

2012 年 04 月 24 日

相关研究

美国对华贸易逆差减小，
CPI 下行但核心 CPI 上行
2012 年 4 月 16 日

避险情绪缓解，美联储暗示
低利率至 2015 年
2012 年 4 月 12 日

美国 3 月就业大失所望，QE3
仍是大概率事件
2012 年 4 月 9 日

西班牙不是下一个“希腊”
2012 年 4 月 6 日

外围市场下跌，全球 PMI 下
降
2012 年 4 月 5 日

美国投资强而出口弱，欧洲
救助基金增至 9400 亿欧元
2012 年 3 月 30 日

欧洲危机已过？
2012 年 3 月 30 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

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

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@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>

4 月欧元区 PMI 显著恶化

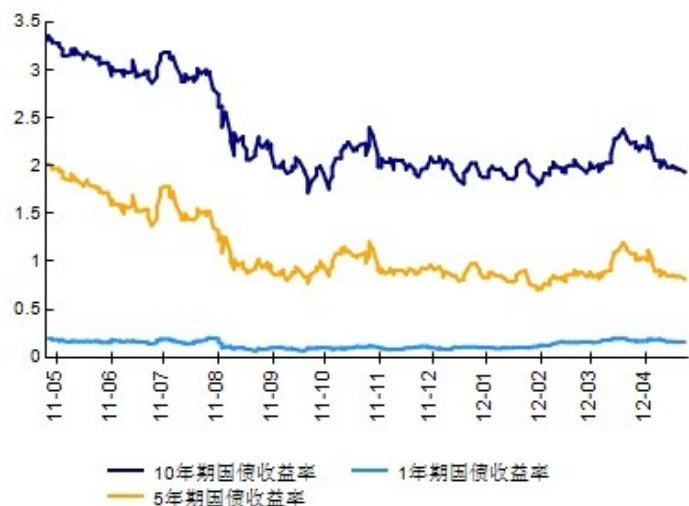
——国际金融市场风险监控 2012 年 4 月 24 日

总体判断：

- 隔夜避险情绪高涨，风险资产出现普遍下跌。
- 4 月欧元区 PMI 综合指数差于预期，从上月的 49.1 显著下滑至 47.4，其中产出指数下滑速度达到 5 个月以来最快速度。
- 分国家看，德国制造业产出出现的下滑被服务业抵消，而法国下滑速度为 10 月以来最快水平。边缘国家则已经连续 11 个月在荣枯水平之下，这个月的下滑速度更是达到 4 个月以来最快水平。
- 分指数看，新商业指数下滑速度为 11 月以来最快。由于新订单情况持续恶化，未结订单指数下滑速度同样也是 11 月以来最快，其中服务业未结订单指数更是达到 09 年 9 月以来最差水平。制造业的订单-存货比率已经下跌到 5 个月以来新低。订单下降也使得企业连续四个月减少雇员，就业指数下滑情况达到 2010 年 2 月以来最差水平，其中德国就业指数也首次跌破 50。购进价格指数下跌，主要源自对原材料的需求下降，但另一方面成本压力也确实减轻，其下滑速度要比销售价格指数更显著。
- 4 月 PMI 指数验证了我们年初认为欧洲经济最快阶段并未过去的观点。目前德国经济出现的下滑迹象确实使得市场非常忧虑，结合商业信心等领先指标看，欧洲经济短期依然处在探底过程中。
- 关注：4 月 25 日 美国 3 月耐用品订单
4 月 26 日 美国 FOMC 会议
4 月 27 日 美国一季度 GDP 初值

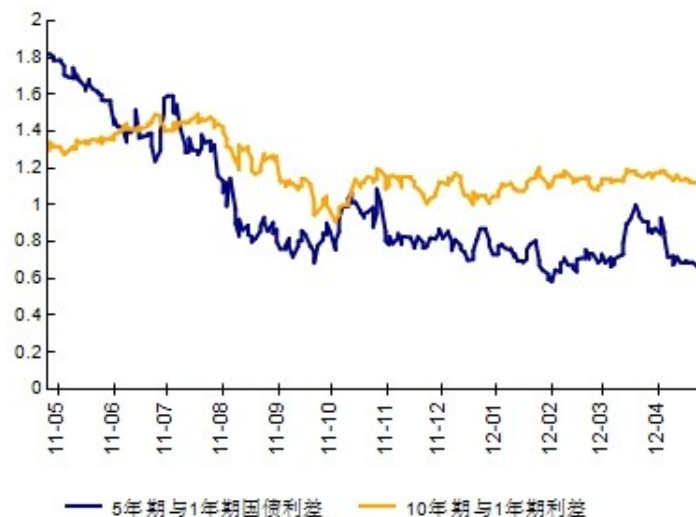
1. 法荷政局动荡中国需求下降，美元上涨 商品下跌

图 1：美国国债收益率下跌，对其需求减弱，对经济形势担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数上升，显示股市波动风险有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 上涨，对美国债务违约风险的担忧增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元下跌, 由于对欧债危机担忧升温导致对日元避险需求上升。



