

点评报告

经济增速放缓加剧削赤难度 警惕债务危机向银行系统蔓延

2011年8月22日

2011年欧洲二季度经济数据点评

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/GDP	-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

■ 欧洲经济：经济增速放缓加剧削赤难度，警惕债务危机向银行系统蔓延

1. 主要经济体增速放缓，三四季度经济增速不乐观：二季度欧元区经济增速大幅放缓，各领先指标如 PMI 在 7 月均创半年内新低。随着各国政府继续削减开支并提高赋税以达到预算目标，欧元区各国的经济增速无疑将放缓。我们维持对于全年经济 1.5% 增速的判断，但我们认为全年经济增速的高点在一季度，三、四季度经济走势不乐观。

2. 货币政策进入观察期，预计欧洲央行年内不会加息：从 8 月议息会后特里谢讲话的整体基调来看，市场普遍认为欧洲央行的紧缩周期并未暂停，将下一次加息时点下调至今年 12 月。但我们认为，欧洲央行已经充分考虑了欧元区通胀将在一段时间内高于目标 2% 的情况，低于预期的欧元区二季度经济增速使市场开始质疑欧洲央行连续两季上调基准利率的影响，从而另欧洲央行在考虑加息时必须更加慎重的权衡好经济增长与稳定价格两方面因素。考虑到不明朗的欧元区经济前景以及欧洲债务危机的不确定性因素这两方面，我们预计欧洲央行在今年内将维持基准利率不变。

3. 经济增速放缓加大减赤难度，警惕债务危机向银行系统蔓延：若主权债务危机不进一步向银行系统蔓延，短期来看欧洲债务危机风险可控，但今年 9、10 月将会是新的关键时点，因为期间涉及 EFSF 新功能的通过以及执行，欧洲央行新的决策以及大量的债务到期，任何不确定性都将导致市场再起波澜。长远来看，无论是 EFSF 扩容或者以 ESM 的方式，都只是延迟了还债时点，而放缓的经济增速将会使债务雪球越滚越大。紧缩的财政与货币政策对经济增长造成的负面影响将进一步打击市场的信心，导致欧元的波动，若主权债务危机蔓延至银行体系，债务危机将进一步恶化至难以控制的局面。



Comments Report

Cautious about crisis spreading to banking system

10 Aug 2011

Comments on European economic data in 2Q2011

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

■ Euro-zone Economy: Difficulties of cutting deficit rising as economy slowing down, cautious about crisis spreading to banking system

➤ **Core economy slowing down, pessimistic outlook of 3Q and 4Q :** Euro-zone economic growth slowed sharply in 2Q with leading indicator PMI also declining to a record half year low. As governments continue to cut spending and raise taxes to meet budget targets, euro-zone economic growth will undoubtedly slow down further. We maintain our 1.5% annual economic growth rate, but we think the economic growth has already peaked in 1Q, economic growth in 3Q and 4Q will continue to decline gradually.

➤ **Monitory policy steps into observation period, but will be no more interest rate hike this year:** after Trichet's talk on August meeting, the market generally agreed that the ECB's will not raise interest rate in 3Q, but the tightening cycle is not paused. However, considering the slowing economic growth in euro-zone and with fully anticipated the higher than targeted inflation level, ECB must be more carefully to consider the tradeoff between economic growth and price stability, and therefore, we expect that the ECB will keep the benchmark interest rate at 1.5% unchanged this year.

