

2012 年 06 月 25 日

全球 PMI 持续疲软，1300 亿增长方案提振有限

——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 25 日

总体判断：

- 上周四、五两天公布的欧美经济数据大都不尽如人意，令欧美股市大幅下挫。而穆迪周五下调 15 家银行评级也使得欧美银行股受到重大打击。
- 上周美国首次申领失业金人数为 38.7 万人，环比下降 2000 人，高于 38.3 万的市场预期；然而就 4 周内平均值变化而言，该指标上涨 3500 至 386250，达到去年 12 月以来的最高点。此次首次申领失业金人数继续上升，表明美国就业市场持续低迷。
- Markit 上周公布了美国、德国和中国的制造业 PMI 初值，均低于预期和前期值。美国 6 月制造业 PMI 下滑至 52.9，低于预期值的 53.3，与四月的 54.0 相比降幅较大，达至 2011 年 7 月以来最低值。其中出口指数亦从上月的 50.5 下滑到 48.9，由于欧洲与中国等大型新兴市场需求紧缩导致美国出口指数下挫。而德国 6 月制造业 PMI 指数创三年新低，初值仅为 44.7，远低于市场预期的 45.2，未来制造业前景不容乐观。作为欧洲第一大经济体的德国受欧债危机的冲击，出口需求减少，使得制造业衰退陷入低迷，二季度经济呈收缩态势。中国 6 月制造业加速收缩，汇丰 PMI 指数仅为 48.1，创 7 个月以来新低，而产出指数为 49.1，创三个月来新低。
- 与制造业指数大跌相应，6 月德国 IFO 商业景气指数由 5 月的 106.9 下滑到 105.3，创两年新低，反映德国企业对 6 月的商业环境信心不足，持悲观态度。
- 相较于经济数据利空的表现，欧盟财长会议上的决议给市场带来了预期。欧洲财长同意 1300 亿欧元的增长方案；而西班牙银行业危机的持续发酵也使得欧央行让步，将可用作抵押品的特定证券最低评级由 A-降至 BBB(一)，这将减轻了银行调整资产负债表的压力；此外财长也决定先用 EFSF 救助西班牙。
- 对于近期重要经济指标糟糕的表现，美联储和欧央行的政策仍偏谨慎，未采取降息或推行宽松政策。虽然降低了抵押品规定且德法意西同意了 1300 亿的增长方案，但是实际操作过程仍然存在很多不确定性。穆迪下调了 15 家银行评级、德国央行反对欧洲央行放宽抵押品规定，这些都阻碍欧央行放宽抵押品的初衷，让银行再度承压，无法从根本上解决银行惜贷的问题。而在增长方案中，资金来源是一重大问题。市场预估资金来源可能有三方面：第一，增加欧洲投资银行资本金，从而扩大该行借贷能力；第二，发行共同的欧洲项目债券，用于基础设施领域大型项目建设；第三，动用欧盟结构基金的结余资金。我们认为，第一个来源无疑会加大欧洲银行业的负担，尤其是对西班牙银行业来说。而第二个来源也会遭到德国的强烈反对。至于第三个来源，则需要得到英国等欧元区以外国家的同意，过程将会较为漫长。
- 从市场反映来看，投资者对于欧洲一系列的刺激经济和救助西班牙的政策并不买账。该类政策短期提振效果有限，市场仍寄希望于降息和加大宽松。

