

2011 年 10 月 18 日

再平衡=贸易争端升级

德国总理首席发言人希伯特在周一柏林的新闻发布会上称，默克尔已经明确表示：“现在有一种梦想正再次生根，那就是有了这项计划以后，所有事情都将得到解决，所有问题都将在周一终结，但这种梦想是无法实现的。”他指出，为终结这场危机而寻找解决方案的努力“肯定会延伸到明年”。周一美股跌 2%，欧股跌 1%。

总体判断：

- 正如此前评论所分析的那样，欧美金融市场对救市政策的预期只是美好的期盼，欧洲中期前景依然黑暗，上周行情部分原因可能是金融资本在制造波动。
- 穆迪表示法国评级展望可能在未来三个月被调整为负面。主权债务危机蔓延到法国将是一个重要时刻，因为欧洲以外的国家在欧洲的主要风险敞口在法德。这可能使欧洲债务危机直接影响到美国银行业。
- 美联储周一公布数据显示，国际央行出售美国国债的数量创下 07 年 8 月开始以来的最高水平。在过去 7 个星期时间里，该行代表国际各大央行及美国以外机构投资者所持有的美国国债数量已锐减 765 亿美元，创下自 2007 年 8 月份以来的最高水平。不难想象，各国央行与机构都在寻找机会减少对美国国债的持有，过去一段时间危机升级，美债上涨成为了他们的卖点。正如我们当时提示大家美债评级下调风险时说的那样：美债也不是那么高枕无忧了。
- **欧美债务危机的背景是全球再平衡。**过去一段时间，西方世界依赖低成本借贷支撑消费的经济模式已经走到尽头。从中期来说，欧美债务的本质解决之道不在于流动性救助，而在于平衡贸易，降低贸易赤字之路。整个西方都在反思，要学习德国做生产国，出口国。无疑，这意味着西方将着力限制进口。
- 虽然市场现在都明白美国《2011 年货币汇率监督改革法案》不会通过立法，但这不是一个结束，而是一个时代开始的标志。欧洲在危机缓解后，也会考虑结构性调整，开始贸易战：这也是为什么欧洲人不愿意以认可中国市场经济地位的条件换来援助。**对中国来说，无论是被动贸易战还是主动让步，对再平衡年代下的贸易争端升级大趋势必须要做好准备。**
- **本周关注：**美国：10 月 18 日 CPI 环比（预期 0.3%，前期 0.4%）
10 月 18 日 新宅开工指数（预期 590K，前期 571K）
欧元区：10 月 20 日 希腊议会财政紧缩方案投票
10 月 23 日 欧盟首脑会议

相关研究

不是解决方案，却是危机本身——国际金融市场风险监测
2011 年 10 月 13 日

望梅止渴——国际金融市场风险监测
2011 年 10 月 12 日

曙光乍现，前途曲折：期待欧洲版救市方案——国际金融市场风险监测
2011 年 9 月 28 日

重演 2008 年初？——国际金融市场风险监测
2011 年 9 月 26 日

市场醒来 只会更痛——国际金融市场风险监测
2011 年 9 月 23 日

欧美经济再危机，亦是传统经济学危机——国际金融市场风险监测
2011 年 9 月 22 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com

联系人

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

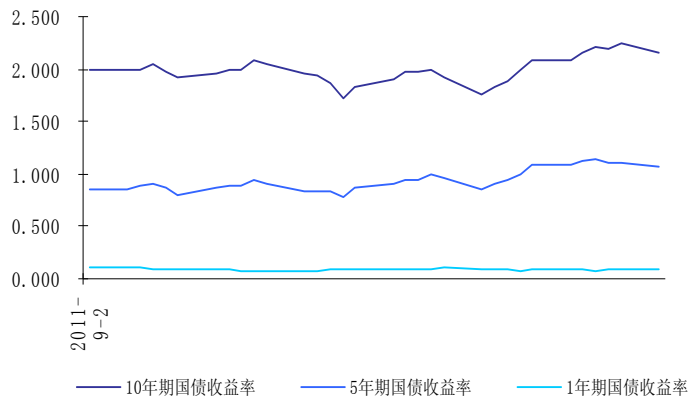
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

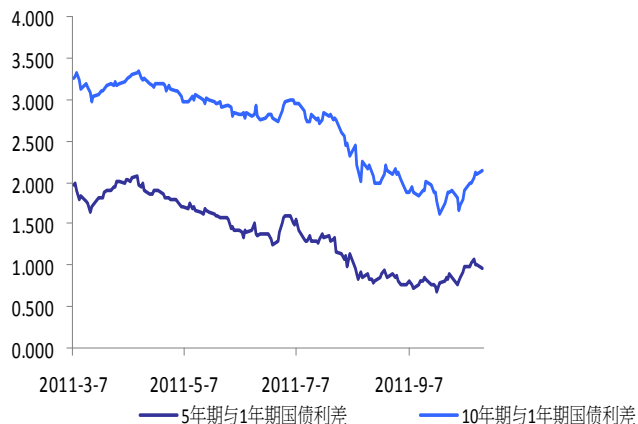
1. 怀疑欧洲进展，美股商品均下跌。

图 1：美国国债收益率下降，由于周末欧盟峰会难以解决债务危机，投资者避险情绪上升。



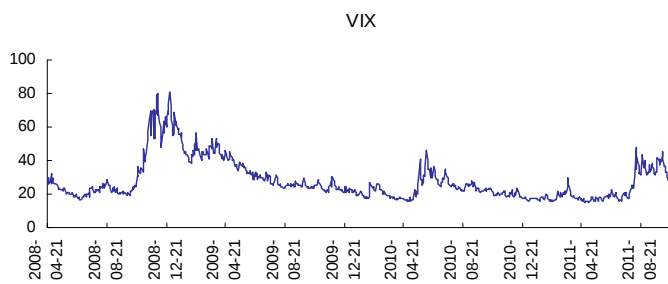
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，市场担心欧洲需要时间来遏制主权债务危机，美债避险资产功能相对提升。



