

2012 年 07 月 11 日

ESM 推迟出台，欧洲救助再起波澜

——国际金融市场风险监控 2012 年 7 月 11 日

总体判断：

- 7 月 10 日，避险情绪依然浓厚，风险资产连续 4 日下跌，不过西班牙国债收益率下跌至 6.8% 但股市续跌，因欧盟财长会议未有实质政策，提振有限。
- 周二欧元区财长会议讨论了西班牙银行救助的细节，明确下半年的救助日程。主要成果在于：（1）为了缓解西班牙的负担，将西班牙实现减赤目标的期限延长一年至 2014 年，对西班牙今年赤字/GDP 从原来的 5.3% 放宽至 6.3%，明年的目标从 3% 放宽至 4.5%，并于 2014 年最终达到 2.8% 的目标值。（2）签署了 1000 亿欧元西班牙救助计划协议草案，7 月 20 日签署银行业援助谅解备忘录，本月底前先支付 300 亿欧元直接救助银行。（3）9 月，预计谈判塞浦路斯的救助问题，并讨论 ESM 直接注资银行业的问题，此前不会就修改希腊的援助协议作出决定。（4）增加欧洲项目债券 45 亿欧元，今明两年将贷款给私营部门的关键基础设施建设项目，如果成功将延至 2020 年。但是，欧盟财长峰会未有实质性的进展，对市场信心没有明显提振，欧债危机仍将长期困扰国际金融市场乃至全球经济。
- 对于西班牙银行救助，我们认为 1000 亿欧元救助势在必行，但仍面临一定的不确定性。首先，救助协议需要欧元区 17 国议会通过才能正式实施，芬兰已提出抵押品要求，德国仍未正式决定具体救助机制。其次，救助西班牙银行的条件包括：（1）接受救助的银行核销其优先股和次级债，目前余额达 670 亿欧元，大部分由个人投资者持有理财产品的形式存在，这意味着银行及储户需要承担数十亿的损失，恐将遭到投资者的抵制。（2）西班牙央行转移部分监管权利至“三驾马车”，并定期汇报银行流动性，这涉及国家利益和国际组织利益的协调，不过预计西班牙将作出让步；（3）西班牙部分银行和金融业实施改革，并由“三驾马车”每季度审核，好在审核是针对而非政府预算，不会加重政府负担。最后一个问题也是最重要的是，作为核心救助力量的 ESM 何时实施和资金能否到位仍有变数，ESM 因德国联邦宪法法院未做出裁决而被迫延期出台，那么单凭 EFS 的救助规模，难以支撑西班牙和希腊等国的救助，这给欧债危机的解决增加了不确定性。整体上，我们认为西班牙救助终将实施，但过程仍有曲折。
- 7 月 10 日，法国，意大利和英国 5 月工业生产数据公布，涨跌不一，总体来看经济前景依旧不乐观。（1）英国 5 月制造业产出反弹 1.2%，创一年来最大涨幅；工业产出环比上升 1.0%，创两年来最大涨幅。不过，这部分受到英国今年 5 月工作日多出一天的影响，因此并不足以说明英国经济有回暖迹象，预计 6 月工业产值继续回落，拖累英国二季度 GDP 增速。（2）意大利 5 月工业生产受能源与食品的提振而意外上涨 0.8%，主要因为能源生产增长 1.7%，而生活消费品受内需疲软的影响，下滑-0.6%，预计意大利二季度工业生产仍下行，经济继续衰退。（3）法国工业生产月率由 4 月的 1.4% 下滑至-1.9%，所有分项指标均不理想，其中制造业产出下跌-1%，能源跌幅更大，达-7.3%，加上法国失业率飙升至十多年来新高，进一步验证了法国二季度 GDP 增速放缓。面对欧债危机的冲击，法国需要加大刺激政策，如改革商品服务和劳动力市场，以促进经济发展。
- 关注：7 月 12 日 欧盟工业生产、美联储 6 月 20 日议息会议纪要
7 月 13 日 日本工业生产、美国 6 月 PPI 和消费者信心指数

