

俄乌“战后”，经济如何重铸？

——掘金欧洲系列之一

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

分析师 马骏

SAC 证书编号: S0160523080004

majun@ctsec.com

联系人 马乐怡

maly@ctsec.com

相关报告

1. 《欧洲经济前景如何?》 2024-05-24

核心观点

特朗普就任后，美国外交政策明显转向孤立主义，其退出欧洲事务的想法，与俄罗斯拒绝北约东扩诉求不谋而合，迅速推动俄乌停火。冲突若能顺利平息，将成为今年最大的预期差，这对于欧洲乃至世界经济，将带来什么影响？

- ❖ **“独立自主”引来天量刺激。** 特朗普就任后，开始积极推进俄乌停火。停火将是大概率事件，根本原因是美国明显转向孤立主义，而俄罗斯希望北约势力不再东扩，美俄核心诉求不谋而合。若俄乌冲突平息，美国政策转向将加速欧洲走向独立自主。长期以来，欧洲军备开支明显不足。为应对美国在欧洲防务中的淡出，欧盟提出了《欧洲防务白皮书》，计划在2030年前投入万亿欧元重振军备，相当于平均每年投入欧盟2024年总投资的5%、GDP的1%，预计将拉动GDP年增长0.8个百分点以上。德国财政也“加油门”，通过改革“债务刹车”，并加大财政支出，德国预计将向军事和基础设施领域投资近1万亿欧元，或每年拉动德国投资增长11%，GDP年增长2个百分点以上。
- ❖ **停火后，经济如何“重铸”？** 一方面，俄乌冲突平息后，能源的正常供应将降低欧洲企业生产成本，天然气供给有望恢复运量巅峰时期的六成。成本下降将带动企业营商信心恢复，促进投资修复，特别是化工以及上游高耗能的钢铁和有色等行业。另一方面，乌克兰战后将对大规模重建需求，其住房、能源及交通基础设施等领域亟待投资，未来十年内，平均每年需投入524亿美元。由于能源危机拖累欧洲经济信心，自冲突发生以来，欧盟投资累积出现了约6000亿欧元的缺口，相当于2024年总投资的两成。若冲突平息，欧洲经济有望实现复苏，总投资增速有望由负转正升至7%附近，GDP中枢将由此前的1.1%升至2%附近。
- ❖ **欧洲资产迎来重估。** 随着不确定性逐步消退，欧洲经济有望复苏，或促使资本重回欧洲，FDI或恢复上行。欧盟或寻求缓和与中国关系，今年恰逢中欧建交50周年，欧盟或借此机会加强与中关系，此前被搁置的《中欧全面投资协定》有重启可能。欧洲股市方面，未来经济有望持续好转，特别是天量投资规模带来的经济增长中枢上升，利好股市基本面，有望推动欧股继续上涨。欧债方面，赤字扩张推高欧债利率中枢。从供给端来看，欧盟和德国加大财政力度，债务规模或有所扩张。从需求端来看，财政刺激顺利落地，预计将拉动欧洲GDP增长，相应地，十年期德债及法债收益率中枢也将回升。汇率方面，欧元相对美元走强。当美欧利差收窄时，欧元相对美元升值。短期来看，今年美联储或实施相对更大力度的降息，而欧央行降息阶段已接近尾声，今年底美欧政策利差有望再收窄25bp。中长期来看，欧洲预计实施的财政力度较美国更大，从而促进美欧利差进一步收窄，支撑欧元走强。
- ❖ **风险提示：** 财政刺激幅度不及预期，俄乌谈判迟迟无法达成，历史经验失效。

内容目录

1 “独立自主”引来天量刺激.....	3
2 停火后，经济如何“重铸”？	6
3 欧洲资产迎来重估.....	9

图表目录

图 1. 美国介入下，俄乌冲突结束在望.....	3
图 2. 俄乌停火谈判多方核心诉求.....	4
图 3. 北约防务支出（十亿美元）	4
图 4. 主要经济体的军事开支占 GDP 比重（%）	4
图 5. 重振欧盟军备计划“ReArm Europe”五条支柱.....	5
图 6. 德国财政赤字和债务占 GDP 比重	5
图 7. 俄罗斯原油供给占世界份额.....	6
图 8. 欧盟天然气来源（十亿立方米）	6
图 9. 能源供给可能无法完全恢复.....	7
图 10. 欧洲能源价格目前仍高于冲突爆发前.....	7
图 11. 2022 年德国天然气主要用途.....	8
图 12. 德国制造业信心和天然气价格.....	8
图 13. 乌克兰重建需求估计.....	8
图 14. 欧盟投资缺口有望恢复（千亿欧元）	9
图 15. 俄乌冲突前后，欧盟各关键经济指标表现（%）	9
图 16. 欧元区 FDI 走势.....	10
图 17. 部分欧洲国家权益资金净流入（亿美元）	10
图 18. 欧股指数季度收益率（%）	10
图 19. 欧洲部分国家债务占 GDP 比重（%）	11
图 20. 德法 10 年期国债风险溢价.....	11
图 21. 欧央行和美联储利率预期路径（%）	11
图 22. 欧元兑美元汇率与美欧利差相关.....	11

