

2012 年 07 月 31 日

欧央行或将出手，美英暂时观望

——美联储、欧洲和英国央行议息会议前瞻

总体判断：

- 昨日欧美股市表现不一，美国避险情绪有所上扬。从公布的经济数据显示，美国 7 月达拉斯联储制造业指数和欧元区信心指数均大幅低于预期，使得欧元止升回跌。而市场对于即将到来的欧美议息会议反映不同：对美联储是否加大宽松持谨慎观望；而由于欧债危机升级，市场大都预期欧央行进一步推出刺激政策。
- 美国因就业市场缓慢复苏，而且 6 月已将扭曲操作（OT）延至年底，进一步刺激的概率减小，预计 7 月 31 日-8 月 1 日的美联储议息会议很可能按兵不动。上月召开的议息会议上，美联储决定延长“扭转操作”至今年年底，维持利率不变。诚然，美国面临一定程度上的增长问题，二季度消费和投资整体下滑，失业率也转而上升，加上四季度的财政悬崖，令美国经济的前景蒙上阴影，存在二次衰退的下行风险。但是，目前来看，劳动力市场虽然低迷，但 5 月至今的非农就业呈缓慢复苏之势，这意味着目前的美国经济数据还不够差到促使美联储马上推出进一步宽松措施，因时机还不成熟，如果 8 月初将公布的 7 月非农就业如期升至 10 万人左右，那么 QE3 的必要性就进一步下降。
- 我们认为，QE3 的概率现在降至 30%，是否推行由美联储视经济疲弱程度而相机抉择。前两轮量化宽松推行时，核心 CPI 分别为 2.0% 与 0.9%，而目前核心 CPI 略高于 2% 这一目标值，推行的条件还未完全成熟。美联储是否在 9 月推出刺激措施，仍需进一步数据支撑，重点关注 7、8 月非农就业人数、首次申请失业救济人数等就业指标和 PCE、核心 CPI 等通胀指标。
- 我们认为，8 月 2 日的欧央行会议可能采取更多刺激政策，包括重启 SMP 等非常规货币政策，抑制融资成本上升，缓解经济下滑压力。近期，欧央行表示将尽其所能捍卫欧元，德拉吉也暗示或将使用 SMP 购买债券，德国虽仍反对但较之前态度有所软化，最终能否达成一致成为关键。其它可能的议息结果包括：放松抵押品、降低最低准备金要求，降低欧央行隔夜存款利率至负利率，给予 ESM 银行牌照由欧央行无限发放贷款等，其中最后一项措施效力最大，但阻力也最大，受到德国的坚决反对，此次欧央行议息会议推出的概率较小。
- 8 月 2 日英国央行议息会议推出大规模刺激的概率较小。7 月，英央行议息会议决定维持利率于 0.50% 不变，追加 500 亿量化宽松，使总规模达到 3750 亿英镑。会议纪要显示，绝大多数委员投票赞成扩大 QE。在欧债危机的冲击下，出口与通胀下滑，下半年通胀或继续回落；在评价新贷款计划和流动性措施后，央行可能会考虑降息。上周英国公布二季度 GDP 意外萎缩 0.7%，意味着经济已连续九个月收缩，陷入衰退中。我们认为，英国经济衰退超预期导致宽松必要性上升，但鉴于上月已增加 QE 额度，此次议息会议刺激空间不大。
- 关注：7 月 31 日-8 月 1 日 美国 FOMC
8 月 2 日 欧央行会议

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

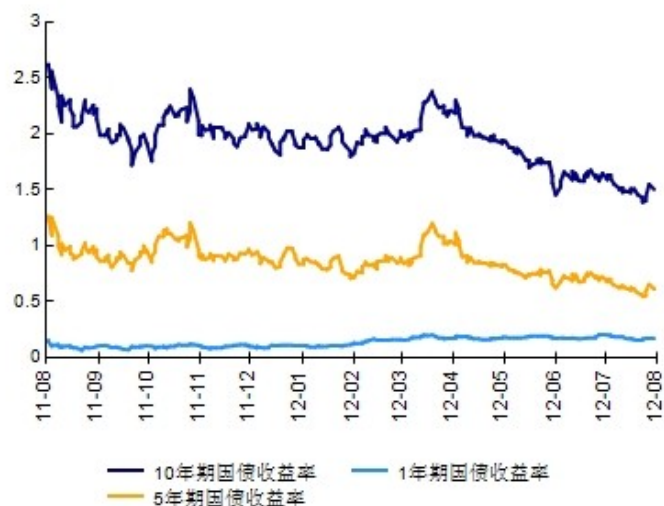
电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

