

2012年12月21日

“春”来仍有波动，“秋”至初露熊头

——2013年利率品市场投资交易策略

投资要点：

- “春”与“秋”不只是时间的概念，也具有市场冷、暖的含义；
- 2012年利率市场变化主线：新常态+新制度；
- “L型”后期，是衰退还是新常态？——理解利率曲线的方向性上移；
- 利率市场化进程的影响——理解利率曲线的平坦化移动；
- “价值评估”因素是策略构建中重要环节，这是债券策略区别于宏观研究的根本；
- 经济增速新基准（潜在水平）依然存在反复夯实确认的过程，这是上半年金融市场关注的焦点。在重要食品要素供求周期的变化下，下半年通货膨胀问题将成为债券市场的关注要点；
- 受到基数效应的影响，上半年经济增长的恢复并不会一帆风顺，在某阶段出现数据的下行会导致经济增长二度回落的预期上行；
- 三季度开始，猪肉价格步入大年周期，将导致CPI中的食品要素价格出现超越季节性的变化，这可能导致通货膨胀预期的抬头
- 流动性焦点：理财产品前途莫测
- 无论理财产品的发展前途如何，受制于基础资产的长期化属性，在短期内（取决于基础资产的平均久期）无法消除货币利率波动，对利率品的利好效应并不明显
- 我们态度的变化：
 - 2012年：我们主要贯穿一个利率品市场“由大年转换到小年”的概念；
 - 2013年：我们主要贯穿一个利率品市场“牛尾毕，熊头露”的概念，而2013年三、四季度之交将是“熊头初露”的时期
- 2013年基准品种利率目标预期：
 - 10年国债：（3.40%，3.60%）—>3.80%；
 - 10年国开行金融债券：（4.20%，4.50%）—>4.70%。
 - 10年非国开政策性金融债券：（4.10%，4.30%）—>4.50%；

证券分析师

屈庆 A0230511040079
quqing@swsresearch.com

联系人
董德志

dongdz@swsresearch.com

潘捷

(8621)23297279
panjie@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>

目 录

1. 2012：利率品之小年！	3
1.1 2012 利率：一波三折、重心走高、终成小年.....	3
1.2 追溯 2012 年利率市场变化主线：新常态+新制度	4
1.3 新常态后—传统分析框架的重归.....	4
2. 增长：在波动中夯实底部	5
2.1 转型类因素与周期类因素的相互切换	5
2.2 经济增长的动量—信贷利率具有前瞻性	6
2.3 生产法视角：上半年在波动中夯实底部	7
2.4 支出法视角：出口看欧洲、投资看工业.....	8
3. 通胀：静待新一轮的崛起	9
3.1 物价增速的变化方向—分歧不大.....	9
3.2 寻找食品要素价格增速的超预期因素—猪肉价格周期.....	9
3.3 非食品要素的价格增幅-刚性上移	10
3.4 2013 年：CPI前稳后升，最终破 3 望 4.....	10
3.4 基本面因素的影响：预期变化胜于实际变化.....	11
4. 供需缺口压力集中于三季度	11
4.1 利率品供求缺口：前小后大.....	11
4.2 流动性焦点：理财产品前途莫测（1）	12
4.3 流动性焦点：理财产品前途莫测（2）	12
4.4 流动性焦点：理财产品前途莫测（3）	13
5. 利率品投资交易策略	14

5.1 超越中性的利差反映基本面的超季节性特征 14

5.2 金融债券相对价值更高 15

5.3 短期利率-从泰勒规则来理解政策利率新基准 15

5.4 降息预期收敛至低位，浮动债券价值强于固息品种 16

5.5 交易与配置建议 16

信息披露 18

1. 2012：利率品之小年！

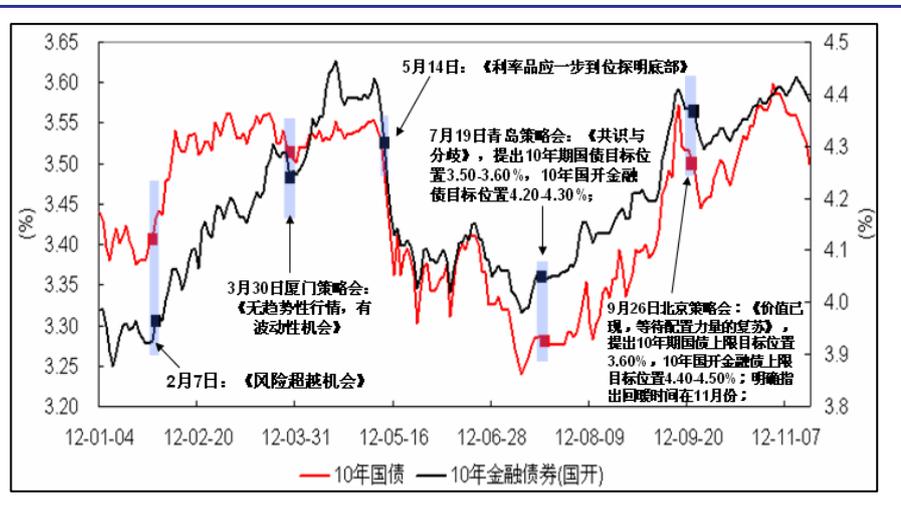
1.1 2012 利率：一波三折、重心走高、终成小年

从历史统计角度来看，利率品市场的变化大致可以划分为三类形态：

- 大年：指数回报>5%；资本利得+票息回报；
- 小年：0<指数回报<5%；票息回报>资本亏损，持有期总回报为正；
- 熊年：指数回报<0%；票息回报<资本亏损，持有期总回报为负；

2012年中，利率品呈现一波三折，重心走高的态势，从回报率角度考察，2012年处于一个典型的小年状态。

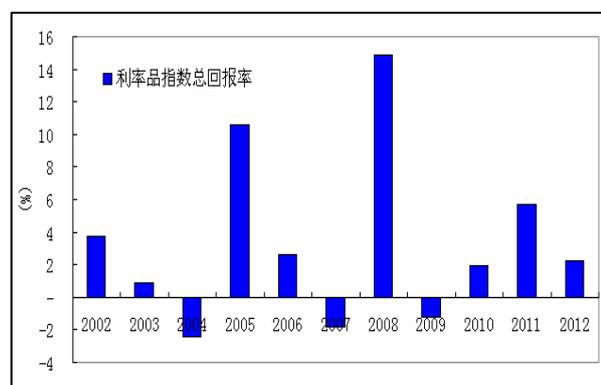
图 1：2012 年市场利率变化以及申万债券观点跟踪一览



资料来源：Wind 申万研究

从2012年的利率品指数回报来看，2012年总指数回报率在2.2%附近，其中国债回报强于政策性金融债券回报，固定债券回报总体强于浮动债券回报，但是各类债券品种的回报均未跑赢资金成本—FR007。