特朗普就任后，美国外交政策明显转向孤立主义，其退出欧洲事务的想法，与俄罗斯拒绝北约东扩诉求不谋而合，迅速推动了俄乌停火谈判。俄乌冲突若能顺利平息，将成为今年最大的预期差，这对于欧洲乃至世界经济，将带来什么影响？

1 “独立自主”引来天量刺激

俄乌冲突已在缓和。早在竞选期间，特朗普曾誓言将快速平息俄乌冲突，直到去年年底，国际各方普遍认为俄乌冲突仍将是一场“持久战”，难以在短期结束。然而今年2月以来，一方面，特朗普通过威胁减少对乌克兰援助，促使乌克兰坐上谈判桌。另一方面，他向俄罗斯释放谈和信号。在美国的积极推动下，俄乌冲突结束在望，这或将成为今年地缘政治最显著的变化。

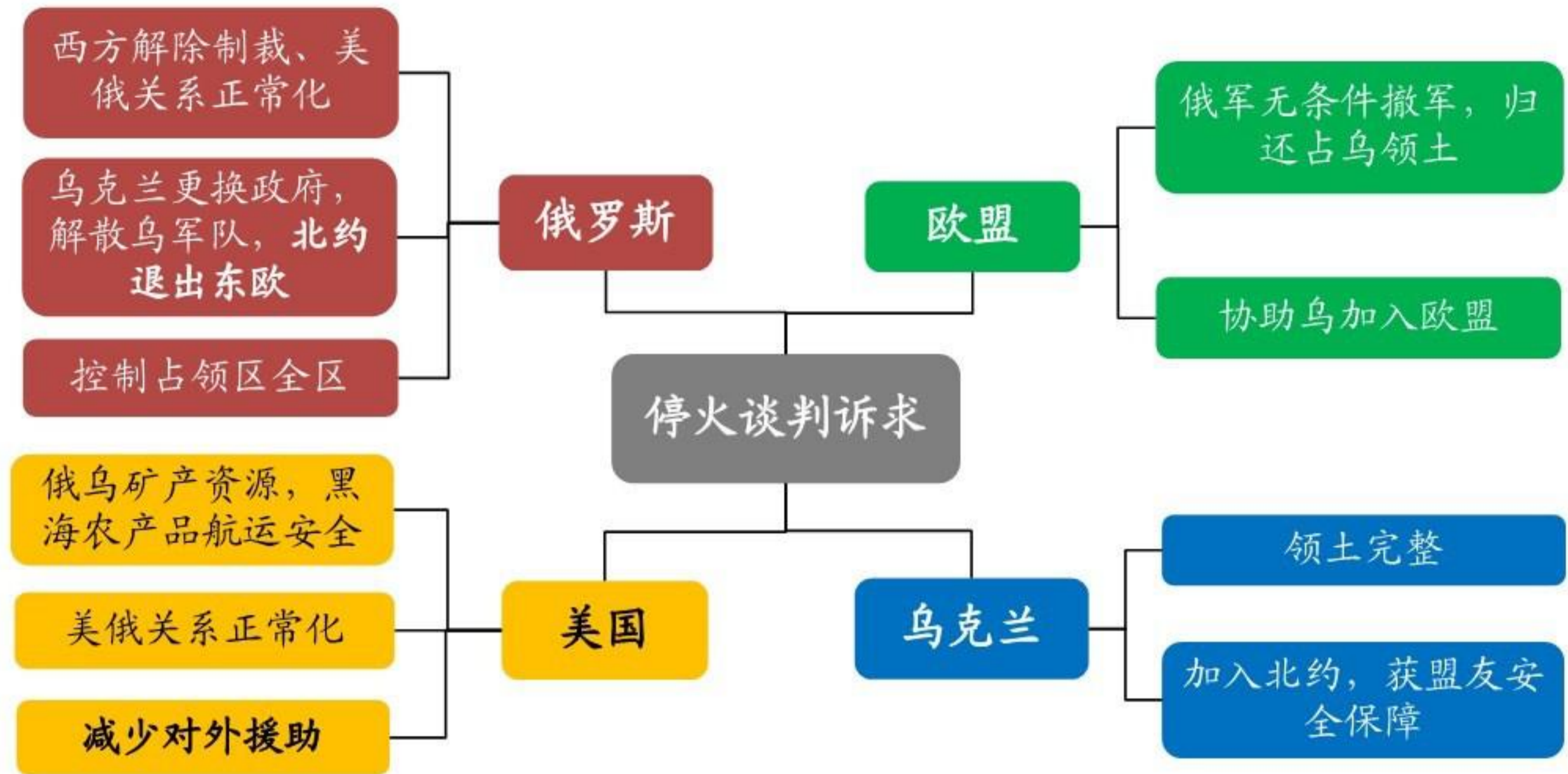
图1.美国介入下，俄乌冲突结束在望



数据来源：路透社，美联社，财通证券研究所

根本原因是美国转向孤立主义。特朗普就任后，美国明显转向孤立主义，减少对外援助、对欧洲盟友和加墨近邻发起关税战等等举措，均暗示着美国正在退出对国际事务的干预。同时，俄罗斯希望北约势力不再东扩，美俄核心诉求不谋而合。此外，特朗普寻求更多的经济利益，与俄罗斯合作获取矿产资源，更是“划算的生意”。在此背景下，俄乌停火大概率将顺利进行。

