

宏观要点

经济增长放缓会显著加剧就业压力、迫使政策大幅放松吗？

Economics & Macro Strategy

全球

稳就业始终是重要政策目标

稳就业一直以来都被列为重要的政策目标。以往，政府通常会通过政策刺激来维持较快的 GDP 增长，以创造出足够多的就业岗位、维持就业市场乃至整个社会的稳定。过去两年间，劳动力市场在经济增长下行背景下仍保持大体平稳，这解释了决策层为何能够容忍增长不断放缓。

供求两方面因素支撑了就业的稳健表现

经济增长放缓的背景下，非农就业和工资增速也有所降温，但无碍政府实现城镇新增就业目标。当前中国经济体量要比以往大得多，且服务业重要性增强，这支撑了劳动力需求。与此同时，潜在新增劳动力供给在收缩，使整体劳动力供给增速放缓。

预计 2015 年就业将会面临更大压力

就业通常是滞后指标。2015 年在房地产建设活动继续下行、进一步拖累增长的情况下，建筑及相关重工业的就业会面临更大压力。然而，我们预计与 2008-09 年相比，本轮失业程度将会更轻，尽管持续时间可能更长。

未来两年 6-7% 的 GDP 增速足以维持就业稳定

据我们估算，2015 年 6.5% 的 GDP 增速便足以创造 1100 多万城镇新增就业，从而能够支撑劳动力从农业部门向非农部门平稳转移，维持整体劳动力市场的稳定。

这意味着决策层对增长放缓的容忍度提高

就业压力更轻意味着实施强刺激的必要性减小。我们预计 2015 年决策层将继续放慢信贷扩张步伐、不会出台货币政策强刺激，但会进一步加大流动性支持力度并再次降息，以防止货币金融条件被动收紧。

目前为止就业大体平稳

虽然今年以来 GDP 增速放缓，但就业市场仍呈现出较强的韧性。官方披露的大中城市调查失业率目前维持在 5-5.2% 左右，相比之下，我们估算上世纪 90 年代末中国经济下滑最严重时期的真实失业率接近两位数。今年前九个月，城镇新增就业已达 1082 万、超过全年 1000 万人的目标¹（见图 1）。全国主要城市公共就业服务机构的监测数据也显示岗位空缺始终高于求职人数（图 2）。当然，城市公共就业服务机构覆盖面有限、可能无法完全代表全国劳动力供需格局的变化。

¹ 城镇新增就业人数为报告期内城镇累计新就业人员数扣除自然减员数所得。各级统计部门、工商行政管理部门、劳动和社会保障部门分别统计城镇非私营单位就业人员、城镇私营和个体就业人员、公益性岗位和各类灵活就业人员。各部门数据的归类方法和采集质量可能存在差异。虽然统计局要求按照一定比例剔除重复就业人数、以避免重复计算，但我们认为在实际操作中很难将重复计算完全剔除，许多劳动力市场专家也持相同观点。

汪涛

特约首席经济学家
wang.tao@ubs.com

胡志鹏, CFA

经济学家

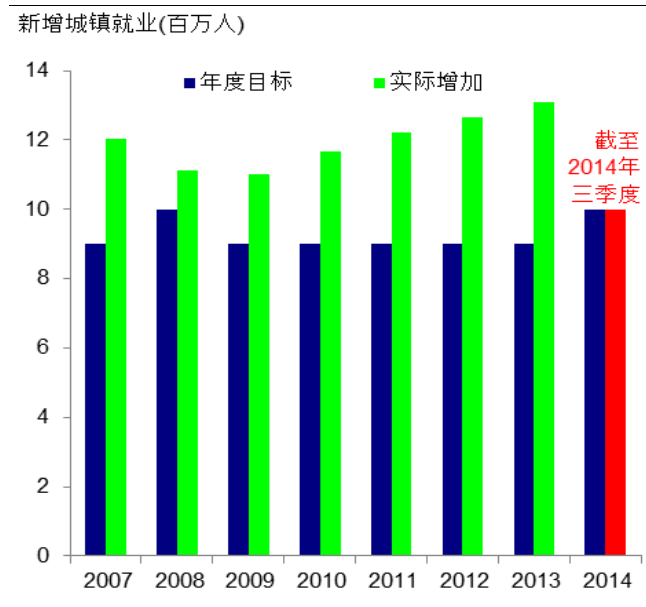
S1460511010008

harrison.hu@ubssecurities.com

+86-105-832 8847

此外，城镇单位名义工资增速虽有所放缓，但仍高于名义 GDP 增速（见图 3）。农民工调查结果也显示，过去两年间外出农民工人数及其平均工资增速虽有所放缓，但较为温和、且平均工资增速仍在 10% 左右（图 4）。

