

2012 年 09 月 04 日

相关研究

欧央行离刺激更进一步
2012 年 8 月 3 日

美联储议息会议按兵不动
但暗示刺激
2012 年 8 月 2 日

美德二季度经济受消费拖累，三季度将企稳
2012 年 8 月 1 日

美国第二季度 GDP 如期下滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

欧美刺激预期再起，提振风险资产
2012 年 7 月 27 日

英国二季度衰退加剧，美国房地产复苏仍有曲折
2012 年 7 月 26 日

证券分析师

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

研究支持

钟嘉妮 A0230112070027
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>

欧元区制造业 PMI 回升，预示制造业收缩减速

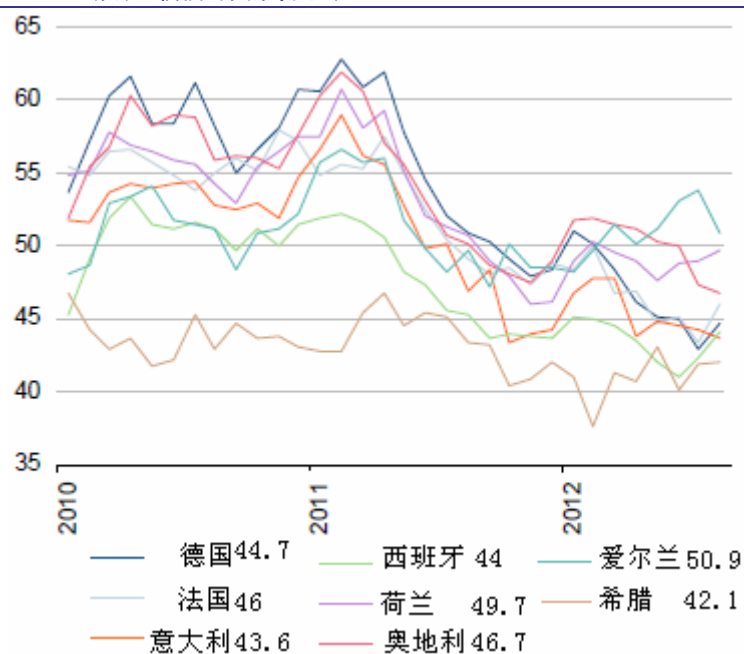
——欧元区 PMI 点评

总体判断：

- 昨日美国劳动节休市，而欧股受市场对宽松货币政策的预期提振而继续上涨。
- **结论：**我们认为，近期欧元区制造业下滑最快的时刻已经过去，制造业收缩幅度放缓，对经济的拖累也将减弱。欧元区需求逐步回暖，特别是新出口订单轻微收敛，有助于提振中国的外需。我们预计，随着 9 月一些不确定性的消除，欧债危机持续缓解，PMI 有望继续反弹，这对于全球经济都将构成支撑。
- **关键假设：**9 月制约制造业回暖的一些不确定性能否如期消除，将是制造业 PMI 能否持续回升的关键。ESM 有望在德国最高法院顺利通过，西班牙、希腊也将明确将获得约定的贷款，荷兰大选如果亲欧的多党联盟上台，将有利于欧元区的复苏，将带动边缘国家和欧元区的 PMI 继续回升。而风险在于，欧元区失业率高企，通胀短期上行，对欧元区制造业 PMI 持续回升构成阻碍。
- 欧元区 8 月制造业 PMI 从 7 月的 44 回升至 45.1，显示制造业收缩放缓，不过仍低于预期的 45.3。欧元区已持续 13 个月衰退，产能过剩、成本压力等问题仍然存在，导致制造业就业和库存持续低迷。但是，8 月释放了一些积极信号，不少国家的产出和新订单收缩速度均放缓，这一趋势如能持续，将有利于欧元区制造业、就业乃至经济的企稳回升。
- （1）从核心国来看，德法制造业下滑减速，不过幅度有限。德国 8 月制造业 PMI 由 43 小幅回升至 44.7，出现今年 1 月以来首次反弹，其中产出、新订单量和就业收缩速度轻微收敛，而低库存使得供应商货品流转速度提高，国内需求减弱了新订单量的下滑速度并使消费品产出扩张，但是外需低迷导致新出口订单锐减，衰退速度创 16 个月来新高。与德国相似，法国 8 月制造业 PMI 从 43.4 上涨至 46，回到今年 4 月份之前的水平，主要是生产收缩幅度减弱带动新订单量下滑减速。究其根本原因，边缘国家形势改善对于核心国家构成提振。但从趋势上来看，欧元区国家之间的贸易量减少，是由于欧元区国家内部互惠造成德法这两个经济强国享受的制度红利减弱，这严重影响了核心国的投资品产出和新出口订单量，出口形势严峻，可能拖累三季度 GDP 增长。
- （2）边缘国家的制造业或筑底企稳：西班牙和希腊的制造业指数均继续上涨，8 月指数分别为 44 和 42.1，主要因为新订单量下滑速度放缓。但值得警惕的是，失业率和通胀上行会阻碍两国经济表现。两国的制造业就业仍加速下滑，这是由于企业因为行业竞争导致产品出厂价格继续下滑，加上内需低迷，最终不得不压缩利润和裁员，并主动减少原材料购买和产量。另外，投入价格继续上涨，使两国存在通胀隐患。
- （3）英国制造业 8 月 PMI 大幅回升至 49.5，主要因为产出、新订单和新出口订单的收缩速度有所缓解。与德法相似的是，英国的投资品产出也继续下滑，而消费品产出上升；国内需求使得新订单大幅下滑势头有所停滞。8 月新出口订单下滑速度略有放慢，主要与 7 月该指数偏低的缘故，而外需依旧疲弱。
- （4）意大利和奥地利制造业加速衰退。意大利情况不容乐观，国内需求未抬头，外需仍下滑，导致其 8 月新出口订单衰退速度创 8 个月以来的新高。而制造业就业率由于需求低迷而继续下滑，下降速度创 3 年来新高。
- （5）爱尔兰制造业继续领跑欧元区其它国家，仍处于扩张阶段，但是速度大幅放缓。其中，投入价格出现上涨，主要是由于欧元贬值、能源和原材料价格高企
- 本周关注：9 月 6 日 欧央行议息会议

1. 欧元区制造业PMI回升，预示制造业收缩减速

图 1.1：欧元区制造业 PMI 整体回升，只有爱尔兰、奥地利、意大利这些前期调整较慢的国家仍下跌



注：各国后面的数字为今年8月的制造业PMI值。

资料来源：彭博，申万研究

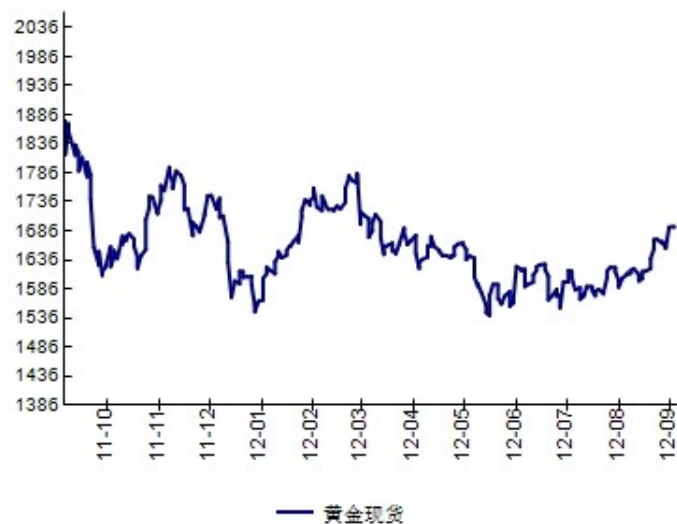
2. 美国周一劳动节休市，美元走低

图2：黄金现货价格继续上涨，避险情绪有所转移至日元。

图1：美元下跌，由于欧元区和中国的8月制造业继续收缩导致市场预期美国8月制造业情况将不会扩张。



资料来源：Bloomberg，申万研究



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
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	2.60%	1.80%	0.60%
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.50%	4.20%	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	Jul	0.50%	-0.40%	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	-0.20%	-3.40%	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	-0.10%	0.00%	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Aug	-6.5	-1.6	-13.2
08/28/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Jun	0.45%	0.94%	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.05%	0.50%	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	--	1.22%	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	142.21	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	132.54	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	66	60.6	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-10	-9	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	-4.30%	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.50%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	1.60%	1.60%
08/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q S	1.80%	1.80%	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	2.40%	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	11.10%	15.00%	8.40%
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	0.30%	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	0.40%	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	Jul	1.40%	1.30%	1.50%
08/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Jul	1.70%	1.60%	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	374K	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	3307K	3316K	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	-47.3	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	3	8	5
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.2	53	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	74.3	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	2.80%	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	49	42.9	46.7