图 2：指数回报“小年”特征明显



资料来源：Wind 申万研究

图 3：各类指数均未跑赢资金成本

考察标的	回报率	久期
中债财富总指数	2.24%	5.54
中债国债财富总指数	2.57%	6.70
中债金融债券财富总指数	1.78%	4.44
中债国债财富总指数	2.31%	5.85
中债浮息债券财富总指数	1.82%	3.75
资金成本	fr001	fr007
	2.90%	3.53%

资料来源：Wind 申万研究

1.2 追溯 2012 年利率市场变化主线：新常态+新制度

2012 年利率市场变化的主线索不同于历史经验，我们认为主导 2012 年的利率市场变化主要有两条主线索：

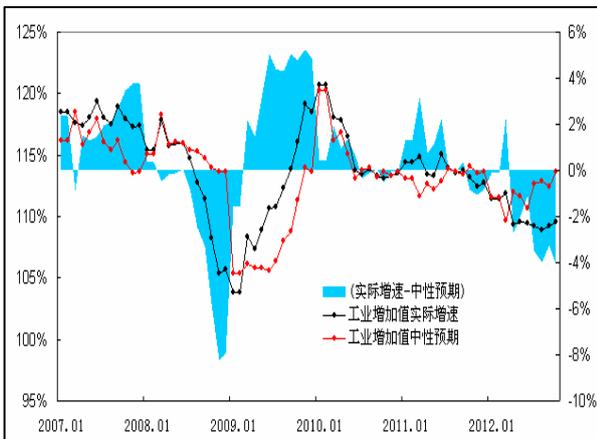
1、“L 型”后期，是衰退还是新常态？——理解利率曲线的方向性上移

- 从传统意义来看，2012 年的经济增长确实处于衰退状态中；
- 考虑到经济转型因素以及无失业状态下的趋稳态势，这已经构成了一种新常态；
- 新常态平衡的构建，可以解释今年以来的政策面稳定特征；

2、利率市场化进程的影响——理解利率曲线的平坦化移动

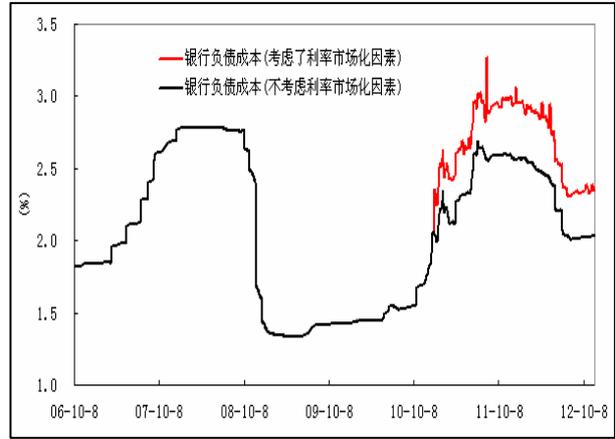
- 利率市场化从 2011 年加快推动，2012 年正式拉开帷幕；
- 银行负债成本刚性上移，引发各类资产配置行为的改变—2012 年典型体现在信贷和高收益品种上；

图 4：经济增速弱于预期，但可能进入新的平衡



资料来源：Wind 申万研究

图 5：利率市场化背景下，资金成本刚性上移

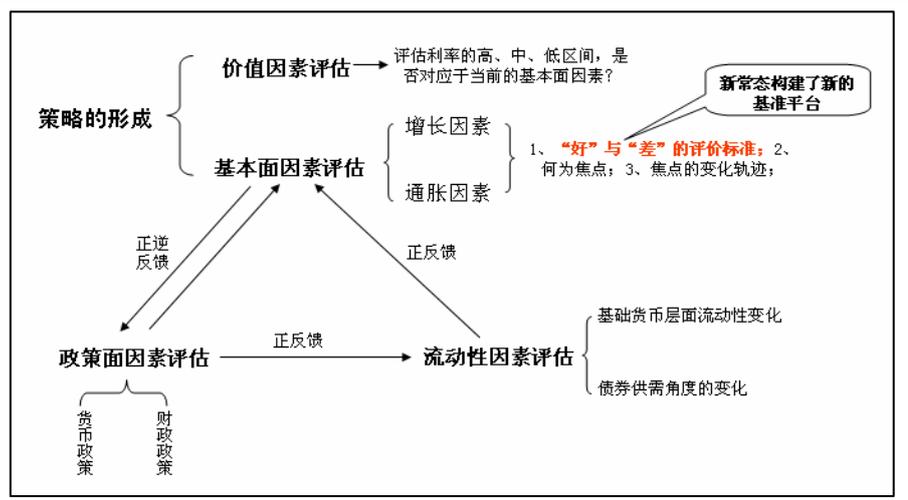


资料来源：Wind 申万研究

1.3 新常态后—传统分析框架的重归

新常态的确认构建了新的基准平台，传统的债券市场分析框架重归，需要注意的是在传统的债券市场分析框架中，我们需要引入新的市场因素，即“价值评估”因素，该因素是策略构建中重要环节，这是债券策略区别于宏观研究的根本。