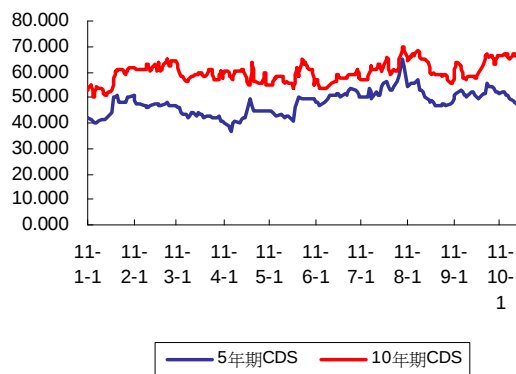
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续上升，显示股市波动加剧。



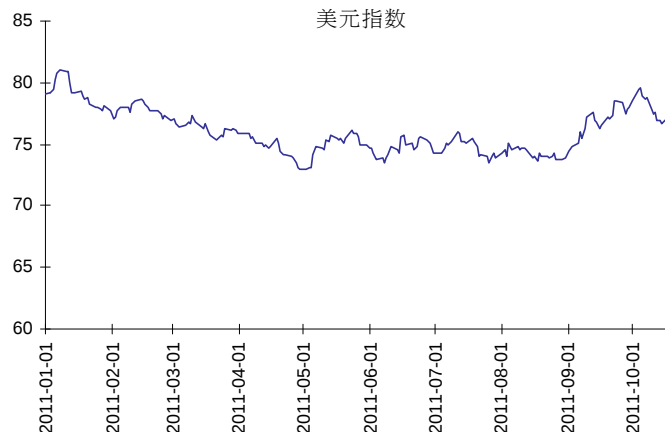
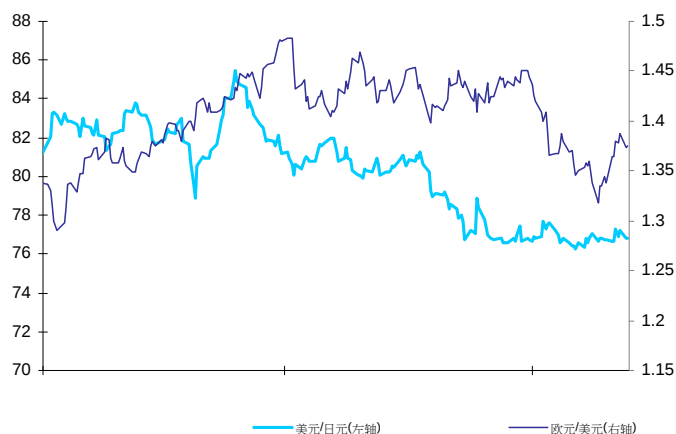
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均下降，对债务违约风险的担忧有所下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元贬值, 美国数据低预期, 资金对美元仍存疑虑。 图 6: 美元指数回升, 欧洲前景导致资金回流美元。

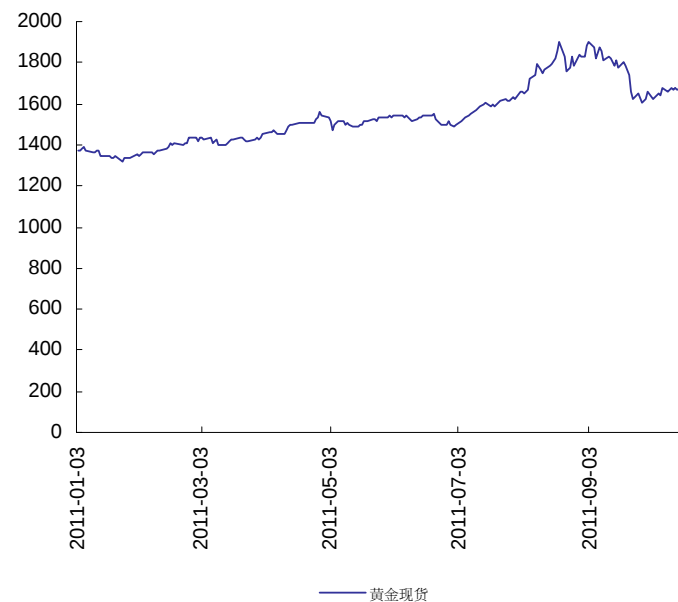
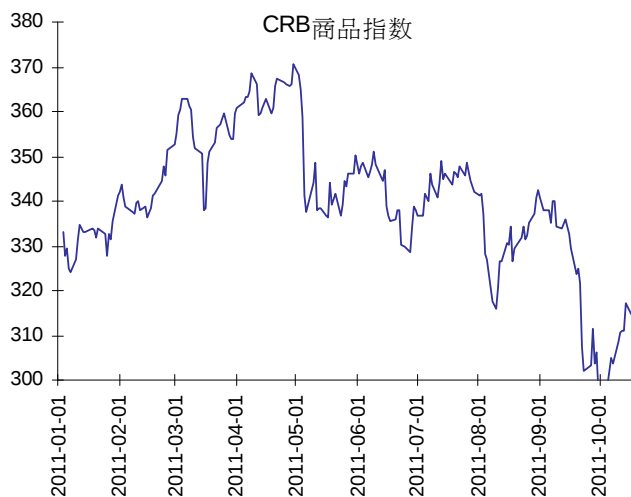


