

2012 年 06 月 05 日

再论 QE3 仍是大概率事件

——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 5 日

总体判断:

- 周一，避险情绪略有减弱，欧美股市涨跌互见，因美国经济数据持续走弱，而且 QE3 预期继续升温。
- 今年下半年推行 QE3 是大概率事件，且近期概率有所上升。根据美联储货币政策的主要目标——有效促进就业最大化及物价稳定，美联储官员决定是否推行进一步量化宽松政策所观察的关键指标是个人消费支出物价指数（PCE）所代表的通胀水平，以及失业率所代表的就业状况。（1）从通胀来看，除了实际 PCE 去年 12 月触底反弹、4 月略有上升以外，所有通胀指标已成下降趋势，例如 4 月核心 PCE 终止了近 16 个月的上涨势头，下跌 0.1 至 1.9%；CPI 去年 9 月触顶以来稳步下滑，4 月下滑 0.4 个百分点至 2.3%，创 22 个月最大降幅；4 月核心 CPI 也出现了持平，不再上涨；名义 PCE 去年 9 月以来一直呈下降趋势；达拉斯联储公布的 6 个月截尾 PCE（Trimmed PCE）也自去年 7 月来整体下滑，除了今年 3 月略有抬头，4 月降至 1.8%。我们预计，二季度美国通胀呈加速下行趋势，特别是 5 月油气和大宗商品大跌，预计所有通胀指标均出现下跌，CPI 环比负增长-0.3%，同比大幅回落至 1.6%，低于市场预期的 1.8%。预计其他通胀指标，5 月也大都回到 2%这一美联储的目标水平以内。通胀加速下行，为进一步刺激如量化宽松政策奠定了基础。
- 美国就业市场近 3 个月复苏疲软，为 QE3 提供了必要性。美国非农就业数据自 3 月以来连续 3 个月大幅低于预期，分别为 14.3 万、7.7 万和 6.9 万人。（1）失业率呈止跌反弹之势。实际失业率继 4 月持平于 14.5%不再下降，5 月更上升至 14.8%。名义失业率 5 月反弹 0.1 个百分点至 8.2%；首次申请失业救济的人数 4 月以来也整体有所反弹。前期失业率下降，除了暖冬效应带动建筑业增加雇员，另一个重要原因就是参与度不断下降，更多人放弃找工作、退出劳动力市场，而 5 月参与度从 4 月的 63.6%上升至 63.8%，随着人们不再持续退出劳动力市场，反而更多人开始找工作，使失业率下滑的动力减弱，出现下滑。从这些信号来看，美国就业市场二季度呈恶化趋势。（2）长期失业问题仍然严重，参与度低，这是制约劳动力市场复苏的两大拖累。失业 27 周及以上的人数占总失业人数的比重于 5 月终止下滑趋势，大幅反弹至 42.8%，为 4 个月高点，意味着长期失业的人数在形势恶化时受到的影响最大，他们找到工作的概率也比更短期的失业者就业的概率低，仅 10%左右，最需要刺激就业和再培训等政策扶持。
- 另外，美国经济今年上半年呈下滑趋势，下行风险犹在。一季度，美国经济失速，环比增速回落至 2%以下，主要受到去库存带动投资减少，以及政府消费和投资的拖累。二季度，这一趋势还将延续，而且消费的边际贡献减少，一方面因暖冬效应结束、劳动力市场低迷造成消费疲软，反而是房地产市场对经济有一定拉动作用，但房地产复苏仍不稳固，成屋销量这一重要指标 4 月仍环比下滑，但预计对第三季度的美国经济有所拉动，另一方面受到欧债危机的金融传染，造成 GDP 下滑加速。第四季度，美国经济还将再度下滑，主要因为今年第四季度开始实施的全面自动减赤机制，以及原本去年到期、延至今年底的税收和社保优惠政策面临退出，造成“财政悬崖”，将拖累美国 GDP 增速至少 0.3 个百分点以上。

