

点评报告

2011年8月15日

蔓延魅影重现，长痛还是短痛？

欧元区债务危机发展动向点评

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	2.9	2.6
CPI	1.6	2.5
失业率	9.6	8.5
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	80.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.4
失业率	10	10
外贸顺差/GD	-2.51	0.06
财政赤字/GDP	-6.0	-5.5
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.40

资料来源：彭博，招商证券（香港）

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

事件：

全球疲软的经济数据再次引发了市场对全球经济迟滞的忧虑，加上7月21日达成的第二轮纾困计划细则久未出台，更催生了市场对于欧元区应对危机能力的担忧。8月4日，西班牙与意大利10年期国债收益率分别大幅攀升至6.271%以及6.189%，创14年来新高，欧债危机从边缘经济体蔓延至主要经济体的风险再次升温。周日（8月7日）欧洲央行召开紧急会议，商讨应对方案。最终，在意大利以及西班牙政府承诺加速改革，削减赤字的前提下，欧洲央行开始购买意大利以及西班牙的国债。截止2011年8月9日，意大利以及西班牙的10年期国债收益率分别下降至5%。

评论：

- 1、欧洲央行应对本次危机升温反应迅速，从上周五暗示重新恢复在二级市场购买国债，到本周一开始购买意大利以及西班牙的国债，体现了欧洲央行稳住市场信心的决心。**蔓延风险暂时得到控制，但欧洲央行此举仅能缓解燃眉之急。**欧洲央行正敦促意大利加速削减赤字计划，催促各国尽快通过欧洲金融稳定机构(EFSF)在二级市场购买公债，并向面临困难的国家提供预防性贷款的功能。不过这些**新赋予的权力需要经由各国议会批准后才能实施，时间上很可能要到9月下旬。**
- 2、从经济基本面来看，意大利以及西班牙均有各自问题。意大利的主要问题在于其庞大的债务负累，西班牙的主要问题则是财政赤字占比较高。但若单从各经济体自己的财务状况以及经济前景来看，违约风险可控。市场更大的忧虑主要是来自**危机蔓延，信心的缺失导致这两国的国债收益率持续攀升。**由于需要控制住西班牙以及意大利的国债收益率，ECB已经开始以及EFSF即将会购买西班牙以及意大利的国债，这无疑将加重法国以及德国的负担，进一步打击市场的信心。
- 3、长痛还是短痛？如今面对遥遥欲坠的欧元区经济体，欧洲各国政要有两个选择，一则，继续以各种“救助方案”修修补补，或许治标，但不治本。二则，把在欧债危机漩涡中心的边缘经济体与核心经济体隔离开来，从而保住健康的经济体。值得注意的是，选择修补式的救助成本较高，由于需要购买的国债规模太大，不排除将会出现无法继续修补的可能。当修补的边际成本高于边际收益时，最终还是会经历切除之痛。
- 4、密切关注的事件：1、各国国债收益率的走势；2、意大利财政紧缩案的具体执行；3、EFSF在二级市场购买国债功能的顺利通过以及具体执行；4、三大评级机构对意大利以及西班牙的评级；5、近期欧元区陆续公布的经济数据。



Comments Report

Chronic pain or short term pain?

10 Aug 2011

Comments on Trends in Euro-Zone Debt Crisis

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	2.9	2.6
CPI	1.6	2.5
Unemployment	9.6	8.5
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	80.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.4
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-2.51	0.06
Fiscal balance/GDP	-6.0	-5.5
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.40

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S1090511040016

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin Sun

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

➤ The ECB called an urgent meeting to deal with the issue of spreading crisis last Sunday and started to buy government bond of Italy and Spain on secondary market this Monday. The responsive reaction reflects the ECB's determination to stabilize the market. The contagion has been under-controlled temporarily, but with Italy's massive public debt, ECB's non-standard operation is unsustainable. ECB has been urging Italy to accelerate deficit reduction plan, urging countries to pass the agreement reached last month about EFSF's function to buy bonds on the secondary market, and to countries facing difficulties to provide preventive function of the loan.