相关研究

全球号角已吹响，风险资产将受益

2012 年 6 月 19 日

希腊退出欧元区的风险大减，利好全球金融市场

2012 年 6 月 18 日

欧美通胀大幅下滑，希腊大选或将好于预期

2012 年 6 月 15 日

欧债危机拖累德国产出，美国经济二季度继续回落

2012 年 6 月 14 日

全球经济三季度复苏，四季度放缓

2012 年 6 月 12 日

西班牙银行终获救助，下调美国二季度 GDP 增速至 1.7%

2012 年 6 月 11 日

伯南克未暗示 QE3，推出时间或延后

2012 年 6 月 8 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

钟嘉妮

zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

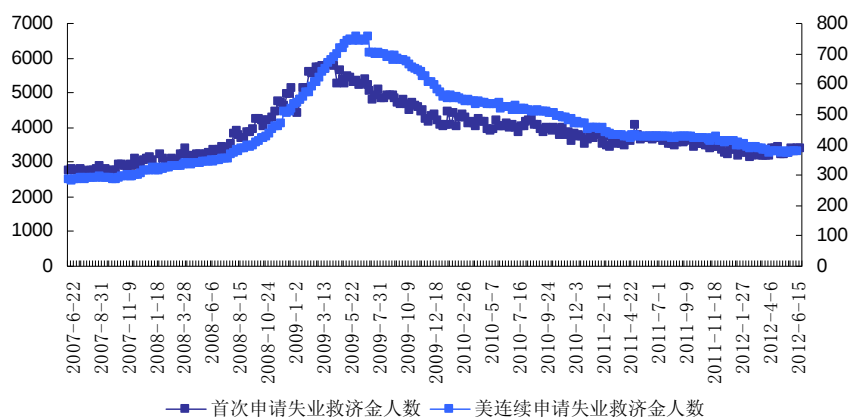
地址：上海市南京东路 99 号

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：美国上周首次申请失业救济金人数和连续申请人数（经季调）



资料来源：Bloomberg，申万研究

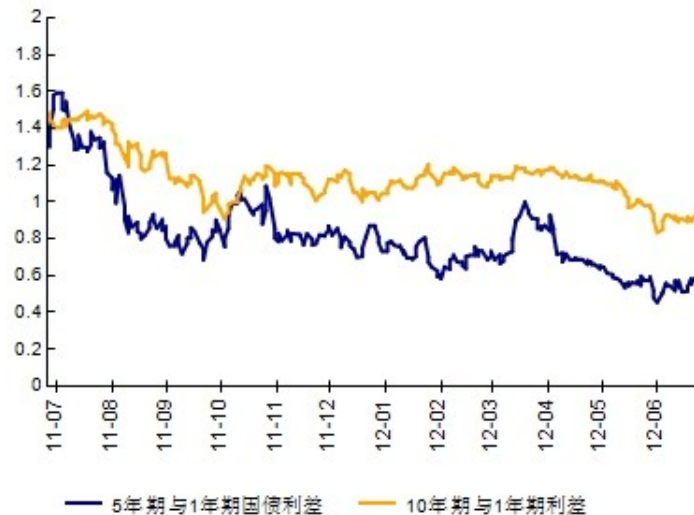
1. 美国就业数据与制造业PMI初值低于预期，美股大宗商品价格下挫

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



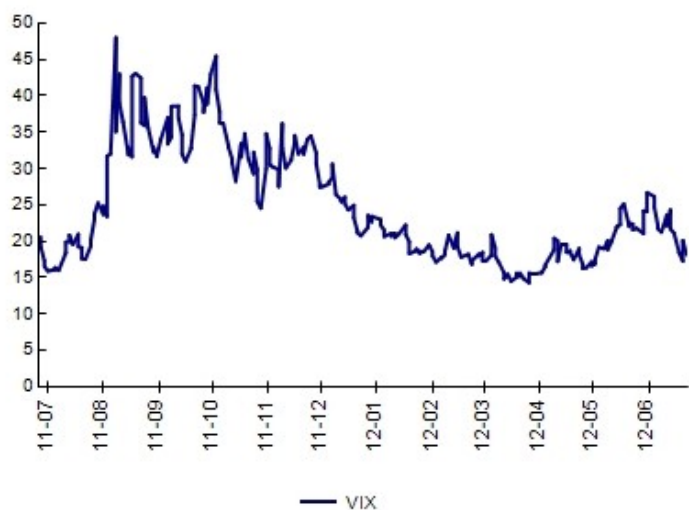
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 指数下降，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 10 年期 CDS 上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



