

2012 年 07 月 24 日

地方政府风险扩散，西班牙危机升级

——国际金融市场风险监控 2012 年 7 月 24 日

相关研究

美国通胀持平，下半年 QE3 概率降低
2012 年 7 月 19 日

避险情绪 7 日来首次下降，宽松政策预期加强
2012 年 7 月 16 日

美国 5 月贸易和库存贡献减弱，下调美国二季度 GDP 增速至 1.5%
2012 年 7 月 12 日

ESM 推迟出台，欧洲救助再起波澜
2012 年 7 月 11 日

全球经济二季度加速下滑，未来有企稳迹象
2012 年 7 月 9 日

提振欧洲信贷和经济，但下行风险犹在
2012 年 7 月 6 日

欧洲经济现企稳迹象，欧央行降息箭在弦上
2012 年 7 月 5 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070007
xiewy@swsresearch.com

研究支持

钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

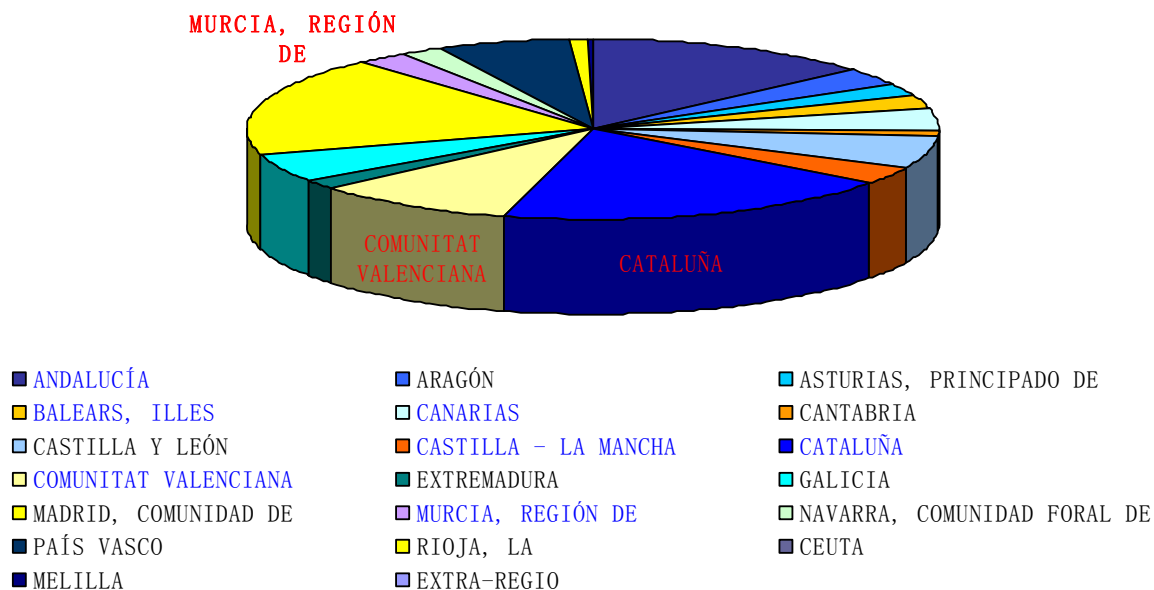
地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