资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 市场担心欧洲前景导致需求下跌。

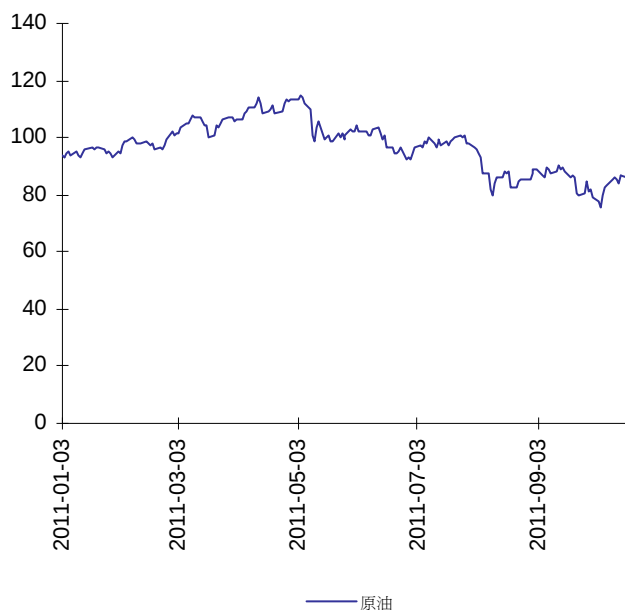
图 8: 黄金现货价格下跌, 避险需求转移至美债。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格微降，市场担心欧洲前景导致需求下跌。



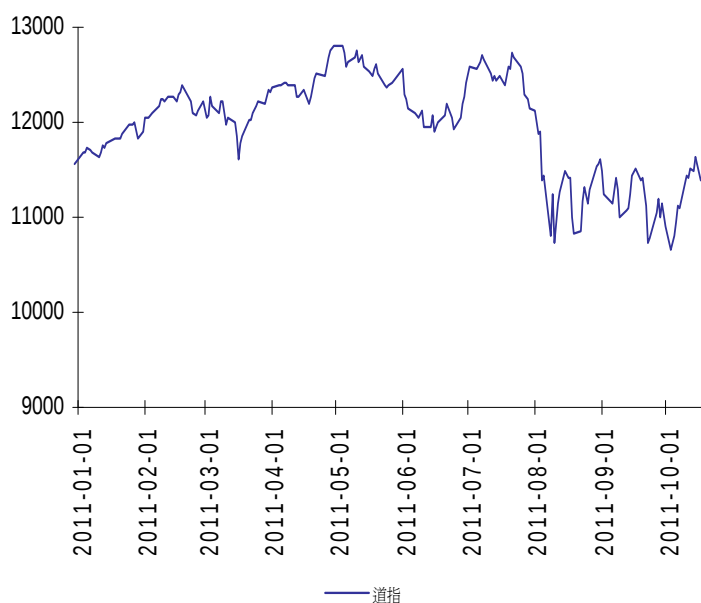
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，流动性危机担心仍在。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下降，美股大跌，德国财长讲话打击市场预期。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差持续上升，



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
10/07/2011 20:30	非农就业人数增减	SEP	60K	103K	0K	57K

10/07/2011 20:30	非农私企就业人数增减	SEP	90K	137K	17K	42K
10/07/2011 20:30	制造业就业人数增减	SEP	0K	-13K	-3K	-4K
10/07/2011 20:30	失业率	SEP	9.10%	9.10%	9.10%	--
10/07/2011 20:30	就业不足率 (U6)	SEP	--	16.50%	16.20%	--
10/07/2011 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	SEP	0.20%	0.20%	-0.10%	-0.20%
10/07/2011 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	SEP	1.90%	1.90%	1.90%	1.80%
10/07/2011 20:30	周平均工时 所有员工	SEP	34.2	34.3	34.2	--
10/07/2011 20:30	家庭调查就业率变动	SEP	--	398	331	--
10/07/2011 22:00	批发库存	AUG	0.60%	0.40%	0.80%	--
10/08/2011 03:00	消费者信用	AUG	\$8.000B	-\$9.501B	\$11.965B	\$11.920B
10/11/2011 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	SEP	89	88.9	88.1	--
10/11/2011 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	OCT	38.4	40.3	39.9	--
10/12/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	OCT 7	--	1.3%	-4.30%	--
10/12/2011 22:00	JOLTS 职位空缺	AUG	--	3056	3228	--
10/13/2011 02:00	Minutes of FOMC Meeting					
10/13/2011 20:30	贸易余额	AUG	-\$45.8B	-45.6B	-\$44.8B	--
10/13/2011 20:30	首次失业人数	OCT 8	405K	404K	4.1K	--
10/13/2011 20:30	持续领取失业救济人数	OCT 1	3710K	3670K	3700K	--
10/13/2011 21:45	彭博消费者舒适度	OCT 9	--	-50.8	-50.2	--
10/14/2011 20:30	进口价格指数(月环比)	SEP	-0.40%	0.30%	-0.40%	--
10/14/2011 20:30	进口价格指数(同比)	SEP	12.40%	13.40%	13.00%	--
10/14/2011 20:30	商品零售额	SEP	0.70%	1.10%	0.00%	--
10/14/2011 20:30	除汽车外零售额	SEP	0.30%	0.60%	0.10%	--
10/14/2011 20:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	SEP	0.30%	0.50%	0.10%	--
10/14/2011 21:55	密执安大学消费者信心	OCT P	60.4	57.5	59.4	--
10/14/2011 22:00	营运库存	AUG	0.40%	0.50%	0.40%	--
11-15 OCT	预算月报	SEP	-\$64.0B	-\$64.6B	-\$34.6B	--
10/17/2011 20:30	纽约州制造业调查指数	OCT	-4	--	-8.82	--
10/17/2011 21:15	工业产值	SEP	0.20%	--	0.20%	--
10/17/2011 21:15	设备使用率	SEP	77.50%	--	77.40%	--

