)	8,229	9,185	10,140	10,839
通货膨胀率 (% 增长率)				
CPI	2.6	2.6	2.7	2.8
外贸和国际收支				
货物出口 (十亿美元, 国际收支平衡表口径)	2,057	2,219	2,385	2,588
货物出口 (% 按美元计增长率)	8.0	7.9	7.5	8.5
货物进口 (十亿美元, 国际收支平衡表口径)	1,735	1,859	1,999	2,148
货物进口 (% 按美元计增长率)	4.5	7.1	7.5	7.5
外贸顺差 (十亿美元, 国际收支平衡表口径)	322	360	387	440
经常账户顺差 (十亿美元)	215	183	216	242
经常账户顺差 (% 占 GDP 比重)	2.6	2.0	2.1	2.2
外汇储备 (年末值, 十亿美元)	3,312	3,821	4,120	4,253
货币和金融市场				
广义货币 M2 (% 增长率)	13.8	13.6	12.5	12.0
人民币贷款余额 (% 增长率)	15.0	14.1	13.0	12.5
1 年期存款基准利率 (年末值 %)	3.00	3.00	3.00	3.00
1 年期贷款基准利率 (年末值 %)	6.00	6.00	6.00	6.00
人民币兑美元汇率 (年末值)	6.23	6.05	6.25	6.35

来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 22: 中国宏观经济指标季度预测

	2014E				2015E			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
实际 GDP (% 同比增长率)	7.4	7.6	7.2	7.0	7.1	7.0	6.7	6.6
CPI (% 同比增长率)	2.3							
1 年期存款基准利率 (季末值 %)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
1 年期贷款基准利率 (季末值 %)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
7 天回购利率, 均值 (%)	4.13	4.10	4.20	4.40	4.25	4.25	4.25	4.25

来源: CEIC, 瑞银证券估算

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。居住在美国的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发。与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