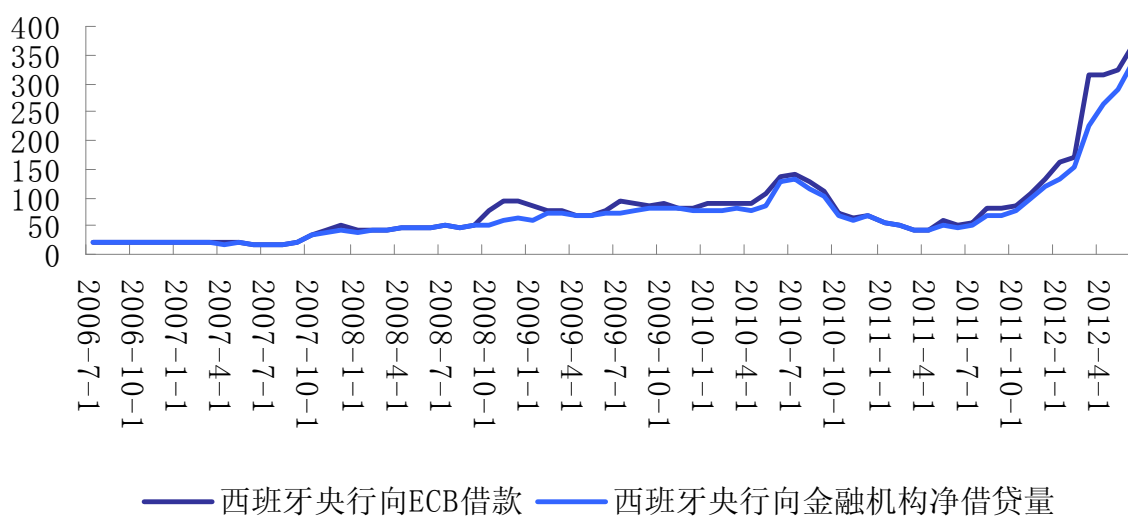
- 昨日，避险情绪继续上升，风险资产大都下跌。受西班牙地方政府危机爆发的影响，欧猪五国 10 年期国债收益率均飙升，西班牙国债收益率一度破 7.5%。而欧美股市和大宗商品价格也受此影响，大幅下挫。
- **西班牙深陷地方政府危机，意大利或走上西班牙之路。**西班牙在经受金融体系危机冲击后不久，又深陷地方政府流动性危机，导致股市连日下挫。而意大利的银行体系也面临风险，银行股纷纷下跌。昨日，意大利启用裸卖空禁令，禁止裸卖空银行及保险股；西班牙则禁止未来 3 个月内卖空所有股票、衍生品和场外市场金融工具。
- 上周五，西班牙的地方政府瓦伦西亚向国家救助基金 (FLA) 求助。随后市场爆出加泰罗尼亚、卡斯蒂利亚-拉曼恰、巴利阿里群岛、穆尔西亚、加那利群岛和安达卢西亚六个地区也面临偿还债务困难。从数据来看，近几年西班牙各地区政府债务占 GDP 比重均逐渐攀升，至 2012 年一季度为止整体达到 10%~20% 的水平。其中加泰罗尼亚 (21%) 与瓦伦西亚 (20.2%) 占比最大。由于这两个地区占西班牙 GDP 比重也较高，对西班牙的整体债务情况产生较大拖累作用。此外，穆尔西亚也面临资金不足的问题。预计穆尔西亚和加泰罗尼亚将紧随其后向中央政府寻求救助。从 2011 年预计的 GDP 占比来看，6 个地区占比超过 50%。其中，瓦伦西亚为 2.6%，而穆尔西亚和加泰罗尼亚分别占 9.6%，18.7%。如若消息属实，高占比地方政府资金短缺，失业率高企，都将使西班牙经济进一步衰退。届时中央政府自身难保，无米可借，西班牙将面临全面救助的可能。而早前获得 1000 亿欧元仅能救助其银行体系。
- 此外，关于 IMF 将停止向希腊发放救助资金的消息喧嚣尘上。希腊在经历前期几轮的救助后，失业率和经济增长都没有明显改善，而一再的财政减赤使得政府已经丧失了造血功能。如今，西班牙也可能面临如同希腊一样的全面救助，在市场恐慌情绪之下，欧元区资金外流问题加重，损害欧元区稳定。相较于西班牙，希腊没有经济上的竞争优势，终可能沦为弃子，退出风险进一步加大。
- 欧元区 7 月消费者信心初值由 6 月的 -19.8 跌至 -21.6，逊于预期，并创下 2009 年 8 月以来最低值。欧盟 7 月消费者信心也由 6 月的 -19.7 跌至 -20.3。数据表明，由于目前市场担忧失业率高居不下、政府紧缩，以及经济进一步衰退，未来消费者支出将持续疲弱。长此以往，势必拖累经济增长，对欧洲摆脱危机努力造成障碍。我们预计，今年第三季度，欧元区经济将衰退加剧，下滑 -0.7%，四季度反弹至 -0.3%。
- 本周关注：7 月 24 日 欧元区 PMI 初值
7 月 25 日 德国 IFO 景气指数、美国新屋销售
7 月 26 日 欧元区 M3、美国 6 月耐用品订单
7 月 27 日 美国二季度 GDP