关注：6 月 7 日 美联储伯南克等官员的讲话

相关研究

关注希腊退出欧元区的风险

2012 年 5 月 15 日

警惕希、西黑天鹅

2012 年 5 月 10 日

警惕：希腊危机升级，风险资产大跌

2012 年 5 月 9 日

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下

2012 年 5 月 3 日

美国第一季度经济放缓，但 4 月 PMI 走强

2012 年 5 月 2 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉

xiewvy@swsresearch.com

钟嘉妮

zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

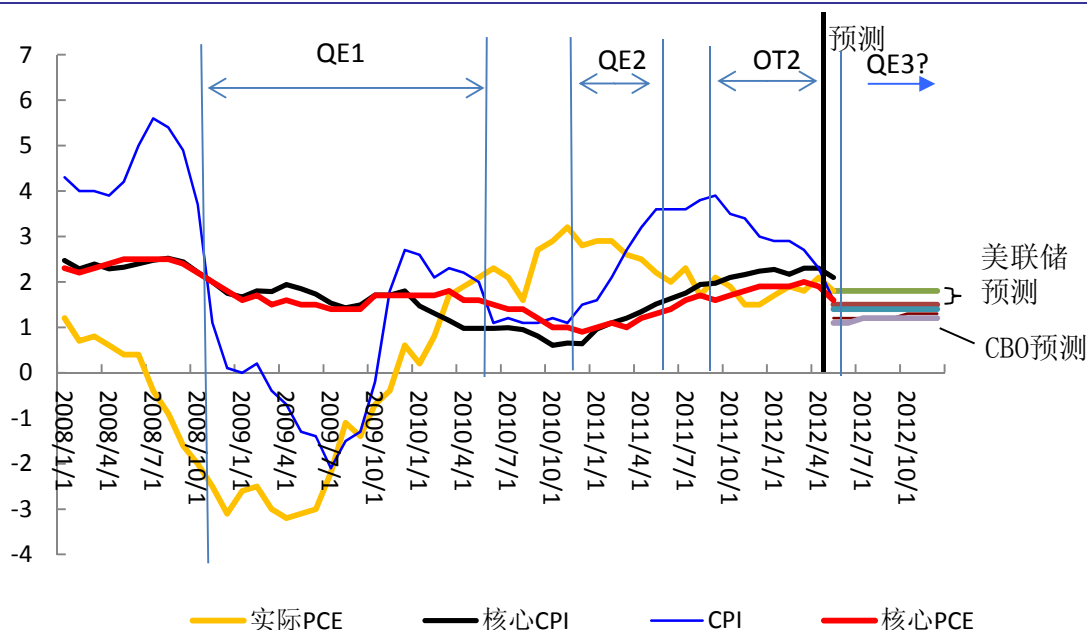
地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