图2.俄乌停火谈判多方核心诉求

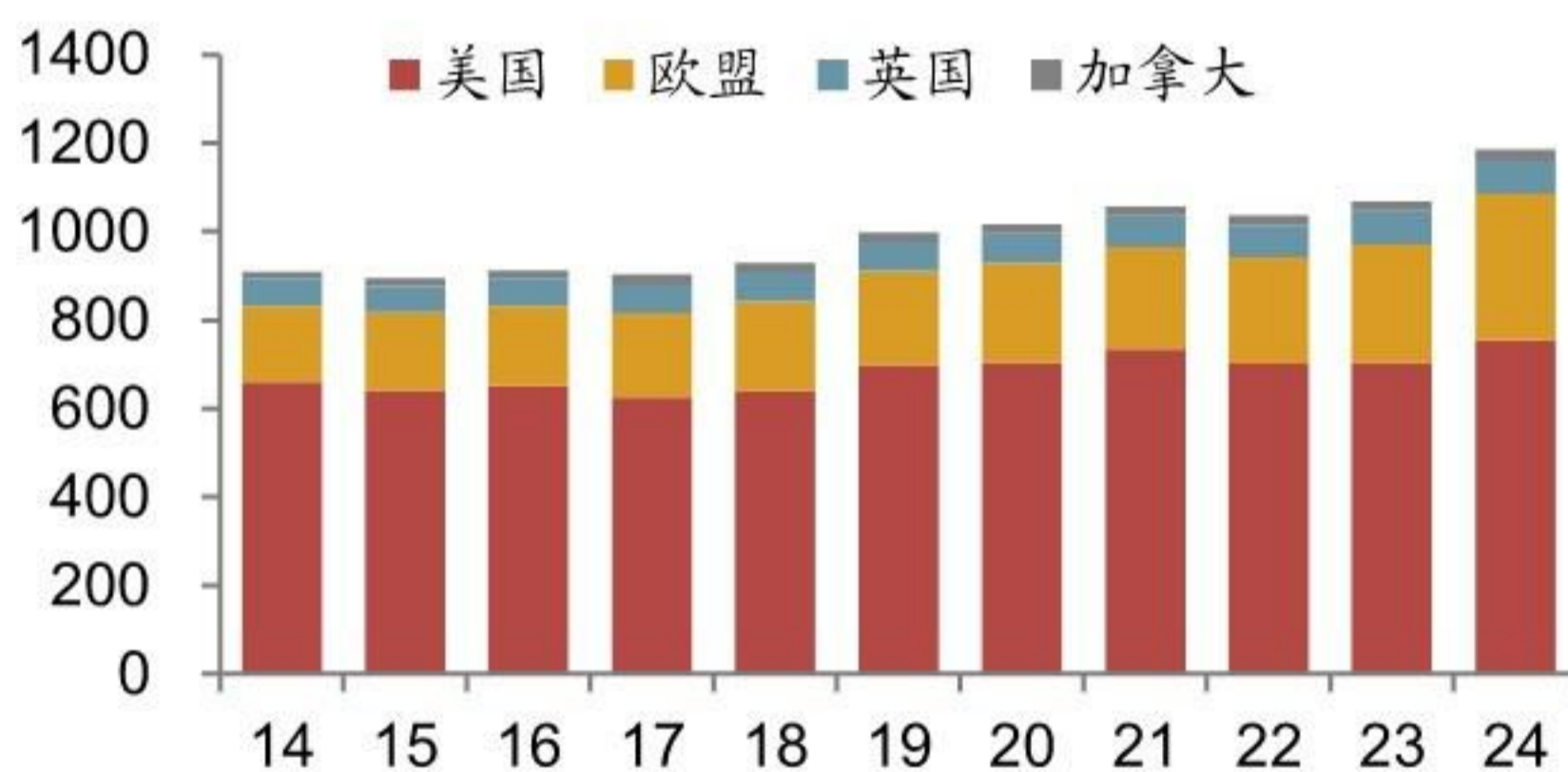


数据来源：路透社，美联社，财通证券研究所

若俄乌冲突平息，将对西方格局造成深刻变化。而最重要的影响便是，美国政策转向将加速欧洲走向独立自主。本次俄乌谈判中，美国几乎没有邀请欧盟参与，并不断质疑跨大西洋联盟的意义。而自特朗普上任以来，欧盟委员会主席冯德莱恩便不断地呼吁欧洲加强防御，以便在美国退出时加强欧洲的自保能力。