1. 7月达拉斯联储制造业指数大幅下滑， 美股回落

图1：美国国债收益率下降，对其需求增加，对经济形势担忧有所增加。



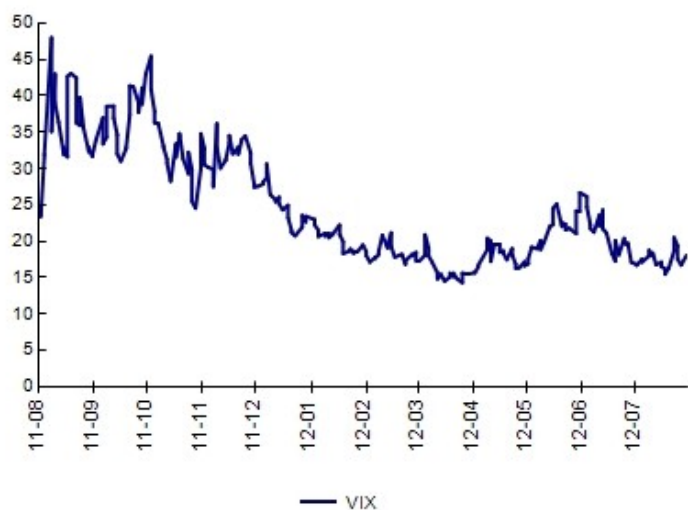
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差下降，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。



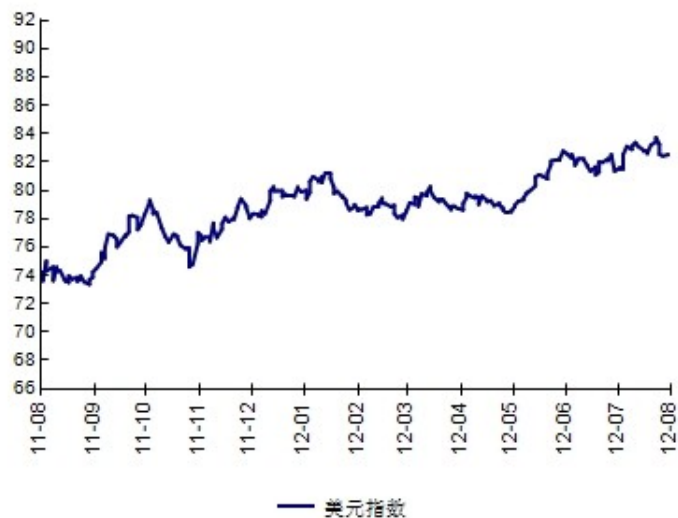
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对欧元继续上升，对日元下滑。



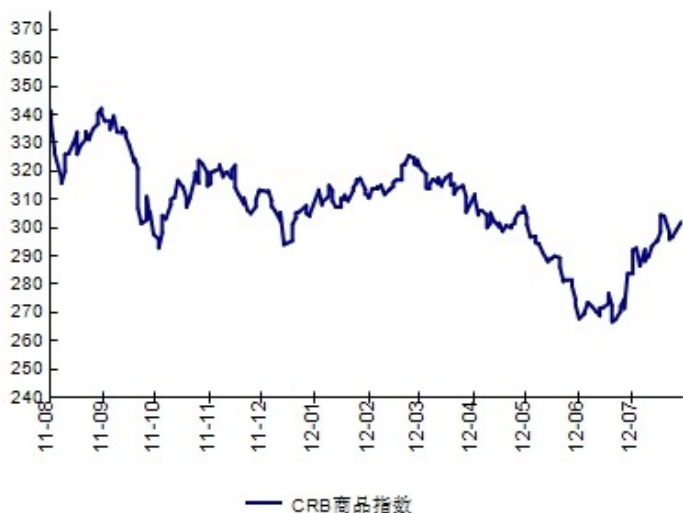
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 7：大宗商品价格上涨，由于美国干旱导致农作物价格飙升。