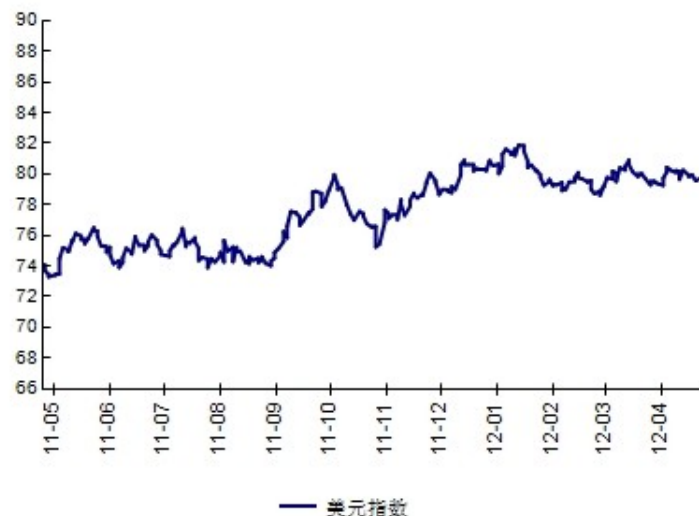
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于中国制造业减速或导致对原材料需求减少, 拖累大宗商品指数。



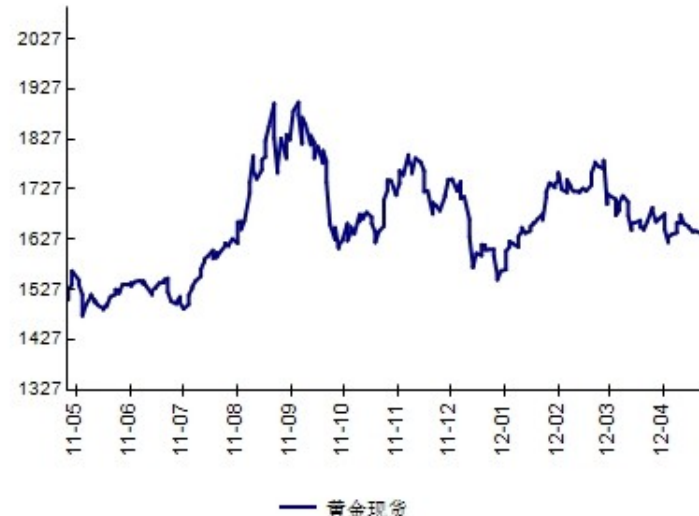
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数回升, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格下跌, 对其避险需求有所减弱。



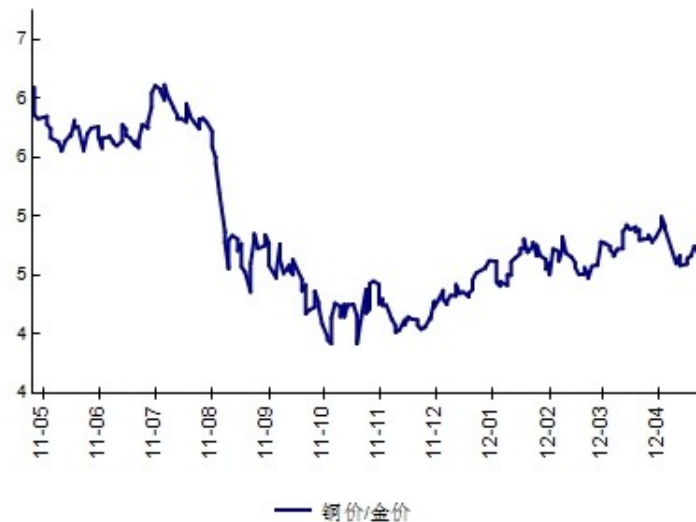
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格下跌，由于美国原油供给量达到 11 个月以来的高点。



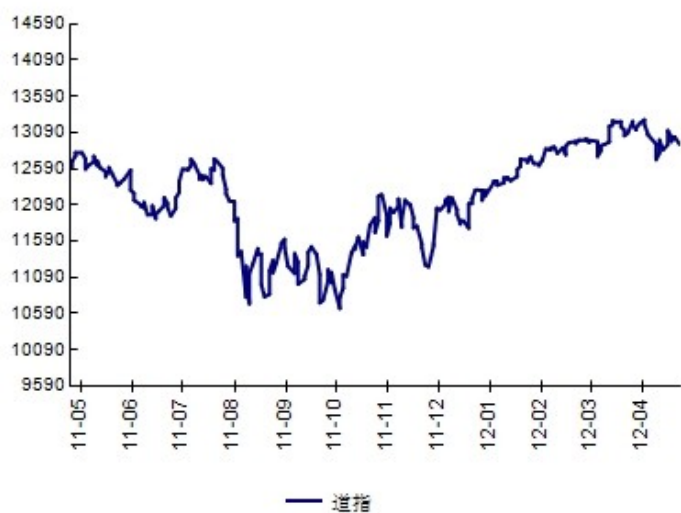
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下降，由于由于中国制造业减速或导致对原材料需求减少。



