

全球市场的核心因素剖析以及后续的走势

西部宏观自上而下研究系列之二

核心结论

2020年新冠疫情以来，全球市场经历了历史上罕见的波动。今年3月，美国股市出现四次熔断，但是自从美联储3月23日宣布无上限的量化宽松以来，全球市场绝地反击，尤其是科技股带动的纳斯达克指数在近期创出了历史新高。但巨幅反弹之后也开始出现一定的超买，美股在6月11日出现深度回调。在这个时点，有必要探讨目前全球市场的核心驱动因素以及后续的走势。

当下全球市场主要有四个核心驱动因素：**经济重启、刺激政策、市场估值、疫苗进展**。这四个因素在3月底到6月初的上行共振，推动了美股前期的快速反弹。因此对于全球市场之后的走势来说，这四个因素之后的走势至关重要。

首先是经济重启，这个因素之前对市场是非常积极的，但未来是一个中性因素。目前全球复工复产确实在不断推进，但是中国北京、美国重启比较早的州也开始出现确诊人数上升的情况。中国方面，在联防联控给机制、流行病学调查以及应对措施已经经受考验的基础上，我国大规模爆发的概率不大。而美国方面，由于经济再次封锁的代价太大，我们判断除非二次爆发特别严重，否则美国大部分州大概率不会重新封锁经济。最有可能的情况是复工复产继续推进，但是民众和企业的生活消费和经营方式发生改变，从而出现行业分化。我们认为前期股市快速上涨打进了相当多经济重启的预期，未来经济重启这个因素会边际趋于中性。

第二个因素是政策刺激。我们认为这个因素会一直对市场有非常积极的贡献。我们预测美联储在未来相当长的一段时间内都会维持非常宽松的货币政策（至少持续到2022年）。当然，需要注意的风险就是资产价格上涨过快，导致美联储开始担心资产泡沫。但是我们认为这个问题在短期内都不会成为美联储的主要担心点，目前美联储最关心的还是就业。

第三个因素是市场估值。当标普500指数上涨到3200点左右时，我们认为估值因素会从非常积极下调到中性。3200点左右的标普500指数市盈率已经超过了22倍，仅仅靠经济重启带来的估值提升无法带来指数更多的涨幅。

第四个是疫苗进展。这个因素大概率后续会不断支撑市场的风险偏好，我们认为是一个比较大的贡献项。此外，美国总统大选以及中美关系也会随着11月3日的投票日期的临近而越来越重要，成为第五个驱动市场的因素。

总的来看，全球市场主要的驱动因素在后续整体是积极的，尤其是政策刺激方面和疫苗的进展，目前还没有100%完全定价。因此，我们目前对全球权益市场还是持相对乐观的态度，当然也需要注意核心因素转向的风险。

风险提示：疫情二次爆发风险，政策风险。

分析师

熊雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

张育浩
18548912118
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
陶冷
15000831636
taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展

展 2020年5月31日

索引

内容目录

当下全球市场的核心驱动因素.....	3
如何看待这些驱动因素之后的走势	6

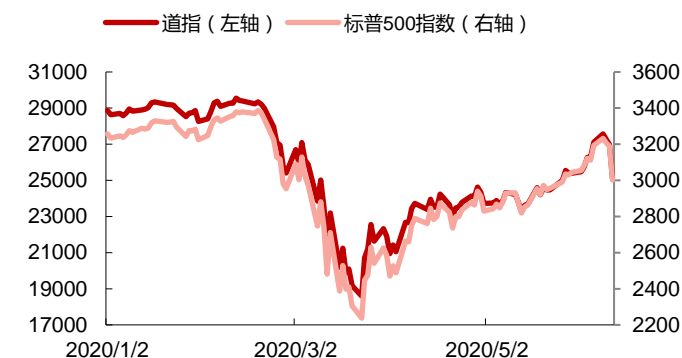
图表目录

图 1: 2020 年道指与标普 500 指数	3
图 2: 2020 年纳斯达克综指	3
图 3: 美国各区域居民活动程度（相当于正常水平的百分比）	4
图 4: 美国联邦基金目标利率	4
图 5: 美联储总资产	4
图 6: 标普 500 指数实际 EPS（美元）	6
图 7: 标普 500 指数市盈率	6
图 8: 美国每周酒店入住率同比变动	7
图 9: 美国每日航空安检人数	7
图 10: 美国部分州单日新增确诊人数（人）	8
图 11: 美国失业率	8
图 12: 美国目前面临通缩压力	8
图 13: 标普 500 指数 EPS 的市场一致预期（美元）	9
图 14: 吉利德科学与道指走势	10
表 1: 主要国家和地区央行的货币政策刺激规模	5
表 2: 主要国家的财政政策刺激规模	5
表 3: 疫苗以及特效药的进展消息明显提振股市情绪	6

