

2012 年 07 月 26 日

英国二季度衰退加剧，美国房地产复苏仍有曲折

——国际金融市场风险监控 2012 年 7 月 26 日

总体判断：

- 上周五，避险情绪略有下降，风险资产涨跌互见，主要受到可能赋予 ESM 银行执照以加大救助力度提振，其中西班牙 10 年期国债收益率从高点回落至 7.37%，但 5 年期与 10 年期国债收益率近两日出现了倒挂，国债 CDS 更跌至历史低点，显示投资者对西班牙减记的担忧上升。
- 德国 7 月 IFO 商业景气指数连跌三月至 103.3，创 28 个月低点，反映欧债危机升级对欧洲最大经济体德国再度形成威胁。其中，各分项指标中，商业现况指数和商业预期指数均下滑，逊于预期。此前公布的 ZEW 经济现况指数也差于预期，也预示德国 7 月商业信心显著恶化。近期德国经济承受着外需下降与财政整顿的逆风，虽然二季度可能逃过经济衰退的一劫，但估计三季度 GDP 会步入负增长。
- 英国第二季度 GDP 下滑超预期，显示衰退加剧。英国 GDP 连续九个月收缩，今年二季度初值环比下滑-0.7%，创 3 年来最大降幅；同比亦下跌-0.8%。分行业来看，二季度建筑业产出按季度下滑-5.2%，下滑最快，对 GDP 环比增速贡献 57%；其次是制造业拖累 29%，造成工业产出下滑-1.3%，服务业下滑-0.1%。英国二季度 GDP 指标的糟糕表现，部分因为英国女王钻石婚工作日减少，且天气状况不佳。不过除去这些因素造成的影响，英国经济产出依然呈现萎缩，这意味着其政府实现减债目标的希望变得更为渺茫。如果英政府继续当前的紧缩政策，英国或将陷入削减预算导致经济增长放缓、经济疲软再导致减赤困难的恶性循环之中。此次国内生产总值跌幅远超预期极大引发了市场失望情绪，使得宽松呼声变高；但由于英国 7 月初刚宣布了资助贷款计划与进一步量化宽松，英国央行推出更多刺激措施的可能性暂时不大。我们预期，今年三季度英国经济还将处于下行通道，但第四季度有望下滑幅度减弱。
- 美国 6 月新屋销量跌幅超预期，但新屋售价继续回升。6 月新屋销售环比下降-8.4%，继前月攀升到两年高点之后，回落至 5 个月来的最低值 35 万，创两年来最大跌幅，预示美国就业市场显著下滑。东北地区新屋销售跳水 60%，跌幅最为明显。新屋销售不理想的原因之一在于低库存；以当前的销售步伐，市场足够去库存化 4.9 个月，仅略高于五月的 4.5 个月。库存减少推升了房价与房屋建设，加之房贷利率位于历史低位，总体而言，今年美国房屋市场呈现回温态势。不过从 6 月新屋销售数据看来，美国经济缓慢增长的大环境令房地产市场复苏之路崎岖不平。
- 本周关注：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

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

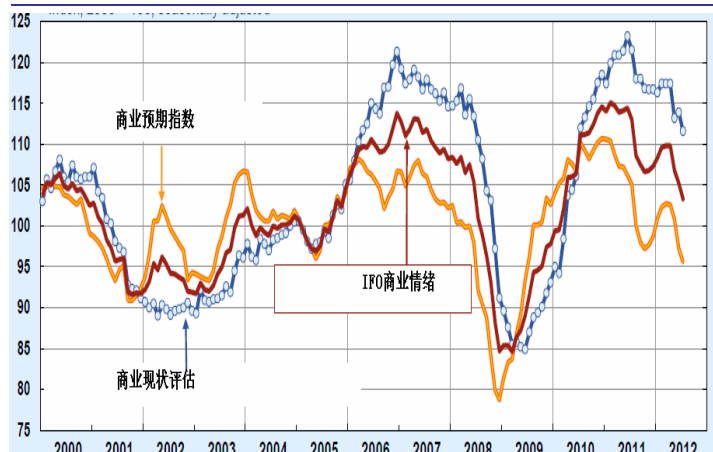
地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