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

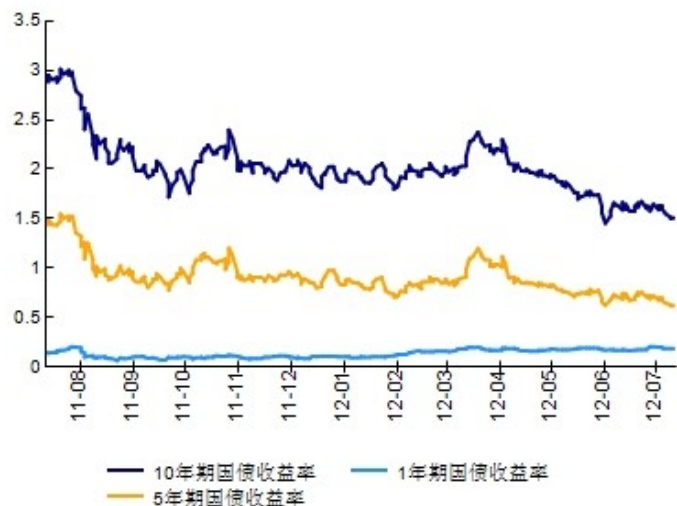
电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

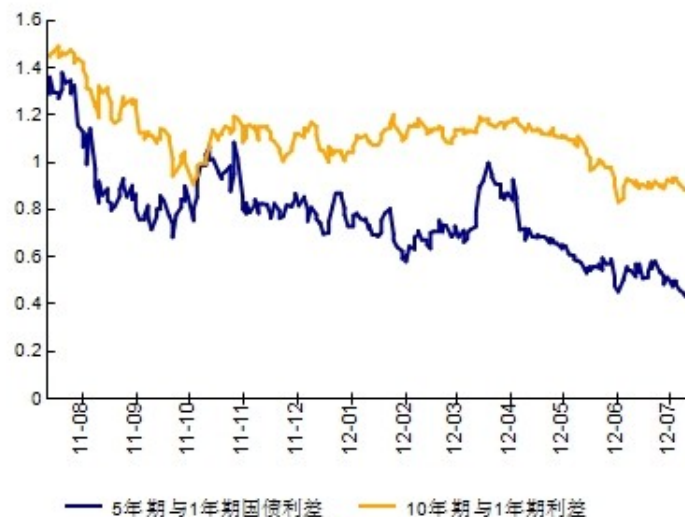
1. 美国企业二季度盈利堪忧，美股商品下行

图 1：美国国债收益率下滑，对其需求减弱，对经济形势担忧有所增强。



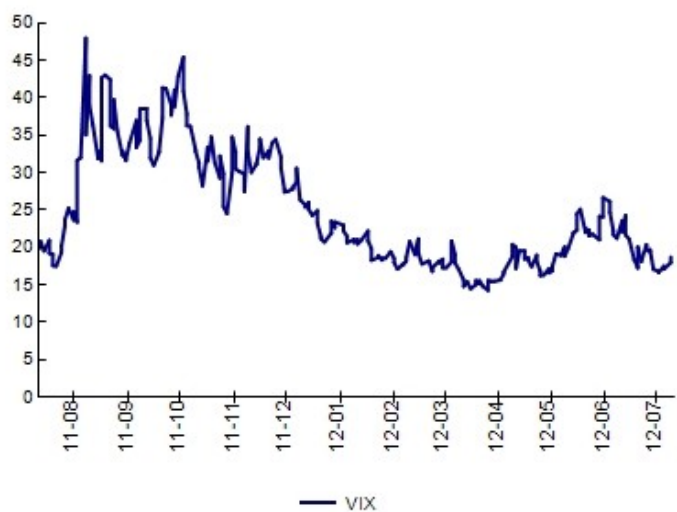
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下跌，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 CDS 下跌，对美国债务违约风险的担忧有所减弱。