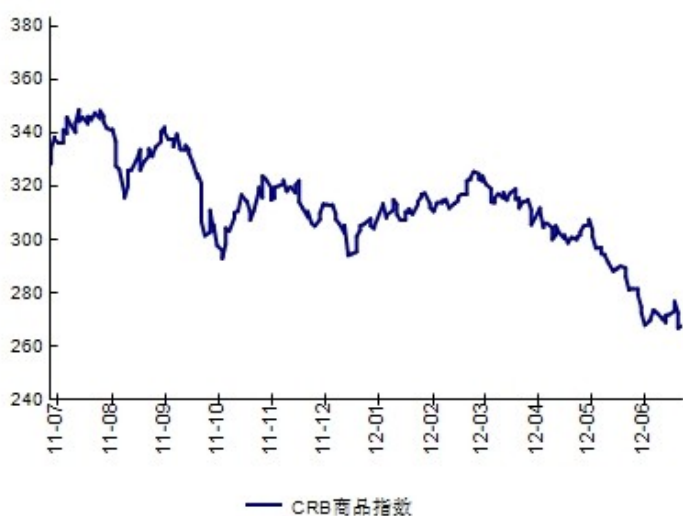
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 周四美元上升, 由于美联储决议延长“扭转操作”使美元上升; 后对欧元小幅下降, 由于美国首次失业人数, 持续领取失业救济人数, 和 PMI 初值均不及预期。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格周四大大幅下降, 由于金属原油价格大幅下挫; 周五大宗商品价格小幅回升, 由于金价与原油价格上涨。



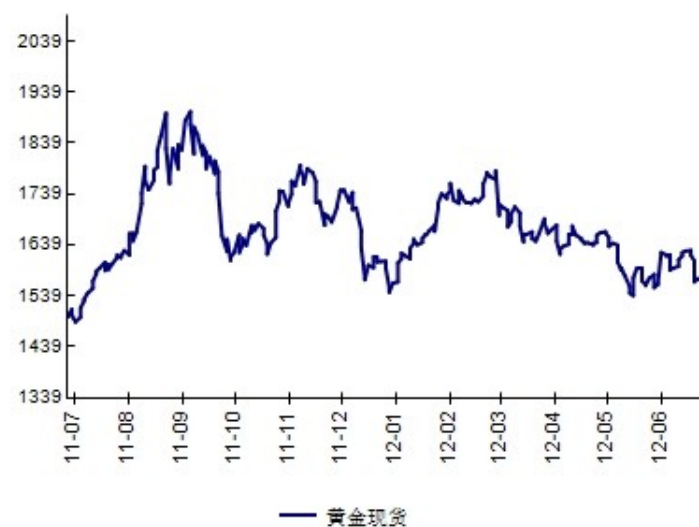
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数于周四上升, 后小幅回落, 对其避险需求减少。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格周四大降后周五上涨, 对其避险需求有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格大跌，由于德国美国制造业景气不乐观，美联储决定暂时不推行 QE3；后小幅回升。



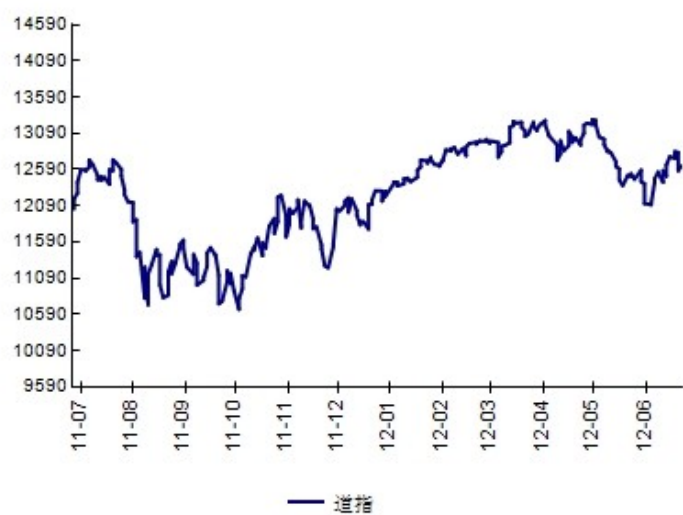
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于美联储延长“扭转操作”以及经济数据不及预期导致铜价下跌。