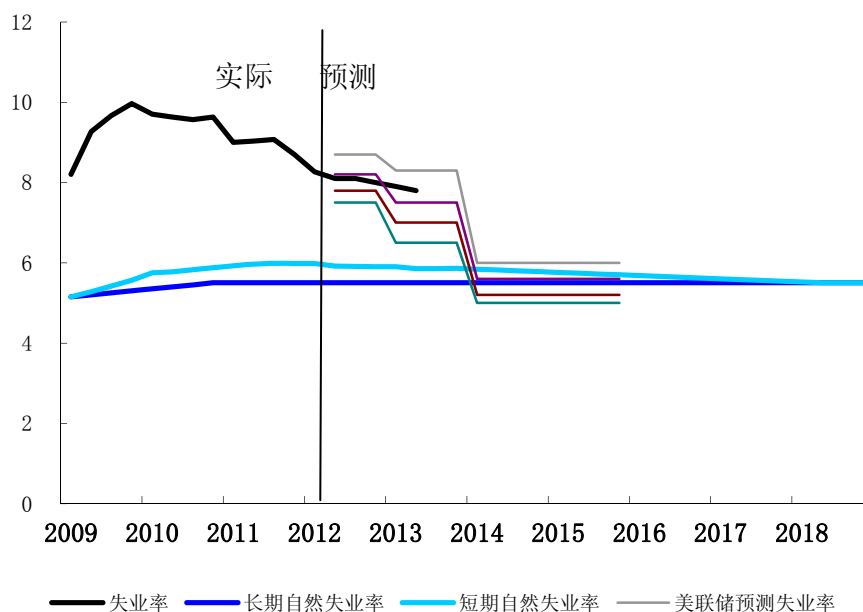
<http://www.swsresearch.com>

图 1.1：近期美国主要通胀指标大多下降，特别是 5 月商品大跌带动通胀加速下行



资料来源: Bloomberg, Markit, 申万研究

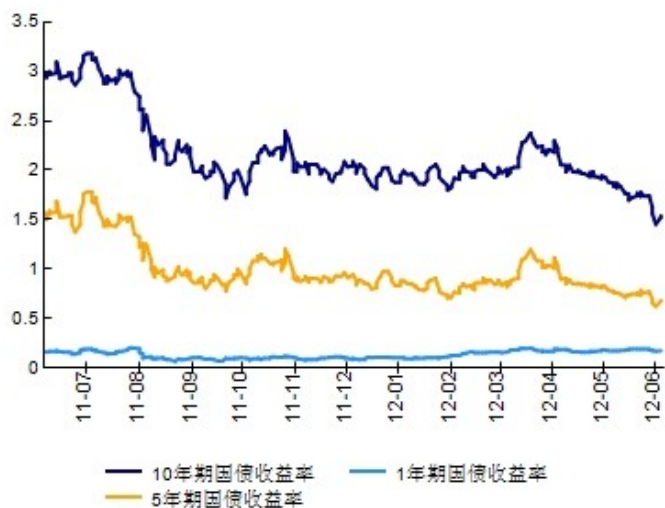
图 1.1：近期美国失业率下滑速度减缓，5 月名义和实际失业率均反弹



资料来源: Bloomberg, Markit, 申万研究

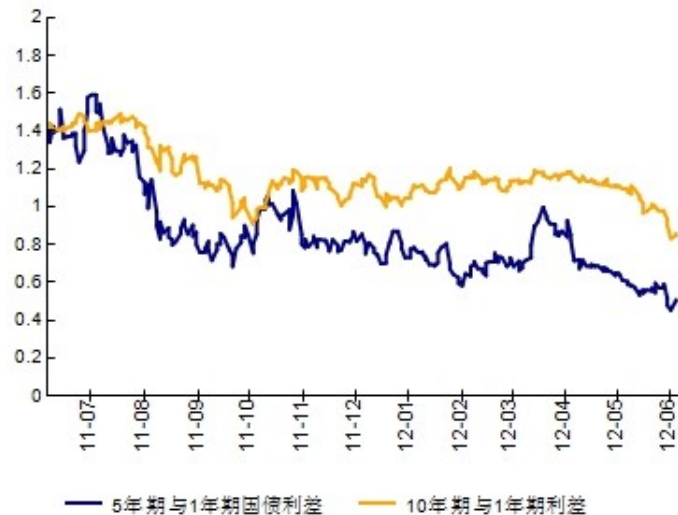
1. 美国4月工厂订单意外下滑，美股商品 下跌

图1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



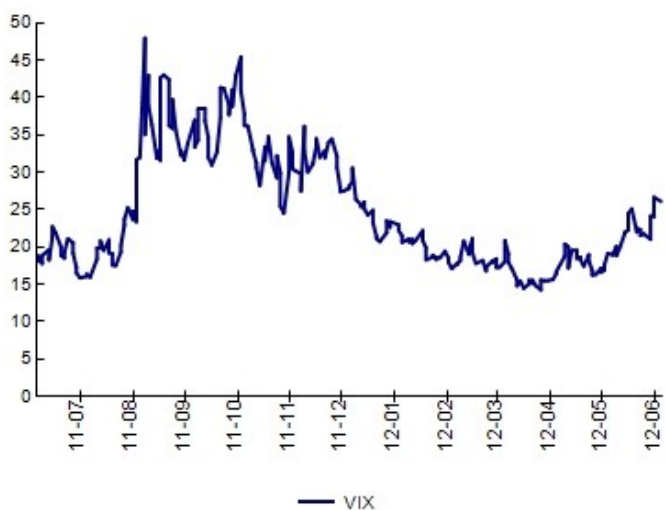
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图3：VIX指数回落，显示股市波动风险有所减少。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图4：美国5年期CDS微涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



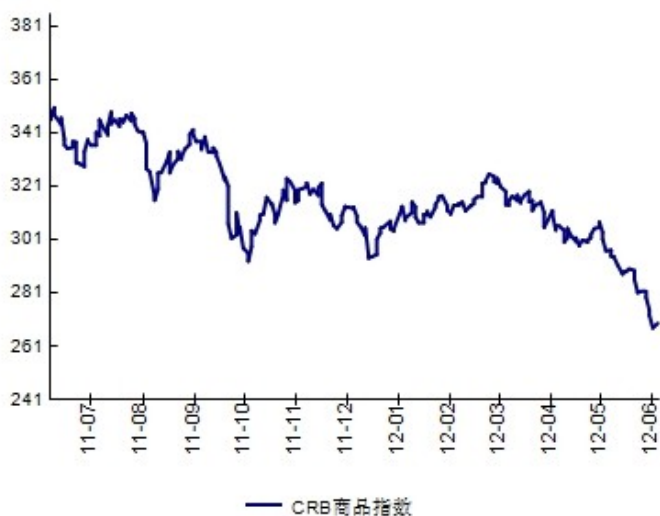
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对欧元下滑, 由于美国工厂订单数据下滑超预期, 引发市场对宽松政策的猜想。



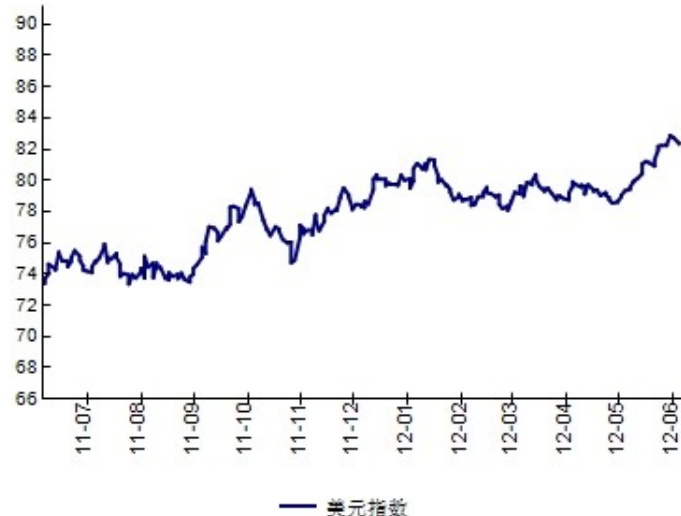
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于希腊政局动荡、西班牙银行业危机及美国就业数据不理想。