本周将公布的经济数据

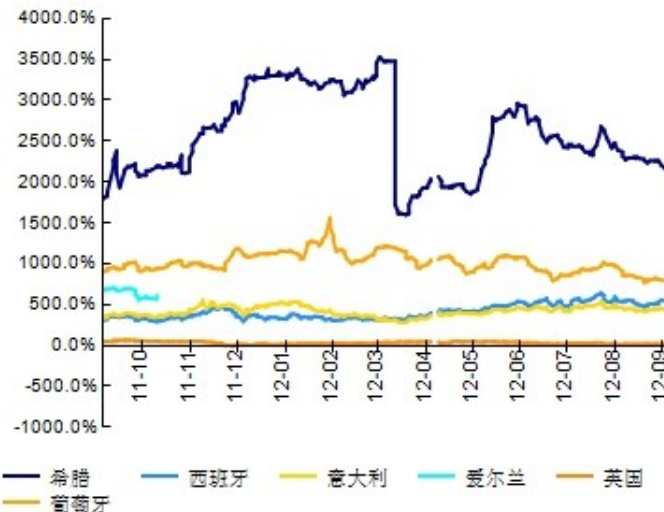
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	51.9	--	--
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	--	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	46	--	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.40%	--	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.20M	--	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.05M	--	11.00M
09/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 31	--	--	-4.30%
09/05/2012 20:30	非农生产力	2Q F	1.80%	--	1.60%
09/05/2012 20:30	单位劳务成本	2Q F	1.40%	--	1.70%
09/05/2012 21:45	ISM 纽约	Aug	--	--	55.2
09/06/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Aug	--	--	-44.50%
09/06/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	--	46.4
09/06/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	145K	--	163K
09/06/2012 20:30	首次失业人数	Sep 1	370K	--	374K
09/06/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 25	3315K	--	3316K
09/06/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 2	--	--	-47.3
09/06/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Aug	52.5	--	52.6
06-07 SEP	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
09/07/2012 20:30	非农就业人数增减	Aug	125K	--	163K
09/07/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Aug	140K	--	172K
09/07/2012 20:30	制造业就业人数增减	Aug	10K	--	25K
09/07/2012 20:30	失业率	Aug	8.30%	--	8.30%
09/07/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Aug	0.20%	--	0.10%
09/07/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Aug	1.80%	--	1.70%
09/07/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Aug	34.5	--	34.5
09/07/2012 20:30	家庭调查就业变动	Aug	--	--	-195
09/07/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Aug	--	--	15.00%
09/11/2012 03:00	消费者信用	Jul	\$9.250B	--	\$6.459B
09/11/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Aug	--	--	91.2
09/11/2012 20:30	贸易余额	Jul	-\$44.3B	--	-\$42.9B
09/11/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Sep	--	--	45.6
09/11/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jul	--	--	3762
09/12/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 7	--	--	--
09/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Aug	1.20%	--	-0.60%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Aug	--	--	-3.20%
09/12/2012 22:00	批发库存	Jul	0.30%	--	-0.20%
09/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Aug	1.00%	--	0.30%

3. 欧元区制造业继续收缩另市场期盼周四央行会议，欧股上扬

图 3：除葡萄牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降。英国图 4：除英国和法国外，其他国国债利差均下降，对核心国家经济担忧情绪有所增加。