图表 1: 虽然 GDP 增速放缓，但就业目标均能实现



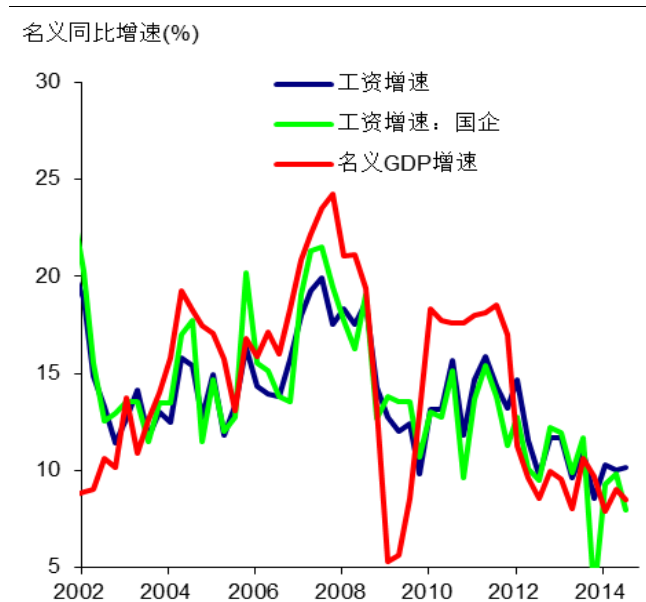
来源: CEIC, 新华网, 瑞银证券估算

图表 2: 城市劳动力市场供不应求



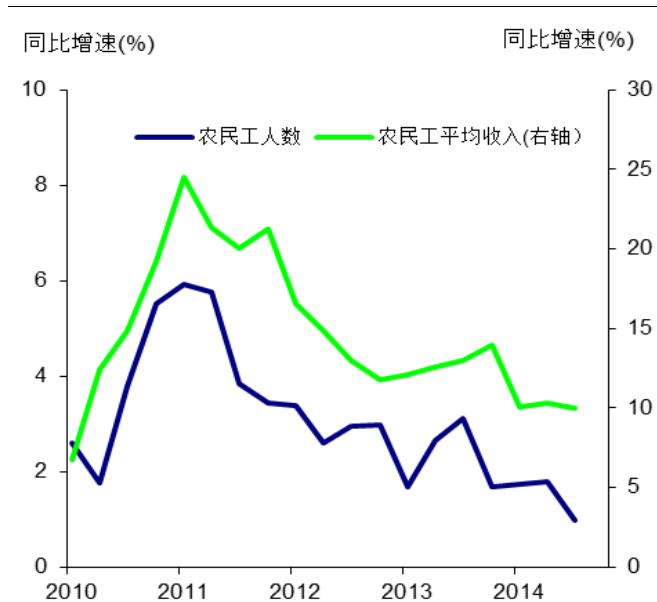
来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 3: 名义工资增速放缓