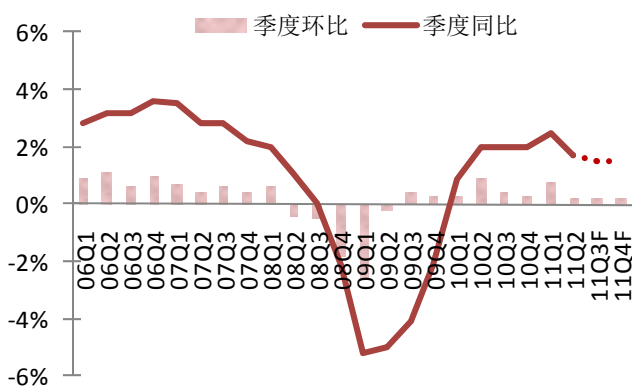
➤ **Difficulties of cutting deficit rising as economy slowing down, cautious about crisis spreading to banking system:** if the sovereign debt crisis does NOT spread to the banking system, the risk of debt crisis will be under-controlled in short term. September and October this year will be a new important point. Over the long term, the expansion EFSF' capacity or even ESM will just delay the debt point, while slowing economic growth will make the debt snowball getting bigger. However, if the sovereign debt crisis spreads to the banking system, it will further worsen the debt crisis to an uncontrollable situation.

1、主要经济体增速放缓，三四季度经济增速不乐观

自一季度出现超预期的上涨后，二季度欧元区的经济复苏明显回落。经济增长初值环比上升 0.2%，较一季度 0.8% 的经济增长大幅放缓，而第二季经济增长同比上升 1.7%。不仅边缘经济体经济持续衰退，核心经济体的经济复苏势头也大幅放缓。德国公布二季度经济增长按季上升 0.1%，远低于市场预期的 0.5% 的增长。而上周五法国公布的二季度经济数据也令人失望，GDP 环比增速为 0%，低于市场预期的 0.3% 的增速，比一季度环比 0.9% 的增速大幅放缓。相较于法国与德国，意大利与西班牙经济放缓略轻一些，二季度环比分别上升 0.3% 以及 0.2%，与预期一致。

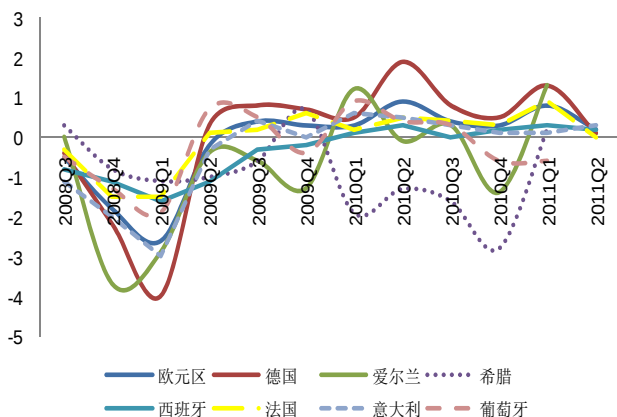
债务危机的蔓延，美国疲软的经济复苏，日本地震的影响以及其他全球性不确定性因素影响了欧元区二季度的经济走势。受上述因素的影响，主要经济体的出口减少，消费支出的缩水，经济复苏减缓。对于经济增速大幅放缓的德国而言，联邦统计局称，个人消费和建筑业投资的下降是导致国内经济增速骤降的主要原因。此外法国、意大利等德国主要贸易国实行的财政紧缩计划加剧了出口行业压力，而进口的大幅增长导致库存增加，对净出口造成进一步负面影响，德国二季度出现了贸易逆差。欧洲的第二大经济体法国二季度经济增长放缓则主要由于消费支出较上季度大幅放缓 0.7%，紧缩方案的执行则是导致家庭开支较少的主要原因。总体来看，虽然有部分因素是季节性或偶然性因素，但我们认为更多因素则是由于持续的主权债务危机的风险所导致的商业不景气与消费者信心不振所致。