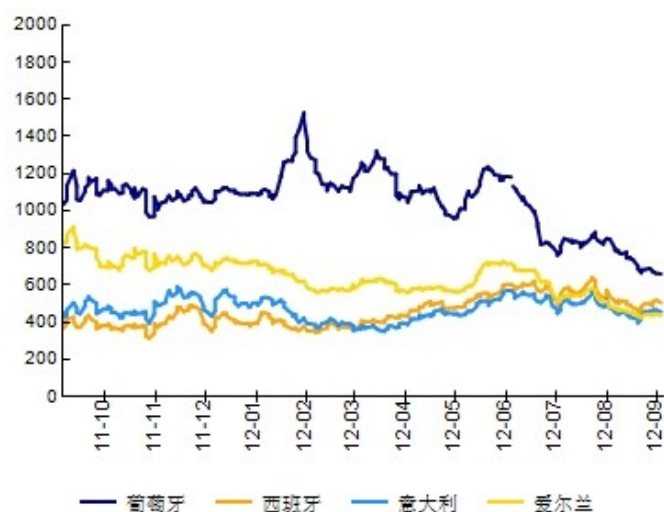


资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：欧猪五国 CDS 均下滑。



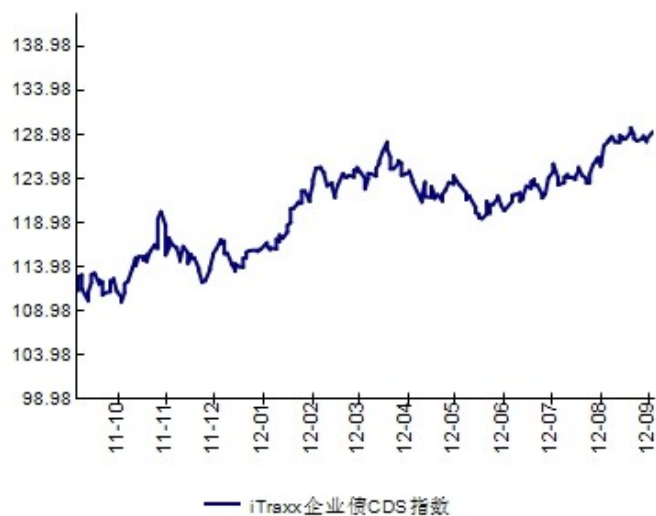
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：核心国 CDS 均下挫，对债务违约风险担忧情绪有所缓和。



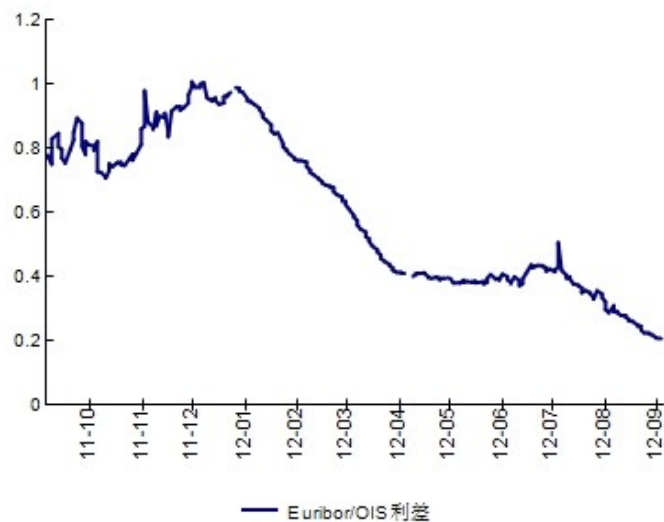
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：企业债 CDS 上升，对企业违约风险情绪加剧。



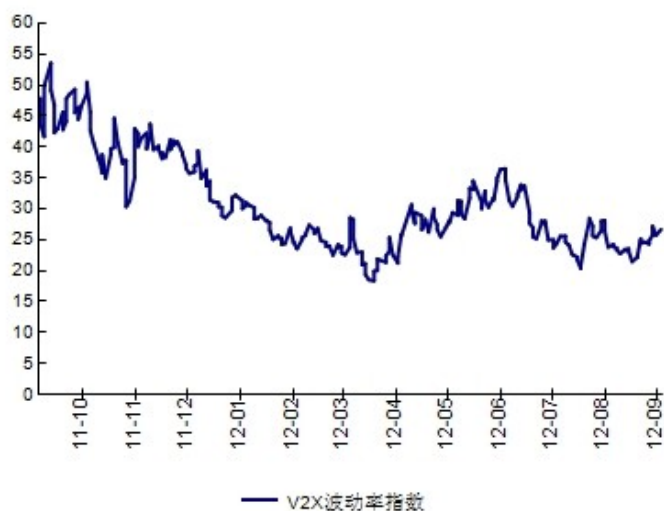
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：Euribor-OIS 利差小幅下降，显示银行信贷压力有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：欧洲市场波动上涨，股市波动风险增加。