➤ Both Italy and Spain have their own economic problems. Italy has huge debt burden, whereas Spain's fiscal deficit raising concerns. However, if separated from contagion, none of these economies will have substantial default risks. The core problem comes from the fast contagion from the periphery and investors' trembling confidence. Together, these led to rising bond yields. In order to stabilize the rising yields, the ECB has already begun and the EFSF will soon to buy government bonds, which will undoubtedly increase the burden on France and Germany, a further blow to confidence in the market.

➤ Chronic pain or short term pain? Facing the faltering economies of the Euro-zone, European leaders may have two options: 1. continue to be various "rescue package" tinkering, probably temporary relieve the pain, but not a cure. 2. Separate the core economies from the economies which are in the vortex center and thus preserve the health of the core economies. Notably, with the massive debt burden, the costs of repair type of relief may exceed the benefit of it, and therefore, they may eventually turn to the point to cut through the pain.

➤ For the ongoing progress, several things we need to watch at: 1. The trend of the government bond yield of Italy, Spain and even France and Germany; 2. Italy's execution of austerity measures; 3. The pass and execution of the function of EFSF to buy bond on the secondary market; 4. The risks of rating institutions to downgrade the rating of Italy and Spain; 5. The upcoming economic data of Euro zone.

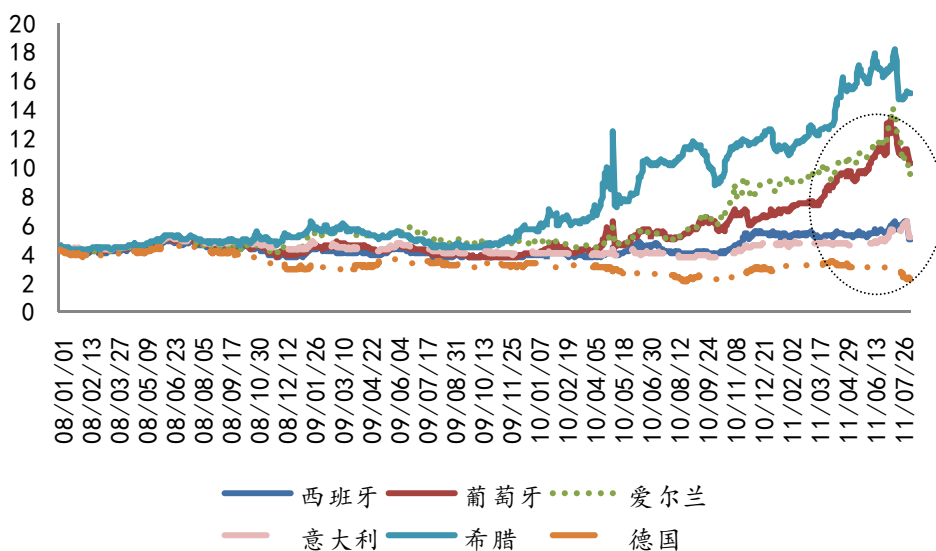
1、欧洲央行重启债券购买计划，解燃眉之急

随着意大利与西班牙 10 年期国债收益率的大幅攀升至 14 年新高，上周四欧洲央行议息会的关注焦点转为欧洲央行如何应对这场迅速升温的蔓延危机。周四，欧洲央行行长特里谢暗示欧洲央行将重启债券购买计划，但市场人士却仅观测到央行购入了葡萄牙与爱尔兰的国债，并未如市场期望的购入意大利与西班牙国债。欧洲央行此举令市场失望，并引发市场猜测央行内部对购买计划的意见分歧，意大利与西班牙的 10 年期国债收益率持续攀升，欧洲三大股市重挫。