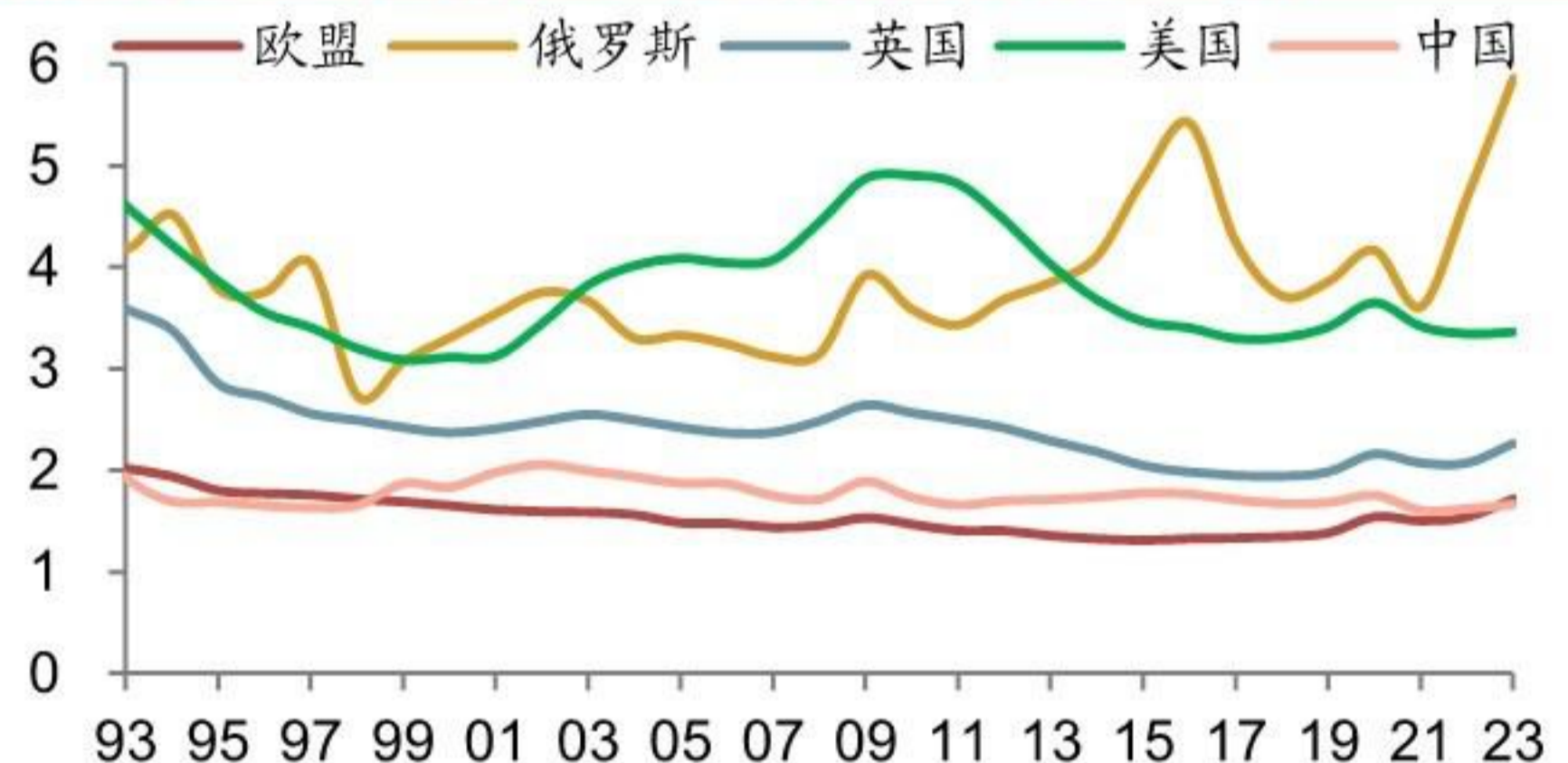
而长期以来，欧洲军备开支明显不足。在北约体系中，美国是防务支出的主要力量，支出规模约是欧洲国家约两倍。即使在全球主要经济体当中，欧盟长期以来的军事开支也偏弱，军事占 GDP 比重始终低于 2%。如果美国减少军事援助，欧洲势必将扩张军备，以填补欧洲大陆防务的空白。

图3.北约防务支出（十亿美元）



数据来源：NATO，财通证券研究所

图4.主要经济体的军事开支占 GDP 比重 (%)



数据来源：CEIC，财通证券研究所

万亿欧元重振军备，将拉动 GDP 年增长 0.8 个百分点以上。为应对美国在欧洲防务中的淡出，欧盟提出了《欧洲防务白皮书》，意在重振防务产业，规划在 2030 年前缩小关键国防领域的缺口。在融资方面，欧盟计划进行共 8000 亿欧元的公共投资，相当于平均每年投入欧盟 2024 年总投资的 5%、GDP 的 1%，估计将拉动 GDP 增长 0.8%-1.6%，有望使得欧盟 GDP 增速中枢升至 2%左右，而近五年 GDP 平均增速仅为 1.1%。其中，1500 亿欧元依靠欧盟发债筹集，6500 亿欧元