图 6：债券市场传统分析架构一览

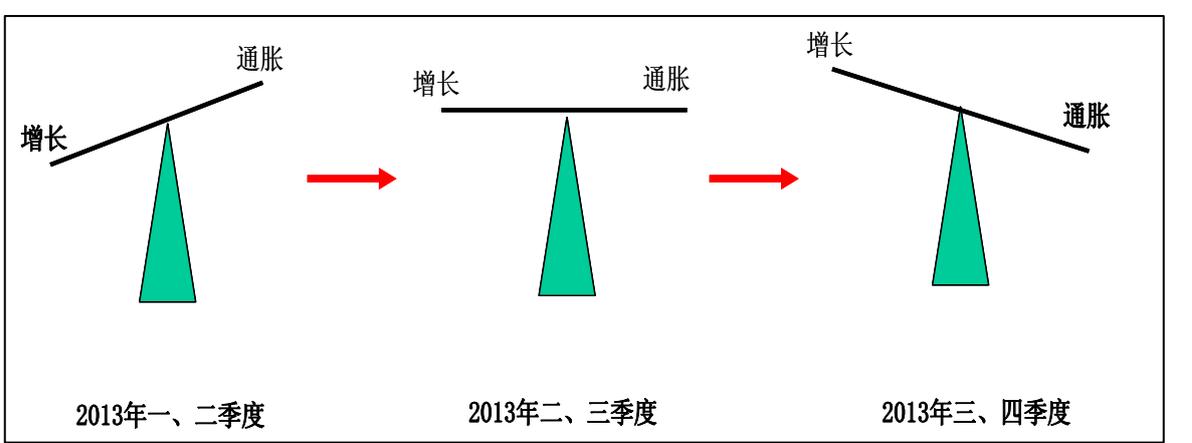


资料来源：Wind 申万研究

2. 增长：在波动中夯实底部

经济增速新基准（潜在水平）依然存在反复夯实确认的过程，这是上半年金融市场关注的焦点。在重要食品要素供求周期的变化下，下半年通货膨胀问题将成为债券市场的关注要点。

图 7：预计 2013 年债券投资者聚焦点将依次转换



资料来源：Wind 申万研究

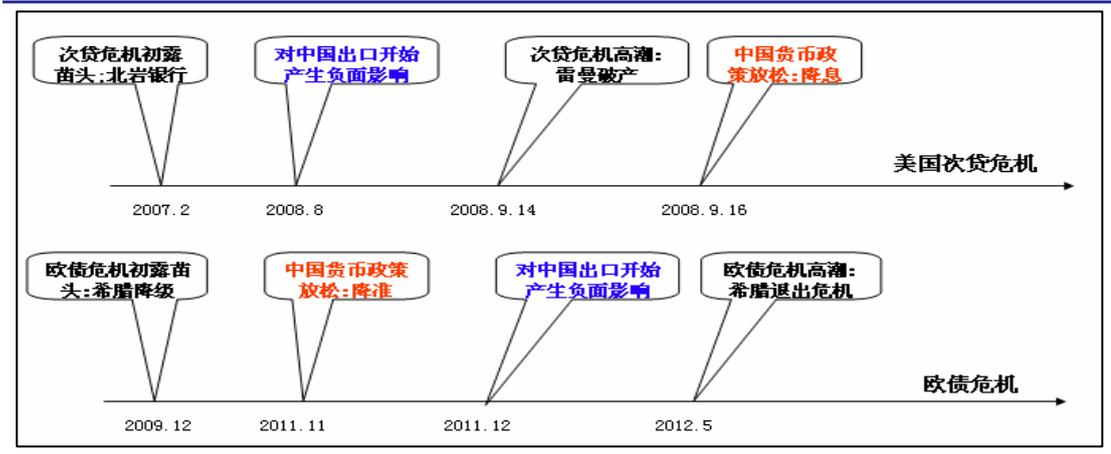
2.1 转型类因素与周期类因素的相互切换

2012 年的中国经济除了经受了转型类考验之外，同样还经历了周期类考验，以欧债危机为代表的世界经济衰退同样也冲击着中国内部经济。与 2008 年遭受美国次贷危机不同，在本次周期类经济冲击中，我国的政策扶持显著不同。两轮危机中，政策变化的区别：

次贷危机：出手晚，力度大，回升快；

欧债危机：出手早，力度小，回升慢；

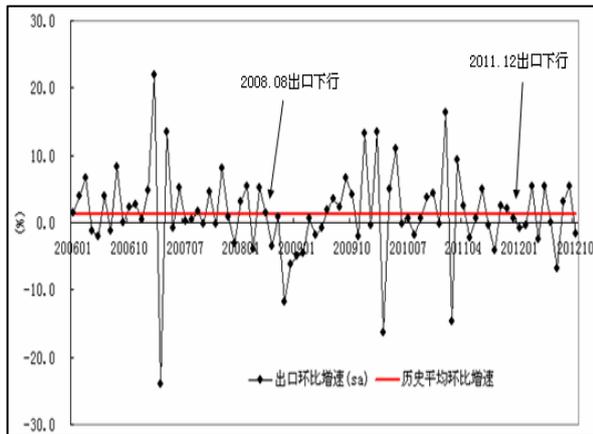
图 8：两轮危机中，政策应变的时机和力度各不相同



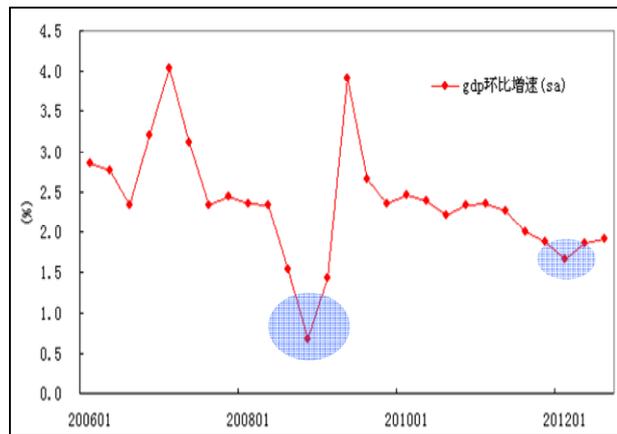
资料来源：Wind 申万研究

如果说在 2012 年，转型类因素为主分析对象，那么进入 2013 年后，在新常态平衡基准建立完毕后，周期性因素将成为主分析对象。

图 9：相比于 08 年，12 年政策出手早、却力度小 图 10：触底时点符合预期，回升力度存在差异



资料来源：Wind 申万研究



资料来源：Wind 申万研究

附注：判断政策出手早晚的指标—以危机影响到国内出口为分界线（出口连续 3 个月低于正常水平视为负面冲击开始）

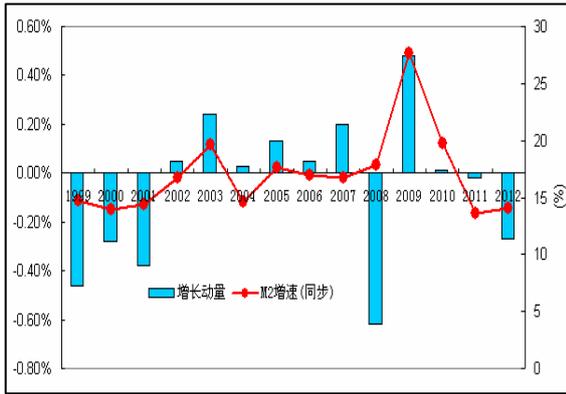
2.2 经济增长的动量—信贷利率具有前瞻性

如果我们定义“经济增长动量=经济实际增速-中性预期（季节性）增速”，观察经济增长动量与政策性指标的相关性，我们发现如下结论：；

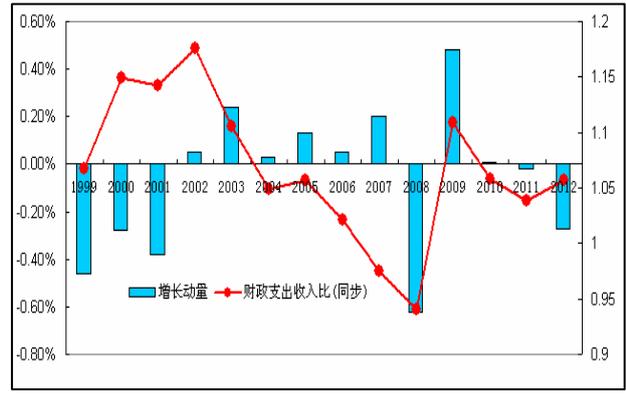
- T 年的信贷利率与 T+1 年的经济增长动量相关；
- M2 与财政效应指数均只具有同步属性，无法前瞻；