来源: CEIC, 瑞银证券估算

图表 4: 农民工人数和平均工资的同比增速都有所放缓



来源: CEIC, 瑞银证券估算

供求两方面因素支撑了就业的稳健表现

鉴于经济增长放缓、尤其是传统的劳动力密集型的建筑业活动下滑，就业为何仍能保持韧性？为何没有出现更多的失业现象？

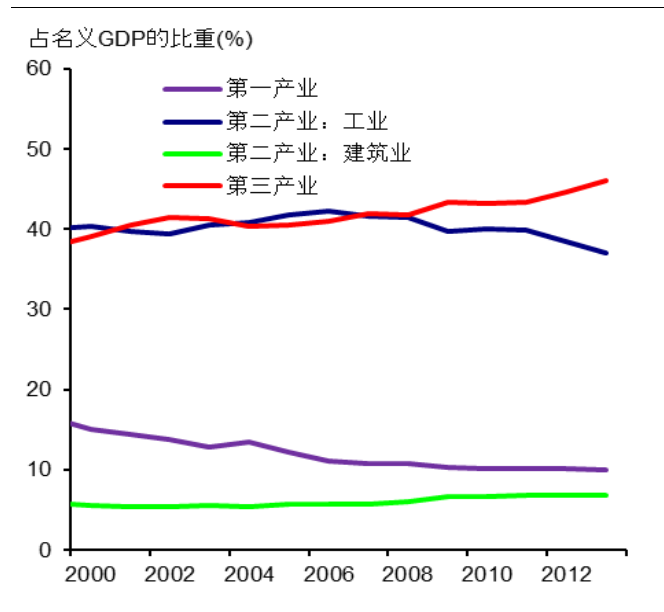
首先，当前我国经济体量较以往大得多，从而在较低的增速下仍能创造出与之前两位数增长同样多的城镇新增就业。2013 年我国实际 GDP 规模比十年前大 2.6 倍、比 2008 年高 50%。假设经济不发生结构性调整，我们估算 2015 年 6.5% 的实际 GDP 增速仍能创造出与 2008 年 11% 的 GDP 增速相当的新增非农就业人数，虽然非农就业增速会从 2008 年的 2.6% 放缓至 2.1%。

其次，劳动密集度更高的服务业增长更快。我国的服务业劳动密集度是工业部门的 1.9 倍，且近几年服务业在经济中的占比有所提高（图 5）。此外，建筑业劳动密集度也高于工业，而过去几年建筑业也保持高速增长（直到最近为止）。因此 2008 年至 2013 年间，我国非农部门经济增长的劳动弹性系数²整体上趋于上升（图 6）。此外，服务业增长的波动性相对较小，也有助于整体就业的稳定。

过去一年半，政府通过简政放权、降低准入门槛推动了服务业的发展。国家工商总局的数据显示，2013 年下半年以来新登记企业数量大增，尤其在服务业（2014 年前九个月同比增长 57%）。新登记民营企业数量从 2012 年下半年的 90 万和 2013 年上半年的 100 万增加至 2013 年下半年的 130 万和 2014 年上半年的 160 万。随着政府进一步推进这方面的改革，我们预计服务业及相关就业将继续快速增长。

再次，人口结构变化意味着劳动力供给放缓。过去三十年来中国严格实行计划生育政策，人口出生率随之下降，由此导致 2008 年以来中国 15-24 岁的人口数量一直在减少。根据联合国人口署的预测，目前该年龄段人口增速正经历最大降幅。我们估算自 2008 年以来，每年潜在的新增劳动力数量（即 15-24 岁之间、未接受高等教育的人群）一直在下降。