通过成员国财政拨款。除了公共投资外，欧盟还计划通过欧盟预算内激励，加大欧洲投资银行的支持，以及鼓励私营部门投资。

图5.重振欧盟军备计划“ReArm Europe”五条支柱

措施	规模	资金来源	相关细节
贷款工具“欧洲安全行动”(SAFE)	1500 亿欧元	设立贷款工具，由欧盟预算担保	投资关键国防领域，如导弹防御、无人机和网络安全等。
释放公共财政空间	约 6500 亿欧元	成员国本国的财政收入	允许成员国大幅增加国防支出，不触发“过度赤字程序”
欧盟预算内激励	/	现有欧盟预算和“凝聚力政策”(Cohesion Policy) 资金	增加防务相关投资，取消现有针对大型防务企业的支持限制、增加金融激励措施。
欧洲投资银行	/	欧洲投资银行融资	扩大对国防和安全项目的贷款范围。
动员私营资本	约数千亿欧元	欧洲私营部门资金	完成欧盟资本市场联盟，促使储蓄回流并投资欧盟，激发欧洲经济活力。

数据来源：欧盟委员会，财通证券研究所

德国财政也“加油门”，或拉动 GDP 年增长 2 个百分点以上。德国近期通过加大财政支出力度的法案，预计将向军事和基础设施领域投资近 1 万亿欧元。该法案包含三项重点，**第一**，将大部分国防开支豁免于“债务刹车”，此前规定将国防支出在 GDP 的 0.35%。**第二**，德国将在未来 12 年内支出 5000 亿欧元用于基建，每年约投资 420 亿欧元，占 GDP 的 1.2%。其中，4000 亿欧元将用于基础设施建设，1000 亿欧元将用于气候保护。**第三**，放宽各州贷款限制，允许州总共借入相当于 GDP 的 0.35% 的债务，此前据宪法规定，各州必须保持收支平衡。若顺利实施，或拉动德国投资每年增长 11%，GDP 增长 1.8-3.5 个百分点。

图6.德国财政赤字和债务占 GDP 比重



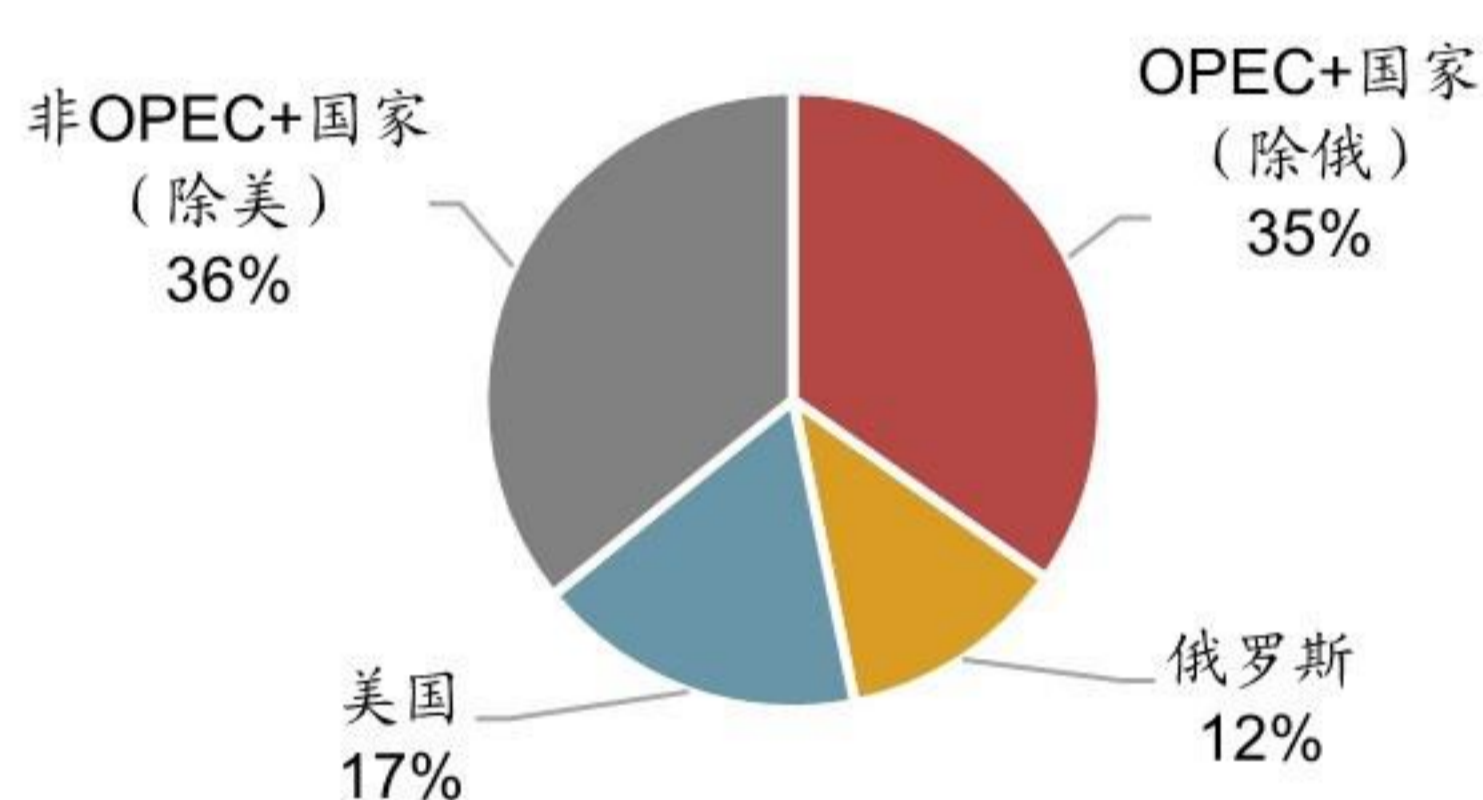
数据来源：iFinD，财通证券研究所

2 停火后，经济如何“重铸”？

若俄乌顺利停火，欧洲经济将得以“重铸”。一方面，俄乌冲突平息后，能源的正常供应将降低欧洲企业生产成本，带动企业营商信心恢复，促进投资修复。另一方面，乌克兰战后将面对大规模重建需求，其住房、能源及交通基础设施等领域亟待投资。欧洲也面临累积的投资缺口，叠加重整军备等因素，投资有望回暖。