图 1：2011 年西班牙各地区 GDP 占比（红色为已寻求救助和最可能求助地区）



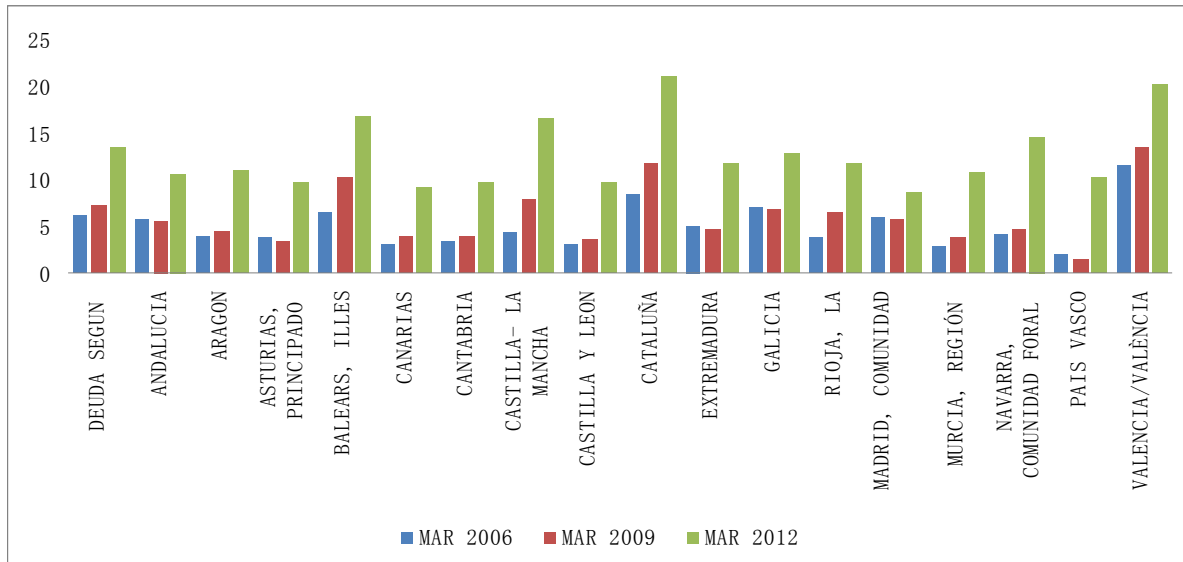
资料来源：INE，申万研究

图 2：西班牙央行的借贷情况



资料来源：Bloomberg，申万研究

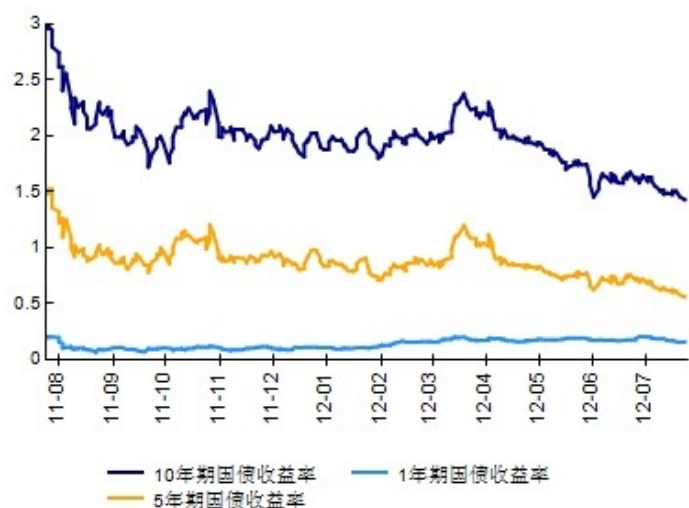
图 2：西班牙各地区债务占 GDP 比重



资料来源: Bank of Spain, 申万研究

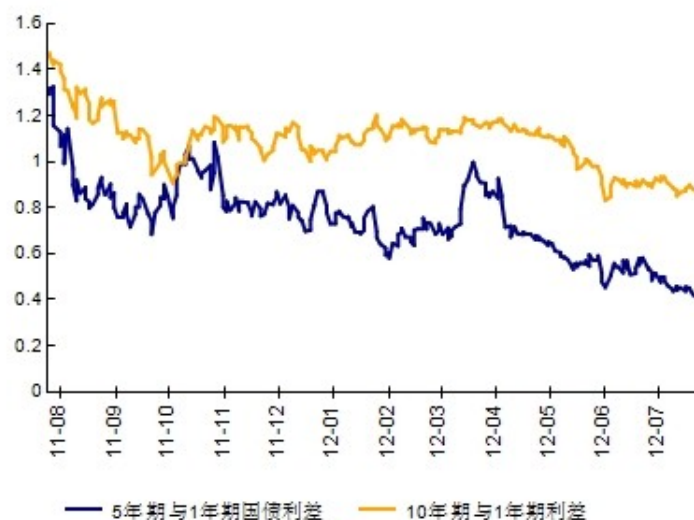
1. 欧债危机阴霾不散，美元短期上扬，美股商品下挫

图 1：美国国债收益率下滑，对其需求增加，对经济形势担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下滑，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 上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