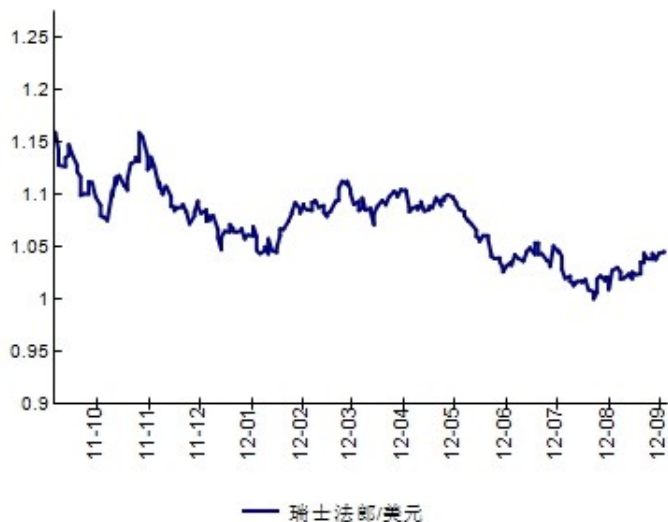
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：欧元对日元下跌，由于欧元区 8 月制造业继续收缩。



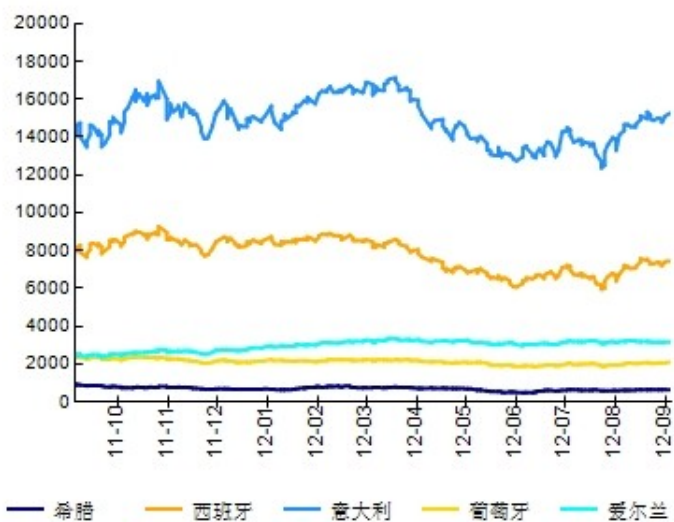
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11: 瑞士法郎持平, 由于美国休市。



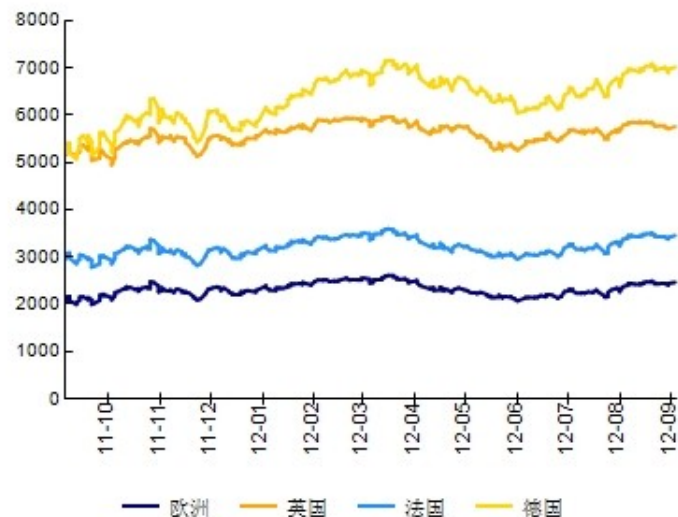
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 13: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均上涨。