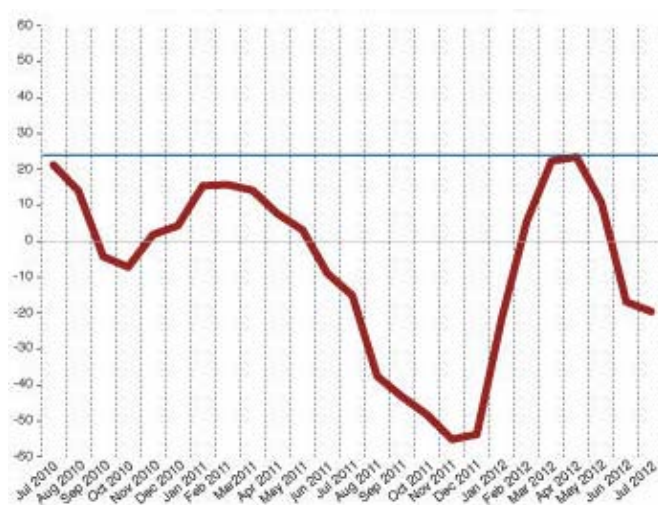
<http://www.swsresearch.com>

图 1.1: 德国 IFO 经济景气指数 7 月大幅下滑, 显示欧债危机对德国的拖累在加剧



资料来源: Ifo Institute, 申万研究

图 1.2: 德国 ZEW 经济情绪指标仍下行, 但跌幅减小



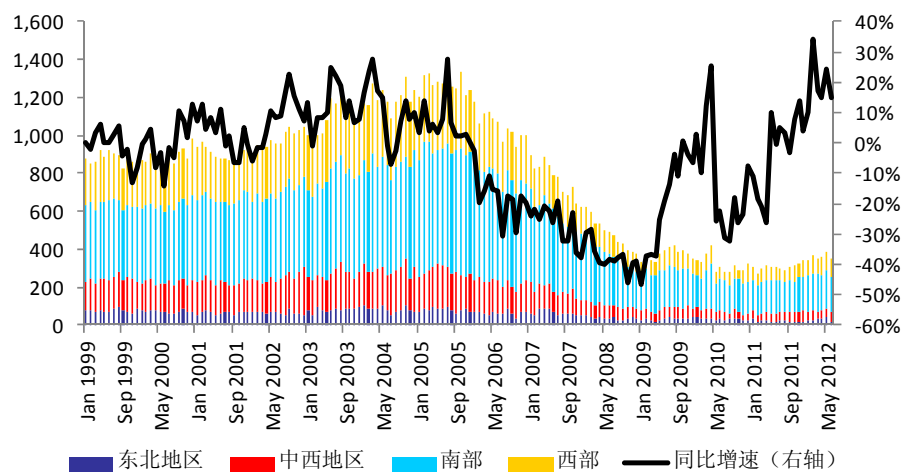
资料来源: ZEW, 申万研究

图 1.3: 英国已连续三季度负增长, 今年第二季度下滑幅度最大



资料来源: 路透, 申万研究

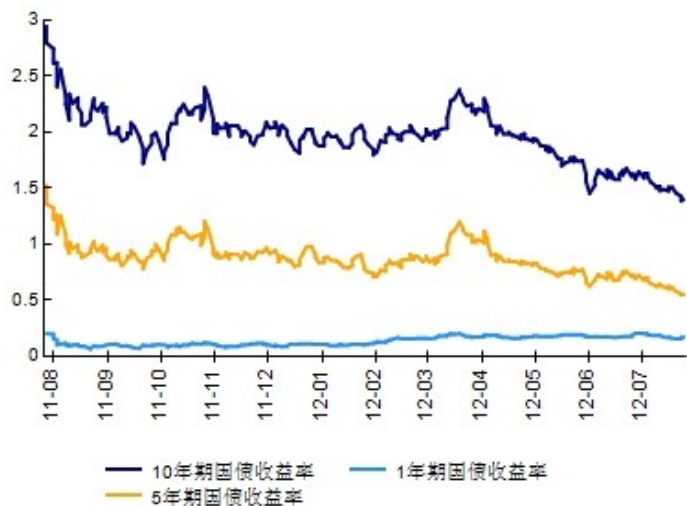
图 1.4: 近两年各地区新屋销售整体呈复苏趋势, 但时有反复



资料来源：商务部人口统计局，申万研究

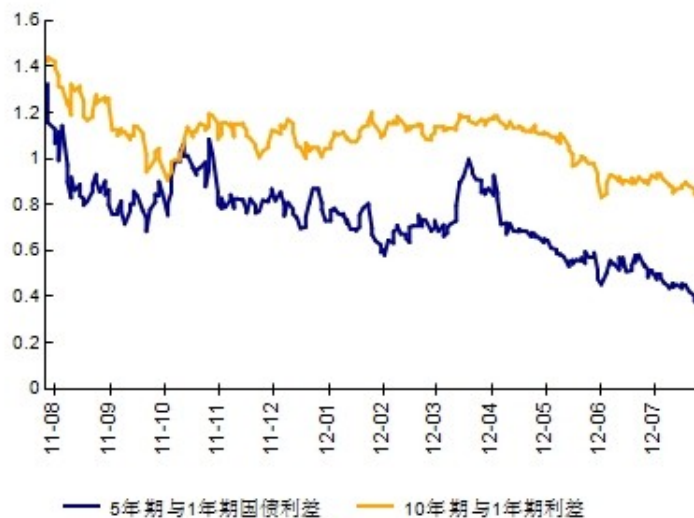
1. 美国6月新建住宅数据远低于预期引发市场宽松预期，美元下跌黄金上涨