图 1：预计 2011 年欧元区经济增速 1.5%，高点在一季度



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 2：欧洲各国二季度经济增速放缓

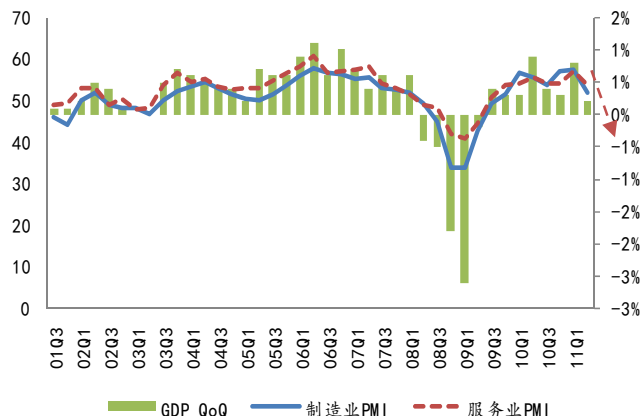


资料来源：彭博，招商证券（香港）

结合领先指标采购经理指数（PMI）的走势来看，我们认为欧元区三、四季度经济增长也将不会乐观。7 月份欧元区的 PMI 从前月的 52 下降至 50.4，是 2009 年 10 月以来制造业扩张速度最低的一次。其中法国 7 月 PMI 初值降至 50.1，为两年来最低，远低于预期为 52.0。而德国 7 月 PMI 增速为 21 个月来最慢，7 月指数终值为 52.0（上月为 54.6）。另外，Euro-coin 领先指标也大幅下滑，暗示未来经济增速将会减慢。各国政府不但不能使用宽松的财政政策刺激经济增上，相反，各国政府需要继续削减开支并提高赋税以达到预算目标来应对债务危机，无疑对欧元区各国经济增长起到负面影响。但

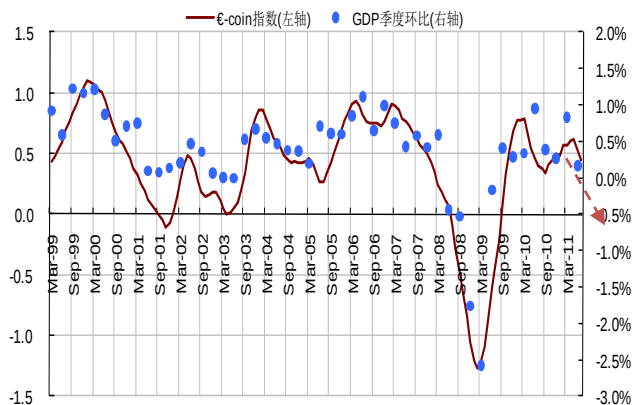
值得注意的是，若四季度美国经济有所好转，欧元区消费支出随CPI以及能源价格的回落而有所回升，不排除四季度经济增长或好于二、三季度的可能性。由于一季度增速超预期，我们维持对于全年经济1.5%增速的判断，但我们认为全年经济增速的高点在一季度，三、四季度经济走势不乐观。

图 3：欧元区 PMI 大幅下滑



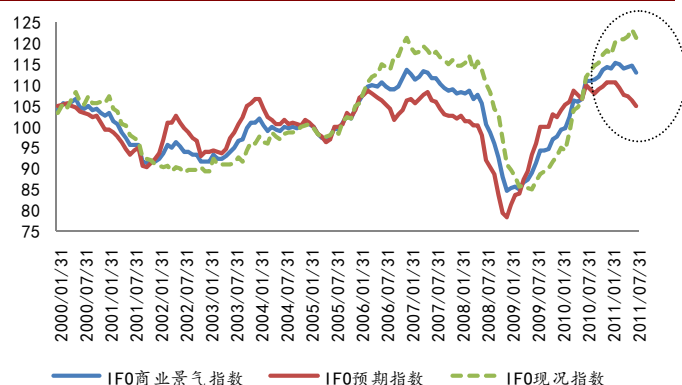
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 4：Euro-coin 领先指标也在二季度大幅下滑