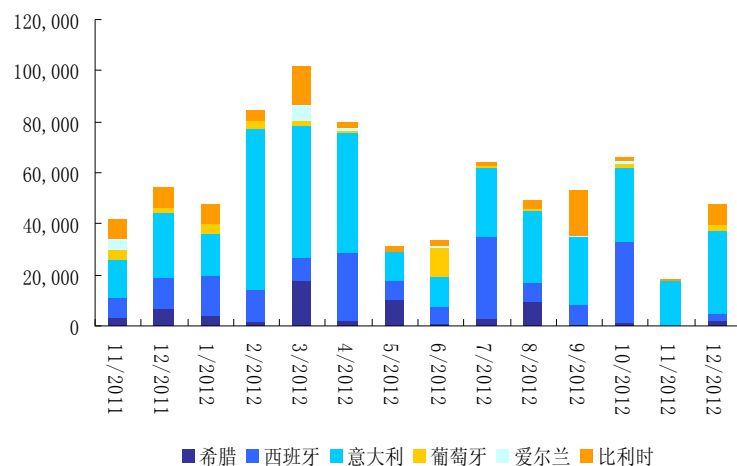
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: 欧洲股市均小幅上涨, 由于预期周四即将召开的欧央行会议披露部分购债计划细节。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 14: 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



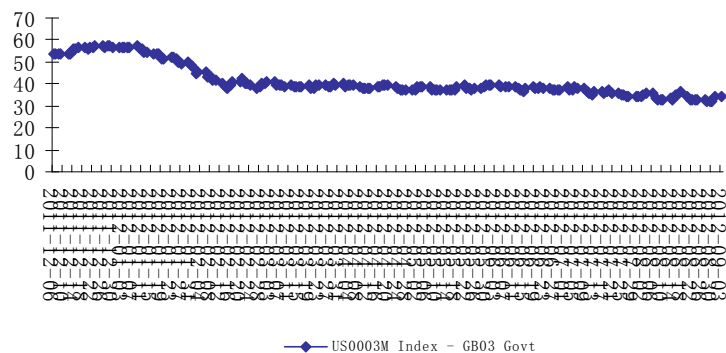
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



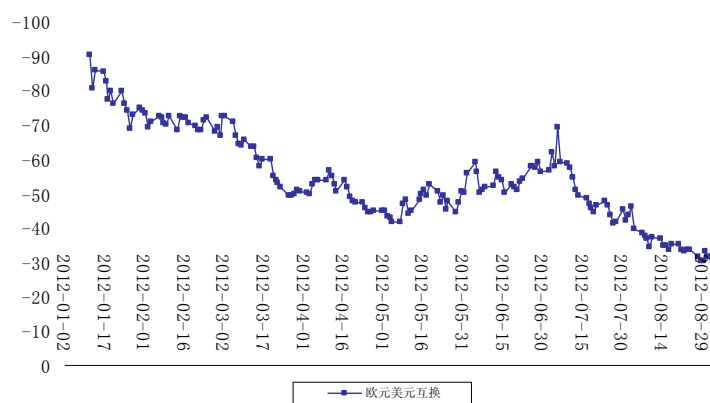
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



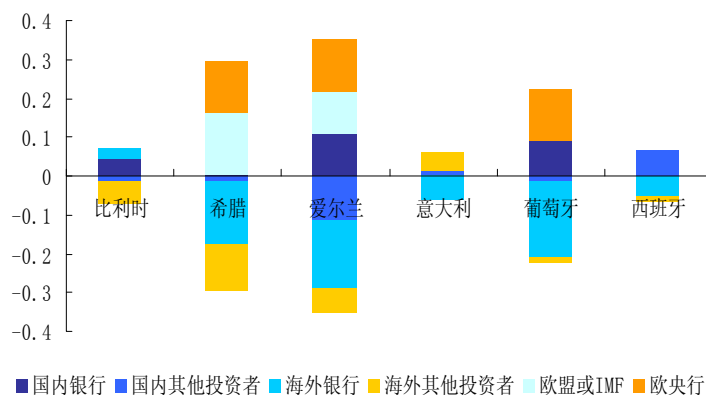
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本下滑。



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

9 月 6 日	欧央行公布利率决议
9 月 12 日	德国最高法院宣布对 ESM 合法性的判决；荷兰大选
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

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%
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。