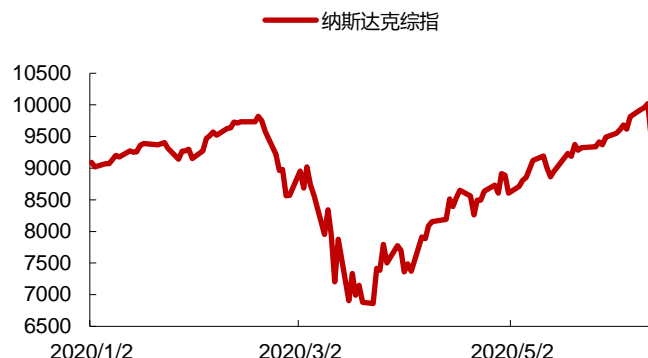
自从新冠疫情以来，全球市场经历了历史上罕见的波动。今年3月，美国股市出现四次熔断，波动率一度超过金融危机的水平。道琼斯工业指数从2月12日的29551点之后的一个半月下跌到3月23日的18592点，跌幅超过一万点。但是自从美联储3月23日宣布无上限的量化宽松以来，全球市场绝地反击。道指从18592点反弹至6月8日的27572点，反弹幅度达到48%。尤其是科技股带动的纳斯达克指数更是在近期创出了历史新高。但巨幅反弹之后也开始出现一定的超买，美股在6月11日出现深度回调，标普500指数从3200点回调至3000点左右。在这个时点，有必要探讨目前全球市场的核心驱动因素以及后续的走势。

图 1：2020 年道指与标普 500 指数

图 2：2020 年纳斯达克综指



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

当下全球市场的核心驱动因素

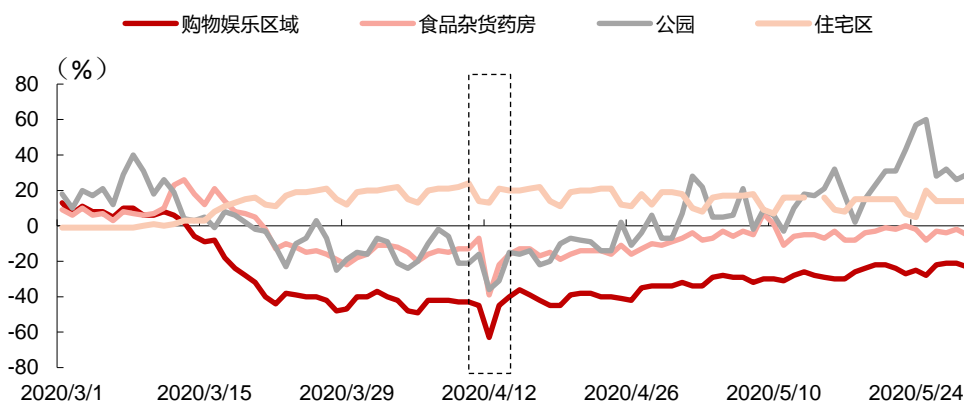
我们认为，当下的全球市场主要有四个核心驱动因素：经济重启、刺激政策、市场估值、疫苗进展。另外，美国总统大选以及中美关系也将会随着11月3日的投票日期的临近而越来越重要，成为第五个驱动市场的因素。

目前来看，欧美经济的重启进度对市场的积极影响有一定的弱化，另外前期过快的上涨也使得估值无法再大幅扩张。但是我们相信政策刺激和疫苗进展还会是权益市场的朋友。

1、经济重启的进度

在3月下旬和4月，整个欧美经济几乎处于冰封的状态。从我们追踪的高频数据来看，美国居民的活动程度在4月10日左右出现了最低值。从4月底开始，美国各个州的居家令陆续到期，并且开始重启经济。因此从那个时候开始，全球股市就不断在定价经济重启，市场的情绪也被快速激活。