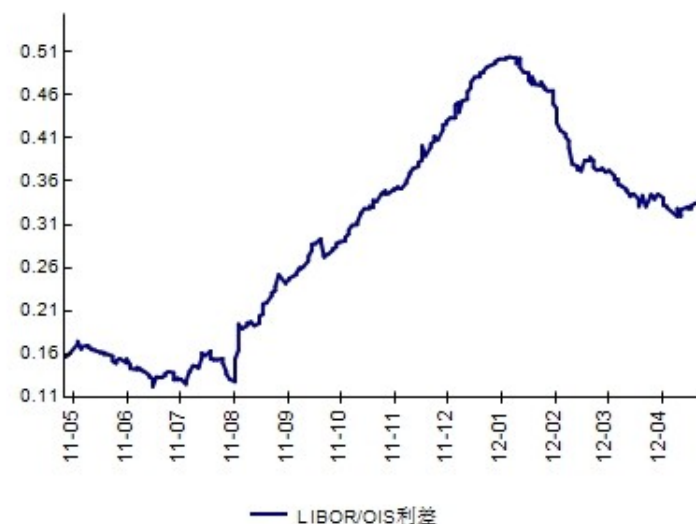
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下跌，由于法荷政局动荡导致市场对欧债危机担忧升温，拖累股指下挫。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上涨，银行信贷压力有所增加。



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
04/16/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	MAR	0.50%	0.70%	0.60%
04/16/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAR	0.50%	0.40%	0.50%
04/16/2012 21:00	净 TIC 流量总计	FEB	\$30.0B	\$107.7B	\$18.8B
04/16/2012 21:00	长期净 TIC 流量	FEB	\$42.5B	\$10.1B	\$101.0B
04/16/2012 22:00	营运库存	FEB	0.60%	0.60%	0.70%
04/16/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	APR	28	25	28
04/17/2012 20:30	新宅开工指数	MAR	705K	654K	698K
04/17/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	MAR	1.00%	-5.80%	-1.10%
04/17/2012 20:30	建筑许可	MAR	710K	747K	717K
04/17/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	MAR	-0.70%	4.50%	5.10%
04/17/2012 21:15	工业产值	MAR	0.30%	0.00%	0.00%
04/17/2012 21:15	设备使用率	MAR	78.50%	78.60%	78.70%
04/17/2012 21:15	制造业(SIC)产值	MAR	--	-0.20%	0.30%
04/18/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 13	--	6.9%	-2.4%
04/19/2012 20:30	首次失业人数	APR 14	370K	386K	380K
04/19/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 7	3300K	3297K	3251K
04/19/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 15	--	-31.4	-32.8
04/19/2012 21:45	彭博经济预期	APR	--	-3	1
04/19/2012 22:00	费城联储商业前景指数	APR	12	8.5	12.5
04/19/2012 22:00	现房销售	MAR	4.61M	4.48M	4.59M
04/19/2012 22:00	旧宅销售 月环比	MAR	0.50%	-2.60%	-0.90%
04/19/2012 22:00	领先指标	MAR	0.20%	0.30%	0.70%

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
04/24/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	FEB	0.20%	--	-0.04%
04/24/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	FEB	-3.40%	--	-3.78%
04/24/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	FEB	134.68	--	135.46
04/24/2012 22:00	消费者信心	APR	69.7	--	70.2
04/24/2012 22:00	里士满联储制造业指数	APR	6	--	7
04/24/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	FEB	0.10%	--	0.00%

04/24/2012 22:00	新建住宅销售	MAR	318K	--	313K
04/24/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	MAR	1.60%	--	-1.60%
04/25/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 20	--	--	6.90%
04/25/2012 20:30	耐用品订单	MAR	-1.70%	--	2.20%
04/25/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	MAR	0.50%	--	1.60%
04/25/2012 20:30	非国防资本货物订单（飞机除外）	MAR	1.00%	--	1.20%
04/25/2012 20:30	非国防资本货物出货（飞机除外）	MAR	1.40%	--	1.40%
04/26/2012 00:30	FOMC 利率决策	APR 25	0.25%	--	0.25%
04/26/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	MAR	--	--	-0.09
04/26/2012 20:30	首次失业人数	APR 21	375K	--	386K
04/26/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 14	3293K	--	3297K
04/26/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 22	--	--	-31.4
04/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	MAR	1.00%	--	-0.50%
04/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	MAR	7.30%	--	13.90%
04/26/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	APR	7	--	9
04/27/2012 20:30	员工成本指数	1Q	0.50%	--	0.40%
04/27/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q A	2.50%	--	3.00%
04/27/2012 20:30	个人消费	1Q A	2.30%	--	2.10%
04/27/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q A	2.10%	--	0.90%
04/27/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q A	2.10%	--	1.30%
04/27/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	APR F	75.7	--	75.7
04/30/2012 20:30	Revisions: Retail Sales				
04/30/2012 20:30	个人收入	MAR	0.30%	--	0.20%
04/30/2012 20:30	个人开支	MAR	0.40%	--	0.80%
04/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	MAR	0.30%	--	--
04/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	MAR	0.20%	--	2.30%