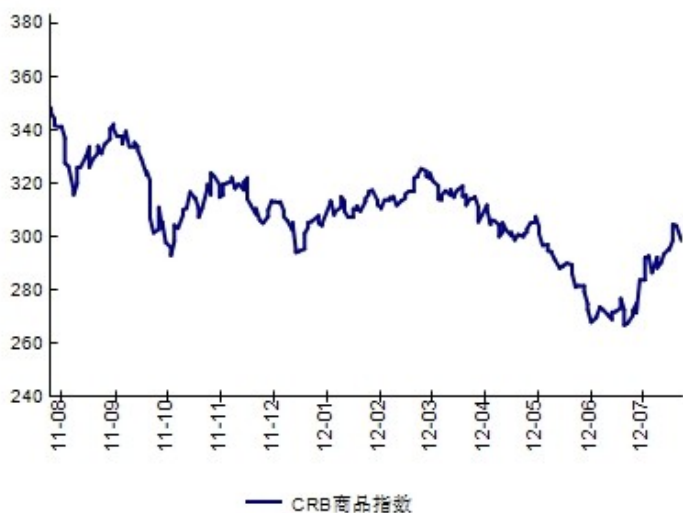
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对欧元继续上升, 由于欧债危机再度深化导致美元短期走强。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于金属与原油价格下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数上升, 对其避险需求增加。



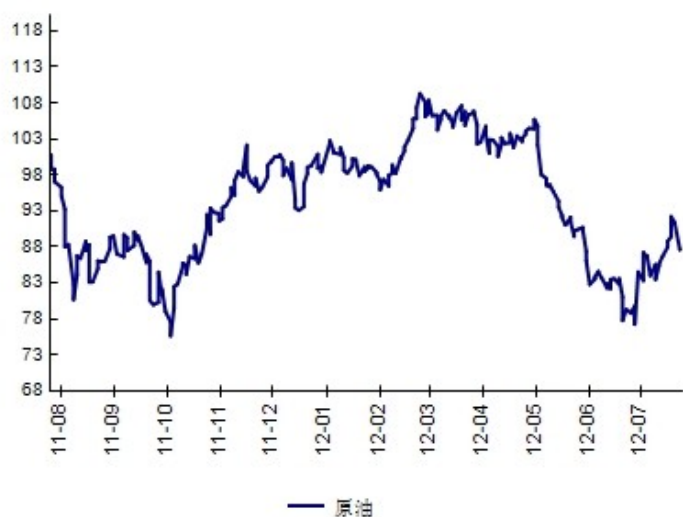
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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，由于市场担忧中国经济增长放缓，欧债危机加深打压原油需求。