我们认为欧洲央行此举原因有两点：第一，一方面欧洲央行有责任维持欧元区的价格稳定，而另一方面，却又希望保持其独立性。第二，欧洲央行的大多数决策者认为，意大利应当作出更多努力，整顿公共财务并释放僵化的经济，才值得欧洲央行出手相救。在欧洲同僚施压以及美国评史无前例的遭下调的情况下，周五，意大利总理贝卢斯科尼承诺尽快进行福利改革，提前实施 7 月通过的 480 亿欧元的财政紧缩法案，以期在 2013 年实现平衡预算的目标，比原计划提前一年，而且还将通过要求平衡预算的宪法修正案，并在与工会和雇主商谈之后，推行延迟已久的福利体系和就业市场改革。与此同时，西班牙也承诺立即开始结构性改革。

在 8 月 7 日（周日）召开紧急会议商讨应对事宜之后，欧洲央行特里谢发表声明表示欧洲央行将购买意大利以及西班牙国债。而在本周以来，欧洲央行连续两天购入了意大利以及西班牙国债，两国 10 年期的国债收益率相应下降至 5% 的水平。总体来看，欧洲央行应对此次蔓延危机升温反应迅速，虽然 3 天内态度转变较大，但最后还是迅速控制住了危机蔓延的风险，提振了市场的信心。

图 1：意大利及西班牙的 10 年期国债收益率开始下降



资料来源：彭博，招商证券（香港）

欧洲央行未透露购买了多少意大利以及西班牙的国债(下周一将公布其购买数额),但市场预计在 35 亿欧元左右。据初步估算,将意大利与西班牙保持在安全区内,至少需要 8500 亿欧元。35 亿欧元仅如大海中的一滴水一般。我们认为欧洲央行的购买计划仅仅是缓解了燃眉之急,暂时控制住了意大利以及西班牙大幅攀升的国债收益率,但持续购买意大利以及西班牙国债将加重欧洲央行的负担,此乃紧急情况下的过渡策略。欧洲央行正敦促意大利加速削减赤字计划,并催促各国尽快落实第二轮纾困计划,使 EFSF 能在二级市场购买公债并向面临困难的国家提供预防性贷款。不过这些新赋予的权力需要经由各国议会批准后才能实施,时间上很可能要到 9 月下旬。

表 1: 证券市场计划累积购买国债(单位: 亿欧元)

日期	购买国债累积总额	购买国债较上周的变动额
2011/6/20*	740	-10
2011/5/23	750	-10
2011/4/18	760	-10
2011/4/4	770	5
2011/3/28	765	-5.5
2011/2/28	770.5	0.5
2011/2/21	770	5
2011/1/17	765	25
2011/1/11	740	5
2010/12/27	735	15
2010/12/13	720	30
2010/12/6	690	20
2010/11/29	670	10
2010/11/22	660	10
2010/11/15	650	10
2010/11/8	640	5
2010/10/4	635	20
2010/9/20	615	5
2010/8/30	610	5
2010/7/26	605	5
2010/7/12	600	10
2010/7/5	590	40
2010/6/28	550	40
2010/6/21	510	40
2010/6/14	470	65
2010/6/7	405	55
2010/5/31	350	85
2010/5/24	265	100
2010/1/17	165	165