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。



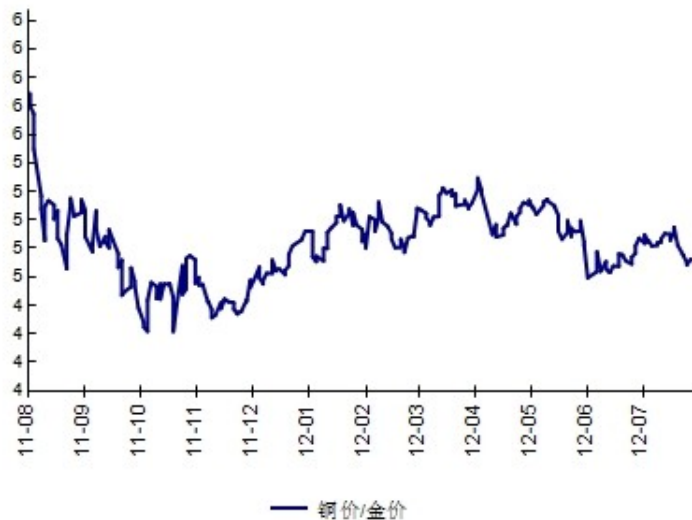
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格下跌，由于预期本周议息会议结果各央行宽松力度不足，且美元对欧元上升打压油价。



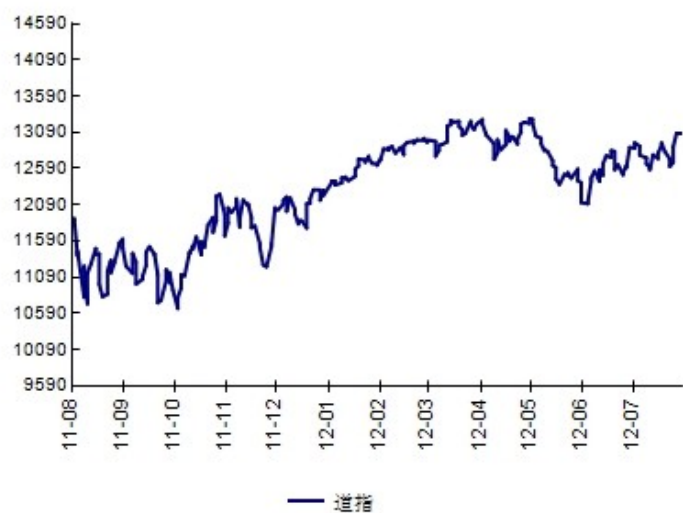
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比与小幅下滑，由于议息会议前市场持观望态度，铜价下跌。



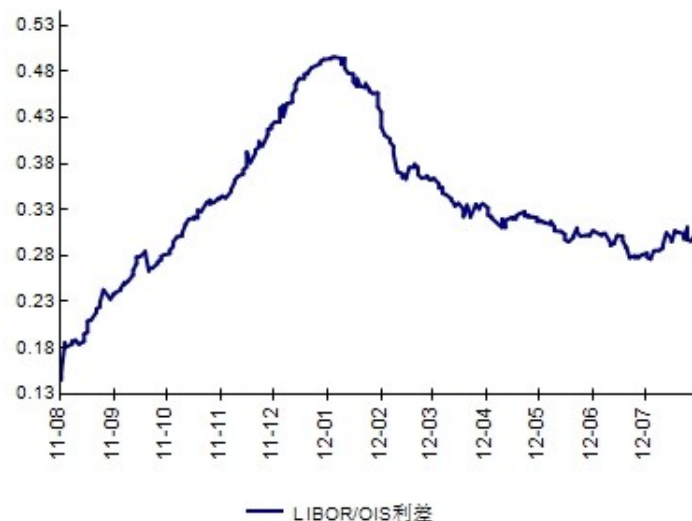
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下滑，由于 7 月达拉斯联储制造业指数大幅下跌，显示制造业有所萎缩。