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
10/18/2011 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	SEP	0.20%	--	0.00%	--
10/18/2011 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	SEP	0.10%	--	0.10%	--
10/18/2011 20:30	工业品出厂价格指数(同比)	SEP	6.40%	--	6.50%	--
10/18/2011 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	SEP	2.40%	--	2.50%	--
10/18/2011 21:00	长期净 TIC 流量	AUG	--	--	\$9.5B	--
10/18/2011 21:00	净 TIC 流量总计	AUG	--	--	-\$51.8B	--
10/18/2011 22:00	NAHB 住宅市场指数	OCT	15	--	14	--
		OCT				
10/19/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	14	--	--	1.30%	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数 (月环比)	SEP	0.30%	--	0.40%	--

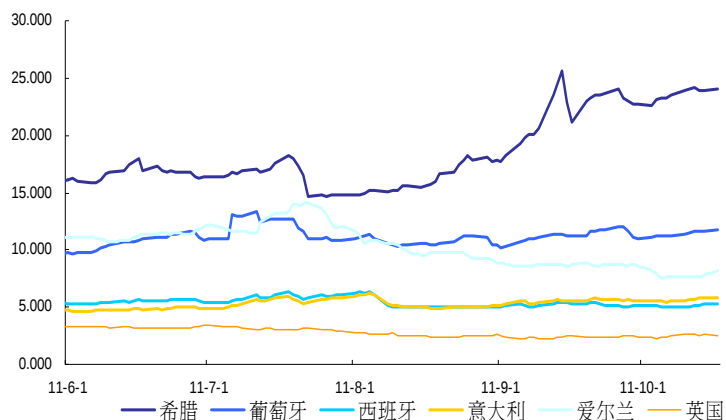
10/19/2011 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	SEP	0.20%	--	0.20%	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数(同比)	SEP	3.80%	--	3.80%	--
10/19/2011 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	SEP	2.10%	--	2.00%	--
10/19/2011 20:30	CPI 核心指数 经季调	SEP	--	--	226.014	--
10/19/2011 20:30	新宅开工指数	SEP	594K	--	571K	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数-无季节调整	SEP	226.931	--	226.545	--
10/19/2011 20:30	房屋开工(月环比)%	SEP	3.90%	--	--	--
10/19/2011 20:30	建筑许可	SEP	610K	--	620K	625K
10/19/2011 20:30	建筑许可(月环比)%	SEP	-2.40%	--	3.20%	--
10/20/2011 02:00	Fed's Beige Book					
10/20/2011 20:30	首次失业人数	OCT 15	400K	--	--	--
10/20/2011 20:30	持续领取失业救济人数	OCT 8	3680K	--	--	--
10/20/2011 21:45	彭博经济预期	OCT	--	--	-34	--
10/20/2011 21:45	彭博消费者舒适度 OCT 16				50.8	
10/20/2011 22:00	领先指标	SEP	0.20%	--	0.30%	--
10/20/2011 22:00	费城联储商业前景指数	OCT	-9.6	--	-17.5	--
10/20/2011 22:00	现房销售	SEP	4.93M	--	5.03M	--
10/20/2011 22:00	旧宅销售 月环比	SEP	-2.10%	--	7.70%	--
10/24/2011 20:30	芝加哥联储全美活动指数	SEP	--	--	-0.43	--