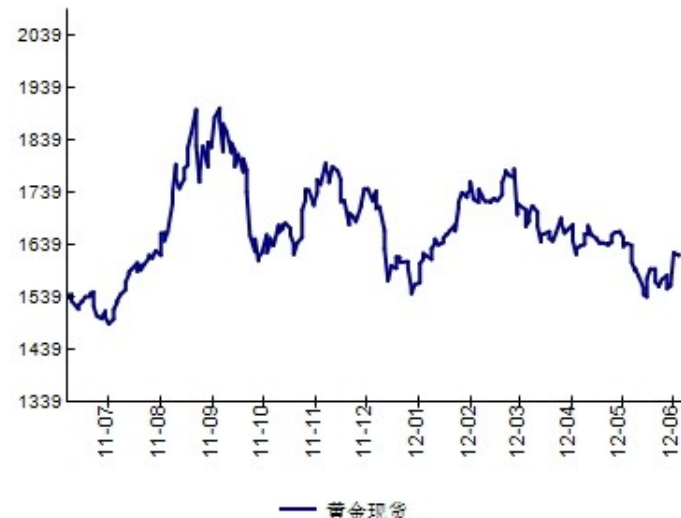
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下滑, 由于近期美国公布的经济数据大幅低于预期且欧债危机恶化加大宽松政策的概率。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 由于央行刺激政策力度不大且美国经济复苏疲软。



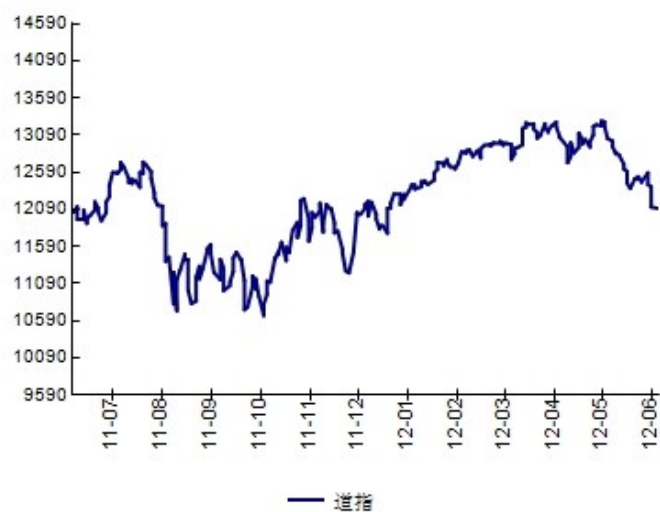
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格回升，由于预期美国库存连续 11 周上涨后会出现首次回落。



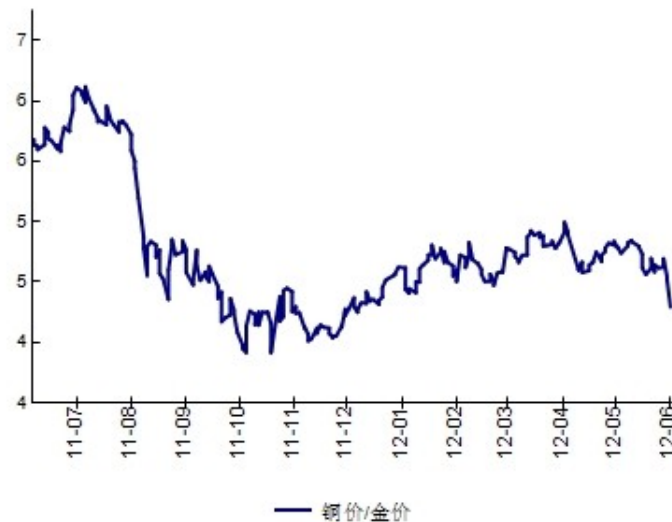
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指继续下降，由于美国 4 月工厂订单意外下降。