资料来源：CEIC，招商证券（香港）

图 5：IFO 的领先指标均显示德国经济增长将出现下滑



资料来源：彭博，招商证券（香港）

表 1：IMF 的预测各主要经济体的经济增速逐渐放缓

	2010	2011	2012
法国	1.4	2.2	2.1
德国	3.5	3.4	2.5
希腊	-4.5	-2.9	0.6
爱尔兰	-1.0	0.0	2.3
意大利	1.2	1.1	1.6
葡萄牙	1.3	-2.1	-1.5
西班牙	-0.1	0.9	1.6
英国	1.3	1.4	1.8

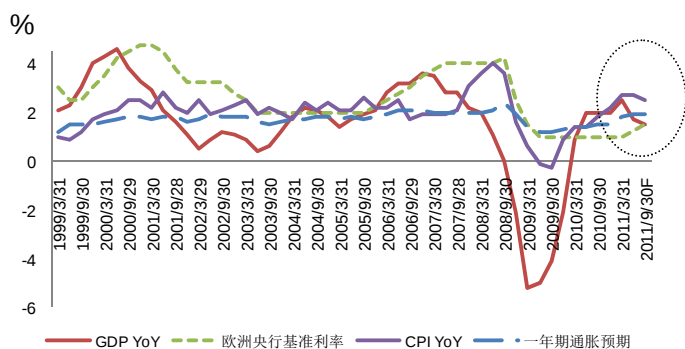
资料来源：IMF，招商证券（香港）

2、货币政策进入观察期，预计欧洲央行年内不会加息

欧元区 17 个成员国 7 月消费者物价指数较上年同期上升 2.5%，虽仍高于欧洲央行低于 2% 的控制目标，但增幅低于 6 月的 2.7%。在 4 月和 7 月分别上调 25 个基点后，欧洲央行 8 月议息会决议维持其基准利率在 1.5%。在议息会会议召开的新闻发布会上，欧洲央行行长特里谢在讲话中对通胀问题并没有使用“高度警惕”等强硬的字眼，但警示了欧元区经济面临下行风险。对经济环境的看法以及未来货币政策走向，特里谢预计欧元区经济未来一段时间将持续温和扩张，然而不确定性仍然很高。另外，特里谢如预期的指出，货币流动性仍然充足，货币政策仍然宽松，未来几个月通胀将明显高于 2%。从讲话的整体基调来看，市场普遍认为欧洲央行的紧缩周期并未暂停，

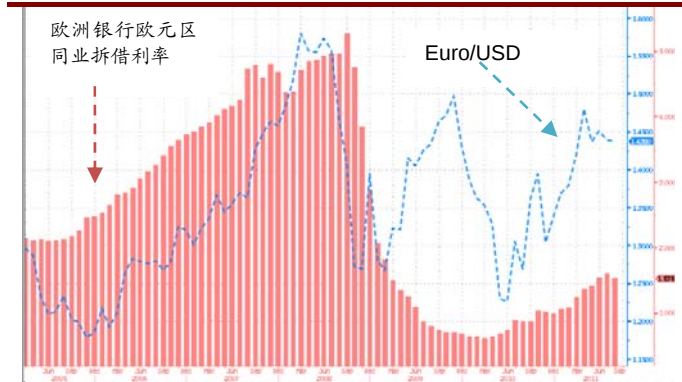
将下一次加息时点下调至今年 12 月。但我们认为，欧洲央行已经充分考虑了欧元区通胀将在一段时间内高于目标 2% 的情况，低于预期的欧元区二季度经济增长使市场开始质疑欧洲央行连续两季上调基准利率的影响，从而令欧洲央行在考虑加息时必须更加慎重的权衡好经济增长与稳定价格两方面因素。考虑到不明朗的欧元区经济前景以及欧洲债务危机的不确定性因素这两方面，我们预计欧洲央行的货币政策进入观察期，在今年内将维持基准利率不变。