图 3：美国各区域居民活动程度（相当于正常水平的百分比）



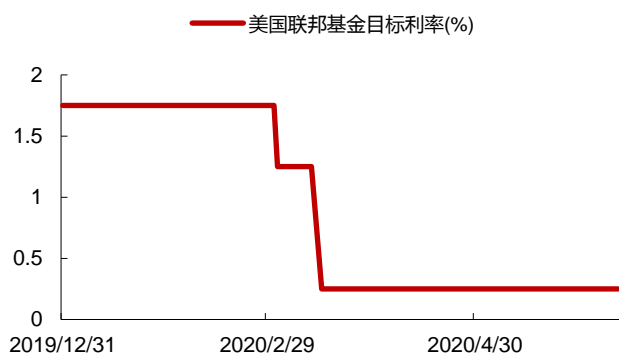
资料来源：Google Mobility，西部证券研发中心

2、政策刺激

从2月以来，全球各国的货币以及财政政策刺激的力度非常大。以美国为例，财政政策的刺激幅度超过了2.8万亿美元。美联储不仅在短短半个月紧急降息150个基点把联邦基准利率降到0%-0.25%，还给出了无上限的量化宽松政策，释放出天量的流动性，一举解决了美国金融市场在3月23日之前的流动性危机。

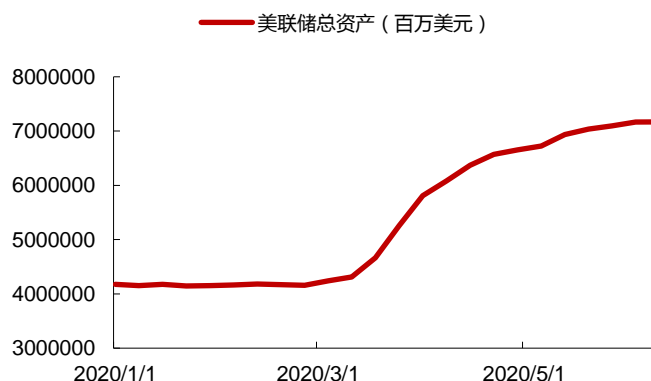
除了美国之外，其他各个国家也发布了相当多的货币和财政政策刺激。根据我们的统计，自2月以来，中美欧等九个主要经济体的央行一共宣布了超过6.9万亿美元的货币政策刺激，相当于这九个经济体的GDP的10.3%，也相当于全球GDP的8%。此外，美国、英国、韩国央行均提出了无限量QE政策。在财政政策方面，中美日等20个经济体一共宣布了超过7.2万亿美元的财政政策刺激，相当于这20个经济体的GDP的10.8%，也相当于全球GDP的8.3%。

图 4：美国联邦基金目标利率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 5：美联储总资产



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

表 1：主要国家和地区央行的货币政策刺激规模

	货币政策刺激规模	货币政策刺激规模（美元）	占 GDP 比重	主要措施
中国人民银行	6.48 万亿人民币	9115 亿	6.40%	定向降准，MLF，公开市场逆回购，再贷款再贴现
美联储	3 万亿美元	30000 亿	14.00%	降息，量化宽松等
欧央行	18451 欧元	20141 亿	10.80%	购买资产计划，公开市场操作
日本央行	32.2 万亿日元	2997 亿	5.80%	购买 ETF、债券等
英国	2000 亿英镑	2437 亿	8.90%	购买资产计划、量化宽松等
加拿大	4200 亿加元	3008 亿	17.40%	购买资产购买等
新西兰	600 亿新西兰元	362 亿	17.70%	购买资产计划
瑞典	8000 亿瑞典克朗	823 亿	15.60%	购买债券、为企业提供贷款等
印度	4 万亿卢比	528 亿	1.80%	降息，降准，量化宽松，公开市场操作