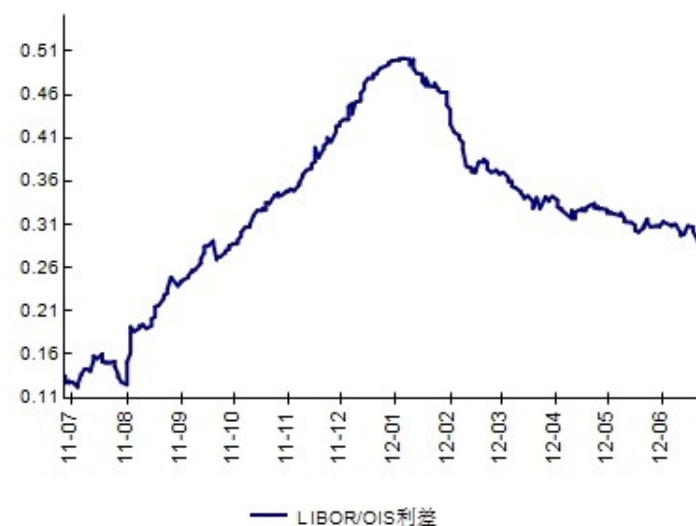
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指周四大幅走低，由于美国经济数据显示美国经济状况不乐观，就业增长迟缓。周五小幅回升，由于欧洲央行放宽对银行抵押品规定，市场情绪得以提振。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上涨，由于穆迪下调全球 15 家大银行评级，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
06/14/2012 20:30	居民消费价格(同比)	MAY	1.80%	1.70%	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	MAY	2.20%	2.30%	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	MAY	229.8	229.815	230.085
06/14/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	MAY	229.328	229.446	228.984
06/14/2012 20:30	首次失业人数	JUN 9	375K	386K	377K
06/14/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 2	3270K	3278K	3293K
06/14/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 10	--	-36.4	-37.6
06/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	JUN	12.5	2.29	17.09
06/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	APR	--	-\$20.5B	-\$49.9B
06/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	APR	\$45.0B	\$25.6B	\$36.2B
06/15/2012 21:15	工业产值	MAY	0.10%	-0.10%	1.10%
06/15/2012 21:15	设备使用率	MAY	79.20%	79.00%	79.20%
06/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	MAY	-0.10%	-0.40%	0.60%
06/15/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUN P	77.5	74.1	79.3
06/18/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	JUN	28	29	29
06/19/2012 20:30	新宅开工指数	MAY	722K	708K	717K
06/19/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	MAY	0.70%	-4.80%	2.60%
06/19/2012 20:30	建筑许可	MAY	730K	780K	715K
06/19/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	MAY	1.00%	7.90%	-7.00%
06/19/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	APR	3685	3416	3737
06/20/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 15	--	-0.80%	18.00%
06/21/2012 00:30	FOMC 利率决策	JUN 20	0.25%	0.25%	0.25%
06/21/2012 20:30	首次失业人数	JUN 16	383K	387K	386K
06/21/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 9	3278K	3299K	3278K
06/21/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	JUN	53.3	52.9	54
06/21/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 17	--	-37.9	-36.4
06/21/2012 21:45	彭博经济预期	JUN	--	-11	-1
06/21/2012 22:00	费城联储商业前景指数	JUN	0	-16.6	-5.8
06/21/2012 22:00	现房销售	MAY	4.57M	4.55M	4.62M
06/21/2012 22:00	旧宅销售 月环比	MAY	-1.10%	-1.50%	3.40%
06/21/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	APR	0.40%	0.80%	1.80%
06/21/2012 22:00	领先指标	MAY	0.10%	0.30%	-0.10%

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
06/25/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	MAY	-0.4	--	0.11
06/25/2012 22:00	新建住宅销售	MAY	346K	--	343K
06/25/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	MAY	0.90%	--	3.30%
06/25/2012 22:30	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	JUN	-1	--	-5.1
06/26/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	APR	0.30%	--	0.09%
06/26/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	APR	-2.65%	--	-2.57%
06/26/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	APR	134.85	--	134.1
06/26/2012 22:00	消费者信心	JUN	63.5	--	64.9
06/26/2012 22:00	里士满联储制造业指数	JUN	5	--	4
06/27/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 22	--	--	-0.80%
06/27/2012 20:30	耐用品订单	MAY	0.50%	--	0.20%
06/27/2012 20:30	耐用消费品(除运输类)	MAY	0.70%	--	-0.60%
06/27/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	MAY	1.60%	--	-1.90%
06/27/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	MAY	--	--	-1.40%
06/27/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	MAY	1.30%	--	-5.50%
06/27/2012 22:00	待定住宅销售 同比	MAY	9.70%	--	14.70%
06/28/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q T	1.90%	--	1.90%
06/28/2012 20:30	个人消费	1Q T	2.70%	--	2.70%
06/28/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q T	1.70%	--	1.70%
06/28/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q T	2.10%	--	2.10%
06/28/2012 20:30	首次失业人数	JUN 23	385K	--	387K
06/28/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 16	3278K	--	3299K
06/28/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 24	--	--	-37.9
06/28/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	JUN	4	--	9
06/29/2012 20:30	个人收入	MAY	0.20%	--	0.20%
06/29/2012 20:30	个人开支	MAY	0.00%	--	0.30%
06/29/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	MAY	-0.20%	--	0.00%
06/29/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	MAY	1.50%	--	1.80%
06/29/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	MAY	0.20%	--	0.10%
06/29/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	MAY	1.80%	--	1.90%