图 6：欧元区通胀压力放缓，预计年内不会加息



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 7：欧元对美元汇率震荡向下



资料来源：彭博，招商证券（香港）

受一、二季度加息影响，欧元间断性走强。但欧债危机蔓延至核心经济体的忧虑使避险情绪攀升，欧元对美元汇率自 4 月以来震荡向下。美国议息会决议提出美国经济条件可以支持联邦基金利率在 2013 年年中前维持在超低水平。虽然根据经济条件的变化，联邦基金利率有可能在 2013 年年中前上调，但我们认为今年内上美国调利率的概率极小，而美联储将宽松的货币政策保持更长一段时间，因此短期资金大幅回流美国的风险不大。但考虑到欧元区主权债务危机的不确定性，我们认为欧元对美元汇率会持续受到欧洲债务危机的影响而震荡向下，维持全年欧元对美元 1:1.40 的判断。

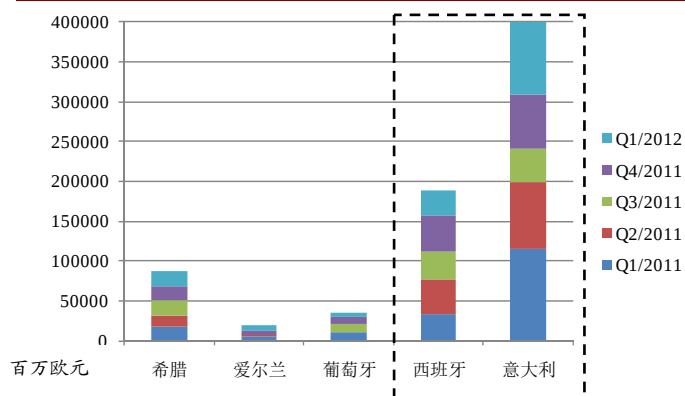
3、经济增速放缓加大减赤难度，警惕债务危机向银行系统蔓延

7 月 21 日欧元区领导人终于就第二轮希腊救助方案达成一致，但对市场的提振作用非常短暂。由于私营部门加入援助计划，评级机构下调了希腊的债务评级，同时又警告将下调西班牙的评级，引发市场对债务危机从边缘经济体蔓延至核心经济体的担忧。而在市场信心摇摇欲坠之时，全球疲软的经济数据再次打击了投资者的信心，引发市场大量抛售意大利以及西班牙的国债，两国 10 年期国债的收益率在短短 1 周内大幅上升至 6% 以上，创 14 年的新高。

欧洲央行及时迅速的做出反应，重启债券购买计划，一周内购买了 220 亿欧元的国债，暂时将各国的国债收益率控制在安全范围内。220 亿的购买规模并不小，由于意大利以及西班牙公债规模庞大，持续购买两国国债无疑将加重欧洲央行的负担，但由于 EFSF 新赋予的在二级市场购买各国国债的权利需要经由各国会议批准才能实施，最快也需要到 9 月下旬才能启动，因此，在此之前，我们认为欧洲央行将会持续购买各国国债以稳定市场信心，预计欧洲央行在未来一个月还将购买约 200 至 300 亿欧元的国债，短期内债务危机蔓延的风险将会得到控制。

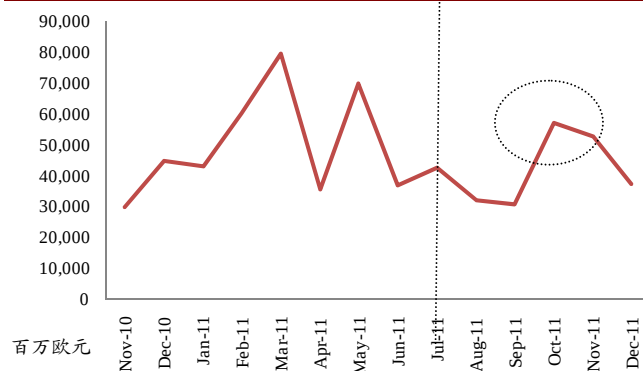
但需要强调的是，就算 EFSF 新赋予的权力启动，长期来看也难以控制住危机蔓延的风险。第一，此次购买计划与上一轮救助希腊、葡萄牙以及爱尔兰的本质区别在于意大利和西班牙公债规模太大，EFSF 的借贷能力扩容三倍，恐也难以同时将意大利与西班牙救助在安全边际内。初步计算，若借款西班牙最少需要 2900 亿欧元，而要纾困意大利，则需要约 4900 亿欧元。EFSF 扩容之后的规模为 4400 亿欧元，希腊、爱尔兰以及葡萄牙未来三年到期债务总额在 1600 亿欧元左右，就算 IMF 将分担一部分借款来救助希腊（约为 1090 亿欧元的 1/3），EFSF 也将只有能力纾困西班牙。第二，就算未来德法同意 EFSF 扩容，但 EFSF 的借贷是以各成员国作担保的，每次 EFSF 借贷规模扩大，各成员国的担保规模也随之扩大，这无疑又加重了各国的债务负担，尤其是核心经济体的债务负担，进一步加重其债务评级被下调的风险。