资料来源：各国央行，公开资料整理，西部证券研发中心（截至 6 月 10 日）

表 2：主要国家的财政政策刺激规模

国家	财政政策刺激规模	财政政策刺激规模（亿美元）	刺激规模占 GDP 比重
中国	3.6 万亿人民币	5090	3.60%
美国	2.8 万亿美元	27913	13.00%
日本	117.1 万亿日元	10907	21.20%
德国	4270 亿欧元	4659	12.10%
英国	4605 亿英镑	5619	20.50%
法国	3150 亿欧元	3437	12.70%
西班牙	2000 亿欧元	2182	15.60%
韩国	245.5 万亿韩元	2002	12.30%
澳大利亚	2455 亿澳元	1602	11.60%
加拿大	2050 亿加元	1469	8.50%
马来西亚	2600 亿马币	598	16.40%
俄罗斯	32774 亿卢布	475	2.90%
意大利	800 亿欧元	873	4.40%
泰国	2.507 万亿泰铢	787	14.90%
巴西	6400 亿巴西雷亚尔	1119	6.10%
瑞士	650 亿瑞士法郎	669	9.40%
新西兰	205 亿新西兰元	124	6.10%
新加坡	929 亿新加坡元	655	18.00%
越南	313 万亿越南盾	134	5.10%
印度	13.6 万亿印度卢比	1791	6.10%

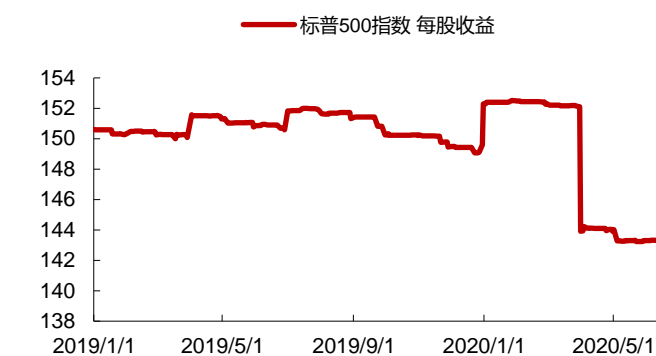
资料来源：各国财政部，公开资料整理，西部证券研发中心（截至 6 月 10 日）

3、市场估值

由于新冠疫情导致的居家隔离以及经济停摆，疫情对于企业盈利产生了巨大的负面影响，尤其是今年上半年的企业盈利情况。目前市场的主流观点是认为疫情对于一季度以及二季度的冲击是暂时的，因此市场在不断消化这个冲击。还有一种观点认为，新冠疫情对于全球经济的冲击非常巨大，如果企业经受住了这些冲击，应当给予这些企业更高的估值。另外，全球无风险利

率受到基本面的影响不断下行，也抬高了市场估值。美股的估值在近期的快速上涨之后还是来到了非常高的水平。6月8日标普500指数的市盈率(Forward PE)为22.55倍，达到了2010年以来的新高。

图6：标普500指数实际EPS（美元）



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图7：标普500指数市盈率



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

4、疫苗进展

目前全世界有超过100种不同的潜在新冠疫苗正在进行研发，其中有一部分已经开始进入临床试验阶段。在5月，疫苗以及特效药的进展对市场的风险偏好提振明显，疫苗以及特效药的进展多次使得美国的指数出现跳涨高开的情况。

我们判断从3月底至今的反弹至少有10%是来自于疫苗和特效药的进展。

表3：疫苗以及特效药的进展消息明显提振股市情绪

进展	股市表现
3月30日 强生表示计划在9月之前开始对其实验性新型冠状病毒疫苗进行人体测试，疫苗可在2021年初准备好供紧急使用。	强生大涨超8%，创3月19日以来新高，道指涨3.19%
4月17日 美国医学新闻网站STAT披露，吉利德公司的瑞德西韦(Remdesivir)的临床试验效果不错	盘前吉利德科学公司涨超11%，当日收盘9.73%，道指收涨2.99%
5月11日 Novavax宣布获得了流行病防范创新联盟(CEPI)高达3.84亿美元的拨款，用以资助其COVID-19候选疫苗的临床试验，以及扩大生产规模的早期工作。	Novavax大涨30.81%，第二天上涨62.53%
5月18日 Moderna公司发布疫苗一期人体试验结果，声称取得积极成果	Moderna大涨近20%，创历史新高，道指大涨3.85%
5月26日 Novavax公司宣布将在澳大利亚开展新冠病毒候选疫苗人体试验，希望在今年能发布一种有效的疫苗。	Novavax盘前大涨近18%，当日收涨4.47%，道指收涨2.17%