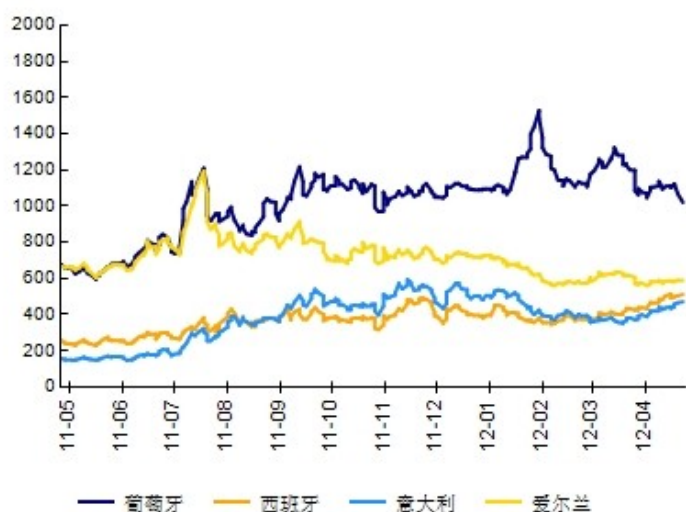
2. 欧元区和德国制造业PMI指数创 2 年以来新低，欧股欧元下跌

图 13：除葡萄牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



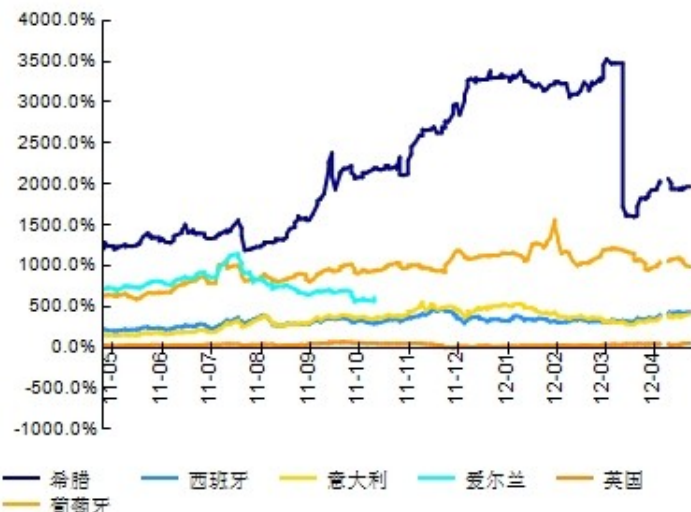
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均上涨，由于欧元区制造业数据继续大幅下跌导致市场对欧债危机担忧升温。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



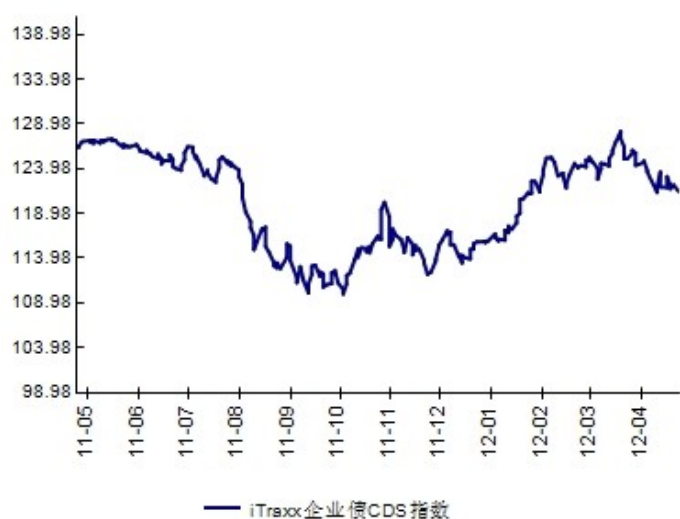
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



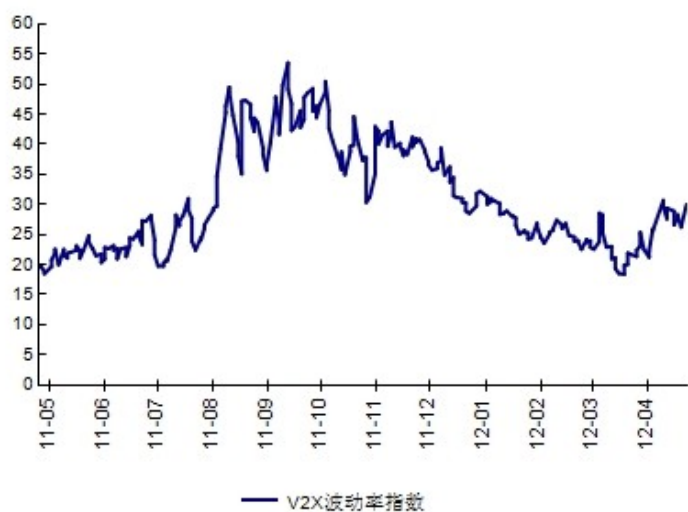
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减轻。