美联储议息会议决定公布时点

11/03/2011 00:30	FOMC 利率决策
12/14/2011 03:15	FOMC 利率决策

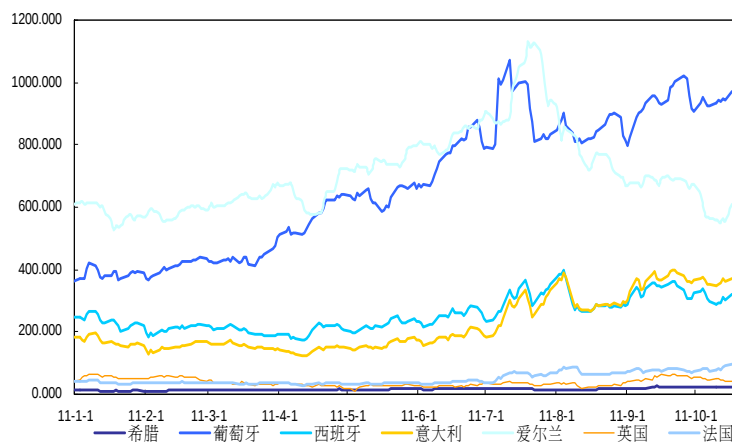
2. 乐观预期修正，欧洲股市。

图 13：除法国和德国外，其他欧猪五国国债收益率均继续上涨，对债务危机的风险情绪加剧。



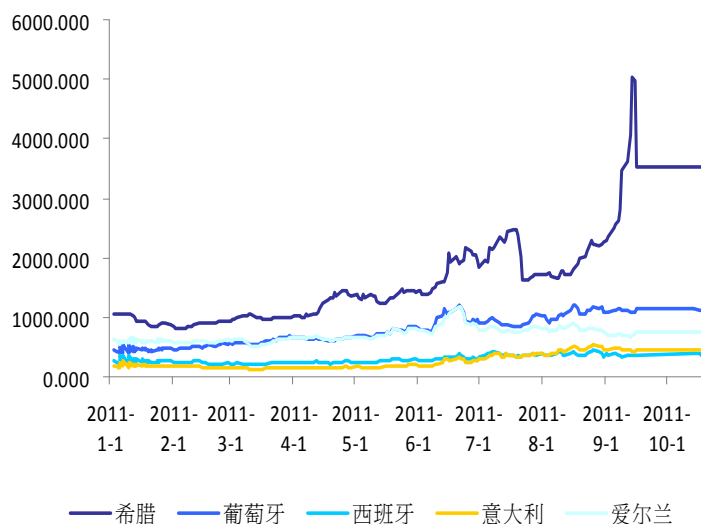
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差上升，由于德国国债收益下跌，显示债市对欧洲经济担忧情绪上升。



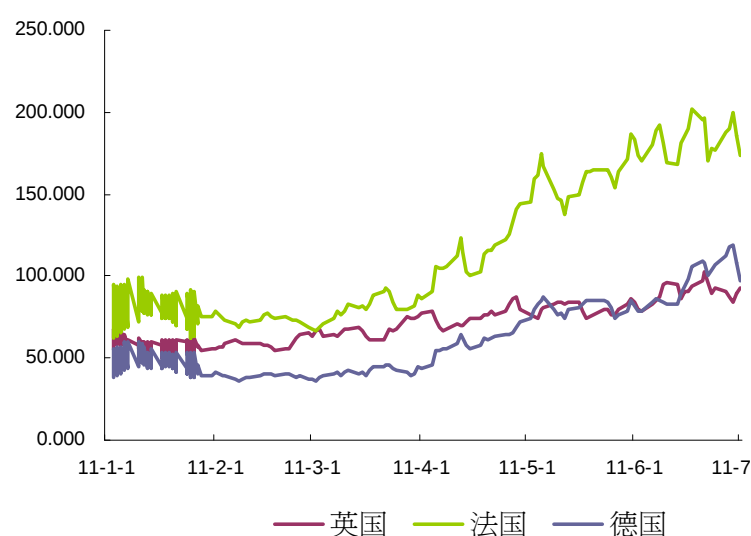
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：葡萄牙 CDS 上升，其他欧猪五国 CDS 下降，显示市场对边缘国的焦点转向葡萄牙。



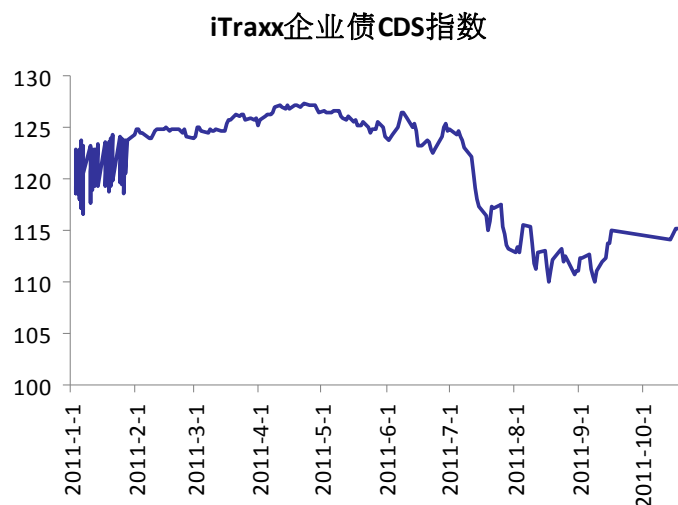
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，核心国 CDS 均上涨，显示市场担心主权债务危机蔓延到核心国



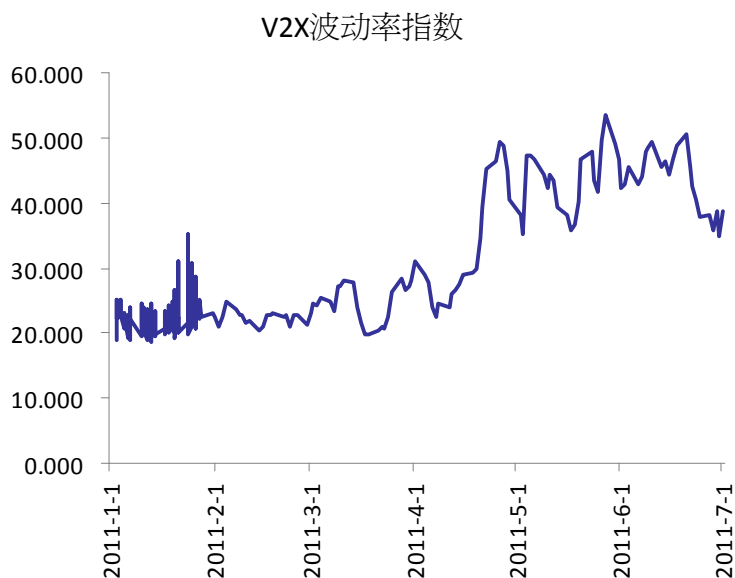
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 小幅下降, 对企业违约风险情绪有所缓和。