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
07/17/2012 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%
07/26/2012 20:30	耐用品订单	Jun	0.30%	1.60%	1.10%
07/26/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	Jun	0.10%	-1.10%	0.40%
07/26/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jun	0.10%	-1.40%	1.60%
07/26/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jun	0.60%	1.20%	0.40%
07/26/2012 20:30	首次失业人数	Jul 21	380K	353K	386K
07/26/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 14	3300K	3287K	3314K
07/26/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 22	--	-38.5	-37.9
07/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jun	0.30%	-1.40%	5.90%
07/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jun	12.10%	8.40%	15.30%
07/26/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Jul	4	5	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%	1.50%	1.90%
07/27/2012 20:30	个人消费	2Q A	1.30%	1.50%	2.50%
07/27/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q A	1.50%	1.60%	2.00%
07/27/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q A	1.80%	1.80%	2.30%
07/27/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Jul F	72	72.3	72
07/30/2012 22:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	Jul	2	-13.2	5.8

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
07/31/2012 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	1.70%	--	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	0.40%	--	0.67%
07/31/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	May	-1.50%	--	-1.90%
07/31/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	May	137.59	--	135.8
07/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Jul	52.4	--	52.9
07/31/2012 22:00	消费者信心	Jul	61.4	--	62
07/31/2012 08/01	密尔沃基采购经理指数	Jul	--	--	60.2
08/01/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 27	--	--	0.90%
08/01/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Jul	120K	--	176K
08/01/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Jul	--	--	--
08/01/2012 22:00	ISM 制造业	Jul	50.2	--	49.7
08/01/2012 22:00	ISM 支付价格	Jul	40.5	--	37
08/01/2012 22:00	建筑开支月环比	Jun	0.40%	--	0.90%
08/02/2012 02:15	FOMC 利率决策	Aug 1	0.25%	--	0.25%
08/02/2012 05:00	汽车总销售量	Jul	14.00M	--	14.05M
08/02/2012 05:00	国内汽车销售量	Jul	11.00M	--	11.05M
08/02/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Jul	--	--	-9.40%
08/02/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Aug	--	--	47
08/02/2012 20:30	首次失业人数	Jul 28	370K	--	353K

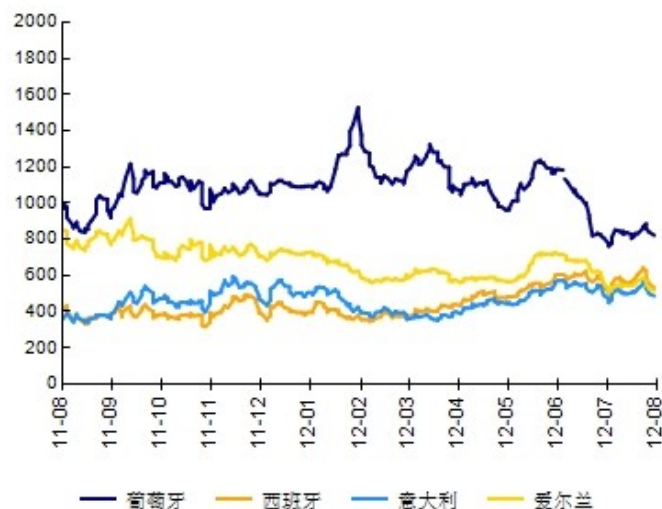
2. 7月欧元区信心指数全面下挫，欧元下跌

图 13：除意大利和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下滑。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除意大利和英国外，其他国国债利差均下滑，对经济担忧情绪有所减弱。



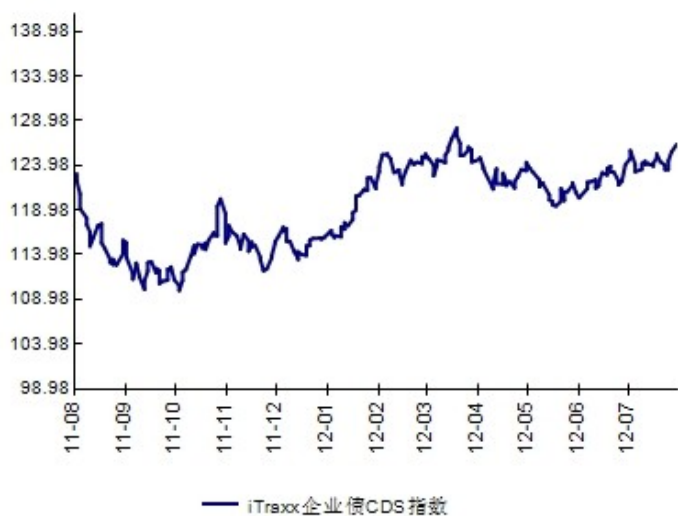
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减轻。