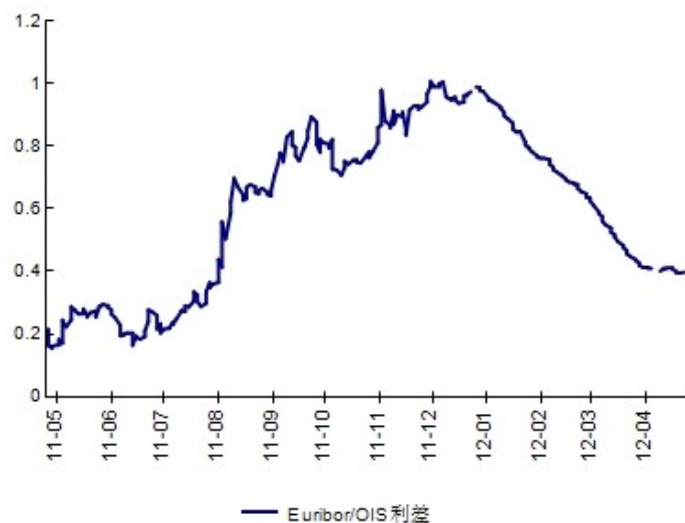
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回升, 股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下滑, 显示银行信贷压力有所减小。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于荷首相递交辞呈和法现任总统选情不利导致市场对欧债危机担忧升温。



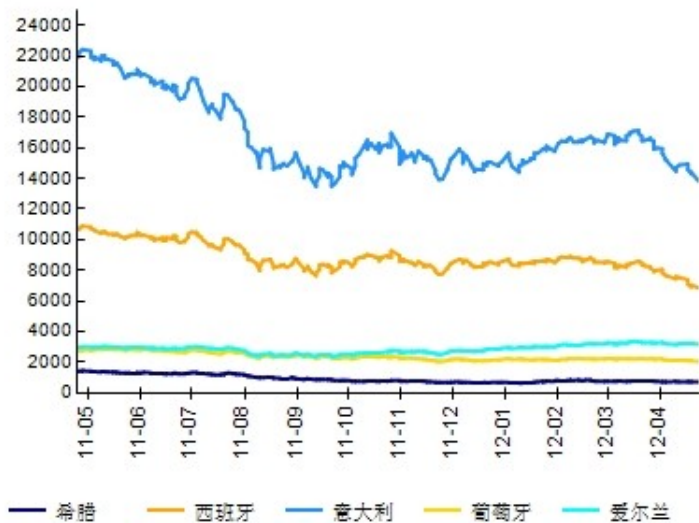
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎下跌, 对美元的避险需求有所上升。



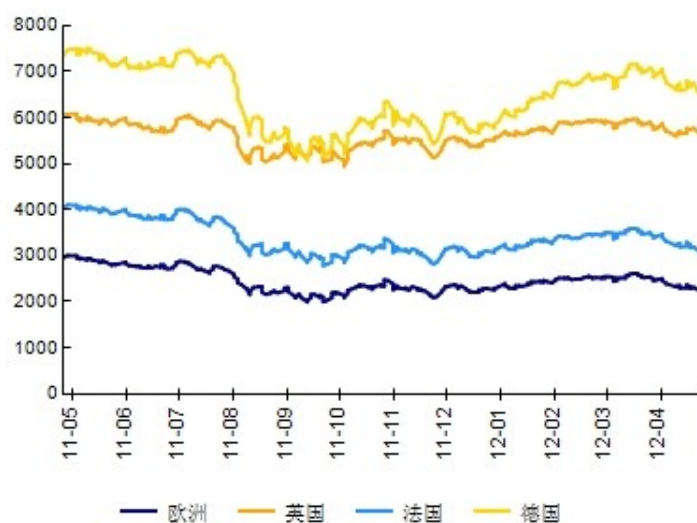
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌。



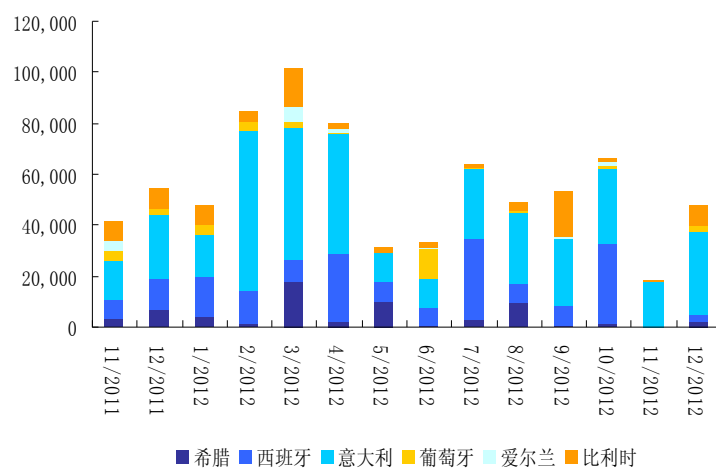
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于欧洲和中国制造业持续收缩。