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

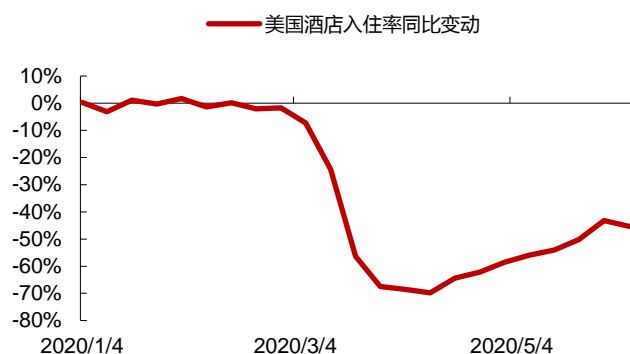
如何看待这些驱动因素之后的走势

从上面的分析能够看出，这四个因素在3月底到6月初的上行共振，推动了美股前期的快速反弹。因此，对于全球市场之后的走势来说，这四个因素之后的走势至关重要。

1、经济重启

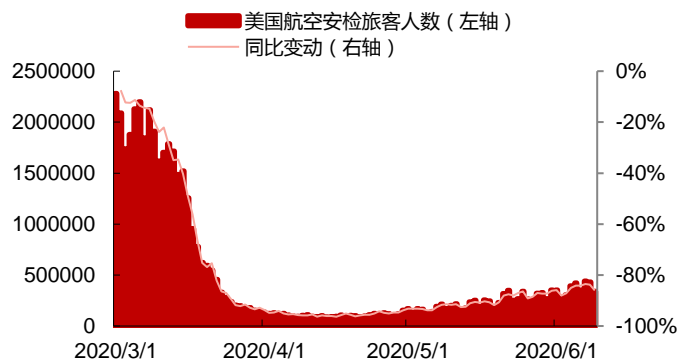
从我们目前追踪到的高频数据来看，美国目前复工复产确实在不断推进。例如，酒店入住率同比变动从4月初最低的-70%回升到了现在的-45%，每日航空安检人数从4月中旬的9万人左右回升到了现在的35万人左右。美国5月的新增非农就业也达到了250万人，远超市场预期。

图 8：美国每周酒店入住率同比变动



资料来源：STR，西部证券研发中心

图 9：美国每日航空安检人数



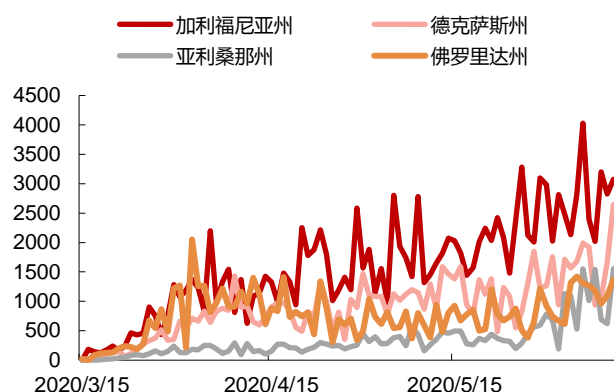
资料来源：TSA，西部证券研发中心

但是，美国重启比较早的州出现了确诊人数的上升情况。而且从5月底开始的由于弗洛伊德之死导致的骚乱也部分加剧了病毒的传播和扩散。但是，也同时需要看到，美国作为一个消费和服务业占主导的经济体，如果选择重新封锁，带来的经济成本是极其巨大的，3-4月的封锁导致美国的失业率从3月的4.4%上升大幅上升到4月的14.7%。此外，现在离美国11月的大选投票只有不到5个月的时间。除了总统之外，美国众议院的全部435个席位、美国参议院100个席位中的35个席位以及美国13个州的州长都会展开选举。对于有连任压力的竞选者来说，经济的再次封锁代价非常大。美国的财政部长姆努钦近期也表示，即使出现了疫情的二次爆发，也不会重新封锁经济。

我们判断除非二次爆发特别严重，美国大概率也不会重新封锁经济。最有可能的情况是复工复产继续推进，但是民众和企业的生活消费和经营方式发生改变，也会出现行业分化。部分行业例如餐饮、旅游以及航空行业的复工复产进度会比较慢。但是科技以及必选消费等行业受到的影响相对较少。而且整个经济存在充裕的产能以及劳动力供给，也会对复工复产提供一定的支撑。