图1：美国国债收益率小幅回升，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缓和。



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小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



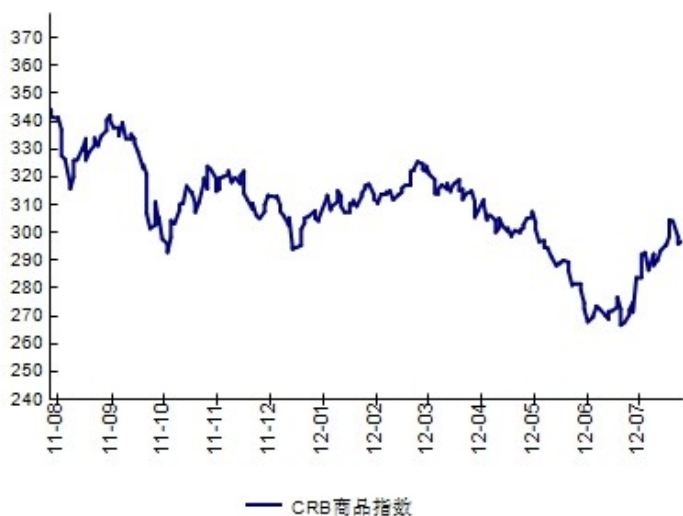
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元下降，由于美国 6 月新建住宅销售月环比远低于预期和前期数据。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格小幅上升，由于金属和原油价格回升拉动。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数下降，由于近期房产和就业数据不理想，市场认为是美国经济复苏放缓的信号，美联储或加大宽松力度。