图 11: 货币量与财政工具更多为同步指标意义

图 12: 货币量与财政工具更多为同步指标意义



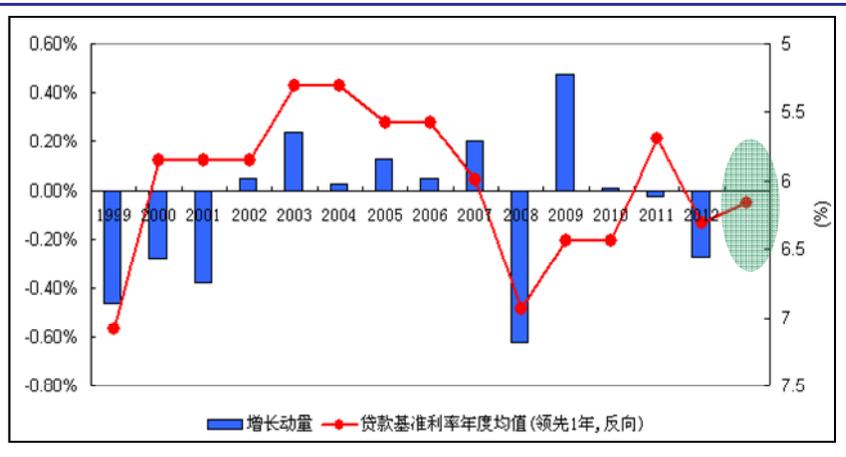
资料来源: 申万研究



资料来源: 申万研究

2012 年信贷利率的回落, 预示 2013 年经济增长动量强于 2012 年;

图 13: 信贷利率的增减是来年经济增长动量的前瞻



资料来源: Wind 申万研究

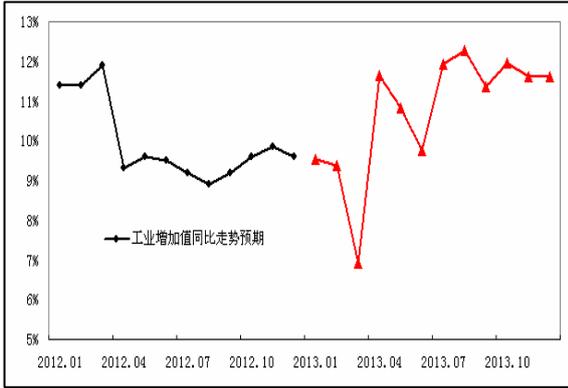
2.3 生产法视角: 上半年在波动中夯实底部

从工业增加值与 GDP 的历史相关性来看:

- 从预期中性角度估计, 未来两至三个季度内 (含 12 年四季度) 我国 GDP 同比增速依然处于底部徘徊区域内 (7.5-8%);
- 从 2013 年二季度开始 GDP 增速有望趋势性回升;

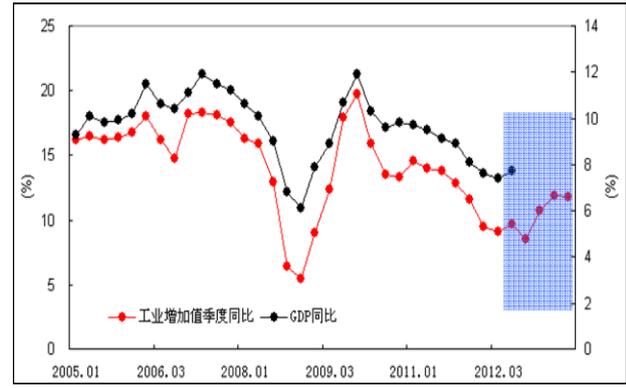
如果政策支撑力度加强, 则回升时期有望提早大约 1 个季度。

图 14：上半年，工业增加值增速依然曲折



资料来源：申万研究

图 15：GDP 同比二季度开始步入回升轨道



资料来源：申万研究

2.4 支出法视角：出口看欧洲、投资看工业

从支出法角度来看，两大需求的增速变化是 2013 年市场关注的焦点：

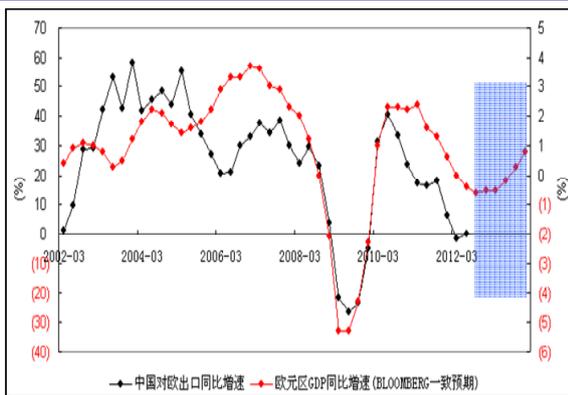
1、出口看欧洲（对欧出口）：

- 根据 BLOOMBERG 一致性预期，欧洲 GDP 增速将从 2013 年二季度开始回升；

2、投资看工业（制造业投资）：

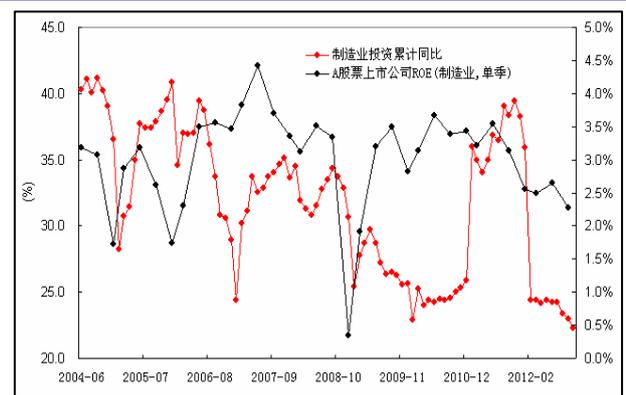
- ROE 水平；
- 盈利前景预期；

图 16：欧元区 GDP 有望触底回升，可稳定国内出口



资料来源：申万研究

图 17：制造业投资与 ROE 大致正相关，ROE 见底可期



资料来源：申万研究

3. 通胀：静待新一轮的崛起

3.1 物价增速的变化方向—分歧不大

无论从货币角度还是从生产性缺口角度来看，对于未来时期内中国通货膨胀率的转折上行都分歧不大。

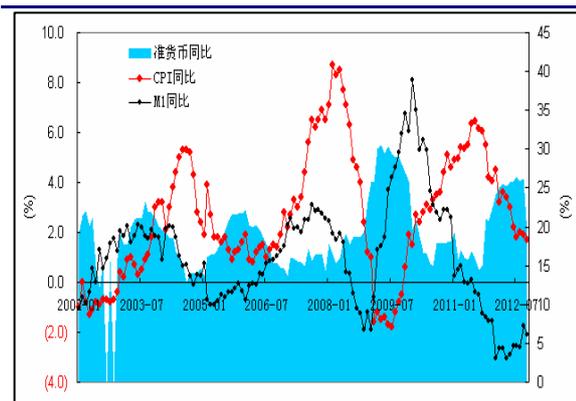
从货币角度来看：

- 准货币与CPI反向领先，已经开始回落；
- M1与CPI正向领先，已经出现了触底回升；

从生产供需角度理解：

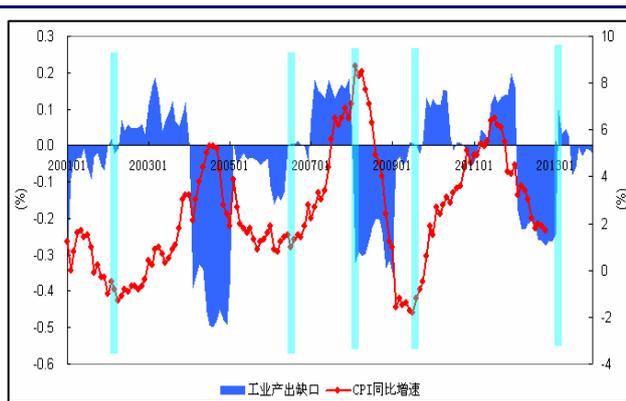
- 工业增加值产出缺口的正负转换与CPI同比增速拐点密切相关；
- 根据对2013年工业增加值的模拟预期，产出缺口由负转正，对应于CPI增速回升；