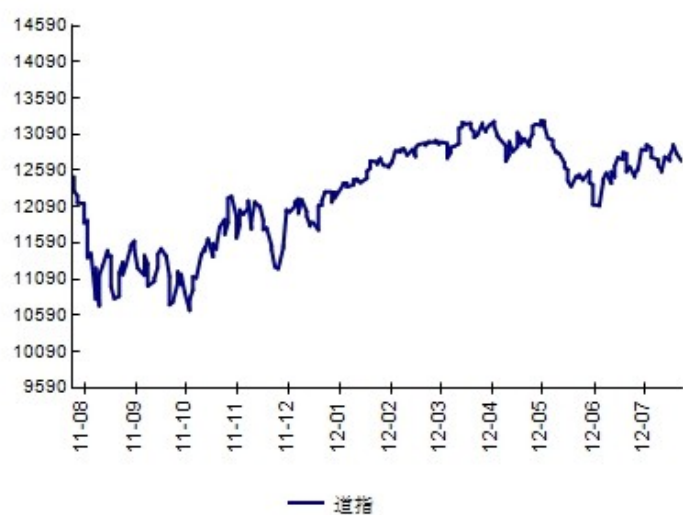
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下滑，由于希腊退出欧元区的风险的再度临近，且市场预计金属消费大国中国经济增速放缓。



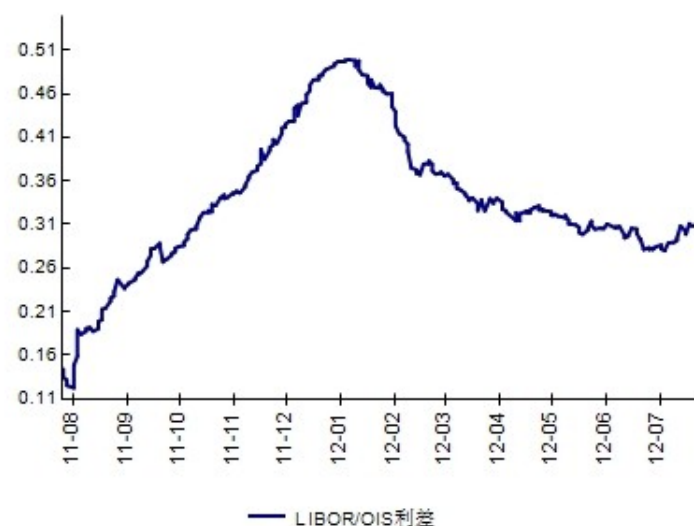
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下降，由于希腊退出欧元区、西班牙需全面救助的风险上升。



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轻。



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
07/16/2012 20:30	商品零售额	Jun	0.20%	-0.50%	-0.20%
07/16/2012 20:30	除汽车外零售额	Jun	0.00%	-0.40%	-0.40%
07/16/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Jun	0.20%	-0.20%	-0.10%
07/16/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Jun	0.20%	-0.10%	0.00%
07/16/2012 22:00	营运库存	May	0.20%	0.30%	0.40%
07/17/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Jun	0.00%	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%	0.20%
07/17/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Jun	1.60%	1.70%	1.70%
07/17/2012 20:30	消费价指除食品与能源 (同比)	Jun	2.20%	2.20%	2.30%
07/17/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Jun	229.547	229.478	229.815
07/17/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Jun	--	229.916	229.446
07/17/2012 21:00	净 TIC 流量总计	May	--	\$101.7B	-\$20.5B
07/17/2012 21:00	长期净 TIC 流量	May	\$41.3B	\$55.0B	\$25.6B
07/17/2012 21:15	工业产值	Jun	0.30%	0.40%	-0.10%
07/17/2012 21:15	设备使用率	Jun	79.20%	78.90%	79.00%
07/17/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Jun	--	0.70%	-0.40%
07/17/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Jul	30	35	29
07/18/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 13	--	16.90%	-2.10%
07/18/2012 20:30	新宅开工指数	Jun	745K	760K	708K
07/18/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Jun	5.20%	6.90%	-4.80%
07/18/2012 20:30	建筑许可	Jun	765K	755K	780K
07/18/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Jun	-2.40%	-3.70%	7.90%
07/19/2012 02:00	联储黄皮书				
07/19/2012 20:30	首次失业人数	Jul 14	365K	386K	350K
07/19/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 7	3300K	3314K	3304K
07/19/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 15	--	-37.9	-37.5
07/19/2012 21:45	彭博经济预期	Jul	--	-11	-11
07/19/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Jul	-8	-12.9	-16.6
07/19/2012 22:00	现房销售	Jun	4.62M	4.37M	4.55M
07/19/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Jun	1.50%	-5.40%	-1.50%
07/19/2012 22:00	领先指标	Jun	-0.10%	-0.30%	0.30%
07/23/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	Jun	--	-0.15	-0.45