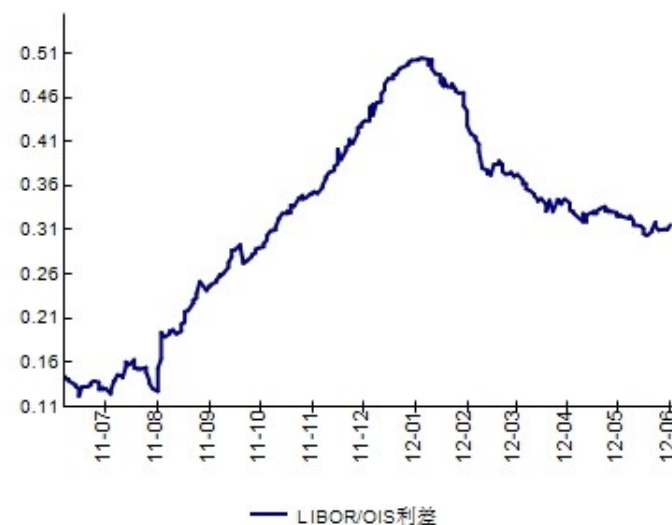
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比继续下跌，由于中国制造业 PMI 下滑且美国工厂订单指数意外下跌导致铜价下挫。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下降，银行信贷压力有所减少。



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
05/31/2012 20:30	个人消费	1Q S	2.90%	2.70%	2.90%
05/31/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q S	1.50%	1.70%	1.50%
05/31/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q S	2.10%	2.10%	2.10%
05/31/2012 20:30	首次失业人数	MAY 26	370K	383K	370K
05/31/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 19	3250K	3242K	3260K
05/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAY	56.8	52.7	56.2
05/31/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 27	--	-39.3	-42
05/31/2012 22:00	ICSC Chain Store Sales ex Drug Stores Rose 4% in May				
06/01/2012 20:30	非农就业人数增减	MAY	150K	69K	115K
06/01/2012 20:30	非农私企就业人数增减	MAY	164K	82K	130K
06/01/2012 20:30	制造业就业人数增减	MAY	15K	12K	16K
06/01/2012 20:30	失业率	MAY	8.10%	8.20%	8.10%
06/01/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	MAY	0.20%	0.10%	0.00%
06/01/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	MAY	1.80%	1.70%	1.80%
06/01/2012 20:30	周平均工时 所有员工	MAY	34.5	34.4	34.5
06/01/2012 20:30	家庭调查就业变动	MAY	--	422	-169
06/01/2012 20:30	就业不足率(U6)	MAY	--	14.80%	14.50%
06/01/2012 20:30	个人收入	APR	0.30%	0.20%	0.40%
06/01/2012 20:30	个人开支	APR	0.30%	0.30%	0.30%
06/01/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	APR	0.10%	0.00%	0.20%
06/01/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	APR	1.90%	1.80%	2.10%
06/01/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	APR	0.20%	0.10%	0.20%
06/01/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	APR	1.90%	1.90%	2.00%
06/01/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	MAY	--	54	53.9
06/01/2012 22:00	ISM 制造业	MAY	53.8	53.5	54.8
06/01/2012 22:00	ISM 支付价格	MAY	57	47.5	61
06/01/2012 22:00	建筑开支月环比	APR	0.40%	0.30%	0.10%
06/02/2012 05:00	汽车总销售量	MAY	14.50M	13.73M	14.38M
06/02/2012 05:00	国内汽车销售量	MAY	11.20M	10.75M	11.12M
06/04/2012 21:45	ISM 纽约	MAY	--	49.9	61.2
06/04/2012 22:00	工厂订单	APR	0.20%	-0.60%	-1.50%

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
06/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAY	53.5	--	53.5
06/06/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 1	--	--	-1.30%
06/06/2012 20:30	非农生产力	1Q F	-0.70%	--	-0.50%
06/06/2012 20:30	单位劳务成本	1Q F	2.10%	--	2.00%
06/07/2012 02:00	联储黄皮书				
06/07/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	JUN	--	--	47.6
06/07/2012 20:30	首次失业人数	JUN 2	378K	--	383K
06/07/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 26	3245K	--	3242K
06/07/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 3	--	--	-39.3
07-08 JUN	ICSC 连锁店销售 同比	MAY	--	--	0.60%
06/08/2012 03:00	消费者信用	APR	\$11.000B	--	\$21.355B
06/08/2012 20:30	Annual Revisions: Trade				
06/08/2012 20:30	贸易余额	APR	-\$49.5B	--	-\$51.8B
06/08/2012 22:00	批发库存	APR	0.40%	--	0.30%
06/12/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	MAY	--	--	94.5
06/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	MAY	-1.00%	--	-0.50%
06/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	MAY	--	--	0.50%
06/12/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	JUN	--	--	48.5
06/13/2012 02:00	预算月报	MAY	-\$90.0B	--	--
06/13/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 8	--	--	--
06/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	MAY	-0.70%	--	-0.20%
06/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	MAY	0.20%	--	0.20%
06/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	MAY	--	--	1.90%
06/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	MAY	--	--	2.70%
06/13/2012 20:30	商品零售额	MAY	0.10%	--	0.10%
06/13/2012 20:30	除汽车外零售额	MAY	0.10%	--	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	MAY	--	--	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAY	0.50%	--	0.40%
06/13/2012 22:00	营运库存	APR	0.40%	--	0.30%