图 18：准货币与 M1 增速变化预示 CPI 同比进入回升周期



资料来源：申万研究

图 19：产出缺口预计转正，对应 CPI 增速回升



资料来源：申万研究

3.2 寻找食品要素价格增速的超预期因素—猪肉价格周期

物价变化的幅度无法由生产缺口和货币增量来解释，但是与猪肉价格周期密切相关。我们首先对于 CPI 食品部分的进行超季节性定义，定义如下：

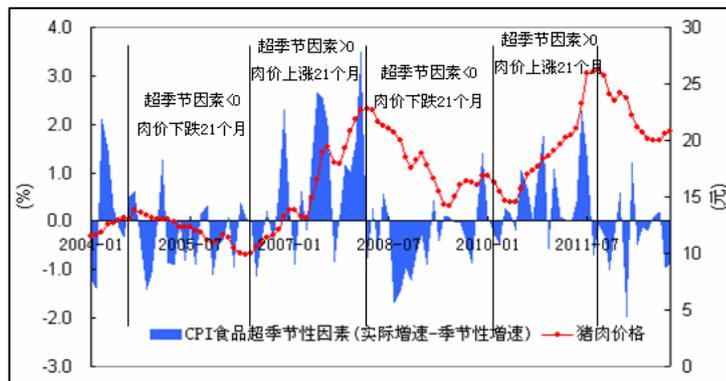
$\text{CPI 食品价格的超季节性因素} = \text{CPI 食品实际环比增速} - \text{历史同期环比平均增速（季节性）}$ ；

由于猪肉价格周期具有强规律性，其周期规律性对于 CPI 食品因素的超季节性变化具有很强的解释性。

图 20：肉价大小年对应于 CPI 食品因素超季节性周期

图 21：肉价大小年可解释食品项目环比变化特征

肉价周期	持续期	肉价方向	CPI-食品超季节因素
2004.10-2006.06	21个月	↓	-0.36%
2006.07-2008.03	21个月	↑	0.70%
2008.04-2009.11	22个月	↓	-0.40%
2009.12-2011.09	21个月	↑	0.50%
2011.10-至今(2012.11)	已经14个月	↓	-0.33%



资料来源：申万研究

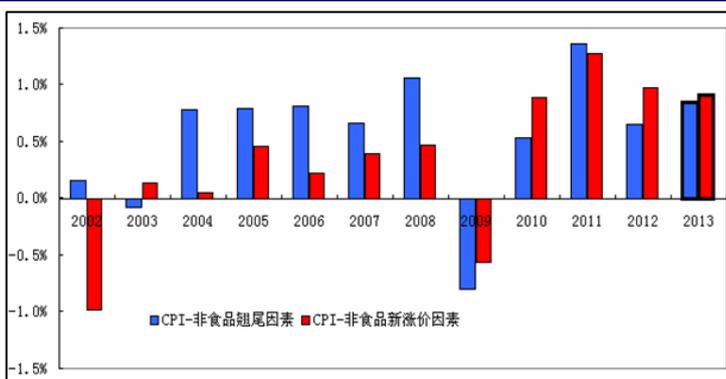
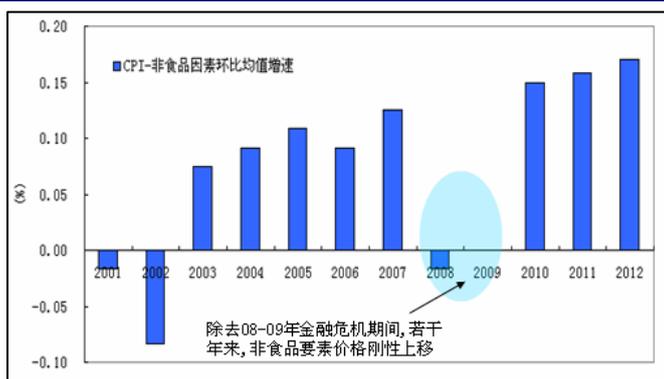
资料来源：申万研究

3.3 非食品要素的价格增幅-刚性上移

而对于 CPI 中的非食品要素部分，长期以来，受到人力成本上行因素推动，CPI 中的非食品要素价格刚性上行。仅仅在 2008 年金融危机时期出现个阶段性异常现象。

图 22：长期以来非食品要素价格刚性上移

图 23：2013 年非食品要素：翘尾走高、新涨价持平



资料来源：申万研究

资料来源：申万研究

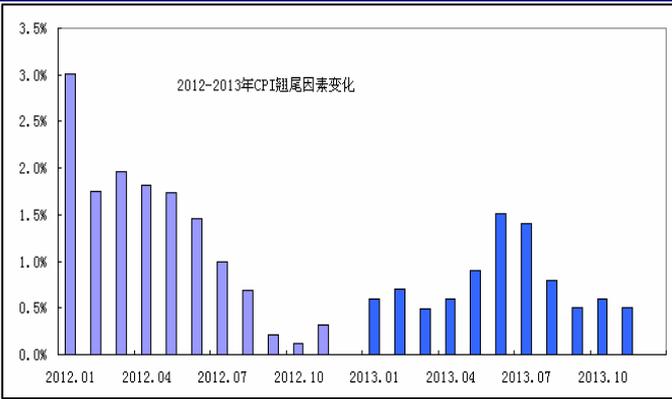
因此在 2013 年，由于非食品要素翘尾因素高于 2012 年，新涨价部分预计持平于 2012 年，总体而言，在 2013 年 CPI 中的非食品要素部分同比增幅将超过 2012 年。

3.4 2013 年：CPI 前稳后升，最终破 3 望 4

总体来看，2013 年 CPI 稳定的最有利条件是翘尾因素的回落。2012 年翘尾因素为 1.2%，预计 2013 年翘尾因素为 0.7%。

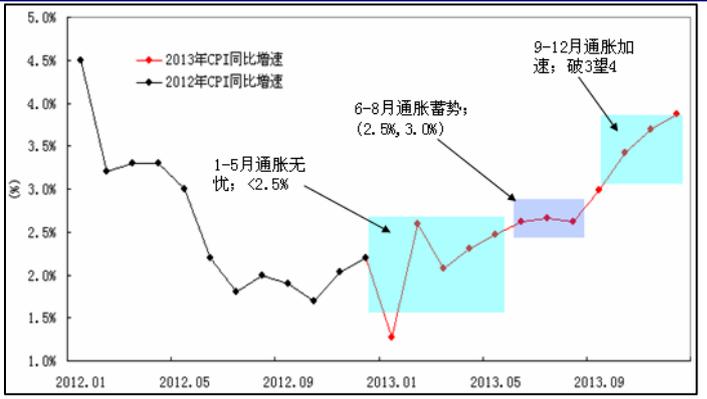
新涨价因素的变化成为焦点，并将影响力延续到 2014 年。2012 年新涨价因素为 1.4-1.5%，预计 2013 年新涨价因素为 2%。