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
07/24/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Jul	52	--	52.5
07/24/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Jul	-1	--	-3
07/24/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	May	0.40%	--	0.80%
07/25/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 20	--	--	16.90%
07/25/2012 22:00	新建住宅销售	Jun	371K	--	369K
07/25/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jun	0.40%	--	7.60%
07/26/2012 20:30	耐用品订单	Jun	0.30%	--	1.10%
07/26/2012 20:30	耐用消费品(除运输类)	Jun	0.10%	--	0.40%
07/26/2012 20:30	非国防资本货物订单 (飞机除外)	Jun	0.10%	--	1.60%
07/26/2012 20:30	非国防资本货物出货 (飞机除外)	Jun	0.60%	--	0.40%
07/26/2012 20:30	首次失业人数	Jul 21	380K	--	386K
07/26/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 14	3300K	--	3314K
07/26/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 22	--	--	-37.9
07/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jun	0.30%	--	5.90%
07/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jun	12.10%	--	15.30%
07/26/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Jul	4	--	3
07/27/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q A	1.40%	--	1.90%
07/27/2012 20:30	个人消费	2Q A	1.30%	--	2.50%
07/27/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q A	1.50%	--	2.00%
07/27/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q A	1.80%	--	2.30%
07/27/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Jul F	72	--	72
07/30/2012 22:30	达拉斯联储制造业活动指数	Jul	3	--	5.8
07/31/2012 20:30	员工成本指数	2Q	0.50%	--	0.40%
07/31/2012 20:30	个人收入	Jun	0.40%	--	0.20%
07/31/2012 20:30	个人开支	Jun	0.10%	--	0.00%
07/31/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jun	0.00%	--	-0.20%
07/31/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	Jun	--	--	1.50%
07/31/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jun	0.20%	--	0.10%
07/31/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	Jun	1.80%	--	1.80%
07/31/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	May	0.30%	--	0.67%
07/31/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	May	-1.50%	--	-1.90%

2. 欧元区 7 月消费者信心再降，欧元欧股下挫

图 13：除英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



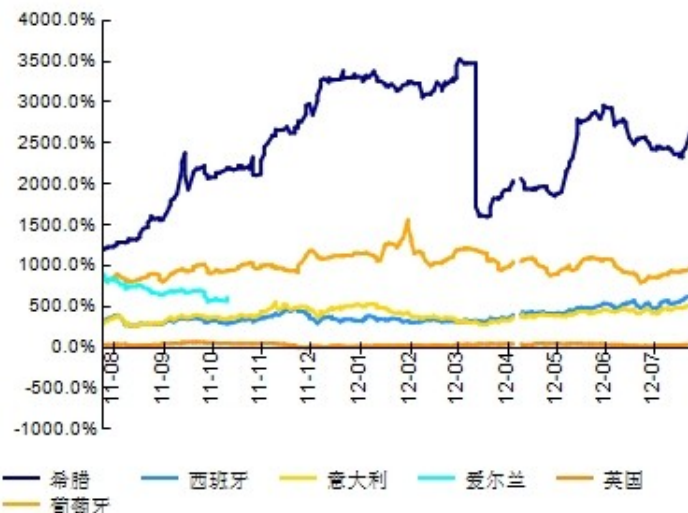
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，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。



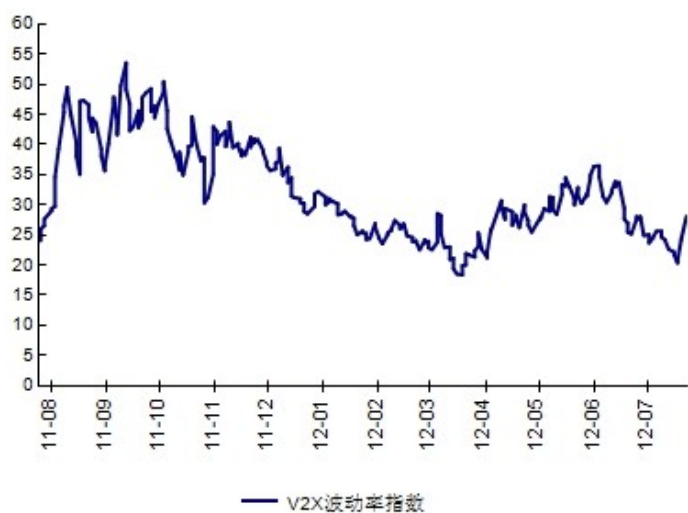
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下滑, 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。