2. 市场关注 7 国财长会议和欧央行会议，部分欧猪股市欧元上涨

图 13：欧猪五国国债收益率均下滑。对经济担忧情绪减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差均回落，对经济担忧情绪有所缓和。



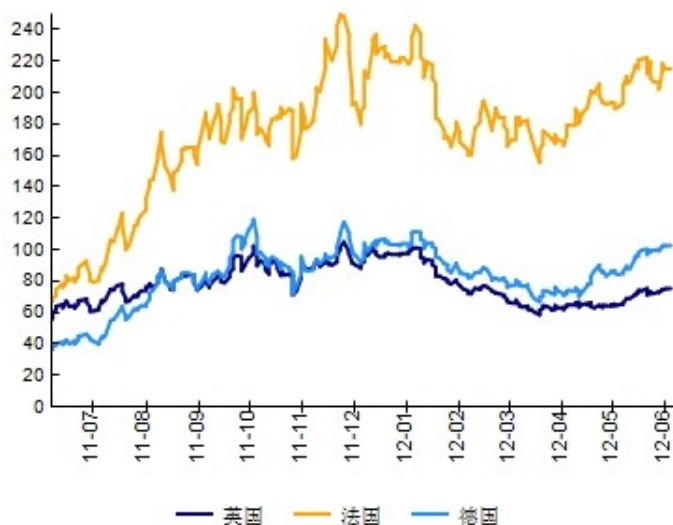
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



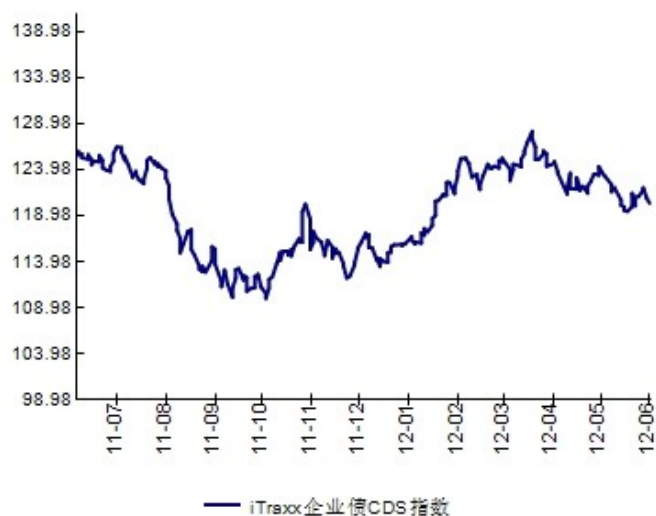
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



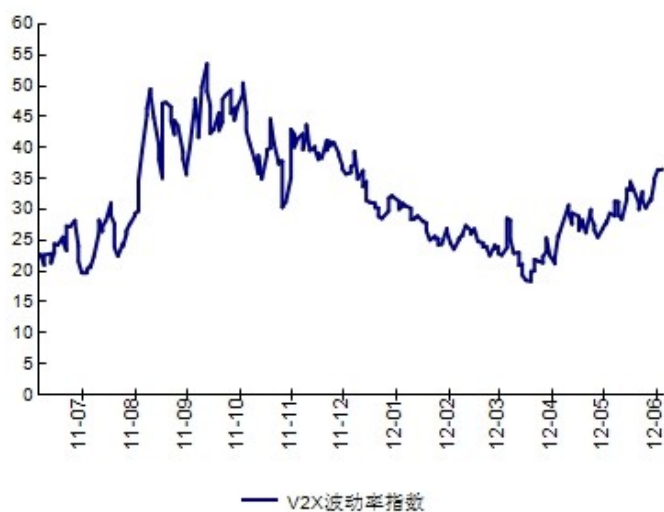
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减缓。



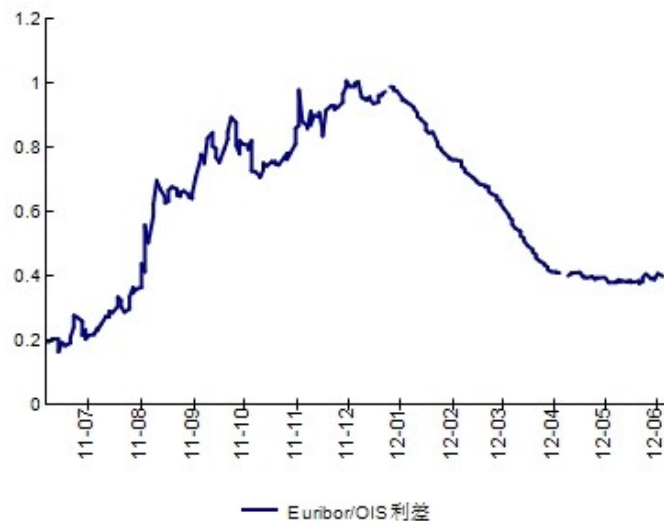
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上升, 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轻。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上涨, 由于市场预期即将召开的 7 国欧盟财长会议和欧央行会议。