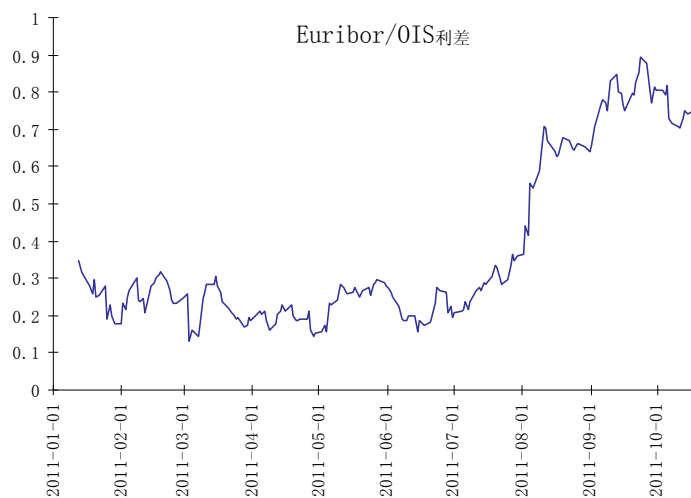
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动率回升, 股市波动风险增加。



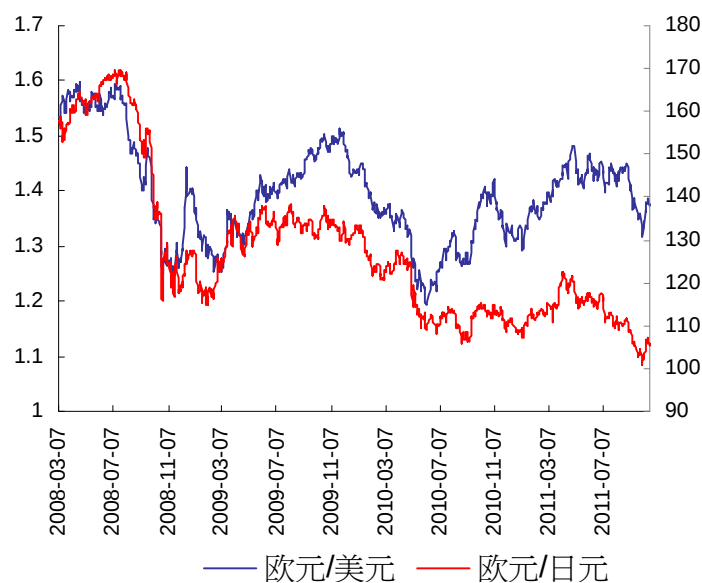
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor/OIS 利差小幅回升, 显示银行信贷压力上升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元小幅下跌, 欧洲债务危机对经济形势的担忧情绪加剧

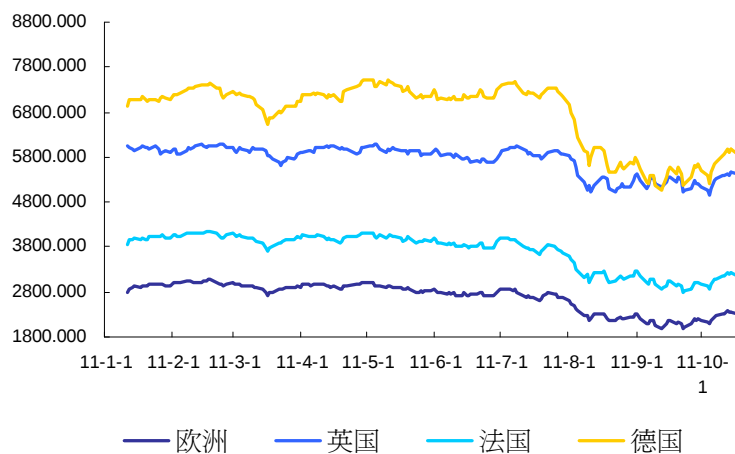


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对其避险需求升高。

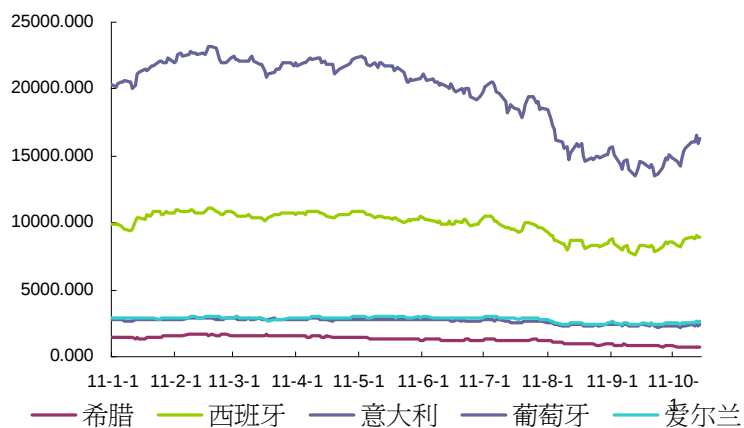


图 22: 欧洲股市均下跌, 由于欧债危机解决方案不能快速实现。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

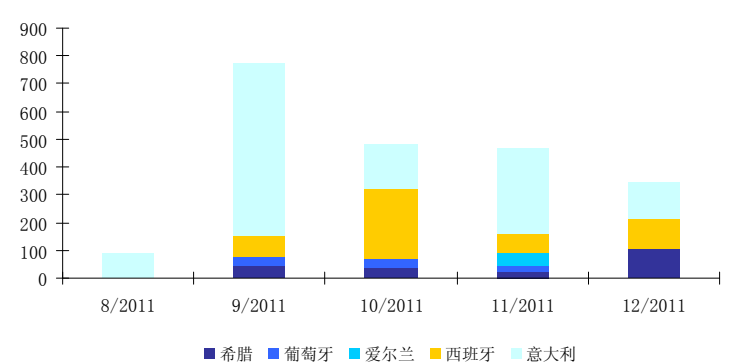
图 23: 欧猪五国股市均下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