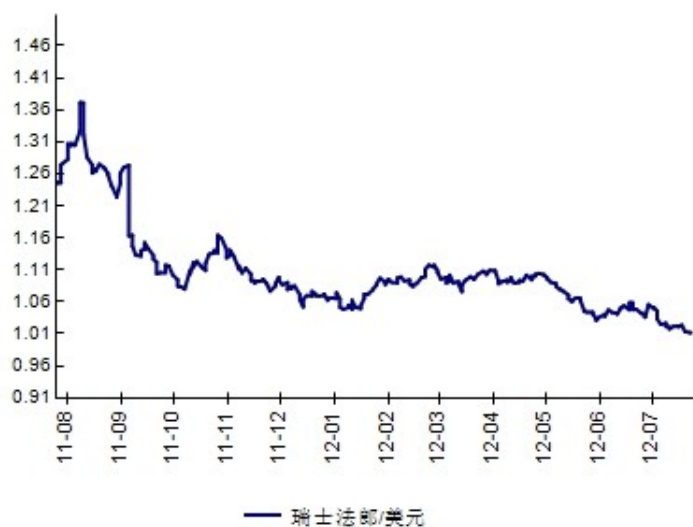
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于欧债危机再度升温, 7 月欧元区消费者信心逊于预期。



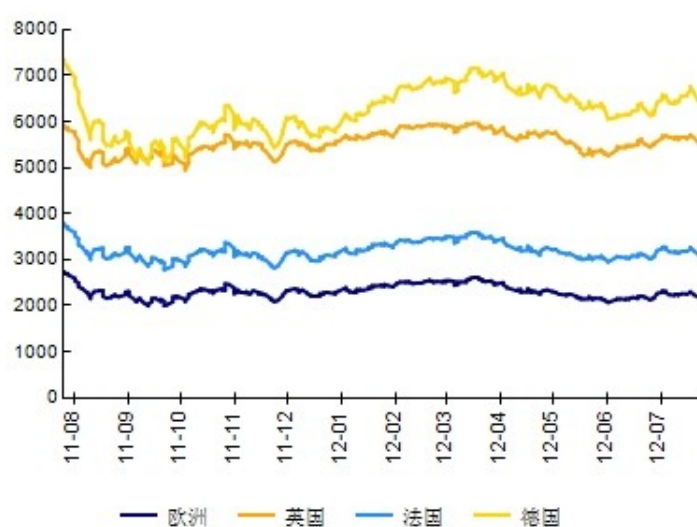
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎下跌, 对美元的避险需求有所上升。



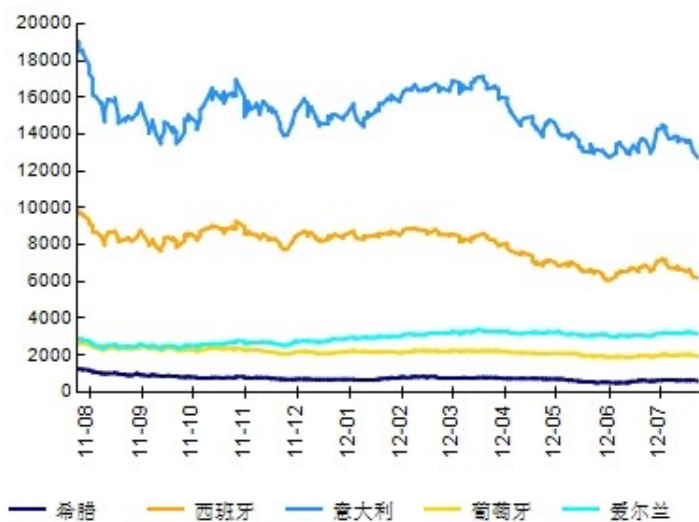
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于希腊违约风险加大, 更多西班牙地方政府寻求救助, 且 7 月欧元区消费者信心创 3 年来最低, 经济复苏前景堪虑。