资料来源: ECB, 招商证券(香港); 注: 自 2011 年 4 月后, 欧洲央行没有再在二级市场买入国债, 最近更新的数据将在周一公布, 需要关注。

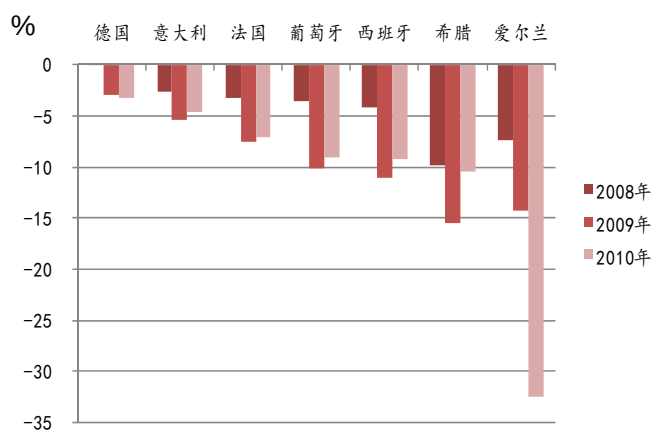
2、意大利：经济基本面稳健，债务风险可控

从经济基本面来看，意大利的主要问题在于其庞大的债务负累。截止 2010 年底，意大利的公债占 GDP 比例高达 119%，在欧元区位列第二，仅次于希腊的 142.8%。若国债收益率保持在 6%以上的高位，根据英国智库经济与商业研究中心（CEBR）的测算，意大利的公债占 GDP 的比例在 2017 年将攀升至 150%。而总理贝卢斯科尼与财政部长特雷蒙蒂之间的矛盾以及其政府日益不稳的威性让人开始质疑财政紧缩计划的执行力。值得欣慰的是，上周通过的加速财政紧缩案进展顺利，财政部长特雷蒙蒂说日前公告，目前正在敲定关于加速削减赤字的咨询，可能包括削减公共部门的工资，在国家法定节假日转移至周日，和劳工改革，将解除禁止解雇工人，但要换取所需的保险为基础的补偿计划等。

作为欧元区的第三大经济体，意大利的经济基本面远好于“欧猪五国”的其他四国：

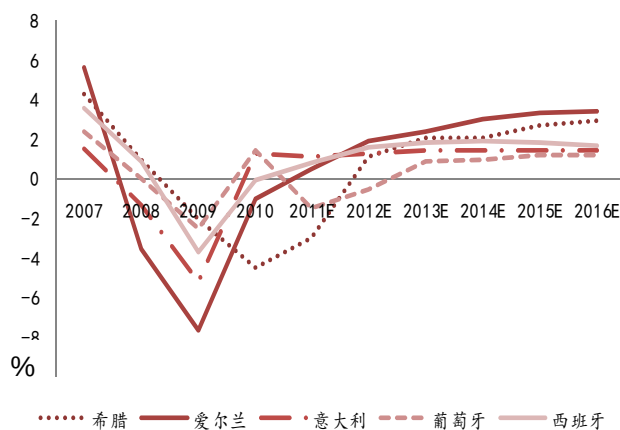
- 1、虽然欧元区经济复苏势头有放缓的迹象，但意大利的经济预计今年仍可保持正增长；
- 2、在过去三年，意大利的公债占 GDP 比例一直是 100%以上，但其债务期限分布合理，平均到期期限约为 7 年，近期偿还金额适度，违约风险相对较小；
- 3、外债占比低；
- 4、意大利财务状况良好，2010 年赤字占 GDP 比重为 4.6%，占比远小于希腊、葡萄牙、爱尔兰以及西班牙的赤字占比；
- 5、居民储蓄率高。若福利体系和就业市场改革顺利推行，则更有助改善意大利的劳动生产率。因此，我们认为，若意大利的国债收益率若不再大幅攀升，危机蔓延到意大利的风险可控。

图 2：意大利财政状况相对较好



资料来源：IMF，招商证券（香港）

图 3：意大利经济预计可保持正增长



资料来源：IMF，招商证券（香港）

表 2：意大利及西班牙到期债务分布

	到期债务（百万欧元）	
	意大利	西班牙
2011	165,827	83,142
2012	252,165	113,787
2013	144,884	75,334
2014	106,747	67,973