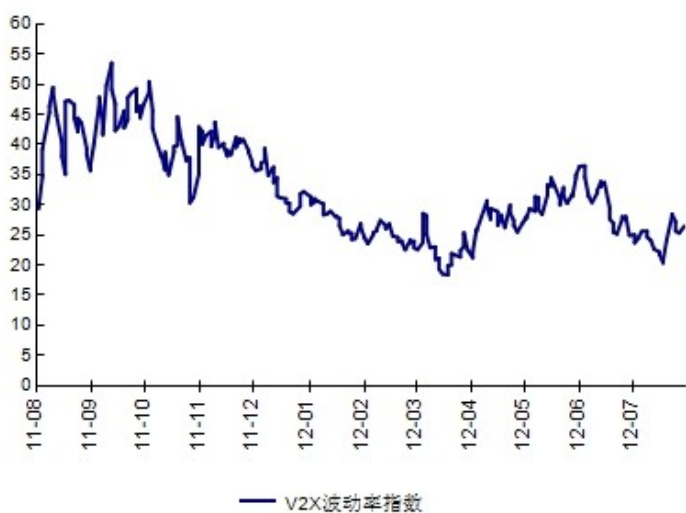
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



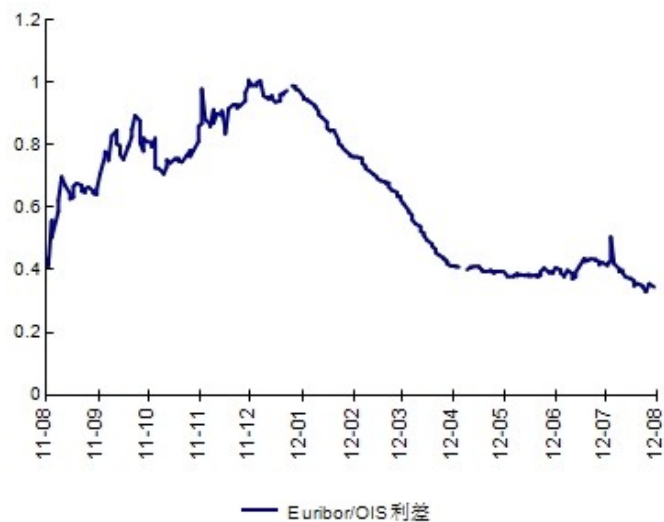
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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。



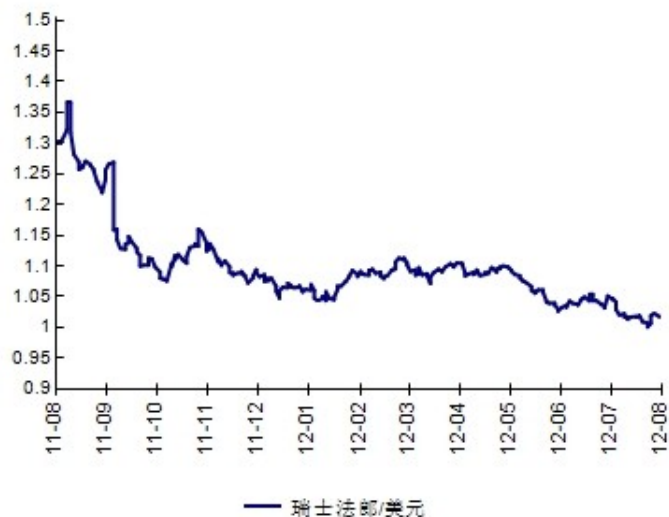
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于 7 月欧元区消费、经济、服务业与工业信心均下滑, 表明主权债务危机在妨碍欧洲经济增长。