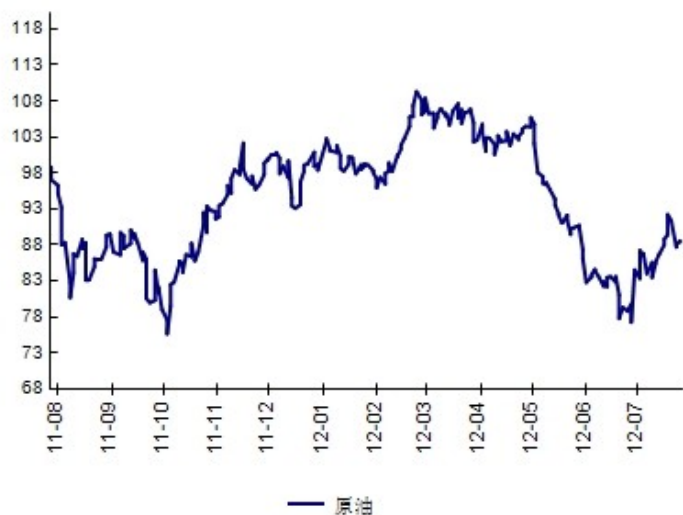
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅上涨，由于经济数据不理想引发市场预期政府或加大宽松力度，对其避险需求有所增加。



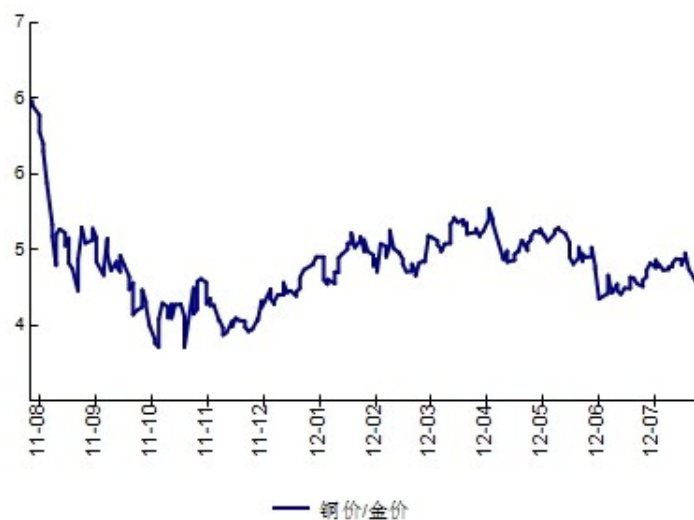
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅上涨，由于欧元对美元 6 日以来首次上升且道指反弹。



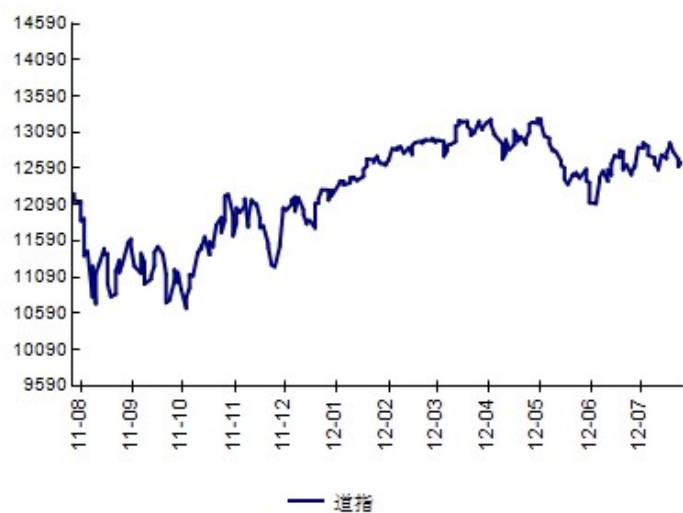
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比小幅下跌，由于宽松预期，铜价上涨幅度弱于金价。



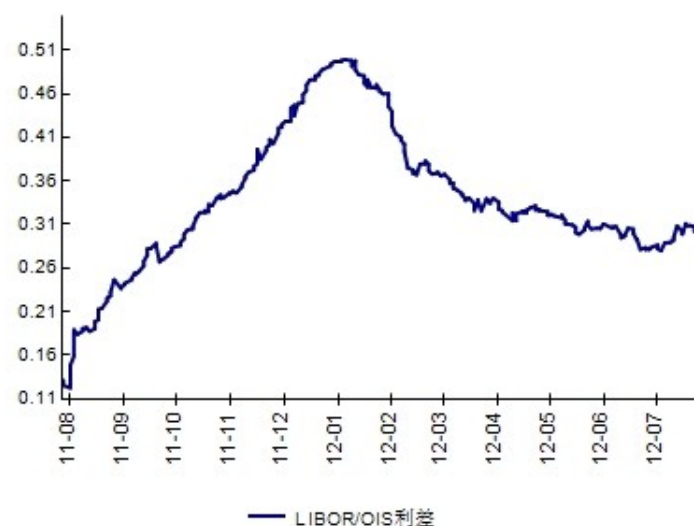
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于美国银行财报数据好于预期导致金融股拉动股指上涨。