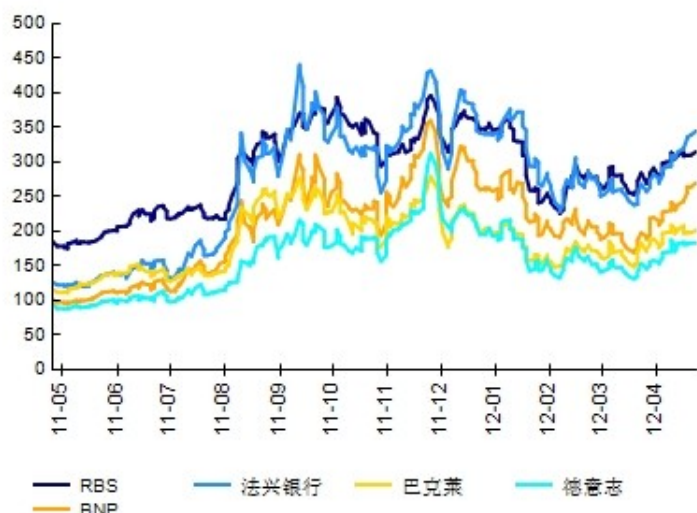
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



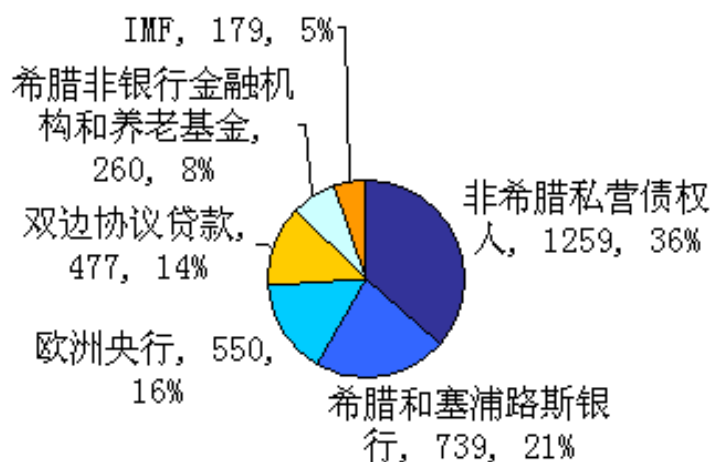
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 欧洲银行 CDS 均上涨, 由于法荷政局动荡导致对欧债危机担忧升温。



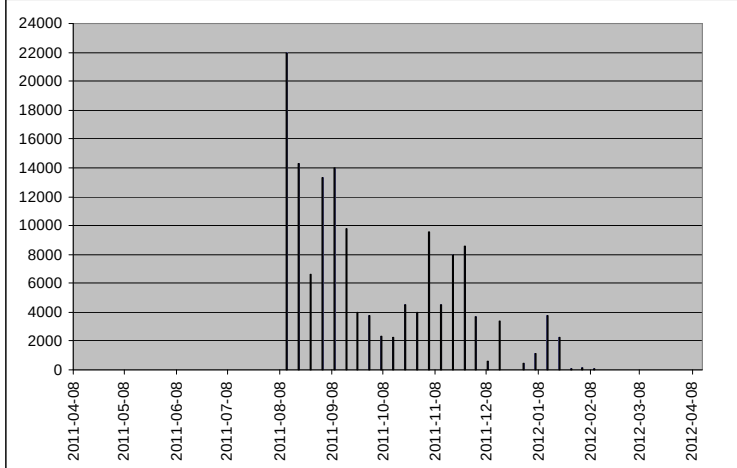
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: 希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布 (亿欧元)。



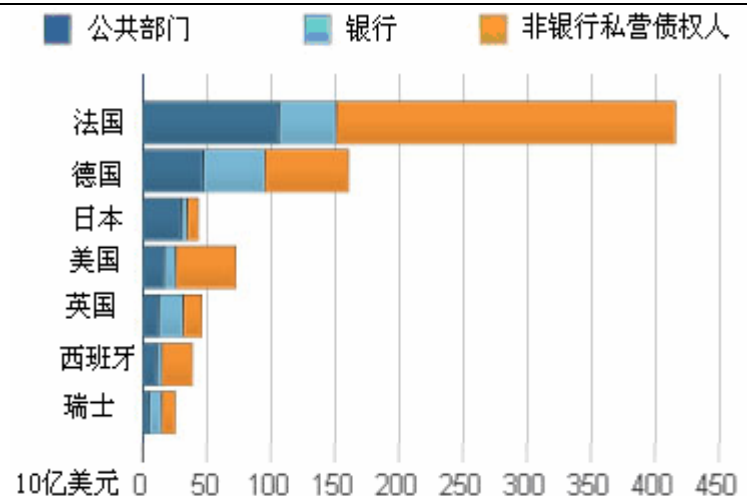
资料来源: 申万研究

图 26: 欧央行上周购买债券为零 (单位: 百万欧元)



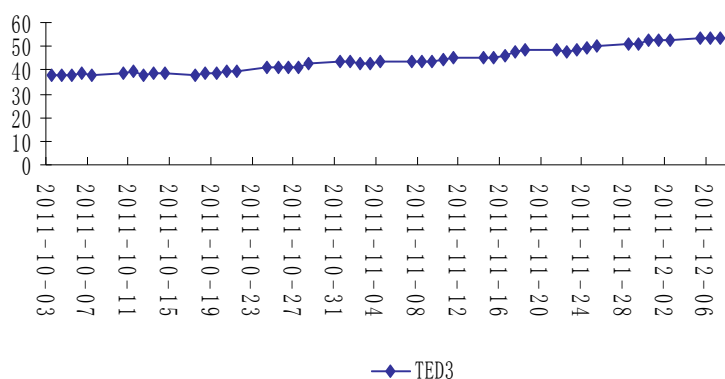
资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