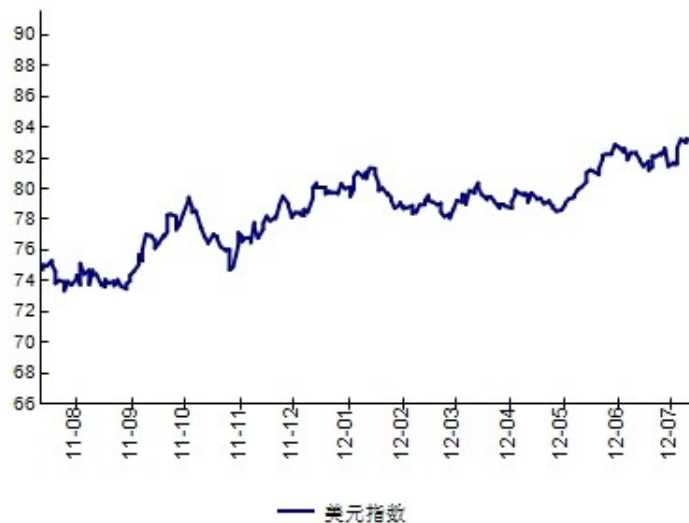
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对日元小幅下跌。



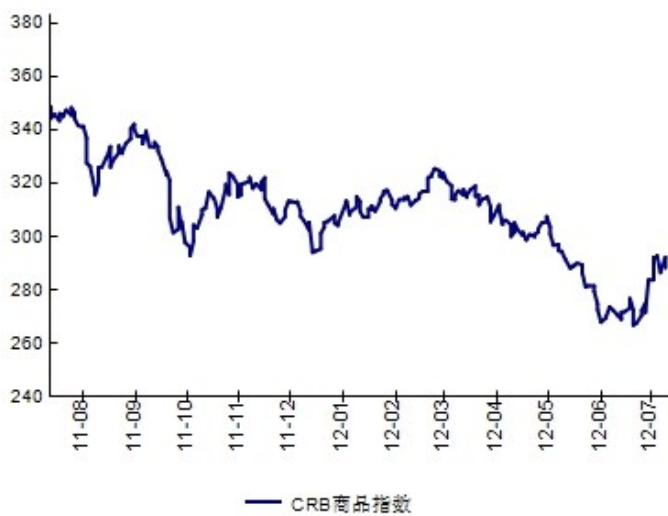
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数回升，对其避险需求增加。



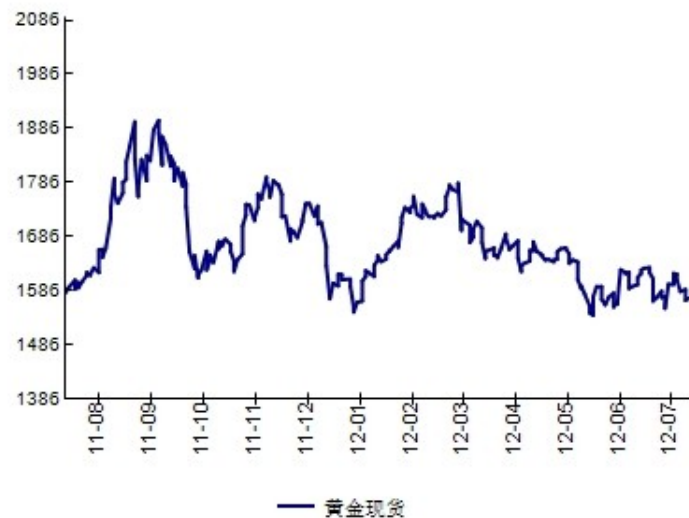
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于金属及原油价格均下跌，拖累大宗商品指数。