资料来源：彭博，招商证券（香港）

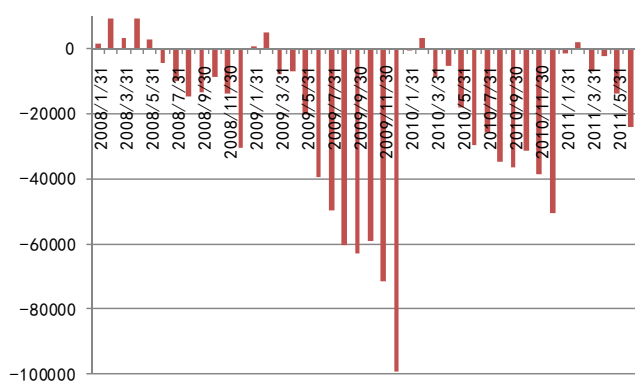
3、西班牙：削赤进展顺利，短期风险不大

与意大利不一样，西班牙的问题主要是财政赤字占比较高，截止 2010 年，西班牙赤字占 GDP 比重为 9.2%，高于意大利和葡萄牙。但需要注意的是，截止至 2011 年 5 月，西班牙的财政赤字同比减少了 25%，若按此计算，2011 年，西班牙的赤字占比有望在今年削减到 6%左右，削减赤字的效果与进程是令人满意的。另外，西班牙的基本赤字在 2010 年仅为 7.72%，截止 2011 年 5 月，西班牙的基本赤字同比减少了 55%，预计 2012 年将下降至 2.5%。

困扰西班牙的另一个问题是由于房地产泡沫的破裂导致的居高不下的失业率。产业结构的变化造成的失业率很难短时间内修复，失业率在未来一段时间内都将维持在双位数，但从劳动生产率来看，西班牙的生产率在逐步提高，单位劳动成本在逐渐降低，显示未来失业率的状况有望逐渐改善。

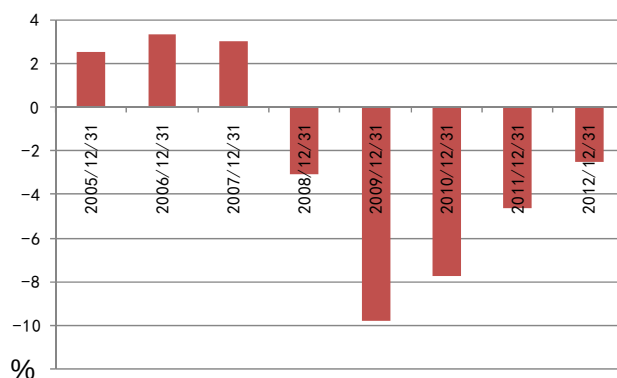
从经济基本面看，根据 IMF 预估，西班牙今年的 GDP 同比增长为 0.8%，2012 年有望达到 1.6%。而西班牙的公债占 GDP 比重在欧洲国家中相对较低，截止 2010 年底，公债占 GDP 比为 60.1%，即便是国债收益率维持在 6%，年内西班牙的公债占 GDP 比重也不会超过 75%。综合上述原因，我们认为危机蔓延到西班牙的风险较意大利低。

图 4：西班牙财政赤字正在逐渐改善



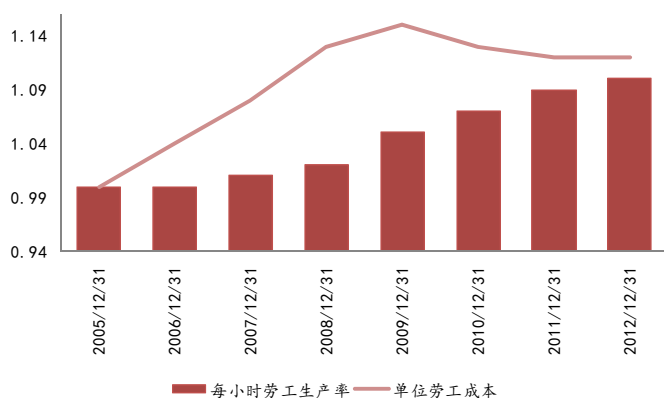
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 5：西班牙基本赤字占 GDP 比重也正在逐年缩小