图表 5: 服务业占 GDP 的比重提高



来源: CEIC, 瑞银证券估算

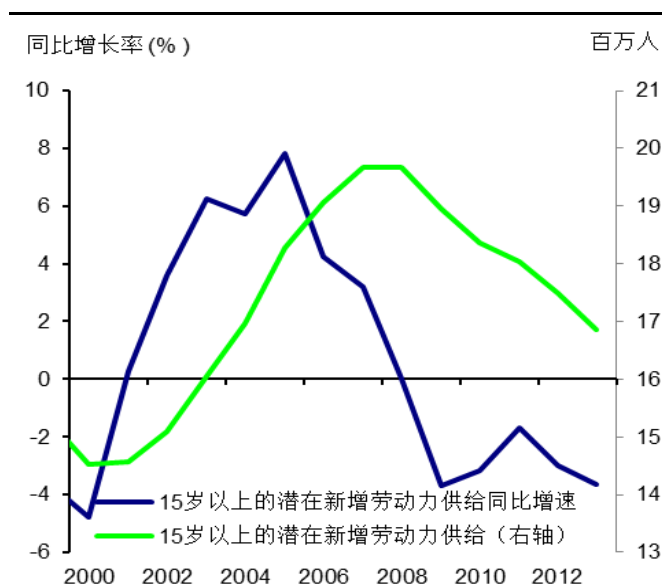
图表 6: 2008 年以来，非农部门经济增长的劳动弹性系数上升



来源: CEIC, 瑞银证券估算

² 即每单位实际 GDP 增速所对应的就业增速。

图表 7: 新增劳动力供给下降



来源: CEIC, UNPD, 瑞银证券估算

最后，就业通常是滞后指标，明年就业压力可能仍会加剧。在任何经济体，就业一般情况下都是滞后指标，而中国当前的情况可能尤其如此。回顾 2008-09 年，当时中国的出口和建筑业遭遇重创，而这两个行业均为劳动力密集型行业、且能够灵活调整，因此裁员、失业的情况立刻出现。相比之下，当前出口仍保持稳健，且得益于保障房和基建的支撑，建筑业调整程度较 2008 年更温和。此外，目前处境最艰难的是重工业和采掘业，而这些行业国企居多、难以随意裁员，且对国企而言，劳动力成本通常也没有融资成本重要。尽管如此，如果这些行业生产继续下滑、工厂及矿山进一步关闭，那么明年的失业仍可能增加。此外，随着未来房地产建设活动继续下滑，劳动密集型的建筑业景气将进一步滑坡，这也将导致更多的失业。

2015 年房地产建设活动下滑将给就业带来更大压力

我们预计未来一年房地产建设活动下滑将进一步拖累建筑业和工业部门，从而削弱整体劳动力需求、引发更多失业。这一趋势本身较为明确，但程度会有多严重？

我们估算此次房地产建设活动下滑将导致建筑业 200 万人失业。2013 年建筑业总就业人数约 7000 万，高于 2008 年时的约 5000 万，其中大部分是农民工（超过 4000 万）。这些农民工中的大多数并没有正式的劳动合同保障。我们估算瑞银房地产建设活动指数每变化 1 个百分点将导致建筑业就业变动 0.1-0.2 个百分点。

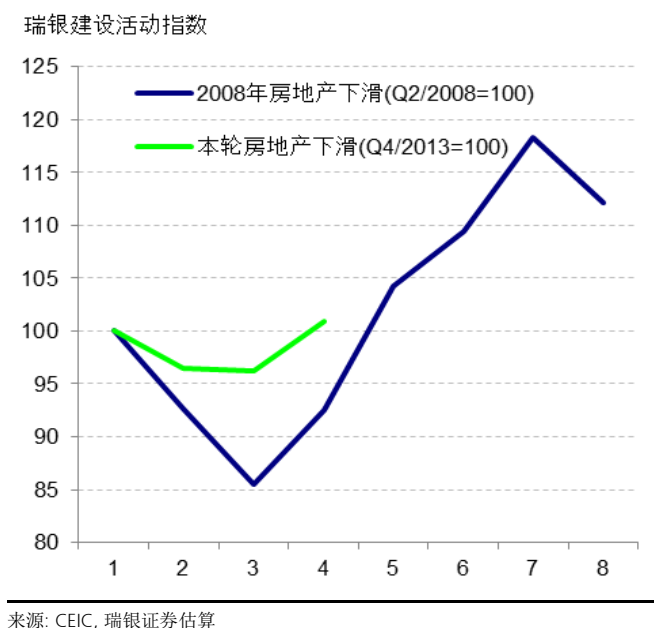
我们预计本轮房地产下跌程度不及 2008 年、但持续时间会更长，这意味着对建筑业就业的拖累程度更温和、但持续时间更长。目前来看，本轮房地产建设活动下滑比 2008 年更温和（图 8）。在 2008 年下半年、2009 年初的一段时间里，建筑活动和出口骤降导致农民工大规模失业。我们估算在短短数月里建筑业就业锐减了 500 多万，不过随后出台的政策刺激帮助这些领域的就业较快回暖。但另一方面，虽然本轮房地产下滑没那么剧烈，但我们预计也不会像 08 年那样快速反弹。这是因为：1) 2007 年底、2008 年初政策大幅收紧后，2009 年初房地产政策发生 180 度转为大幅放松和刺激。而本轮调整中，房地产政策目前为止尚未、也不大可能出现大幅度转变；2) 从结构性因素来看，当前房地产市场供需更不平衡，与 2008 年相比供给更加过剩，因此房地产活动强劲反弹难度较大。

相比 2008~09 年，政策支持上的差异也意味着本轮就业承受的压力将更温和、但持续时间更长。2008 年 3 季度房地产建设活动开始大幅下挫时，政策并未回应。之后政府很快出台了大规模基础设施投资刺激计划、同时完全逆转