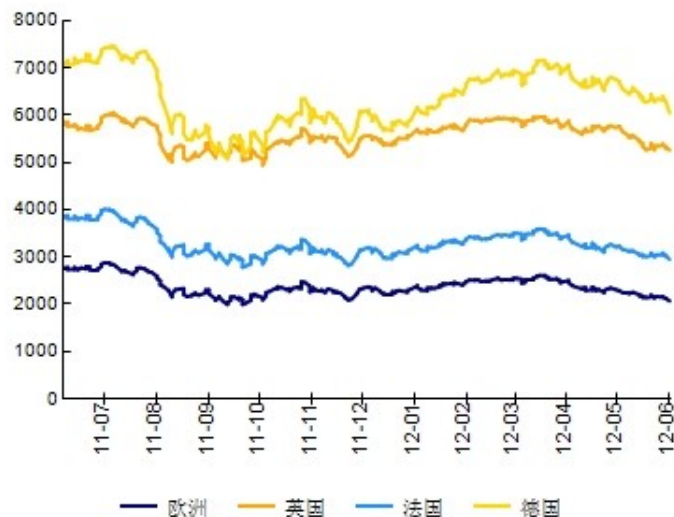


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对美元的避险需求有所减弱。



图 22: 除法国外, 其他核心国股市均小幅下跌, 由于美国工厂订单下滑且中国服务业 PMI 增速放缓。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均回升, 由于市场关注即将召开的欧盟财长会议和欧央行会议。

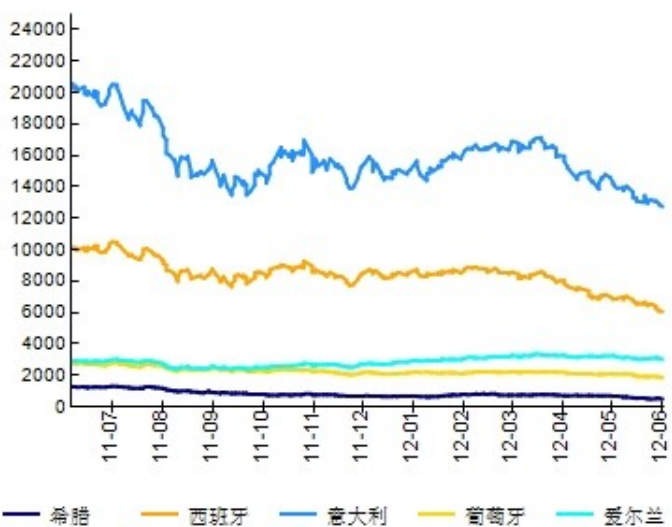
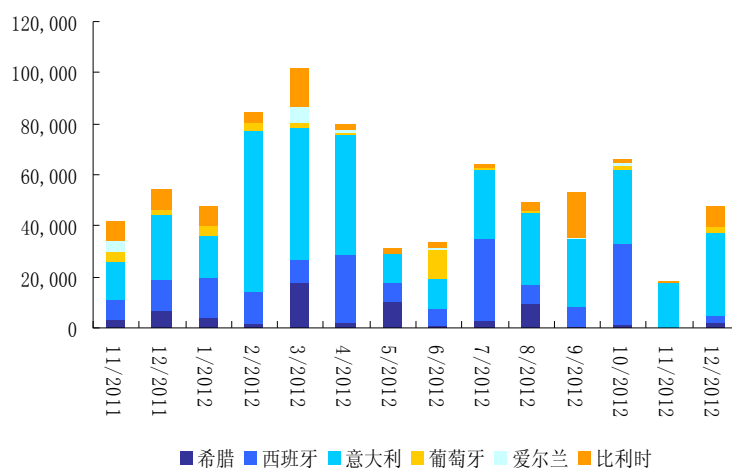


图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



资料来源: Bloomberg, 申万研究

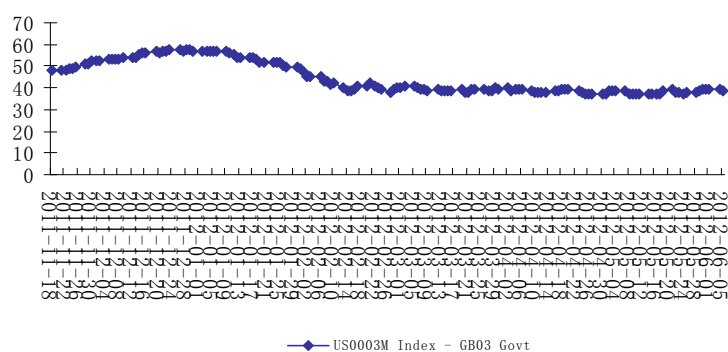
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均小幅上扬。