图 24：2013 年：翘尾因素相对偏低



资料来源：申万研究

图 25：三、四季度之交：CPI 破三望四



资料来源：申万研究

2013 年 CPI 走势综合预计：

- 1-5 月份：CPI 同比增速不会超过 2.5%，食品要素环比增速符合季节性。通货膨胀预期不强；
- 6-8 月份：CPI 同比增速保持在 2.5-3.0%之间，突破 2.5%后，通货膨胀预期涌现；
- 9 月份以后：CPI 加速上行，破三望四；
- 全年 CPI 同比平均为 2.7-2.8%；

3.4 基本面因素的影响：预期变化胜于实际变化

2013 年上半年的风险点——经济增速的波动；

• 受到基数效应的影响，上半年经济增长的恢复并不会一帆风顺，在某阶段出现数据的下行会导致经济增长二度回落的预期上行；

2013 年下半年的风险点——CPI 的上行；

• 三季度开始，猪肉价格步入大年周期，将导致 CPI 中的食品要素价格出现超越季节性的变化，这可能导致通货膨胀预期的抬头；

从全年综合来看，2013 年的基本面形态相对温和，从实际运行角度而言，难以出现二度衰退或通货膨胀的情形，但是此二者的预期变化将成为市场捕捉的焦点；

4. 供需缺口压力集中于三季度

4.1 利率品供求缺口：前小后大

2013 年利率品种到期规模构成刚性投资需求。四大品种 2013 年到期规模合计为 2.67 万亿元，5-7 月份大量 3 年期中央银行票据到期。

预计 2013 年四大品种的发行总规模为 3.9 万亿元，且其逐月发行量占比具有较强的历史规律性。

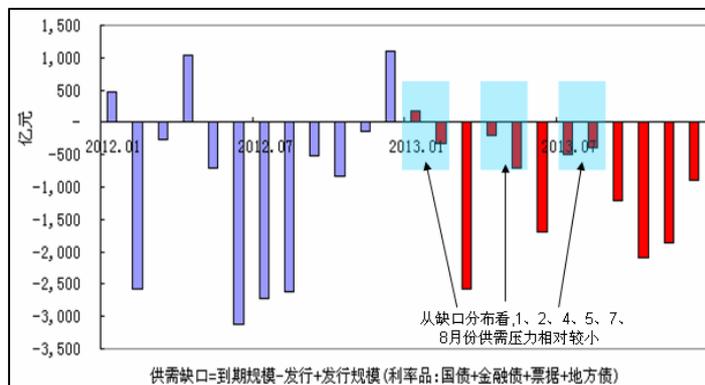
供求缺口=发行总规模-到期规模，该缺口需要额外的流动性补充，可大致参考同期的超额准备金数量。总体看，上半年缺口大小波动性较大，8 月份开始缺口压力持续凸显。

图 26：2013 年利率品种到期与发行规模预期

利率品种	到期规模(亿元)	预计发行规模(亿元)	理由
国债	5,876.00	12,000.00	赤字规模预计
政策性金融债券	9,108.00	25,000.00	近3年净增量预计
中央银行票据	10,340.00	-	货币中性环境假设
地方政府债	1,384.00	2,000.00	地方债券到期规模预计

资料来源：申万研究

图 27：供需缺口压力在下半年较大



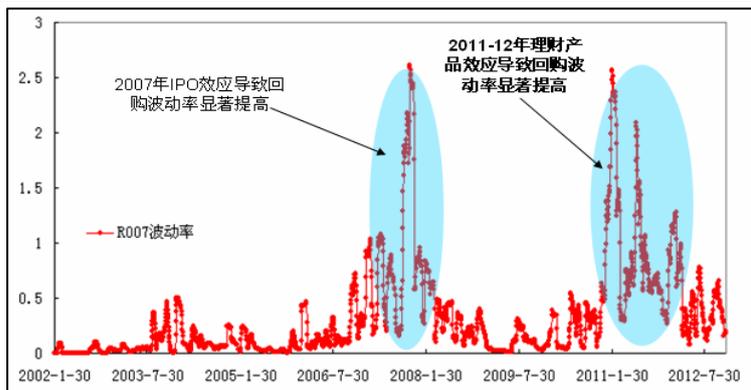
资料来源：申万研究

4.2 流动性焦点：理财产品前途莫测（1）

2011 年以来，理财产品（表外）的发展引起了两个方面的变化：

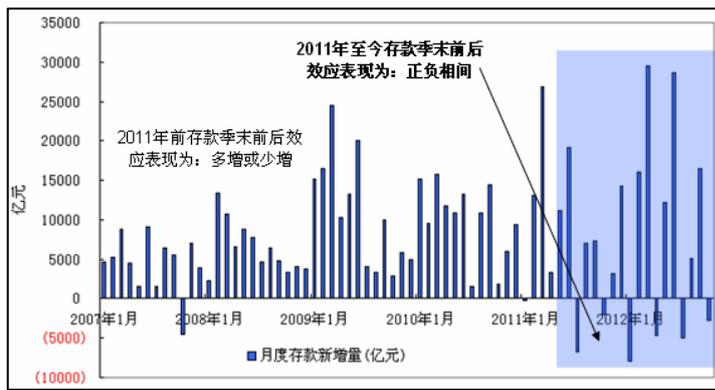
- 1、货币市场利率的波动性显著增大；
- 2、季末月份和次月，一般性存款规模呈现显著的正负交替；

图 28：理财产品的发展引发资金利率的波动



资料来源：申万研究

图 29：理财产品的发展引发存款规模的波动



资料来源：申万研究

4.3 流动性焦点：理财产品前途莫测（2）

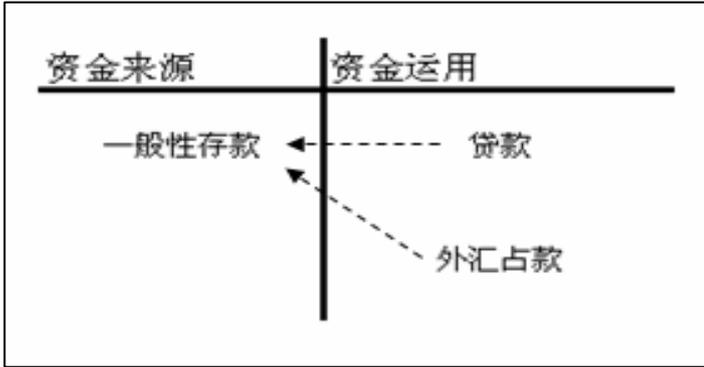
2011 年之前季末月份一般性存款的扩张主要依赖于：贷款的扩张（派生性存款）和外汇占款（原生性存款）。