2. 欧洲 6 月PMI数据疲软，穆迪下调银行评级， 欧股欧元下跌

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



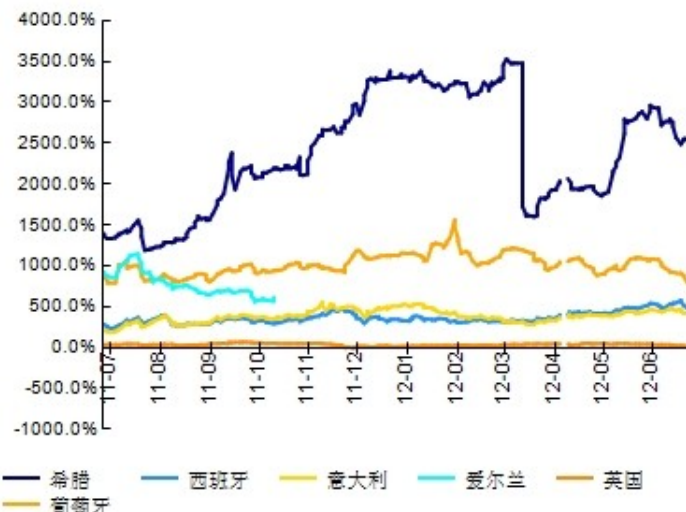
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊与意大利外，其他国家国债利差均下降，由于 6 月德国制造业服务业 PMI 不及预期导致德国国债收益率上涨。



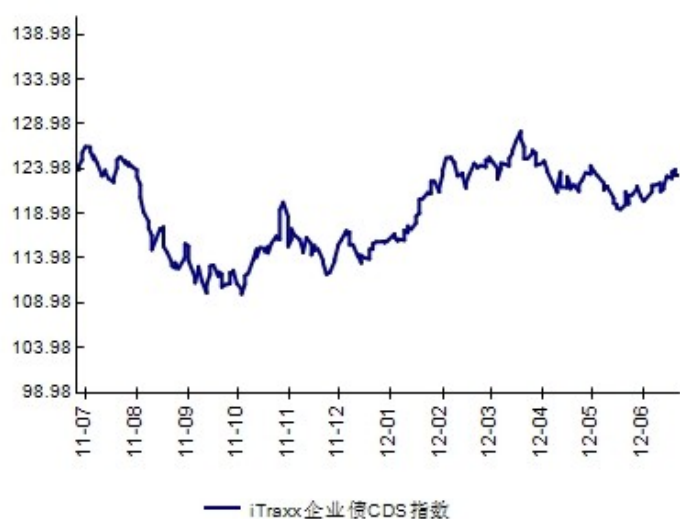
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 周四均上涨，周五均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减轻。



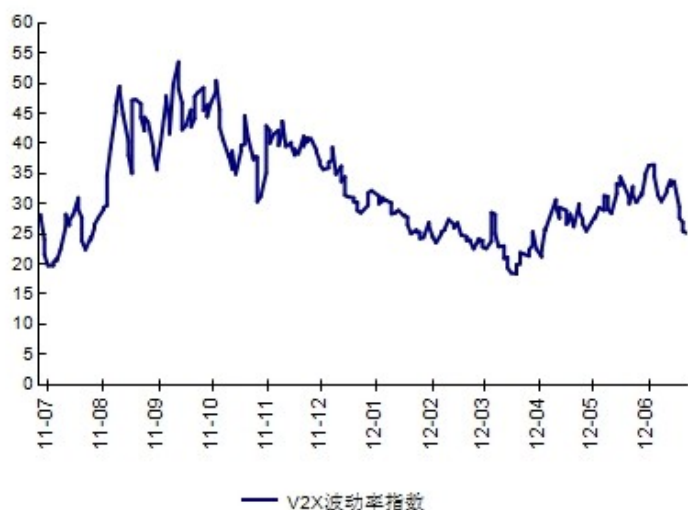
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 连续下跌, 对企业违约风险情绪减轻。