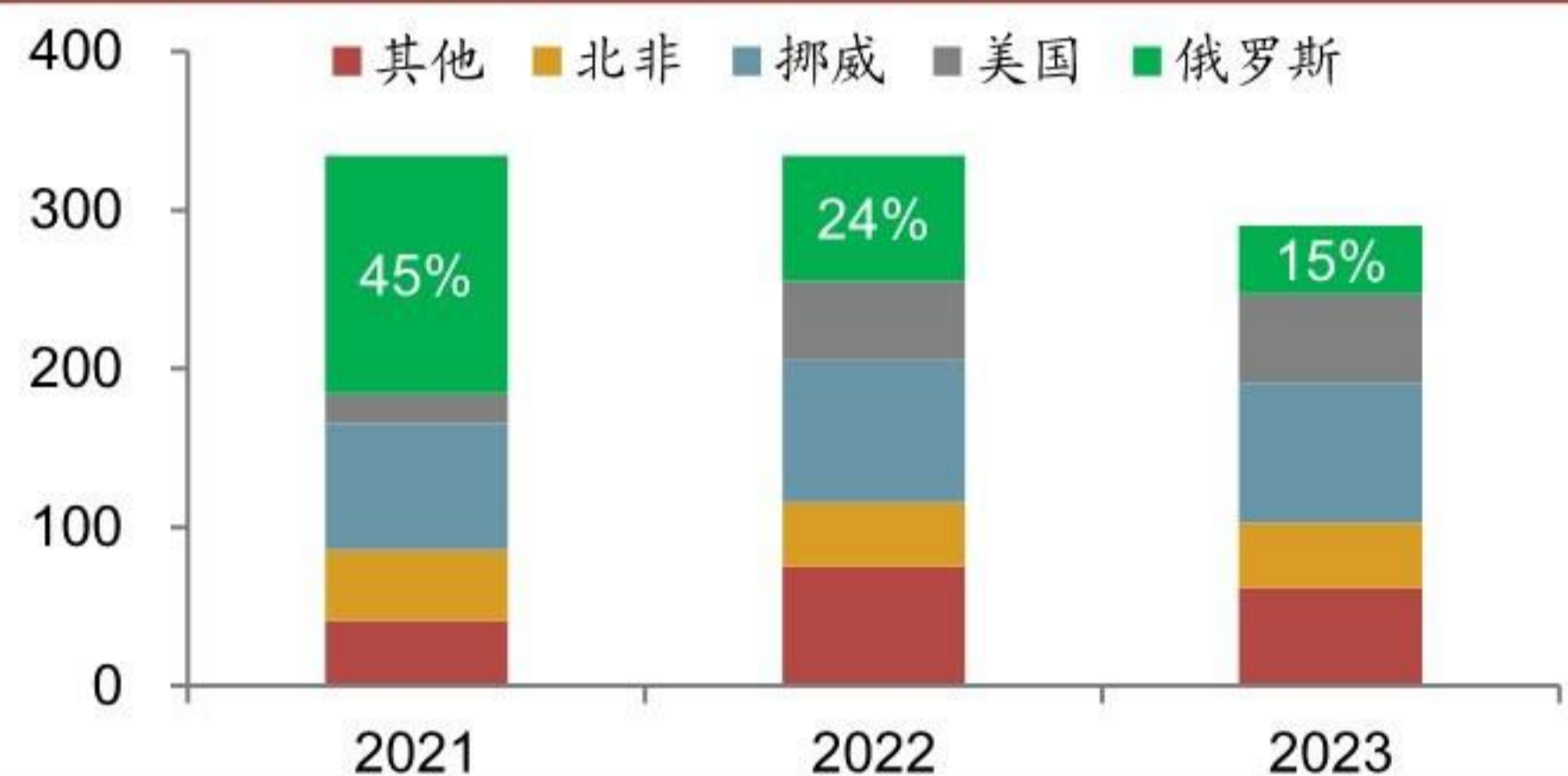
俄欧能源合作再续前缘。一方面，能源供给有望恢复正常。原油方面，俄罗斯在全球原油供给中的占比约 12%，若俄乌冲突结束，俄罗斯原油出口更加顺畅，供应链成本下降，供给有所增加。天然气方面，自 2022 年以来，欧盟已逐步减少对俄罗斯天然气的依赖，对俄罗斯的依赖度从冲突前的 45% 下降至 15%，并增加从美国等地区的进口。不过，考虑到美国和欧盟关系转向，欧洲与俄罗斯之间的能源合作或将重启。