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弱。



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	零售销售排除汽车与汽油	Jun	0.20%	-0.20%	-0.10%
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
07/24/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Jul	52	51.8	52.5
07/24/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Jul	-1	-17	-3
07/24/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	May	0.40%	0.80%	0.80%
07/25/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 20	--	0.90%	16.90%
07/25/2012 22:00	新建住宅销售	Jun	372K	350K	369K
07/25/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jun	0.70%	-8.40%	7.60%

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
07/26/2012 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	Annual Revisions: Gross Domestic Product				
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	达拉斯联储银行制造业活动指数	Jul	3	--	5.8
07/31/2012 20:30	Annual Revisions: Personal Income and Spending				
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%

2. 德国汽车制造企业财报数据好于预期，欧股欧元上升

图 13：除葡萄牙外，其他欧猪五国国债收益率均回落，对经济担忧情绪有所收敛。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙外，其他国国债利差均下滑，对经济担忧情绪有所缓和。



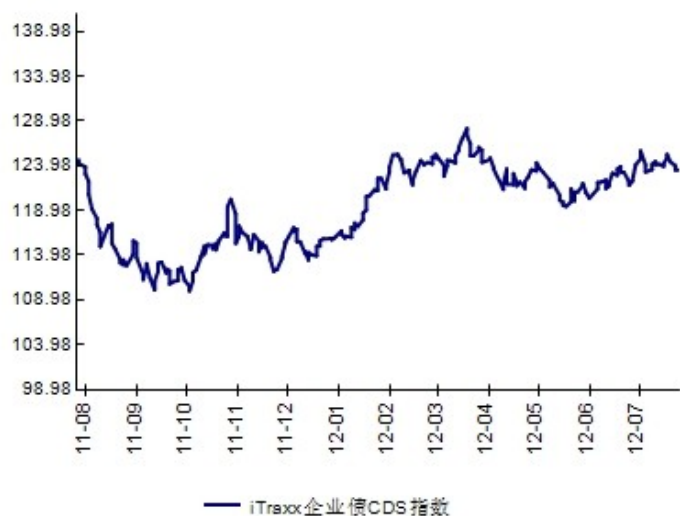
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均回落，对债务违约风险担忧情绪有所减少。



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。



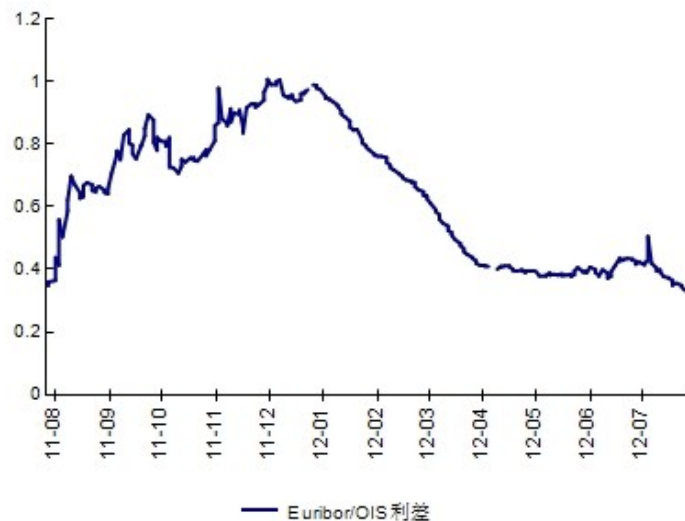
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下滑, 股市波动风险减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