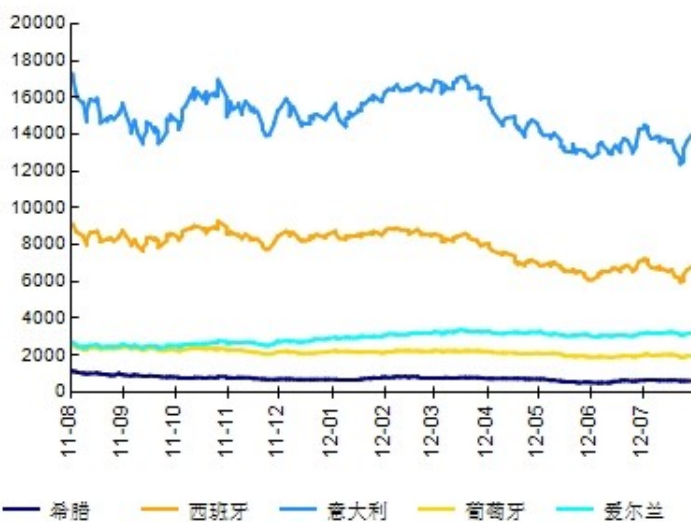
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎下跌, 对美元的避险需求有所上升。



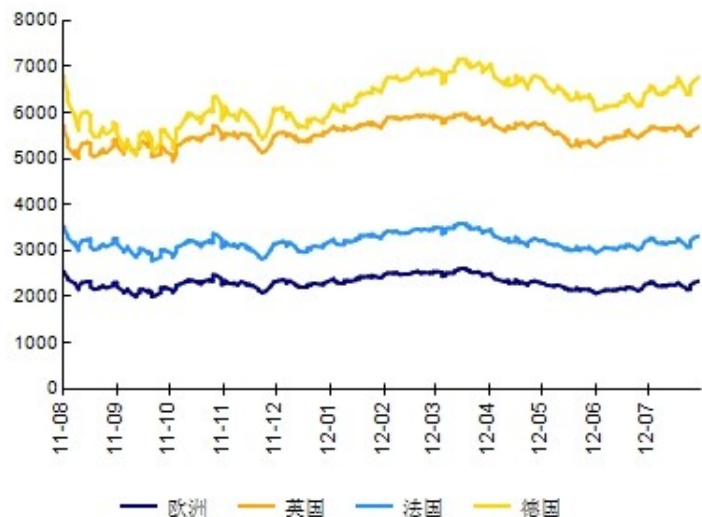
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上升。



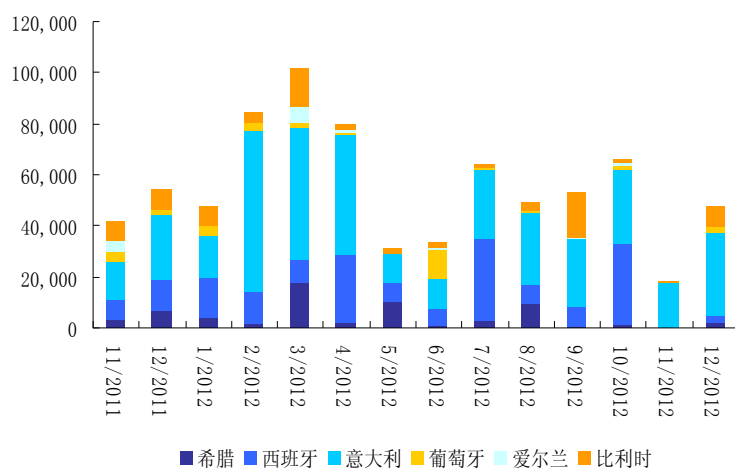
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于预期欧央行将采取更多刺激政策解决欧债问题。