之前的房地产调控政策，政策影响在 2009 年初开始显现。本轮调整中，政府较早开始推出“微刺激”，几乎在 2014 年 1 季度房地产出现调整迹象时就加大了基础设施投入、推动保障房建设，尽管力度要温和得多。这解释了为何本轮调整中建设活动韧性更强，也意味着未来进一步出台刺激政策的空间或更有限。

除建筑业就业外，房地产建设活动下滑及由此导致的工业生产放缓也将给工业和采掘业就业带来负面压力。我国第二产业就业占非农就业的 44%，因此单靠基础设施和服务业相对强劲的表现应不足以完全抵消第二产业下滑对就业的拖累。

图表 8: 本轮房地产下滑幅度较温和，但持续时间或更长



6-7% 的 GDP 增速应足以维持就业稳定

我们究竟需要多快的 GDP 增速来维持就业稳定、使政府无需加大政策刺激？

非农劳动力供给增长将会趋缓。统计局数据显示我国的劳动年龄人口（15-59 岁）绝对规模目前已经在减少。联合国人口署预计到 2020 年，中国的劳动年龄人口数量将比 2015 年减少 1%。当然，中国的城镇化和工业化尚未完成，因此仍有过剩劳动力从农业部门转移出来。我们估算调整了未必充分统计的外出农民工之后，2013 年农业仍占到总就业的 25%-30%、仍远高于发达经济体平均的 3-5%。综合考虑这两项因素，我们预计未来五年（2015-19 年）中国的非农部门潜在劳动力供给将增长约 4000-6000 万人，增幅小于之前五年（2010-14 年）的 7000 万。未来五年的非农部门就业增速可能会从过去五年平均 2.9% 放缓至 2% 左右。政府相关政策与改革（如户籍制度改革、教育改革及调整法定退休年龄等）或许能提高劳动参与率、进而支撑非农部门劳动力供给，但不大可能逆转下行趋势。

未来两年 6.5% 的 GDP 增速应足以维持就业稳定。如前所述，鉴于目前中国经济体量比以往扩大很多、且劳动密集度更高的服务业占比上升，即便 GDP 增速放缓，也应能够创造出足够多的城镇新增就业机会。我们估算 2015 和 2016 年 6.5% 的增长率足以创造每年 1100 多万的城镇新增就业岗位。在我国劳动年龄人口逐渐减少的背景下，这能够支持农业部门劳动力继续稳步向非农部门转移，从而维持劳动力市场稳定。在 2016 年之后，随着政府继续推进简政放权、扶持中小企业和服务业的发展，且随着劳动力从农村进一步转向城镇，我们认为 6% 以下的 GDP 增速也足以维持劳动力市场稳定。

就业压力较轻降低了大规模政策刺激的必要性

较轻的就业压力意味着出台大规模政策刺激的必要性较低。如前所述，房地产活动下滑会进一步拖累建设活动及相关工业和采掘业，因此 2015 年就业仍会面临更大压力。然而，当前中国经济体量大于以往，再加上经济结构调整和人口结构变化，这意味着就业压力不再像以往那么大，因此政府为了稳就业而加大政策刺激、将 GDP 增速拉至 6-7% 以上的压力和必要性减轻。

这意味着给定就业目标，政府能够容忍较以往更低的 **GDP 增速**。政府设定的每年 1000 万城镇新增就业目标能够与 2015 年低于 7% 的 GDP 增速、以及 2016 年及以后更低的增速相匹配。因此，我们不应将就业目标视为政策大幅放松的有效触发因素。换言之：

(1) 在维持就业稳定不存在大问题的情况下，决策层应能够接受将明年 GDP 增速目标下调至 7% 左右；

(2) 既然就业并非政策的紧约束，市场应更关注能够左右政策动向的其他指标，如通缩压力、建设活动、工业生产、以及企业现金流和偿债负担的变化。这些指标能够预示金融体系的压力和风险。

综上，我们预计 2015 年政府仍将放慢信贷扩张步伐、不会大规模放松货币政策。但为了降低金融风险、避免货币金融条件被动收紧，我们预计央行会流动性支持力度并再次降息。

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过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，本文件或任何其它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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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. 分发给美国投资者；或由 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 分发给居住在巴西的有资格投资者，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. (mca (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，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给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. 分发给 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主体或元素。© 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。