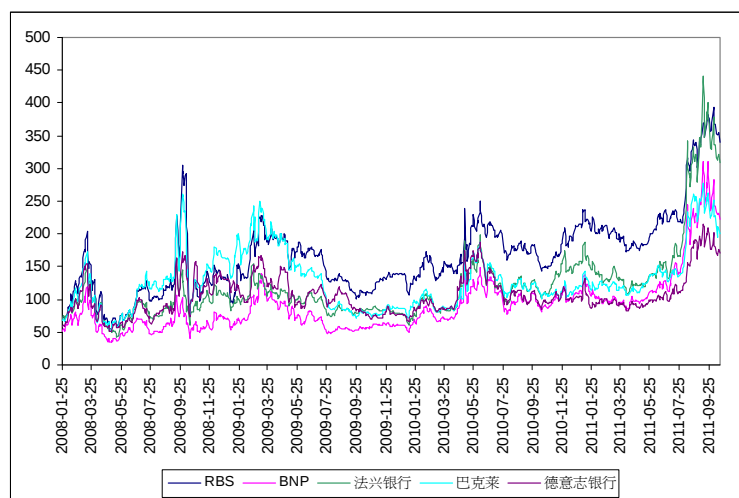
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国今年未偿还债务显示, 9 月将是下半年偿债高峰。



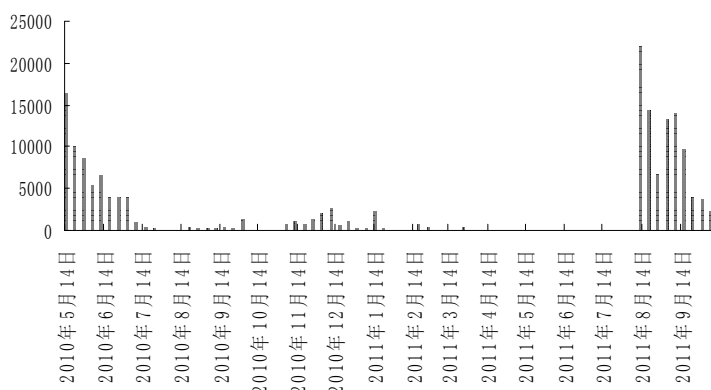
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25： 银行 CDS 下行，市场对大银行破产担心有所缓解。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26： ECB 每周购置债券量（单位：百万欧元）。



资料来源：Bloomberg，申万研究

表 1： 欧洲银行持有欧猪五国外债（单位：亿欧元）。

	欧洲银行	法国银行业	德国银行业	英国银行业
希腊	1015.04	422.25	253.20	105.00
爱尔兰	2514.15	220.43	880.25	1006.85
葡萄牙	1449.21	200.33	271.08	180.97
西班牙	4708.07	1047.07	1354.63	797.59
意大利	5837.80	2923.74	1208.67	494.49

资料来源：BIS，申万研究（注：数据更新截止至 2011 年 3 月）

表 2： 评级对应银行债风险权重

银行信用评级	AAA 至 AA-	A+ 至 A-	BBB+ 至 BBB-	BB+ 至 B-	B- 以下	未评级
风险权重	20%	50%	50%	100%	150%	50%
风险权重（对短期债务）	20%	20%	20%	50%	150%	20%

资料来源：申万研究

表 3： 评级对应主权债风险权重

评级	AAA ~ AA-	A+ ~ A-	BBB+ ~ BBB-	BB+ ~ B-	B- 以下	未评级
风险权重	0%	20%	50%	100%	150%	100%

资料来源：申万研究

表 4: 银行评级下调

法国	9月14日	法国兴业银行	穆迪将其从 Aa2 下调至 Aa3, 并将长期债务评级列为负面。
		法国农业信贷银行	穆迪将其从 Aa1 下调至 Aa2。
	10月7日	德克夏银行	标普将比利时-法国合资银行德克夏的评级下调一个等级
葡萄牙		Caixa Geral de Depositos	穆迪将 6 家银行优先债和存款评级下调了 1-2 个级距, 并将其独立评级也下调了 1-2 个级距。
		Banco Comercial Portugues	
		Banco Espirito Santo	
		Banco BPI	
	10月7日	Banco Santander Totta	穆迪将这 3 家银行的优先债和存款评级下调了 1-2 个级距。
		Caixa Economica Montepio Geral	
		Banco Internacional do Funchal	
		Banco Portugues de Negocios	
英国	10月8日	RBS	穆迪将其评级下调两档, 从 AA3 下调至 A2。
		劳埃德银行集团	穆迪将其评级下调一档, 从 AA3 调整为 A1。
	10月13日	RBS 和劳埃德银行集团	惠誉将其评级均下调两个等级, 从 AA-下调至 A。
瑞士	10月13日	UBS	惠誉将其长期发行人违约评级从 A+下调至 A, 评级前景为“稳定”。
西班牙	10月12日	桑坦德银行	标普将其评级被从 AA 下调至 AA-, 评级前景负面。
		西班牙信贷银行	标普将其评级下调 1 级, 从 AA 至 AA-。
		桑坦德银行	惠誉将其评级由 AA 调降至 AA-。
		西班牙信贷银行	惠誉将其评级由 AA 调降至 AA-。
	10月13日	毕尔巴鄂对外贸易银行	惠誉将其评级由 AA-调降至 A+。
		凯西亚银行	惠誉将其评级由 A+调降至 A。
		西班牙大众银行	惠誉将其评级由 A-调降至 BBB+。
		萨瓦德尔银行	惠誉将其评级由 A-调降至 BBB+。