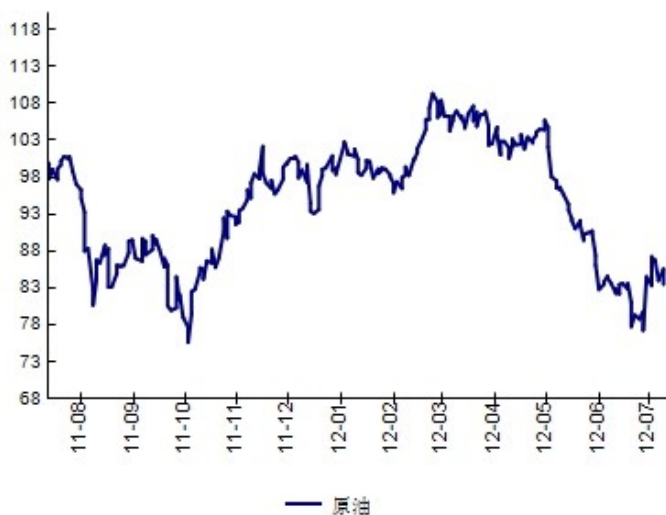
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格下跌，由于美元走强，对其避险需求有所减弱。



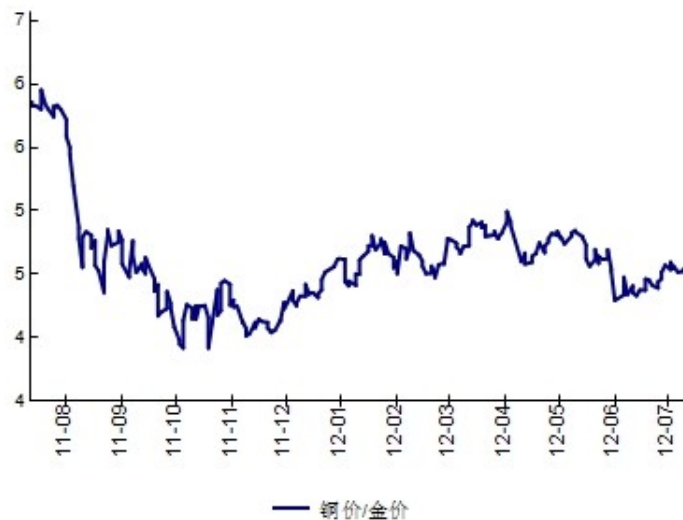
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于美国能源部预测减价, 而现今的经济形势拖累其需求。



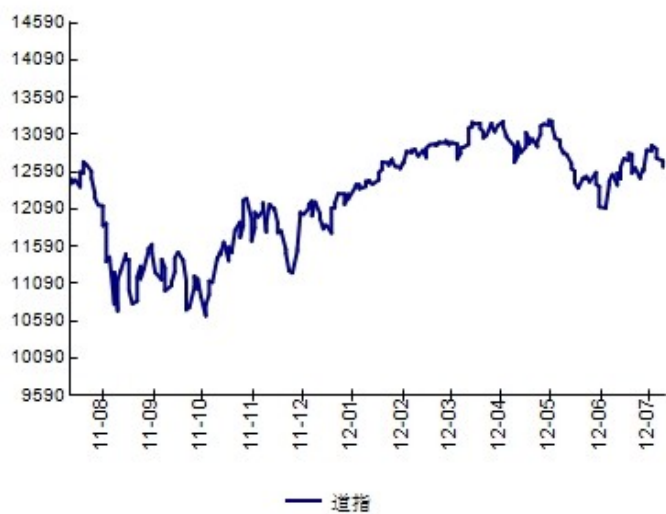
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比小幅上涨, 由于中国进口需求减弱拉低铜价。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下跌, 由于市场担忧公司的盈利状况。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS利差持平。