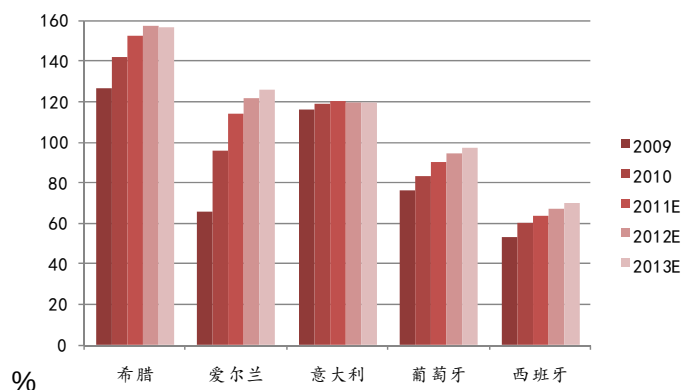
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 6：西班牙劳动生产率在逐年提高



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 7：西班牙公债占比相对较低

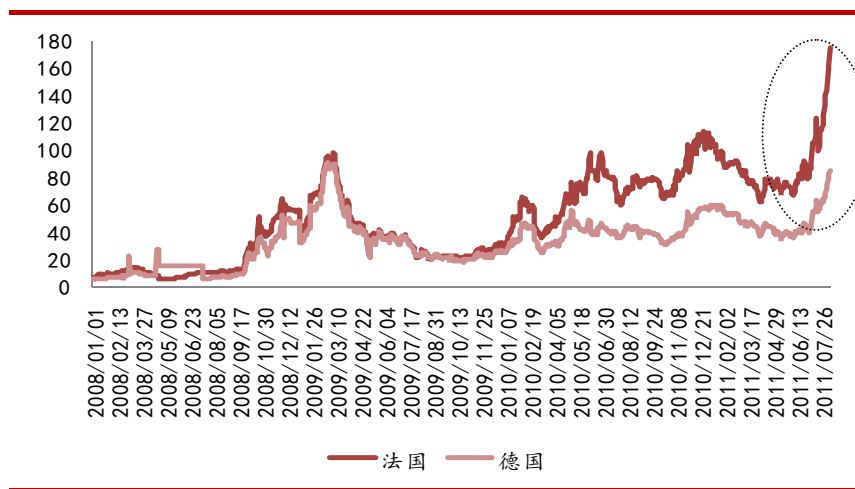


资料来源：彭博，招商证券（香港）

4、法国：减赤执行力强，万众瞩目的最后防线依然坚固

8月10日，欧洲三大股市重挫逾5%，源自市场传出法国国债将难保AAA的评级。虽然事后三大评级机构重申法国的经济展望稳定，维持法国国债AAA的评级，但法国甚至是德国的5年期国债CDS依然持续攀升，显示出市场的忧虑。

图8：法国和德国5年期国债CDS飙升

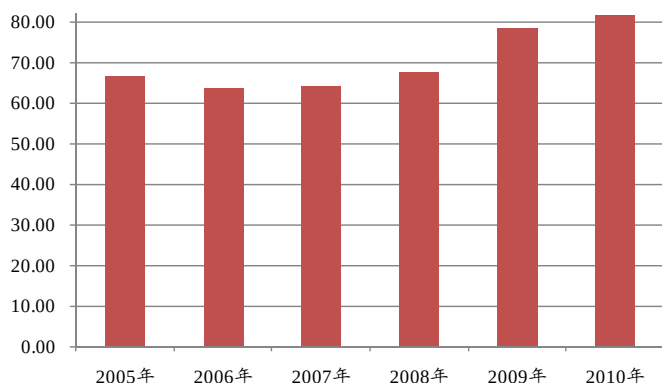


资料来源：彭博，招商证券（香港）

从法国基本面来看，法国的公债占GDP比重近年来确实是在持续攀升，但大约67%的持有者为国内投资者，而且法国国债的期限分布均衡，平均到期期限约为7年。若法国不需要负担更大的救助计划，按预测的2%的经济增长，债务违约的风险小。虽然近期公布的工业以及制造业生产数据显示法国经济增速正在放缓，从而引发了对法国无法实现在今年将赤字占GDP比重控制在5.7%的目标，但法国历来透明的减赤方案以及较强的削赤执行力使我们对其达到减赤目标维持乐观态度。法国总理萨科齐已经在周三召开了紧急会议商讨进一步减赤计划，并宣布力度更强的减赤计划将包括取消各种税收优惠以及创建一个针对高收入者的特殊的所得税等。从萨科齐政府的反应速度可以看出其达到原定财政预算目标的决心，而标普（Standard & Poor）称，法国之所以能避免像美国一样被下调评级，是因为法国已经制定了削减债务和赤字的计划。