资料来源: 申万研究

表 5: 欧洲银行的流动性风险

2011. 6. 30	一级核心资本金率	杠杆比率	短借/计息资本
法国巴黎	9.6	25.5	26
农业信贷	9.1	31.7	19
法兴银行	9.3	25.8	36
德国商业	10	25.9	18
德意志	8.7	50.3	
巴克莱	11	27.9	
汇丰	10.8	19.9	12
苏格兰皇家	11.1	19	
BBVA	9.2	15.1	
桑坦德		37.9	
联合圣保罗	10.2	10.7	16

资料来源：申万研究

说明：巴塞尔：资本金/风险权重加权资产=8%

欧洲主权债务评级

	穆迪			标普			惠誉		
	调整日期	评级	评级展望	调整日期	评级	评级展望	调整日期	评级	评级展望
希腊	11-07-25	Ca	负面	11-07-27	CC	负面			
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-05-20	B+*-	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-05-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-03-07	B1	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-12-21	BBB*-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-12-08	BBB+	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面	09-10-22	A-	负面
	09-10-29	A1*-	负面	09-12-07	A*-	负面			
法国	88-09-28	AAA	正面	92-07-27	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
德国	93-04-29	AAA	正面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
爱尔兰	11-07-12	BA1	负面	11-04-01	BBB+	负面	11-04-14	BBB+	正面
	2011-4-15	BAA3	负面	11-02-02	A*-	负面	11-04-01	BBB+*-	负面
	2010-12-17	BAA1	负面	10-11-23	A*-	负面	10-12-09	BBB+	负面
	10-10-05	AA2*-	负面	10-08-24	AA-	负面	10-10-06	A+	负面
	10-07-19	AA2	负面	09-06-08	AA	负面	09-11-04	AA-	负面
	09-07-02	AA1	负面	09-03-30	AA+	负面	09-04-08	AA+	负面
	09-04-17	AAA*-	负面				09-03-06	AAA*-	负面
意大利							11-10-07	A+	负面
	11-06-17	Aa2	负面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
	02-05-15	AA2	正面	11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
荷兰	98-05-05	AAA	正面	95-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
葡萄牙	11-07-05	BA2	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-04-01	BBB*-	负面
	11-04-05	BAA1*-	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-04-01	BBB*-	负面
	11-03-15	A3	负面	11-03-24	BBB*-	负面	11-03-24	A*-	负面
	10-12-21	A1*-	负面	10-11-30	A*-	负面	10-12-23	A+	负面
	10-07-13	A1	负面	10-04-27	A-	负面	10-03-24	AA-	负面
	10-05-05	AA2	负面	09-01-13	AA-	负面	98-06-04	AA	正面
				09-01-12	A+	负面			

西班牙				11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	11-03-10	Aa2	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	10-06-30	AAA*-	负面						
	01-12-13	AAA	正面						
匈牙利									
	10-12-06	BAA3	负面	09-03-30	BBB-	负面	10-12-23	BBB-	负面
	10-07-23	BAA1*-	负面				08-11-10	BBB	负面
	09-03-31	BAA1	负面						

欧猪五国月度到期债务(单位: 亿欧元)

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	欧猪五国合计
9/2011	42	35	0	76	623	776
10/2011	36	33	0	257	157	776
11/2011	20	25	46	69	305	465
12/2011	102	4	0	106	131	465
1/2012	16	22	0	77	156	344
2/2012	8	8	0	126	543	271
3/2012	164	15	58	72	359	685
4/2012	0	0	0	208	363	668
5/2012	89	0	0	76	72	714
6/2012	6	107	0	66	84	237

欧猪五国今年将到期的债务明细

希腊	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/14/11	2,000,000	
	10/21/11	1,625,000	
	11/11/11	2,000,000	
	12/16/11	2,000,000	
	12/19/11	1,172,000	51,568
	12/22/11	979,608	
	12/29/11	5,231,000	
	12/30/11	714,741	35,737
	合计	28,050,614	322,535
意大利	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/14/11	7,150,000	

10/31/11	8,525,000	
11/01/11	27,000	257
11/01/11	15,479,000	154,790
11/15/11	6,050,000	
11/30/11	8,800,000	
12/15/11	4,161,000	
12/30/11	8,800,000	
12/31/11	150,000	2,876
合计	136,981,000	810,993

西班牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/17/11	500,000	25,000
	10/20/11	8,700	112
	10/21/11	10,041,531	
	10/26/11	300,000	3,777
	10/31/11	14,092,900	753,970
	11/15/11	1,500,000	52,500
	11/18/11	5,388,816	
	12/01/11	164,000	3,280
	12/07/11	750,000	33,750
	12/09/11	1,850,000	62,438
	12/15/11	100,000	1,580
	12/16/11	7,677,762	
	合计	61,812,711	943,168

葡萄牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/21/11	3,274,900	
	11/18/11	2,491,900	
	12/23/11	423,000	
	合计	12,738,400	

爱尔兰	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/11/11	4,397,000	175,880

欧央行议息会议决定公布时点

11/03/2011 20:45	欧洲央行公布利率
12/08/2011 20:45	欧洲央行公布利率

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。