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
06/29/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	JUN	52.3	52.9	52.7
06/29/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUN F	74.1	73.2	74.1
07/02/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	JUN	52.9	52.5	52.9
07/02/2012 22:00	ISM 制造业	JUN	52	49.7	53.5
07/02/2012 22:00	ISM 支付价格	JUN	45.8	37	47.5
07/02/2012 22:00	建筑开支月环比	MAY	0.20%	0.90%	0.30%
07/03/2012 21:45	ISM 纽约	JUN	--	49.7	49.9
07/03/2012 22:00	工厂订单	MAY	0.10%	0.70%	-0.60%
07/04/2012 04:10	汽车总销售量	JUN	13.90M	14.05M	13.73M
07/04/2012 04:10	国内汽车销售量	JUN	10.89M	11.05M	10.75M
07/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 29	--	-6.70%	-7.10%
07/05/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	JUN	--	-9.40%	66.70%
07/05/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者 前景指数	JUL	--	47	46.1
07/05/2012 20:15	ADP 就业变动指数	JUN	100K	176K	133K
07/05/2012 20:30	首次失业人数	JUN 30	385K	374K	386K
07/05/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 23	3300K	3306K	3296K
07/05/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUL 1	--	-37.5	-36.1
07/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	JUN	53	52.1	53.7
07/05/2012 22:31	ICSC 连锁店销售 同比	JUN	--	0.20%	1.70%
07/06/2012 20:30	非农就业人数增减	JUN	100K	80K	69K
07/06/2012 20:30	非农私企就业人数增减	JUN	106K	84K	82K
07/06/2012 20:30	制造业就业人数增减	JUN	7K	11K	12K
07/06/2012 20:30	失业率	JUN	8.20%	8.20%	8.20%
07/06/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有 员工	JUN	0.20%	0.30%	0.10%
07/06/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员 工	JUN	1.70%	2.00%	1.70%
07/06/2012 20:30	周平均工时 所有员工	JUN	34.4	34.5	34.4
07/06/2012 20:30	家庭调查就业变动	JUN	--	128	422
07/06/2012 20:30	就业不足率 (U6)	JUN	--	14.90%	14.80%
07/10/2012 03:00	消费者信用	May	\$8.500B	\$17.117B	\$6.515B
07/10/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指 数	Jun	93.3	91.4	94.4
07/10/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度 指数	Jul	46.9	47	46.7
07/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	May	3588	3642	3416

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
07/11/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 6	--	--	-6.70%
07/11/2012 20:30	贸易余额	May	-\$48.6B	--	-\$50.1B
07/11/2012 22:00	批发库存	May	0.30%	--	0.60%
07/12/2012 02:00	FOMC 会议纪要				
07/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Jun	-1.80%	--	-1.00%
07/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Jun	-1.50%	--	-0.30%
07/12/2012 20:30	首次失业人数	Jul 7	370K	--	374K
07/12/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jun 30	3300K	--	3306K
07/12/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 8	--	--	-37.5
07/13/2012 02:00	预算月报	Jun	-\$64.5B	--	-\$43.1B
07/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Jun	-0.40%	--	-1.00%
07/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Jun	0.20%	--	0.20%
07/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Jun	0.20%	--	0.70%
07/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Jun	2.60%	--	2.70%
07/13/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Jul P	73.5	--	73.2
07/16/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Jul	5	--	2.29
07/16/2012 20:30	商品零售额	Jun	0.20%	--	-0.20%
07/16/2012 20:30	除汽车外零售额	Jun	0.00%	--	-0.40%
07/16/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Jun	--	--	-0.10%
07/16/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Jun	0.20%	--	0.00%
07/16/2012 22:00	营运库存	May	0.30%	--	0.40%
07/17/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Jun	0.00%	--	-0.30%
07/17/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Jun	0.20%	--	0.20%
07/17/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Jun	--	--	1.70%
07/17/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Jun	--	--	2.30%
07/17/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Jun	--	--	229.815
07/17/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Jun	--	--	229.446
07/17/2012 21:00	净 TIC 流量总计	May	--	--	-\$20.5B
07/17/2012 21:00	长期净 TIC 流量	May	--	--	\$25.6B
07/17/2012 21:15	工业产值	Jun	0.40%	--	-0.10%