2011 年之后季末月份一般性存款的扩张主要依赖于三者，分别为：

- 1、贷款的扩张（派生性存款）；
- 2、同业往来（来源方）的减少（派生性存款）；
- 3、同业往来（运用方）的增加（派生性存款）；

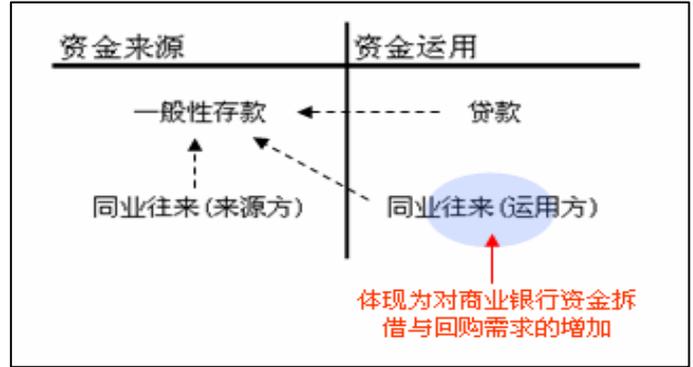
其中，最后一项的波动直接体现为非银行类金融机构在货币市场中的融资需求。

图 30：常规模式下一般性存款扩张的路径



资料来源：申万研究

图 31：2011 年以来一般性存款扩张的路径



资料来源：申万研究

4.4 流动性焦点：理财产品前途莫测（3）

理财产品的存在与否对于一般性存款总量的影响不大，但是对于分布结构影响很大；

- 1、多数表现为居民存款与企业存款之间的互转；
- 2、少数表现为同业存款与一般性存款之间互转（对应拆借类基础资产）；

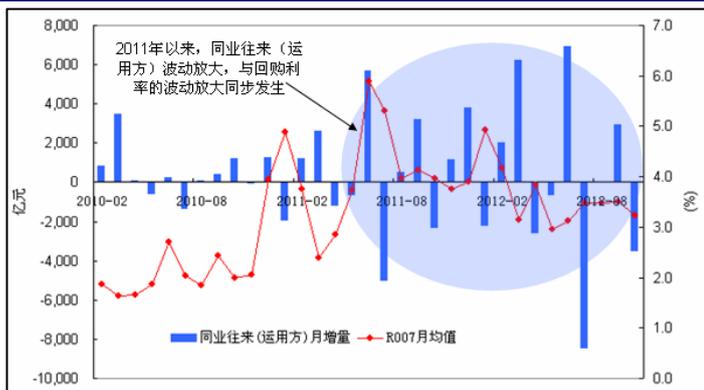
基础资产的长期性需要非银机构与银行之间用短期拆借形式形成“过桥效应”，客观上起到了阶段性扩张资金需求的效果；

情形 1：从负债端入手，仅允许负债的自然到期—将造成理财规模的主动性缩减，长期资产资金链条断裂，引发流动性危机；

情形 2：从资产端入手，允许资产的自然到期—短期内无法消除货币市场利率的波动；

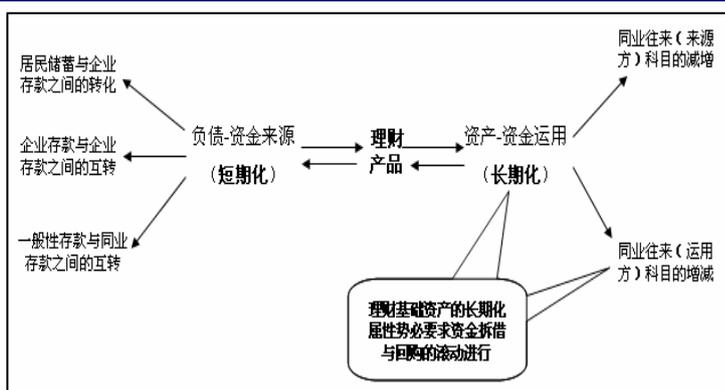
结论：倾向于情形 2，短期内（取决于基础资产的平均久期）无法消除货币利率波动，对利率品而言，并不具有显著利好效应；

图 32: 同业往来的变化加剧引发资金利率的波动



资料来源：申万研究

图 33: 理财产品负债端与资产端连接变化一览



资料来源：申万研究

5. 利率品投资交易策略

5.1 超越中性的利差反映基本面的超季节性特征

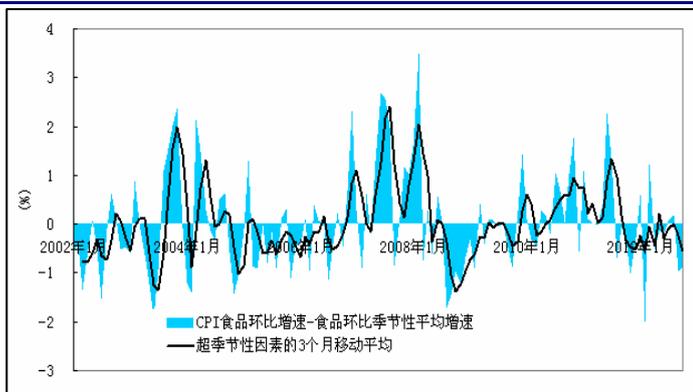
利率估值与基本面因素的对应关系：

- 超越中性的利差=当前利率-历史均值（3.60%）
- 基本面的超季节性特征=实际CPI-CPI的季节性规律

上半年，基本面的组合（增长波动+通胀低位）有利于维持一个偏暖的市场氛围，而在猪肉周期的变化下，预计2013年下半年开始，基本面焦点—CPI将呈现超季节性变化；

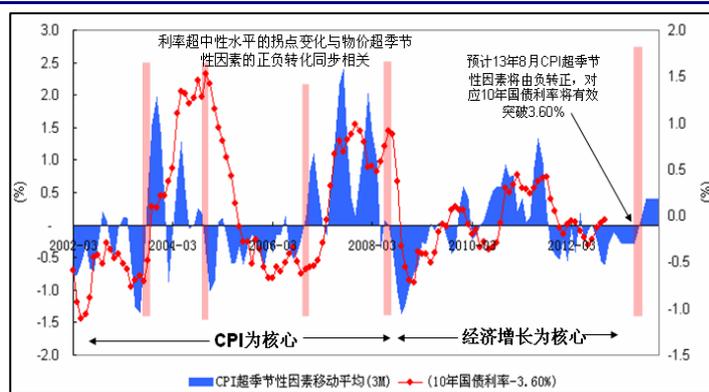
结论：10年期国债上半年（3.40%，3.60%）区间震荡，下半年有望走高至3.80%；