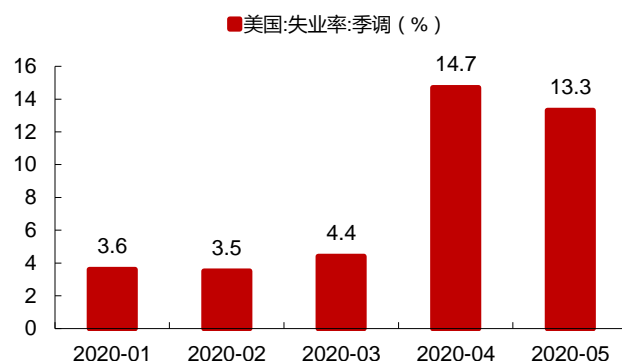
总的来看，我们认为前期股市的快速上涨打进了相当多经济重启的预期，未来这个因素会趋于中性。

图 10：美国部分州单日新增确诊人数（人）



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 11：美国失业率



资料来源：WIND，西部证券研发中心

2、政策刺激

我们认为这个因素会一直对市场有非常积极的贡献。美联储会在未来相当长的一段时间内维持非常宽松的水平。也就是说，面对美国目前 13.3% 的失业率，超过 2000 万人失业的局面，美联储没有任何紧缩的本钱，尤其是目前美国还面临着通缩的压力。鲍威尔在 6 月 10 日利率决议之后的表态就非常能说明问题：“我们甚至没有思考过什么时候去考虑加息这个问题。”这背后传递的信息说明了美联储在未来一段时间思考的主要着重点是如何托底宏观经济和市场，而不是什么时候开始紧缩。从历史上也能看出来，2008-2009 年金融危机之后，一直到 2013 年，市场才出现 Taper Tantrum（QE 削减恐慌）。也就是 2009 年到 2013 年这四年，美联储对经济都是极尽呵护。

我们预测美联储在未来相当长的一段时间内都会维持非常宽松的货币政策（至少持续到 2022 年）。当然，需要注意的风险就是资产价格上涨过快，导致美联储开始担心资产泡沫。但是我们认为这个问题在短期内都不会成为美联储的主要担心点。目前美联储最关心的还是就业。

图 12：美国目前面临通缩压力



资料来源：WIND，西部证券研发中心

3、市场估值

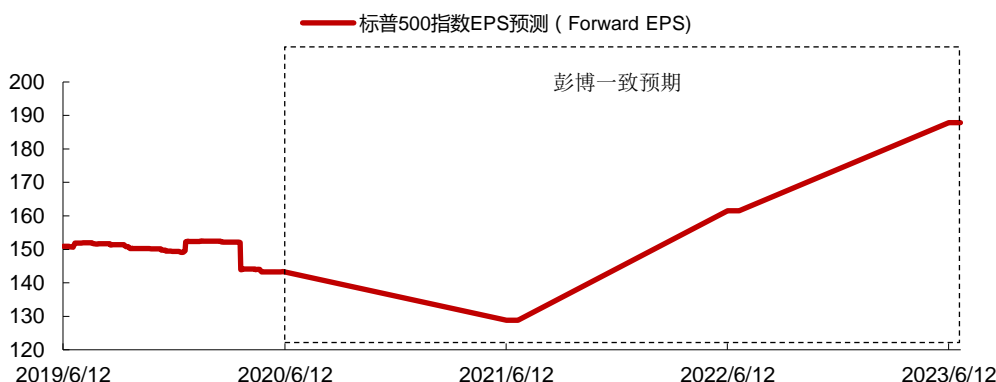
我们认为这个因素会从之前非常积极的贡献下调到中性的贡献。当标普 500 指数上涨到 3200 点左右时，我们认为估值因素会从非常积极下调到中性。

目前来看，本轮股市反弹主要是由估值提升带动的，标普 500 指数上涨到 3200 点左右的时候，市盈率已经超过了 22 倍，仅仅靠经济重启带来的估值提升无法持续。这也是美股在 6 月 11 日出现大幅回调的原因之一。也就是说，从企业盈利以及估值这两个角度去拆分的话，美股前期的涨幅主要是估值的大幅扩张，而不是企业盈利的改善。这个估值的扩张又来自于对于复工复产进度的乐观情绪。