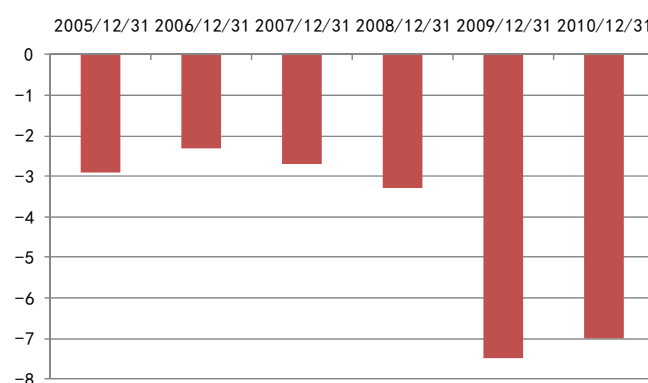
因此，我们认为，市场更大的忧虑主要是来自危机蔓延。由于需要控制住西班牙以及意大利的国债收益率，ECB已经开始以及EFSF即将会购买西班牙以及意大利的国债，这无疑将加重法国以及德国的负担。EFSF将使问题复杂化，法国是这个4,400亿欧元欧元区救助工具的关键支持者。据法国兴业银行(Societe Generale)称，到目前为止，法国在EFSF的敞口是300亿欧元。市场还担心，在危机结束之前，EFSF的规模恐怕还要大幅扩张。从长远来看，无论是欧洲央行还是EFSF，购买意大利以及西班牙的国债来维持国债收益率的稳定的方式并不具备可持续性，因为初步统计，将意大利与西班牙同时维持在安全边际内至少需要8500亿欧元，就算EFSF的借贷能力扩容三倍，也难以同时救助欧元区的第三大以及第四大经济体。

图 9：法国的公债占比逐年提升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 10：法国的财政赤字逐年增加



资料来源：彭博，招商证券（香港）

5、长痛还是短痛？

综上所述，短期来看，稳住市场信心，保持各国国债收益率的稳定是控制住危机不再蔓延的关键。但长远来看，危机蔓延主要来自市场对于欧元区经济复苏势头放缓的担忧以及对“多米诺骨牌”效应波及到主要经济体的恐惧，但这两者又相互影响。单从核心经济体本身的财政状况以及经济前景来看，发生债务违约的风险不大，但日益加重的债务负担以及欧洲各大银行恶化的资产负债表将会为核心经济体的经济复苏设置障碍。因此，边缘经济体的违约风险所导致的“多米诺骨牌”效应才是病根所在。而欧元区各国政要的执行力让市场一次又一次失望，市场如惊弓之鸟。如今，欧洲如同患上了肿瘤的病人，在我们无法判断这颗肿瘤到底是恶性还良性的时候，医生以及病人，只有两个选择，一则，继续以各种“救助方案”这样的药物治疗，修修补补，或许治标，但不治本，而且这颗肿瘤就像一颗定时炸弹，随时都有恶化的可能，一旦确定为恶性，华佗再世怕也回天无术。二则，切除这颗肿瘤以防止其继续恶化扩散，把在欧债危机漩涡中心的边缘经济体与核心经济体隔离开来，从而保住健康的经济体。值得注意的是，选择修补式的救助成本较高，上周 ECB 决定在二级市场购买债券计划时遭到了德国的反对，体现了主要经济体对这种修补式的救助的不可持续性的担忧。由于需要购买的国债规模太大，不排除将会出现无法继续修补的可能。当修补的边际成本高于边际收益时，最终还是会经历切除之痛。