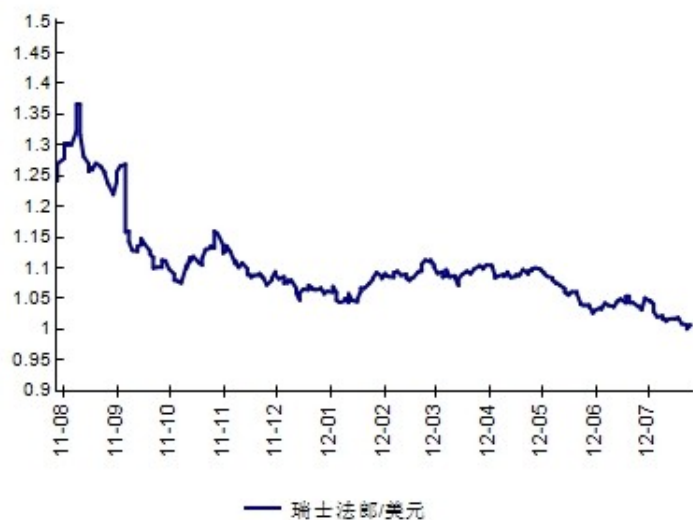
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元回升, 由于德国汽车制造商的财报数据好于预期。



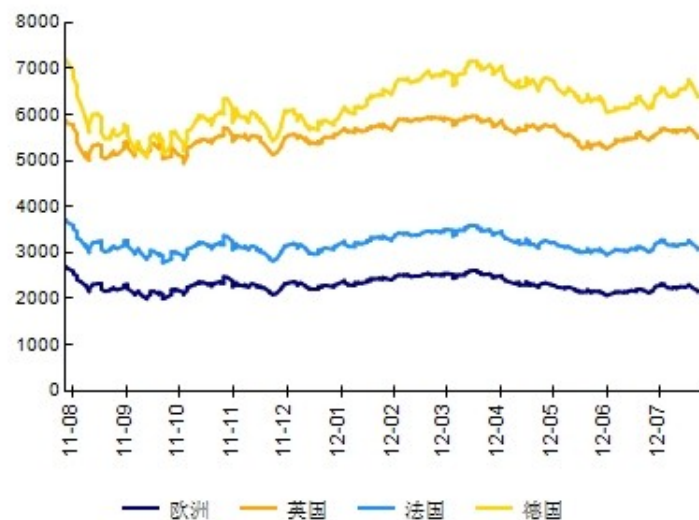
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上扬, 对美元的避险需求有所减少。



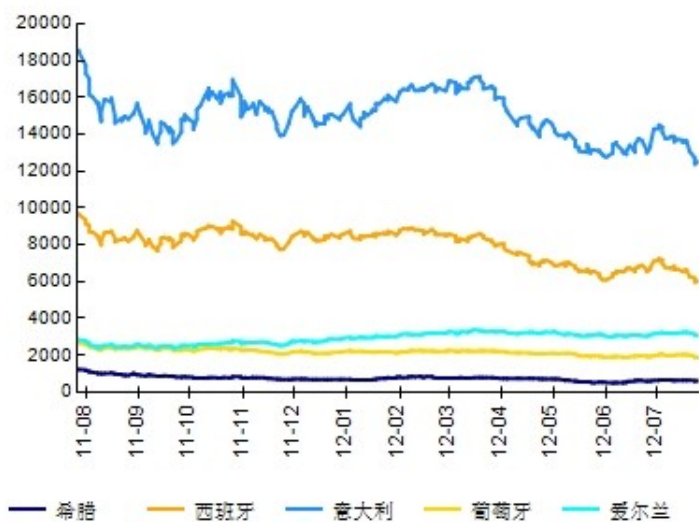
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 其他欧洲股市均因德国汽车制造商的财报数据高于预期而小幅回升。英国报告称其上季度经济萎缩程度超预期导致其股市继续下挫。