在主要股指已经积累了非常多的涨幅之后，估值的贡献度在未来势必会开始减弱。我们判断后期市场的关注点大概率会转向对于企业盈利的预测。因为企业的盈利是和实体经济复工复产的进度非常相关的。只有企业的盈利业绩展现出复苏迹象才能对市场的估值有所帮助。

因此，美国市场从 3 月底到 6 月初的第一波反弹得益于估值的大幅扩张。但是这一次的回调已经说明估值大幅扩张的这个逻辑无法继续支撑指数更多的上行。但从另外一个方面来看，无风险利率处于历史低位也能够维持住一定的估值水平。总的来看，我们认为市场估值这个因素会从非常积极转为中性。

图 13：标普 500 指数 EPS 的市场一致预期（美元）



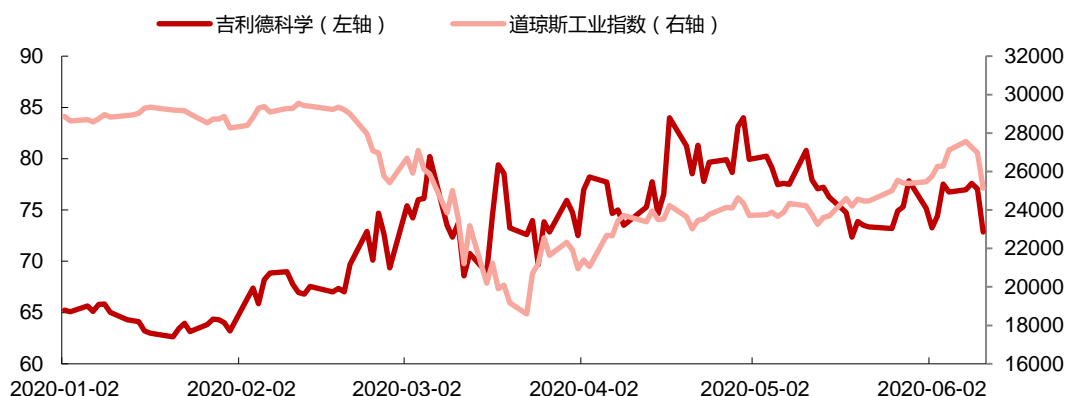
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

4、疫苗进展

疫苗进展这个因素大概率后续会不断支撑市场的风险偏好，我们认为是一个比较积极的贡献项。面对新冠疫情对经济带来的巨大冲击，对于研发机构以及医药企业来说，一旦开发出疫苗所带来的社会荣誉以及经济利益可以说是无比巨大的，重赏之下必有勇夫。

从目前的情况来看，部分疫苗确实有一些可喜的进展。而且需要注意的是，由于全球有超过 100 种潜在的疫苗在进行研发。如果某个疫苗出现研发不成功的坏消息，对市场的影响实际并不会太大（当然市场关注度非常高的明星疫苗除外）。但只要某个疫苗出现研发成功的好消息，就会对市场的风险偏好产生非常积极的贡献。当然科学研究也有自己的规律，无法一蹴而就。但总的来看，我们认为时间是疫苗研发的朋友，从而也是市场的朋友。换句话说，随着时间的推移，研发出来疫苗的概率是不断提高的。当然从另外一个角度来看，也需要注意新冠这个 RNA 病毒可能产生变异的风险。

图 14：吉利德科学与道指走势



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

5、美国总统以及中美关系

美国总统以及中美关系将会随着 11 月 3 日的投票日期的临近而越来越重要，成为第五个驱动市场的因素。一方面，特朗普的对华贸易政策会受制于美国国内非常大的失业压力，以及美股可能由于强硬贸易政策而大幅回调的风险。但是另外一方面，特朗普又有将美国防疫不力的责任进行“甩锅”的需求。总体而言这个因素对于市场是偏中性的。

总的来看，全球市场反弹至今，后续的主要因素加总是积极的，尤其是政策刺激方面和疫苗的进展，目前还没有 100%完全进入市场的定价。因此，我们目前对全球权益市场还是持相对乐观的态度，当然也需要注意核心因素转向的风险。

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷 蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李 思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈 妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱 丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪 欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎 越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程 琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张 帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓 洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李 文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高 飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏 彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。