6、重要事件关注

对于接下来事态的发展，我们认为有 5 件事情需要持续关注：1、密切关注各国国债收益率的走势；2、意大利财政紧缩案的具体执行；3、EFSF 在二级市场购买国债功能的顺利通过以及具体执行；4、三大评级机构对意大利以及西班牙的评级；5、近期欧元区陆续公布的经济数据。下表列出了即将公布的主要经济数据的日期，仅供参考。

表 3: 8 月即将需要关注的重要经济数据

周一	周二	周三	周四	周五
				12
				法国: 公布二季 度 GDP 数据; 意大利: 公布 7 月 CPI 终值
15	16	17	18	19
意大利: 公布 经常账户数据; 欧洲央行: 公布 近期购买国债 金额	欧元区二季度 GDP 数据公 布; 德国: 公布 二季度 GDP 数 据; 法国总统萨 科齐与德国总 理默克尔就如 何改善欧元区 运作举行会晤。	欧元区公布 7 月 CPI 终值;		德国: 公布 7 月 PPI; 法国: 商 业信心指数公 布;
22	23	24	25	26
	欧元区 8 月制 造业 PMI 公布; 综合 PMI 公布, 以及服务业 PMI 公布; 德 国: 8 月综合 PMI, 制造业 PMI 以及服务 业 PMI 公布; 法国: 8 月制造 业以及服务 PMI 公布	欧元区: 工业新 订单公布		

资料来源: 招商证券(香港)整理

参考报告:

1. 《国内流动性状况略有改善-国际资本与国内流动性监测周报(2011年8月第1周)》 2011/8/6
2. 《2011年6月工业企业利润点评-规模以上工业企业盈利好于预期》 2011/7/28
3. 《美元变奏下的中国国际资本流动》 2011/7/28
4. 《负面信息已开始影响国际资本流入的积极性-国际资本与国内流动性监测周报(2011年7月第3周)》 2011/7/23
5. 《债务危机火烧连营 欧元保卫战打响--欧元区债务危机发展动向点评》 2011/7/22
6. 《美欧近期热点聚焦-风险释放接近尾声 外围环境有望趋稳》 2011/7/20
7. 《国际资本与流动性监测周报(2011年7月第2周)-7月银行间利率将回到央行合意的水平》 2011/7/16
8. 《2011年二季度宏观数据点评-控通胀仍为宏观调控首要目标》 2011/7/14
9. 《2011年6月份金融货币数据点评—谈货币条件拐点为时尚早》 2011/7/13
10. 《2011年6月份进出口数据点评-预计三季度进口增速将继续下滑》 2011/7/11
11. 《2011年6月CPI、PPI数据点评-维持三季度开始通胀逐季回落的判断》 2011/7/10
12. 《国际资本与流动性监测周报(2011年7月第1周)-7月国内流动性状况可能较宽裕》 2011/7/10
13. 《2011年7月6日央行上调人民币存贷款基准利率点评-未来货币政策将出现预期性放松》 2011/7/6
14. 《中国人民银行货币政策委员会2011年第二季度例会点评-总体稳健、调节有度》 2011/7/5
15. 《2011年6月份PMI数据点评-维持二季度即是全年通胀高点的判断》 2011/7/3
16. 《国际资本与流动性监测周报(2011年6月第5周)-国内流动性紧张的局面开始缓解》 2011/7/3
17. 《2011年4月工业企业利润点评-维持企业盈利能力进一步向下调整的判断》 2011/6/29
18. 《2011年6月14日央行上调人民币存款准备金率点评-价格工具运用慎重、管理预期态度明确》 2011/6/15
19. 《2011年5月份金融货币数据点评—流动性持续偏紧、政策短期难放松》 2011/6/14
20. 《峭壁边缘:海外宏观经济2011年中期报告》 2011/6/14

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。