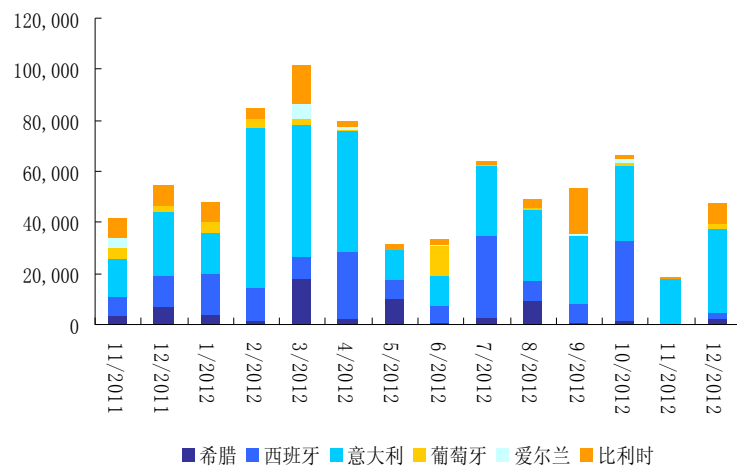
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 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



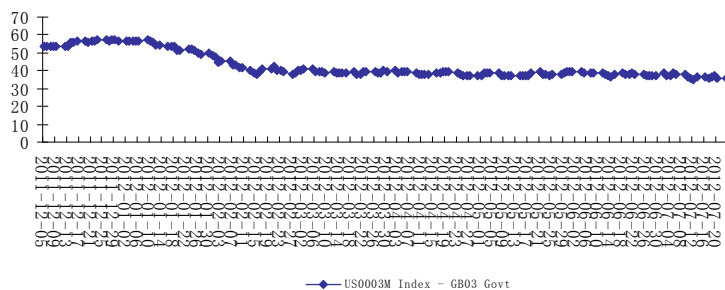
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上涨。



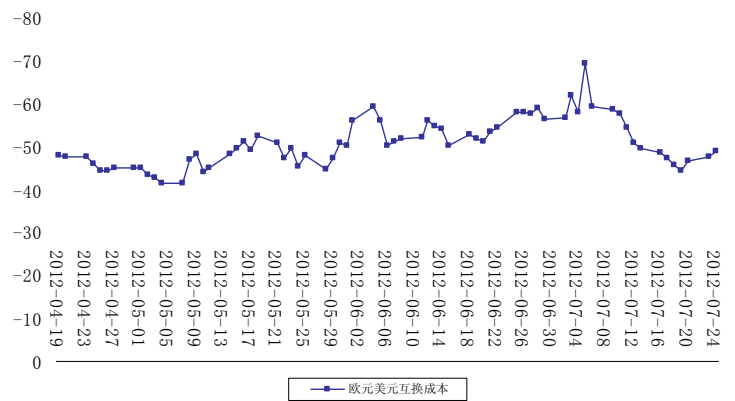
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋宽松。



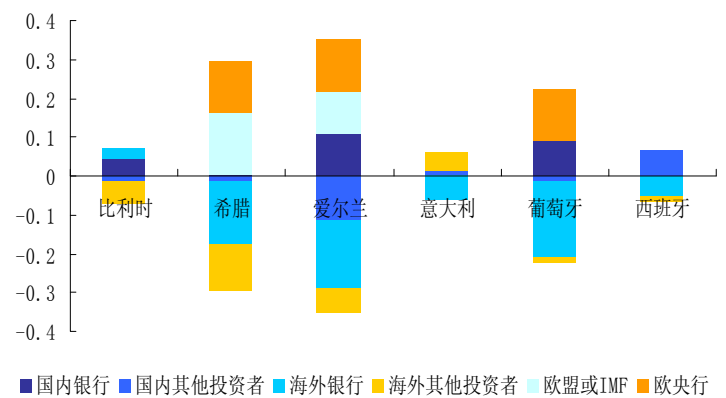
资料来源：申万研究

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 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。