图7.俄罗斯原油供给占世界份额



数据来源：EIA，财通证券研究所，数据为 2024 年

图8.欧盟天然气来源 (十亿立方米)



数据来源：欧盟委员会，财通证券研究所

天然气供给有望恢复六成。不过需要注意，北溪管道因爆炸受损，或难以快速恢复运行。从目前的基础设施情况来看，仅土耳其输气管道运量较低，仍在运营。即使欧洲与俄罗斯恢复合作，天然气供给可能仅能恢复每年 1150 亿立方米的供应量，约占俄罗斯-欧洲管道运量巅峰时期的六成，占欧洲天然气消费规模的 33%。

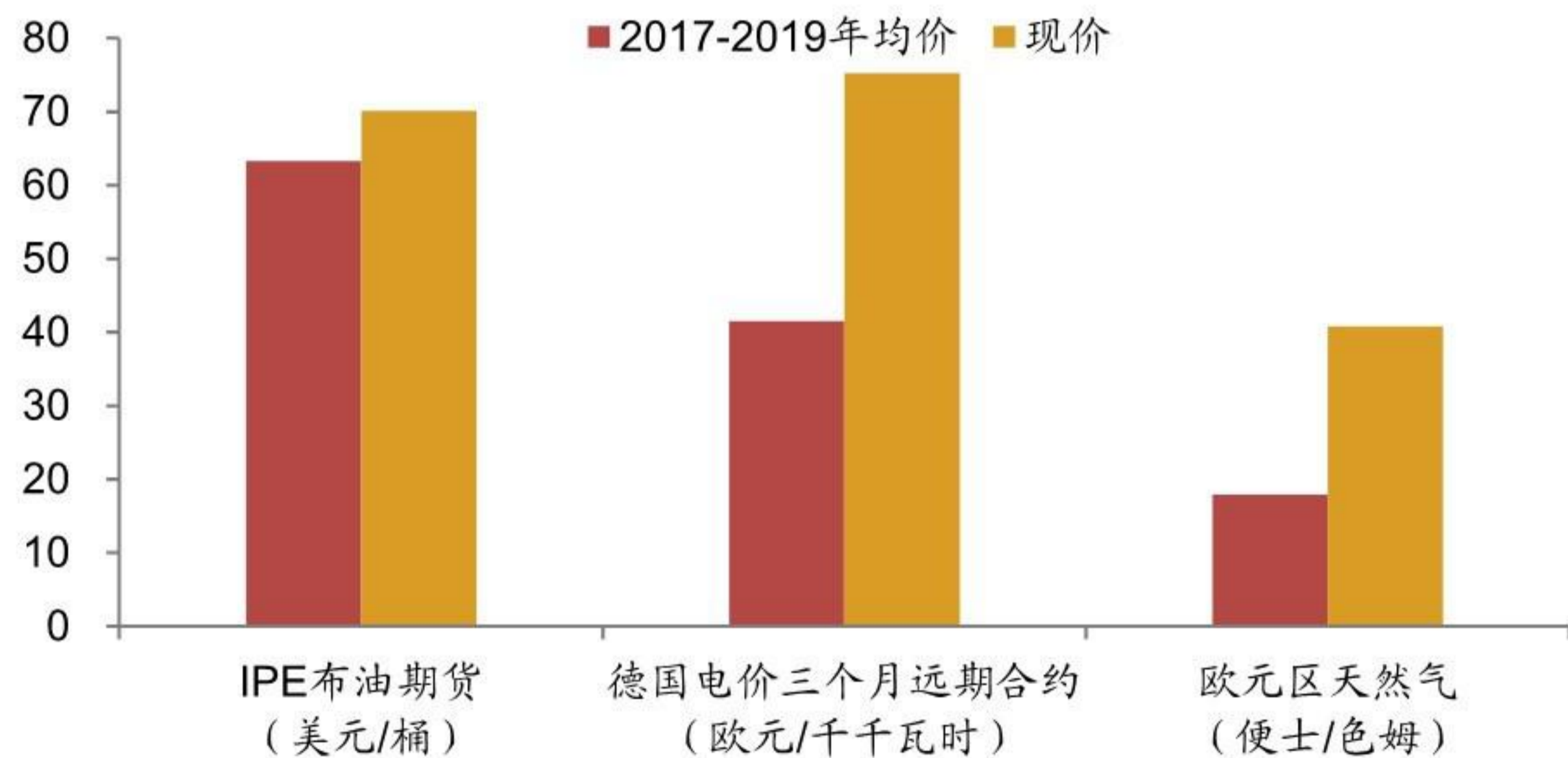
图9.能源供给可能无法完全恢复

管道	运量(十亿立方米/年)	状态	恢复前景
北溪1号	55	被破坏,自2022年9月起停止运营;目前尚未进行修复工作。	俄罗斯有恢复计划,但因德国反对与财务法律方面的挑战,恢复难以实现
北溪2号	55	从未投入运营;一条管道于2022年因爆炸受损;没有投入运营的计划。	恢复难以实现
亚马尔-欧洲	35	2022年5月停止运营;波兰于2023年接管了俄罗斯天然气工业股份公司的股份;仍处于不活跃状态。	目前还没有具体的恢复计划。
乌克兰运输系统	80	由于乌克兰拒绝续签过境协议,天然气过境于2025年1月1日停止。	
土耳其溪	16	仍在运营,向土耳其和匈牙利、塞尔维亚等几个欧洲国家输送天然气。	目前仍在运营中