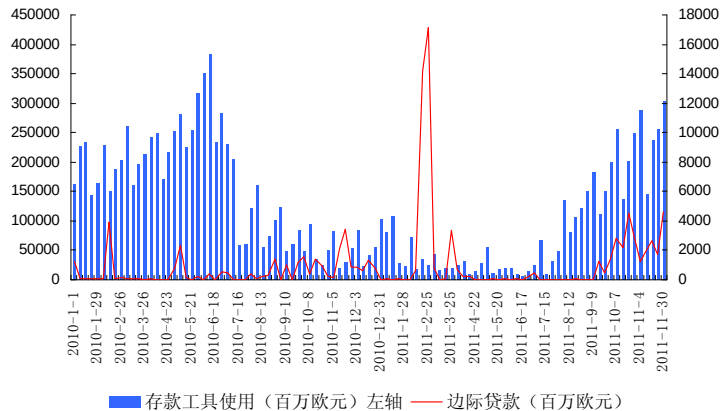
资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

图 29: TED3M 下降, 表示市场资金稍放松。



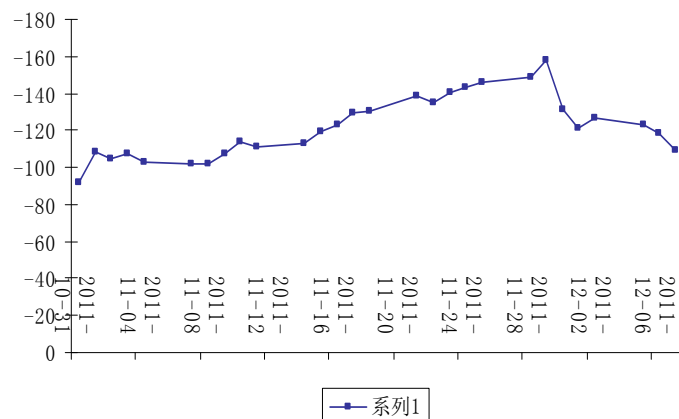
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



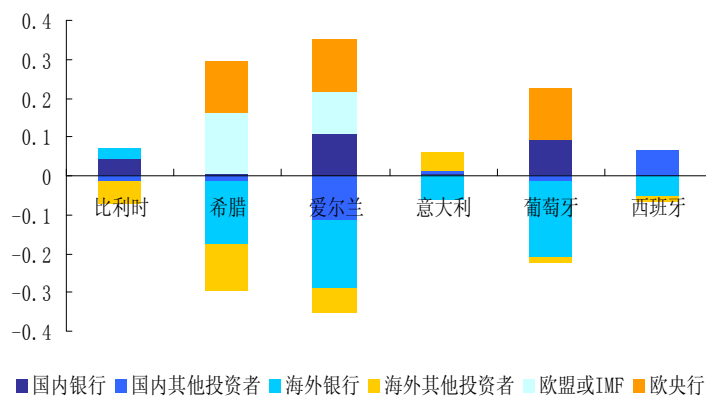
资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERUO/DOLLAR SWAP 与上一交易日持平, 表示欧元美元互换成本无显著变化。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 32: 2011Q1 与 2010Q1 主权债务持有者份额占比变动, 海外持有者份额下降



资料来源: IMF, 申万研究

表 1: 欧债时间表——2012 年欧元区大事日程

(黄色为政治和欧央行事件, 红色为债务到期, 黑体为重要事件)

3 月	IMF 审查葡萄牙和希腊
3 月底	希腊出售 70 亿欧元资产, 50 亿欧元援助发放期
4 月 4 日	欧央行公布利率决议
4 月 12 日	意大利国债拍卖
4 月 15-16 日	意大利和西班牙分别 251 亿、151 亿欧元债务到期
4 月 18 日	爱尔兰 230 亿欧元债务到期
4 月 22 日	法国首轮选举
4 月 26-27 日	意大利国债拍卖
4 月 30 日	意大利和西班牙分别 208 亿、123 亿欧元债务到期
4 月	希腊大选, 总理 Papademos 面临考验
5 月 3 日	欧央行公布利率决议
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 15 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
5 月 18 日	希腊 84 亿欧元债务到期
5 月	IMF 审查希腊
6 月 6 日	欧央行公布利率决议
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事、会员会议
6 月底	IMF 审查葡萄牙, 希腊 100 亿欧元援助发放期
7 月 5 日	欧央行公布利率决议
7 月 30 日	西班牙 135 亿欧元债务到期
8 月 2 日	欧央行公布利率决议
8 月 20 日	希腊 80 亿欧元债务到期
9 月 6 日	欧央行公布利率决议
10 月 4 日	欧央行公布利率决议
10 月 15 日	意大利和葡萄牙分别 258 亿、250 亿欧元债务到期
10 月 18 日	爱尔兰 249 亿欧元债务到期
10 月 31 日	西班牙 159 亿欧元债务到期
11 月 8 日	欧央行公布利率决议
12 月 6 日	欧央行公布利率决议
12 月 15 日	意大利 189 亿欧元债务到期