2. 欧洲政府承诺放贷，欧股上行

图 13: 除意大利和西班牙外，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 14: 除意大利和西班牙外，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 15: 除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均下跌。



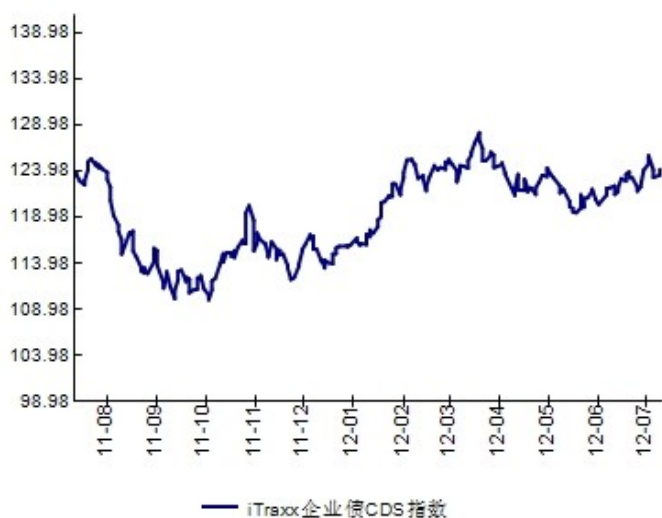
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 16: 核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



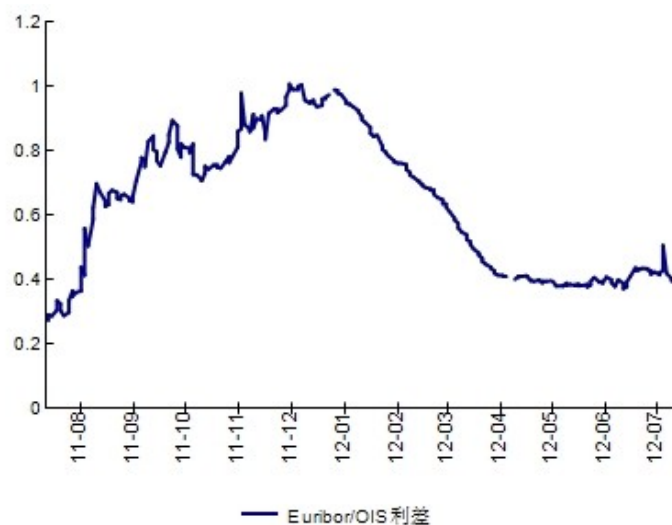
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 17：企业债 CDS 上升，对企业违约风险情绪加剧。



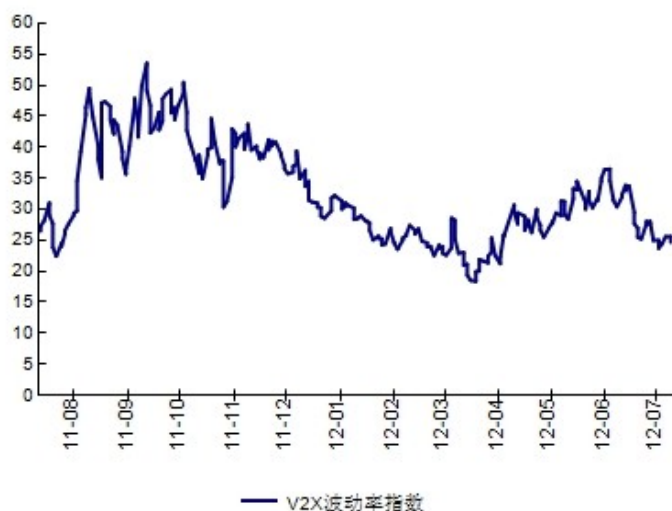
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS利差下跌，显示银行信贷压力有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动下降，股市波动风险减少。