图 8：意大利以及西班牙债务规模庞大



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 9：9 至 10 月将是欧元区债务到期的又一高点



资料来源：彭博，招商证券（香港）

表 2：欧洲主要经济体的紧缩方案

国家	紧缩方案主要措施	目标
法国	考虑新的增税、缩减政府开支，对高收入者增加一项特别收入所得税，以及新的减支计划。新的紧缩案将在 8 月 24 日进行讨论，8 月底将出台	财政赤字在 2012 年占 GDP4.6% 在 2013 年占 GDP3%
意大利	意大利计划在 2012 年和 2013 年分别节省开支 200 亿欧元和 255 亿欧元，政府开支将大幅度的削减，意大利政府部门预算将在 2012 年被删减 60 亿欧元，于 2013 年裁减 25 亿欧元。对高收入人群增税，对一年收入 9 万欧元以上者征税 5%，一年收入 15 万欧元以上者则交税 10%。	2013 年实现预算平衡。
西班牙	政府预计通过计划节约 50 亿欧元，其中包括大型企业的前置税收和削减地方政府药品开销等政策。另外，政府决定暂时性将房屋销售税下降至 4%来刺激建筑业发展。	预计将削减预算赤字占 GDP 比例 0.5 个百分点，今年政府目标是将该比例削减至 6%。

资料来源：华尔街日报，招商证券（香港）整理

另外，欧元区经济增速放缓也加大了各国，尤其是主要经济体削减赤字的难度。近期，法国和意大利纷纷出台了新的紧缩方案以到达其预算目标。但从各国的紧缩方案来看，无非是从提高税收以及削减政府开支两方面着手，都忽略了如何在削减赤字的同时继续支持经济复苏。在经济增速放缓的前提下进行持续的财政紧缩，无疑将对投资与消费造成负面影响，从而又反作用于经济增长，如此一来，减赤与经济增长进入一个负循环，形成了一个悖论。

雪上加霜的是，近期由于信心危机导致的欧洲银行间欧元同业拆借利率大幅攀升，3个月期的 Euribor-OIS 攀升至 2009 年来最高，再次引发市场对欧洲银行间流动性不充裕的忧虑。欧洲央行宣布，向欧元区一家银行借出了美元，而且借贷利率要高于市场利率，这是今年 2 月以来第一次。这表示欧洲金融系统的压力升级，银行获得美元融资遭遇困难。而华尔街日报文章表示，美国监管机构开始审查欧洲最大型的贷款银行，表示美国监管机构开始担心欧洲主权债务危机将导致欧洲银行业融资困难，从而由主权债务危机蔓延到银行系统。