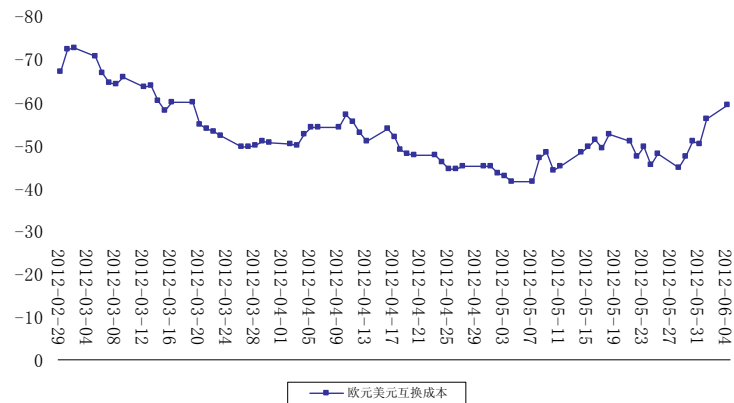
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 与上一日持平。



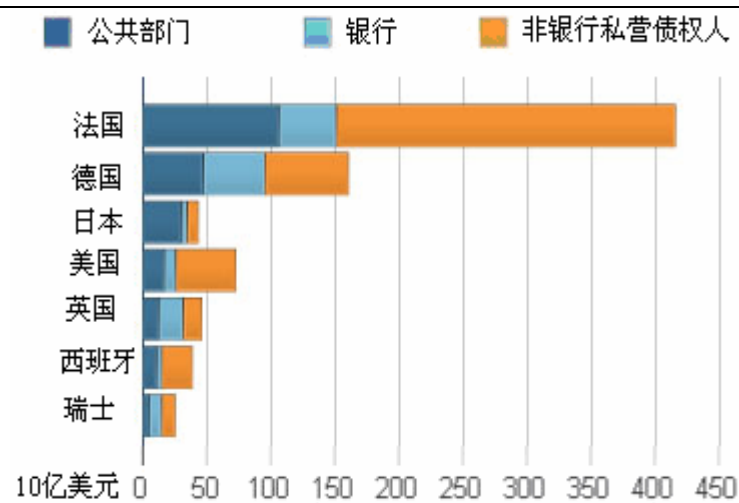
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本上涨。



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)

表 1：欧债时间表——2012 年 6-12 月欧元区大事日程

6 月 6 日	欧央行公布利率决议；欧洲委员会讨论银行危机解决方案
6 月 10 日	法国议会第一轮选举
6 月 12 日	希腊拍卖短期债券
6 月 13 日	德国审批 ESM 和财政紧缩公约的截止日期
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 17 日	希腊大选
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事会议、欧元集团会议及财长会议
6 月 28-29 日	欧洲议会季度会议 IMF 审查葡萄牙，希腊 100 亿欧元援助发放期；银行 9%一级核心资本充足率
6 月底	达标的截止日期
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

资料来源：bloomberg、申万研究

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
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: 截至2011-12银行业所持其他国债务(单位: 亿美元)(prelim)

	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		2239. 28	278. 78	37. 11	53. 45	177. 40	206. 57	147. 50	4074. 39
希腊	7. 22	443. 53	133. 55	21. 86	9. 69	105. 37	44. 55	9. 35	904. 73
爱尔兰	218. 61	274. 62	953. 29	154. 57	78. 44	1273. 80	443. 03	186. 45	3304. 32
意大利	123. 88	3323. 45	1339. 54		309. 70	593. 56	365. 88	305. 07	6451. 33
葡萄牙	27. 65	217. 60	302. 08	31. 83	759. 51	209. 40	45. 27	12. 00	1640. 06
西班牙	131. 23	1147. 02	1460. 96	277. 26		831. 29	458. 50	216. 91	5129. 44
德国	138. 33	2099. 96		2344. 34	544. 89	1877. 55	1752. 37	1318. 49	10946. 39
法国	583. 91		1748. 62	430. 13	53. 45	177. 40	206. 57	147. 50	4074. 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				12-05-02	CCC	稳定	12-5-17	CCC	负面
	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	11-07-13	CCC	负面
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	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
	11-05-09	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	10-12-21	BBB*-	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	09-12-08	BBB+	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-10-22	A-	负面

	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	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
葡萄牙				11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
				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				12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面			
	01-12-13	AAA	正面	09-01-12	AAA*-	负面			
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。