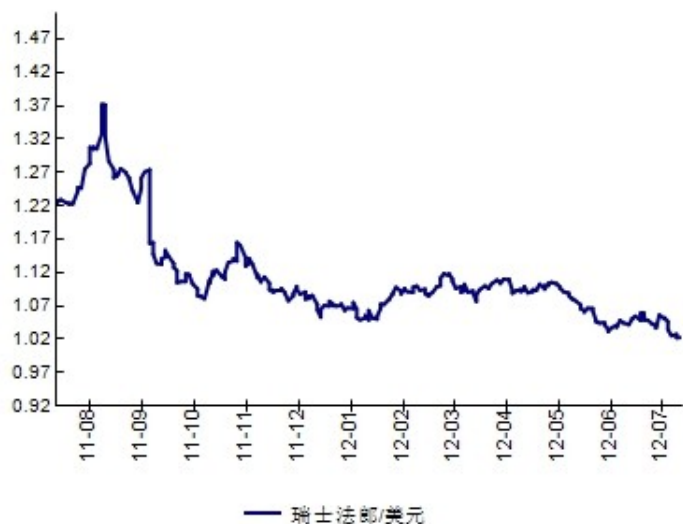
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元下跌，由于德国通胀减缓及欧洲制造业萧条。



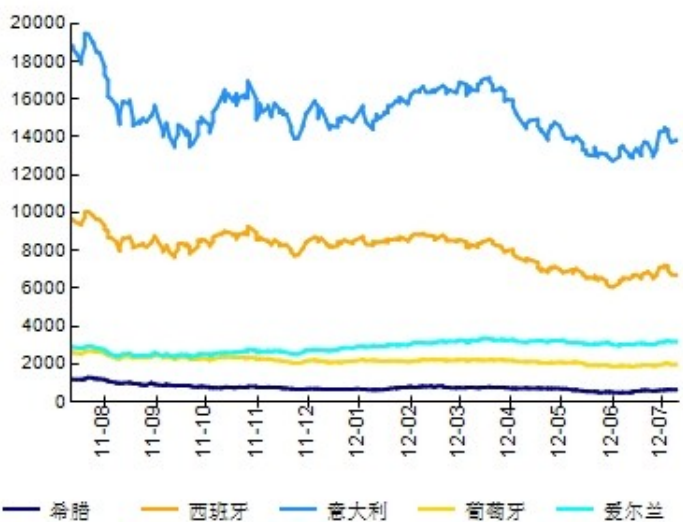
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎下跌, 对美元的避险需求有所上升。



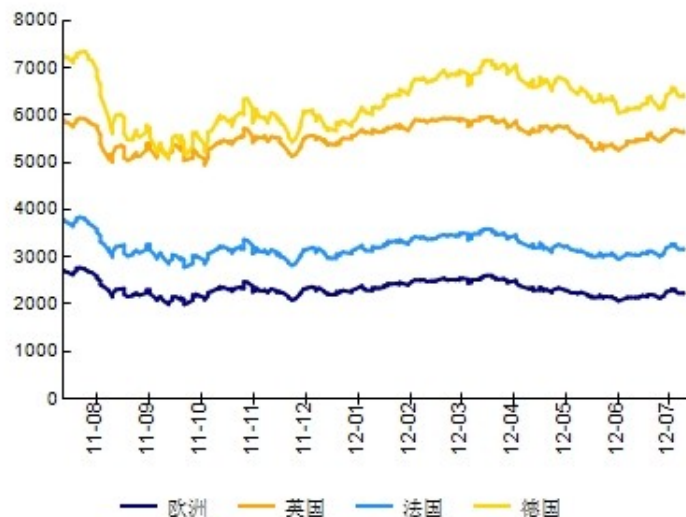
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均上涨。