现阶段 Euribor-OIS 比 2008 年时还有一定差距，欧洲大部分银行间资金流动性比 2008/09 年期间要好很多，银行持有的短期到期的资产较少，而资产负债表上也较 2008 年时留有更多的现金。再加上欧洲央行短期的流动性充裕，非常时刻亦可以以非常规手段稳定市场。因此，我们认为短期内发生银行间流动性吃紧的机率较小。但是由于危机的自我实现性（self-fulfilling），由于对欧元区经济前景的担忧以及主权债务危机的不确定性导致对银行资产的负面影响使银行的融资成本大幅上升，加大对流动性压力的担忧，从而使融资成本进一步攀升，甚至加速银行的去杠杆进程，如此一来，我们不能排除主权债务危机会向银行系统蔓延的可能。事实证明，近一个礼拜，欧洲主要银行，如法国巴黎银行、意大利裕兴银行以及苏格兰皇家银行 5 年期的信用违约掉期都上升至 2008 年以来的高点。若主权债务危机进一步蔓延至银行系统，政府在危机时刻又必将对一些重要性的金融机构伸出援手。在此情形下，债务危机不断在政府与银行之间传导，从而一发不可收拾。而由于经济复苏不可一蹴而就，因此接下来我们能关注的则是是否有更加积极的政策出台，如欧洲央行是否能就银行间流动性忧虑升温的问题有新的措施出台，从而控制住危机继续蔓延。

图 10：3 个月期的 Euribor-OIS 大幅攀升



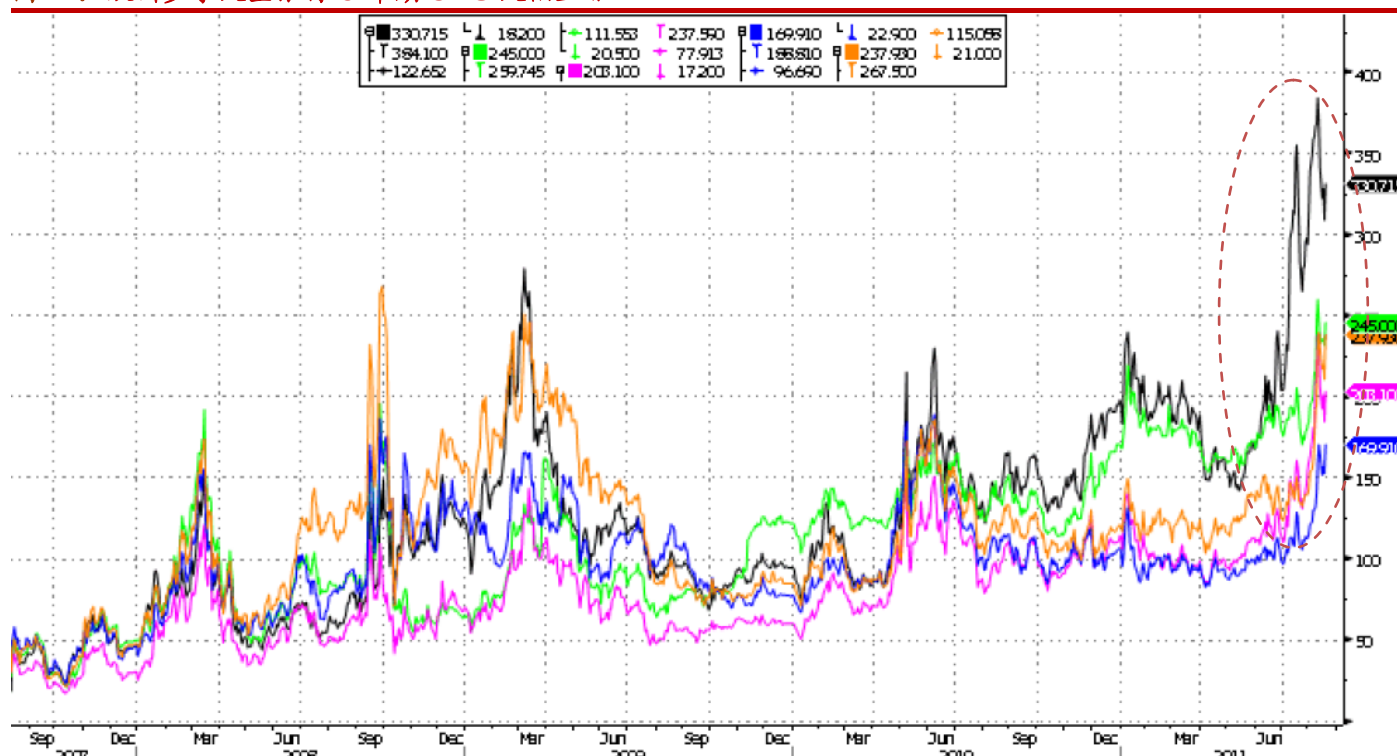
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 11：欧洲银行间流动性压力较大