表 2：欧洲主要国家债务相关情况

国家	债务(百万欧 元)	5 年 CDS	标普	穆迪	惠誉	2010 年 赤字 /GDP%	2010 年 政府债 务/GDP%	GDP 同比	季度 GDP 环 比
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7	-5.5	0.2
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *-	-9.8	93	-1.7	-0.4
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9	2.3	1.6
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1	0.8	0.3
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1	0.8	0
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *-	AA+	-4.1	100.7	1.8	0
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4	1.6	0.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4	2.6	0.5

资料来源：Bloomberg, 申万研究

表 3：欧洲边缘国家的月度未到期债务(单位：百万欧元)

	希腊	西班牙	意大利	葡萄牙	爱尔兰	比利时	欧猪五国合计
3/2012	17,451	9,421	51,426	1,861	6,209	15,390	86,368
4/2012	2,068	26,512	46,789	1,011	1,303	1,811	77,683
5/2012	9,946	7,861	11,312	18		1,979	29,137
6/2012	988	6,827	10,954	12,053	639	2,096	31,461
7/2012	3,048	31,490	27,232	1,054		1,071	62,824
8/2012	9,679	7,544	28,004	368	5	3,172	45,600
9/2012	1,019	7,237	26,245	611	19	18,388	35,131
10/2012	1,177	31,656	29,103	1,774	1,201	1,338	64,911
11/2012	87	206	17,703	52		31	18,048
12/2012	2,335	2,351	33,104	1,476	36	8,564	39,302

表4：银行业所持其他国债务(单位：亿美元)

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	希腊银行业	爱尔兰银行业	意大利银行业	葡萄牙银行业	西班牙银行业	英国银行业	美国银行业	日本银行业	欧洲银行业
比利时		2295.33	374.94	3.27	44.52	46.58	4.50	47.21	183.55	322.32	162.85	4406.33
希腊	17.38	557.39	213.72		8.31	37.28	101.31	11.55	126.42	82.28	14.05	1208.07
爱尔兰	254.41	320.15	1105.09	4.92		148.43	52.97	92.12	1408.50	524.71	207.80	3801.15
意大利	240.06	4163.73	1617.57	5.11	120.14		30.59	397.65	737.20	441.87	442.04	8374.51
葡萄牙	35.11	256.62	358.52	0.29	21.56	39.32		884.83	254.39	52.31	22.17	1966.69
西班牙	239.04	1508.92	1774.65	3.77	135.92	229.79	265.20		1008.80	638.99	268.86	6431.56
德国	168.15	2771.20		21.05	615.60	2728.86	33.48	598.52	1899.91	1647.09	1457.41	13289.22
法国	622.29		2232.85	18.54	146.94	505.92	74.05	327.86	3052.63	2014.66	1072.43	9248.46

资料来源：BIS, 申万研究

表4：截至2011-9银行业所持其他国债务（单位：亿美元）

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	意大利银行业	西班牙银行业	英国银行业	美国银行业	日本银行业	欧洲银行业
比利时		2301.28	346.57	48.62	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39
希腊	13.52	478.99	186.36	31.64	10.48	115.46	60.07	11.65	1047.17
爱尔兰	233.63	290.29	1015.65	158.52	86.00	1370.89	436.60	196.35	3575.99
意大利	222.17	3724.00	1446.86		355.12	612.68	330.12	364.25	7357.71
葡萄牙	32.39	257.55	299.93	34.71	788.09	234.04	49.67	14.38	1758.31
西班牙	212.34	1445.21	1608.65	295.23		930.83	477.54	246.84	5902.67
德国	164.01	2456.29		2449.56	600.36	2303.36	2173.68	1392.05	12940.06
法国	623.66		2170.00	480.15	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39

资料来源：BIS，申万研究

表 5：欧洲主权债务评级与展望

	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	12-03-02	C	负面	12-02-27	SD（选择性违约）	负面	12-02-22	C	负面
	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	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
				92-07-27	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							12-01-27	BBB+	负面
	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							12-01-27	A-	负面

	11-06-17	Aa2	负面	12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	02-05-15	AA2	正面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
				11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
葡萄牙				12-01-13	BB	负面			
	11-07-05	BA2	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-11-25	BB-	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	11-04-01	BBB*-	负面
	10-12-21	A1*-	负面	10-11-30	A*-	负面	11-03-24	A*-	负面
	10-07-13	A1	负面	10-04-27	A-	负面	10-12-23	A+	负面
	10-05-05	AA2	负面	09-01-13	AA-	负面	10-03-24	AA-	负面
				09-01-12	A+	负面	98-06-04	AA	正面
西班牙				12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	01-12-13	AAA	正面						
匈牙利	11-11-25	Ba1	负面						
	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						

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。