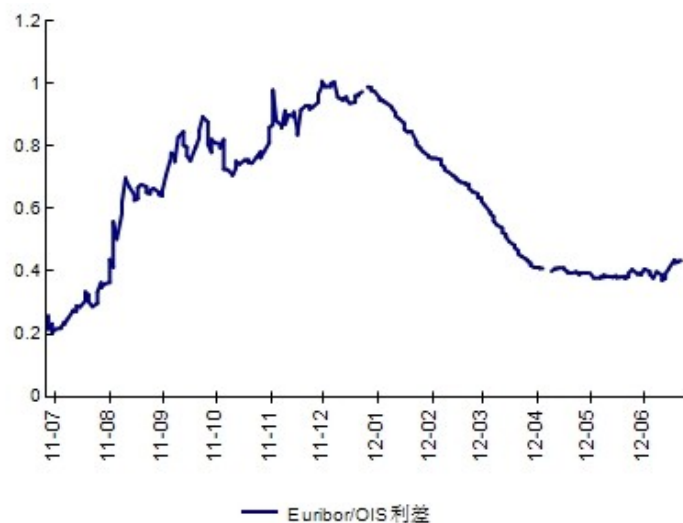
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动持续下降, 股市波动风险减少。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差连续上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元周四下跌, 由于德国 PMI 表现不佳, 穆迪下调全球 15 大银行评级, 市场对经济担忧增加。周五微涨, 由于欧四国领导人在罗马会议上通过了总额达 1300 亿欧元的计划以刺激经济增长。

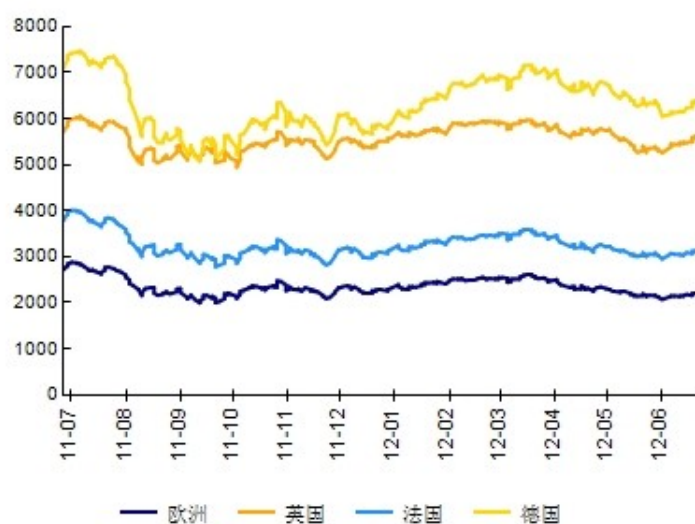


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎下降后回升, 对美元的避险需求有所减少。



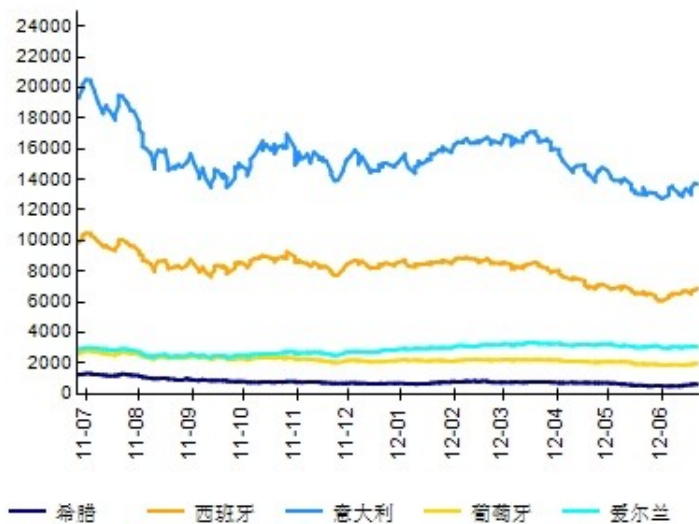
图 22: 欧洲股市均连续下跌, 由于欧洲制造业不景气, 6 月 IFO 商业数据下滑, 且穆迪下调多家银行评级, 使得市场对欧洲债务危机忧虑加深。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