图 34: 7月份以来库存再起的苗头隐显



资料来源：申万研究

图 35: 工业品销售状况并未继续恶化



资料来源：申万研究

5.2 金融债券相对价值更高

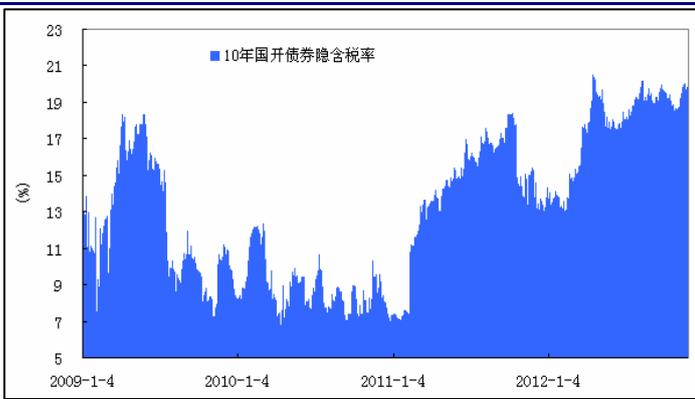
考虑到隐含税率，当前利率品价值的优劣顺序为：国开行金融债券>非国开行金融债券>国债；

2009年以来，国开行金融债券隐含税率平均为14%，目前已经接近20%；

国开与非国开金融债券的利差平均为12BP，目前已经达到20BP；

在假设10年期国债2013年变化轨迹为：(3.40%, 3.60%) → 3.80%的情况下，预计国开行10年期金融债券利率变化轨迹为：(4.20%, 4.50%) → >4.70%，预计非国开行10年期金融债券利率变化轨迹为：(4.10%, 4.30%) → >4.50%。

图 36：隐含税率已经处于历史高位



资料来源：申万研究

图 37：国开与非国开的利差也已经达到相对高位



资料来源：申万研究

5.3 短期利率-从泰勒规则来理解政策利率新基准

利率市场化中政策基准利率的变迁：存贷基准利率—公开市场票据发行利率—公开市场正逆回购利率；

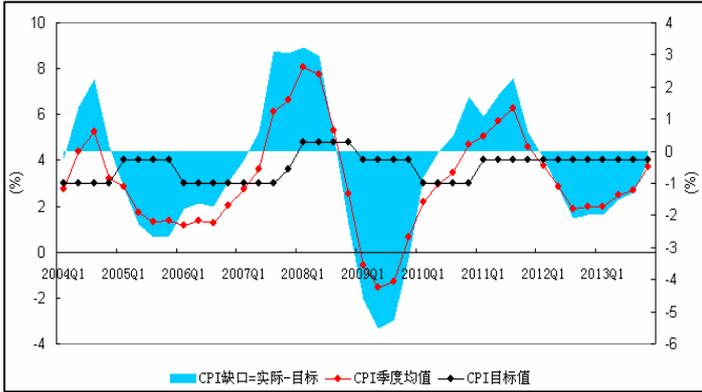
如何理解基准利率（逆回购利率）的定位—泰勒规则（主要以通货膨胀因素为考虑要点）

1、结合对未来CPI的预期，2012Y4Q和2013Y1Q从趋势角度存在逆回购利率稳定（甚至不排除出现小幅度回落的可能）；

2、进入2季度后，该利率上行压力加大；

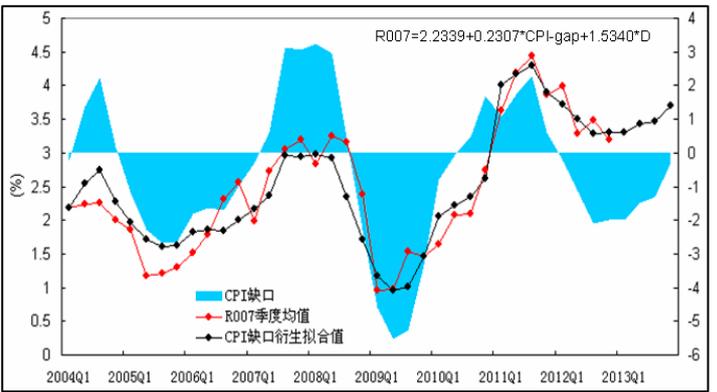
总体来看，7天逆回购利率维持在(3.20%, 3.60%)范围内，表现为前稳后升态势。在下半年，预计正回购操作展开，形成主动性提高货币市场利率的局面。

图 38: 从 13 年二季度开始, CPI 缺口开始收敛



资料来源: 申万研究

图 39: 泰勒规则: 7 天回购利率与 CPI 缺口高度吻合



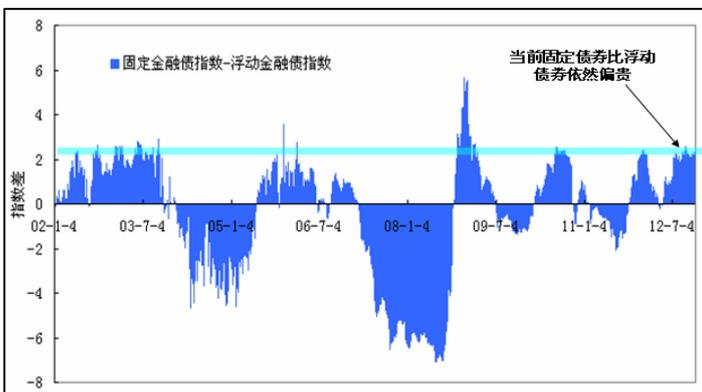
资料来源: 申万研究

5.4 降息预期收敛至低位, 浮动债券价值强于固 息品种

固息债券依然偏贵于浮动品种。中债固定金融债券指数与浮动金融债券指数之差依然处于历史高位置, 存在分久必合的风险。

降息预期不断收敛, 有助于浮动债券价值体现。降息预期由 6 月份的 4-5 次, 降低到目前的 1 次 (未来 1 年内), 已经处于低位平衡位置。

图 40: 中债指数显示: 浮动债券整体价值存在低估



资料来源: 申万研究

图 41: 降息预期基本消失



资料来源: 申万研究

5.5 交易与配置建议

投资配置建议:

- 2013 年 1-4 月份: 可相对积极的对待中长期利率品的配置, 因为从全年票息时间回报来看, 当前的中长期利率具有一定的配置价值;
- 2013 年中期 (5-8 月份): 考虑缩短久期, 保持谨慎的配置风格;
- 2013 年四季度: 适当强化配置, 但是本着小幅度慢跑的宗旨;

交易类资金建议：

- 2013年上半年：可适当积极对待市场变化，捕捉交易性获利的机会，相对而言，4-5月份的机会偏大；

- 2013年下半年：从8-9月份开始，收缩交易，迎接“熊头”的来临；

我们态度的变化：

- 2012年：我们主要贯穿一个利率品市场“由大年转换到小年”的概念；

- 2013年：我们主要贯穿一个利率品市场“牛尾毕，熊头露”的概念，而2013年三、四季度之交将是“熊头初露”的时期。

信息披露

证券分析师承诺

屈庆：固定收益。

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 信息披露栏目查询从业人员资质情况、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。