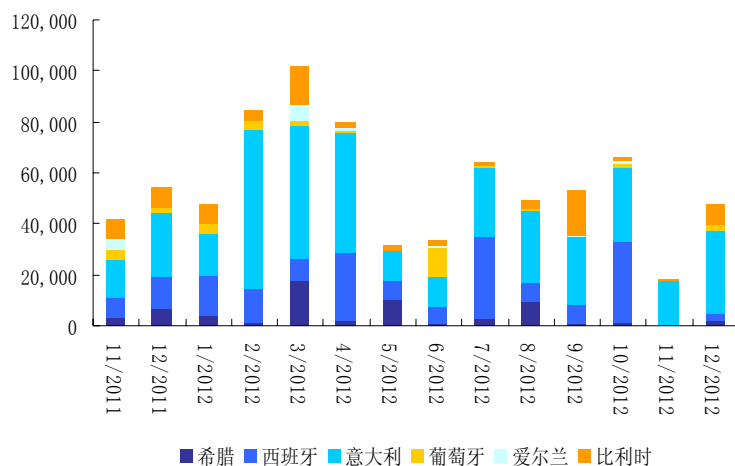
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于欧洲政府承诺借贷解决西班牙债务问题。



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



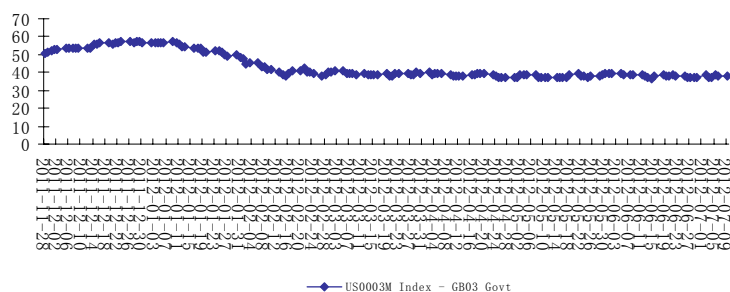
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



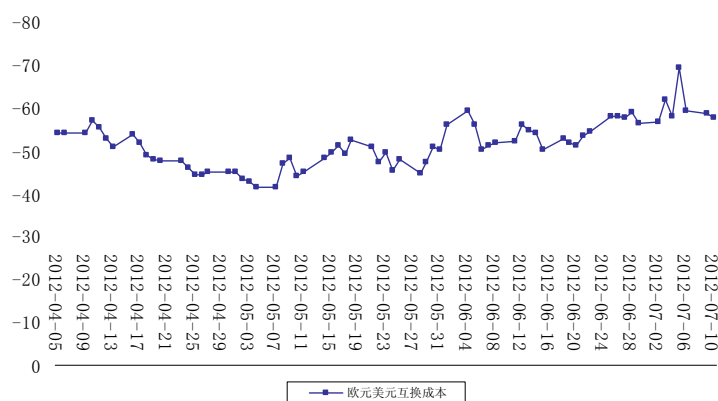
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下跌。



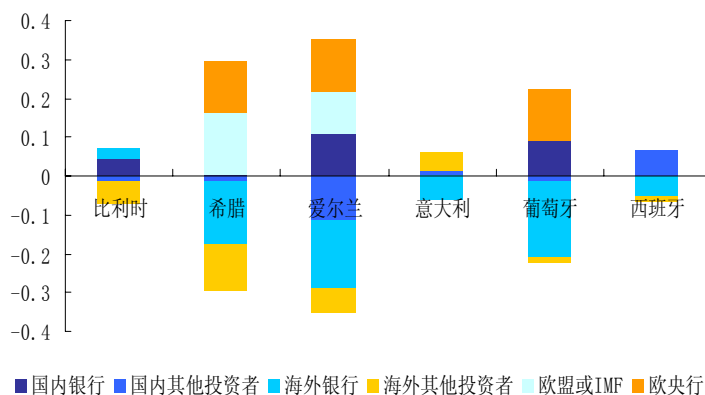
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本下降。



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 7-12 月欧元区大事日程

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。