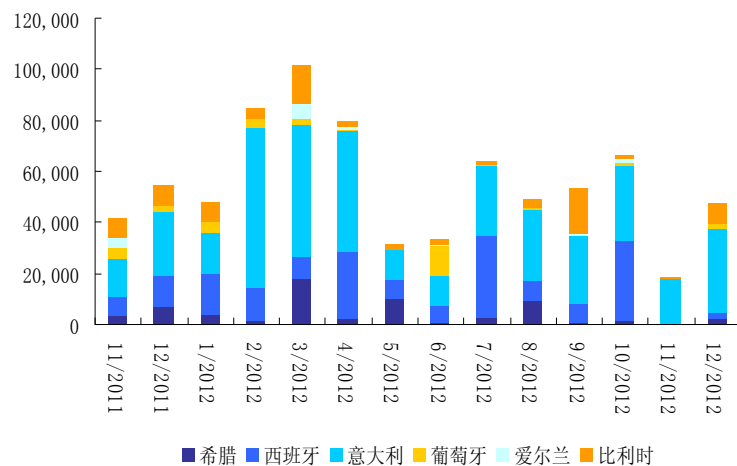
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和葡萄牙外, 其他欧猪五国股市均下滑。



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



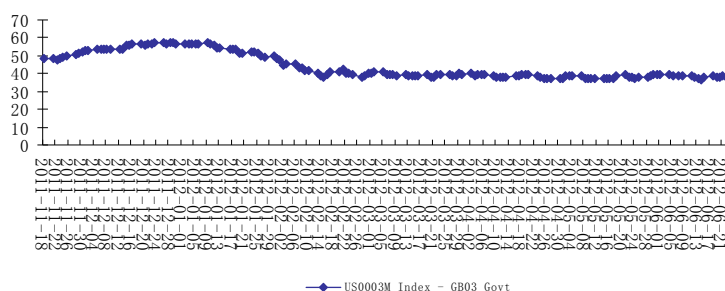
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下降。



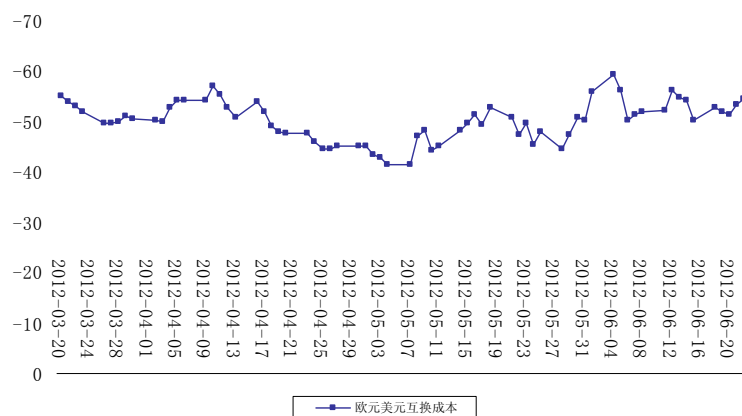
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋宽松。



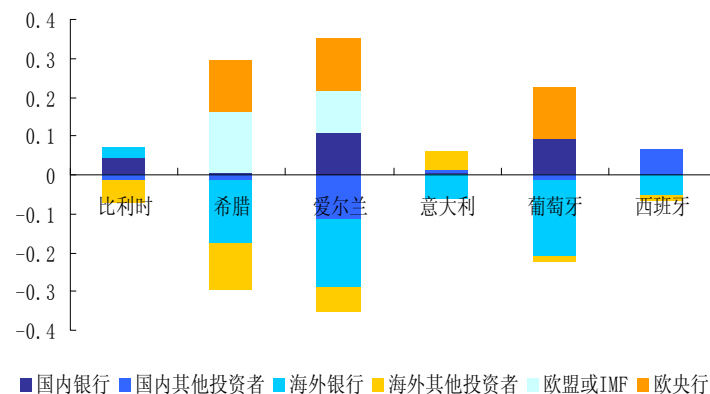
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本上升。



资料来源：ECB，申万研究

图 28：2011Q1 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：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
				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	12-06-13	BAA3	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	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。