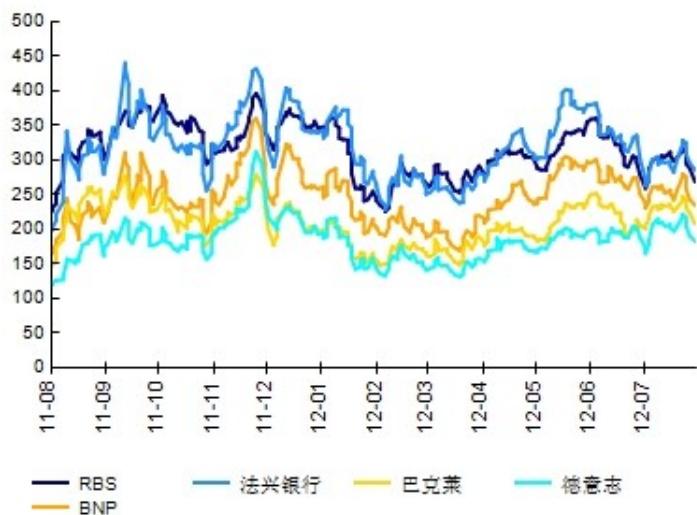
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



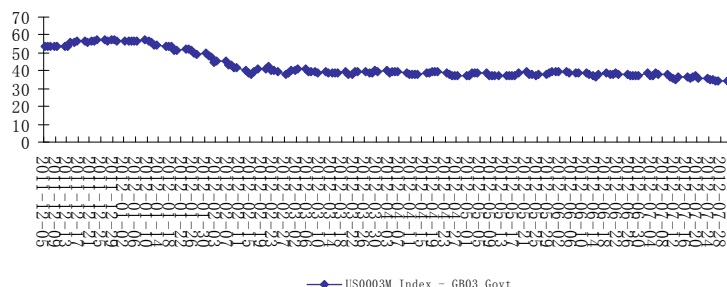
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均下降。



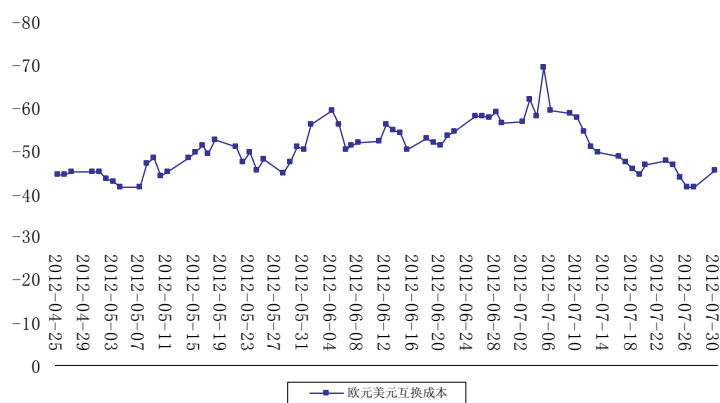
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 上升, 资金趋紧。



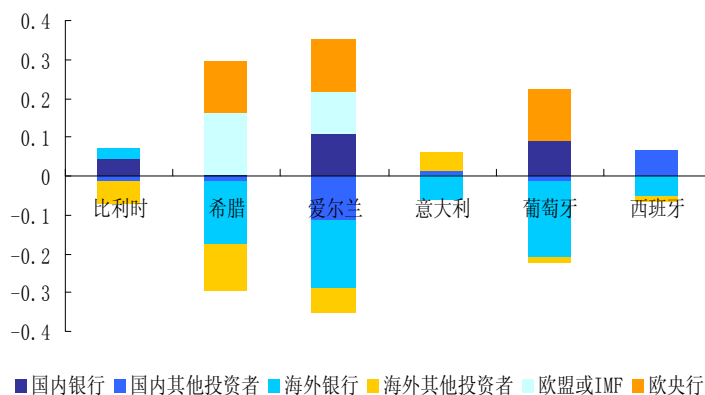
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本上涨。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 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2012-3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		2411.45	304.26	45.03	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30
希腊	2.53	399.15	63.19	17.60	9.18	85.03	38.97	6.43	737.92
爱尔兰	216.38	245.15	937.53	148.11	80.78	1374.85	442.24	206.90	3370.51
意大利	115.51	3338.90	1334.74		335.92	572.12	373.53	287.44	6517.63
葡萄牙	9.90	204.79	272.14	30.70	773.56	196.44	48.40	8.39	1578.09
西班牙	131.54	1152.61	1399.19	263.23		847.63	418.03	213.61	5043.43
德国	156.25	2212.49		2589.69	580.88	3278.28	2242.10	1366.16	13331.03
法国	291.54		1985.73	365.25	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30

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
意大利							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。