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 12: 欧洲多家大型银行 5 年期 CDS 大幅上涨



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港), 注: 黑色线为意大利裕兴银行, 红色线为法国巴黎银行, 绿色线为苏格兰皇家银行, 蓝色线为德意志银行, 橙色线为巴克莱银行。

综上所述, 我们认为, 若主权债务危机不进一步向银行系统蔓延, 短期来看欧洲债务危机风险可控, 但今年 9、10 月将会是新的重要时点, 因为期间涉及 EFSF 新功能的通过以及执行, 欧洲央行新的决策以及大量的债务到期, 任何不确定性都将导致市场再起波澜。长远来看, 无论是 EFSF 扩容或者以 ESM 的方式, 都只是延迟了还债时点, 而放缓的经济增速将会使债务雪球越滚越大。紧缩的财政与货币政策对经济增长造成的负面影响将进一步打击市场的信心, 导致欧元的波动, 若主权债务危机蔓延至银行体系, 债务危机将进一步恶化至难以控制的局面。

近期意大利财政部长特雷蒙蒂再提“欧洲债券”, 得到部分市场人士支持。支持人士认为以“欧洲债券”形式而形成的成员国的债务共担也许是让一种单一货币生存下来的方式。但德法两国首脑的会晤纷纷对“欧洲债券”表示反对, 两国首脑表示“欧洲债券”的出现需要以更加统一和坚固的财政同盟做基础, 需要各国的财政赤字都缩减到可控范围, 现在推出, 无疑将会使主要的债务国的财政纪律变得更加散漫。我们认为, “欧洲债券”短期内推出的几率不高, 而且就算推出, 债务规模的担保也是以各成员国的经济规模挂钩, 无疑将加重主要经济体的负担, 无非是换汤不换药的做法。我们维持原有观点, 任何修补式的救助方案都只能治标无法治本, 最终都将会使债务雪球滚大。保住核心经济体的健康, 不再加重核心经济体的负担, 从而稳定其经济增长才是关键。

参考报告:

1. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011年7-8月）》2011/8/22
2. 《国际资本与国内流动性监测周报-回购利率止跌回升（2011年8月第3周）》2011/8/22
3. 《欧元区债务危机发展动向点评-经济复苏放缓，削赤难度加大》2011/8/15
4. 《欧元区债务危机发展动向点评-蔓延魅影重现，长痛还是短痛？》2011/8/15
5. 《M2增速低于预期，货币政策难有实质性放松--2011年7月份金融货币数据点评》2011/8/14
6. 《国际资本与国内流动性监测周报-人民币升值预期出现回升（2011年8月第2周）》2011/8/13
7. 《2011年7月份宏观数据点评-通胀已见顶，库存调整负面影响逐渐显现》2011/8/12
8. 《2011年7月份进出口数据点评-维持三季度进口增速继续向下的判断》2011/8/12
9. 《通胀已见顶、回落趋势明确---2011年7月CPI、PPI数据点评》2011/8/10
10. 《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
11. 《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
12. 《美元变奏下的中国国际资本流动》2011/7/28
13. 《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
14. 《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
15. 《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
16. 《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
17. 《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
18. 《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
19. 《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
20. 《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

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。