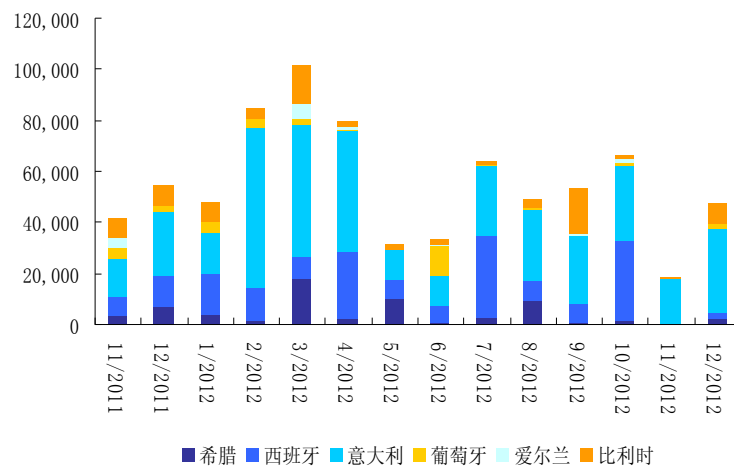
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙和爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均回升。



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



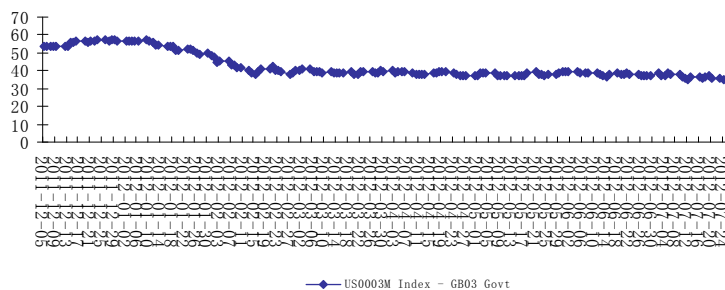
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均回落。



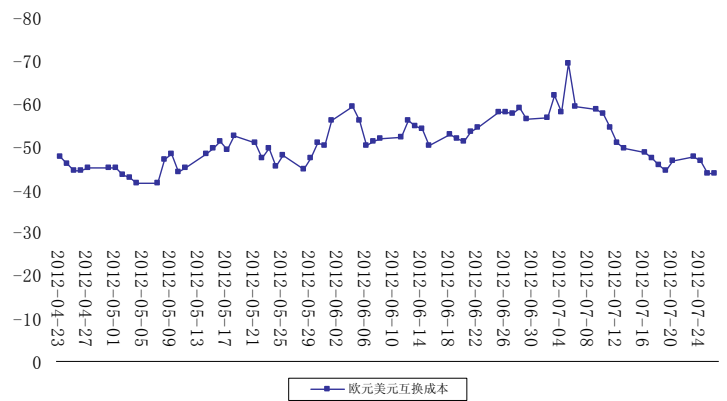
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 与上一日持平。



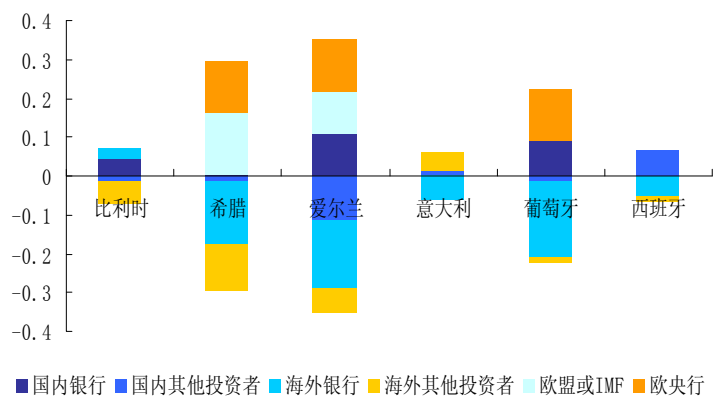
资料来源: 申万研究

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%	季度 GDP 环 比	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	12-07-24	AAA	负面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
	93-04-29	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							12-01-27	A-	负面

利									
	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、谢伟玉：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。