数据来源:华尔街日报,路透社,美联社,财通证券研究所

能源价格仍待进一步回落。在过去三年中,欧洲能源市场经历剧烈波动,油价、天然气价格和电价在2022年3月冲突爆发后到达历史高点。尽管欧洲逐渐减少了对俄罗斯的依赖,并从其他来源进行补充,能源价格较高点有所回落。不过,当前整体价格水平依然略高出冲突前11%-130%。若冲突平息,能源价格有望进一步回落。

图10.欧洲能源价格目前仍高于冲突爆发前

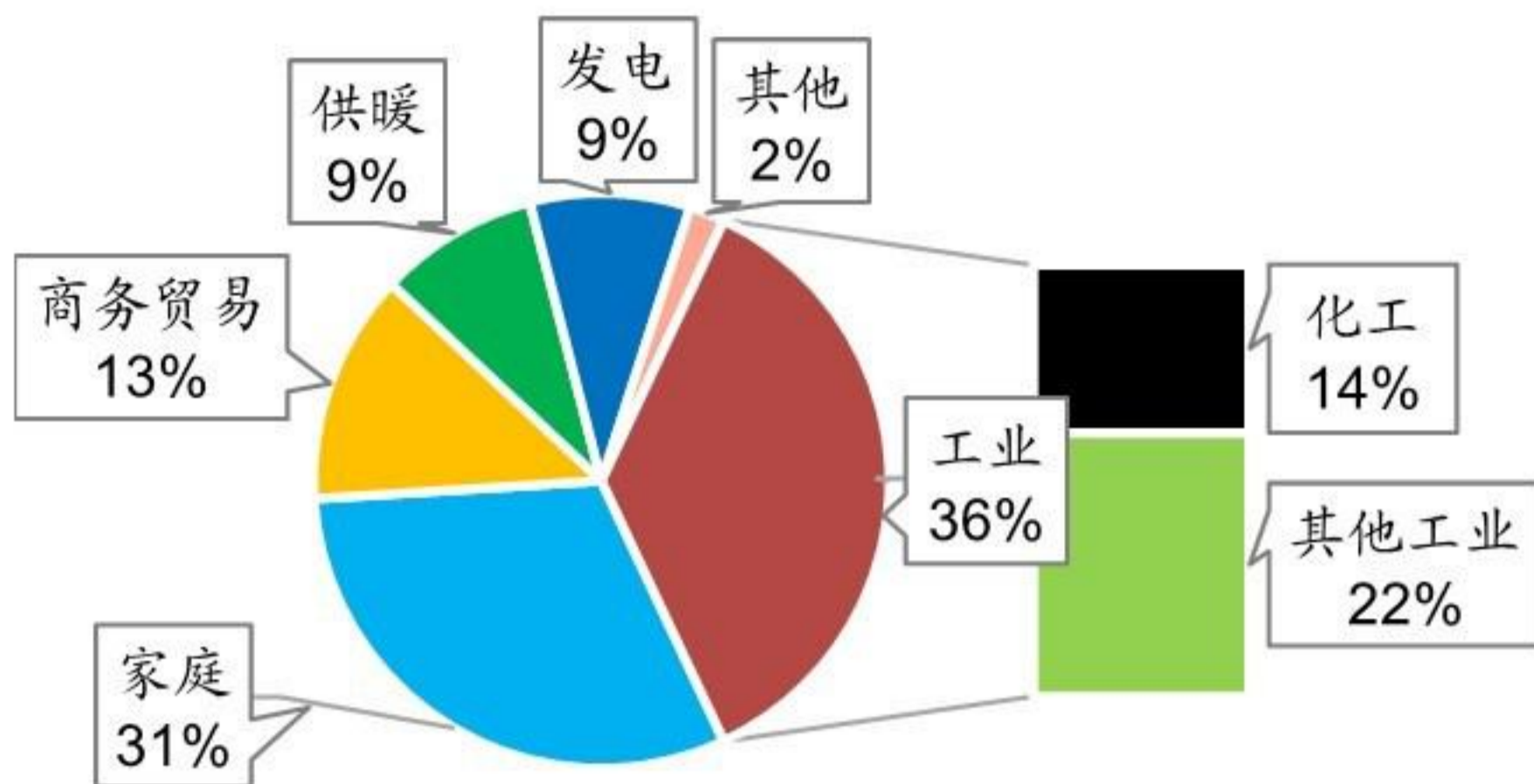


数据来源: Bloomberg, wind, 财通证券研究所

成本下降修复企业信心,利好化工、钢铁和有色。以德国为例,天然气有9%用于发电,此外36%直接用于工业,其中约14%用于化工行业。随着能源价格上涨,推高生产成本,企业盈利受损,在过去三年内,欧洲企业的营商信心大幅下降,部分企业关闭德国工厂,转为对外投资。而随着天然气和用电价格回落,企业盈

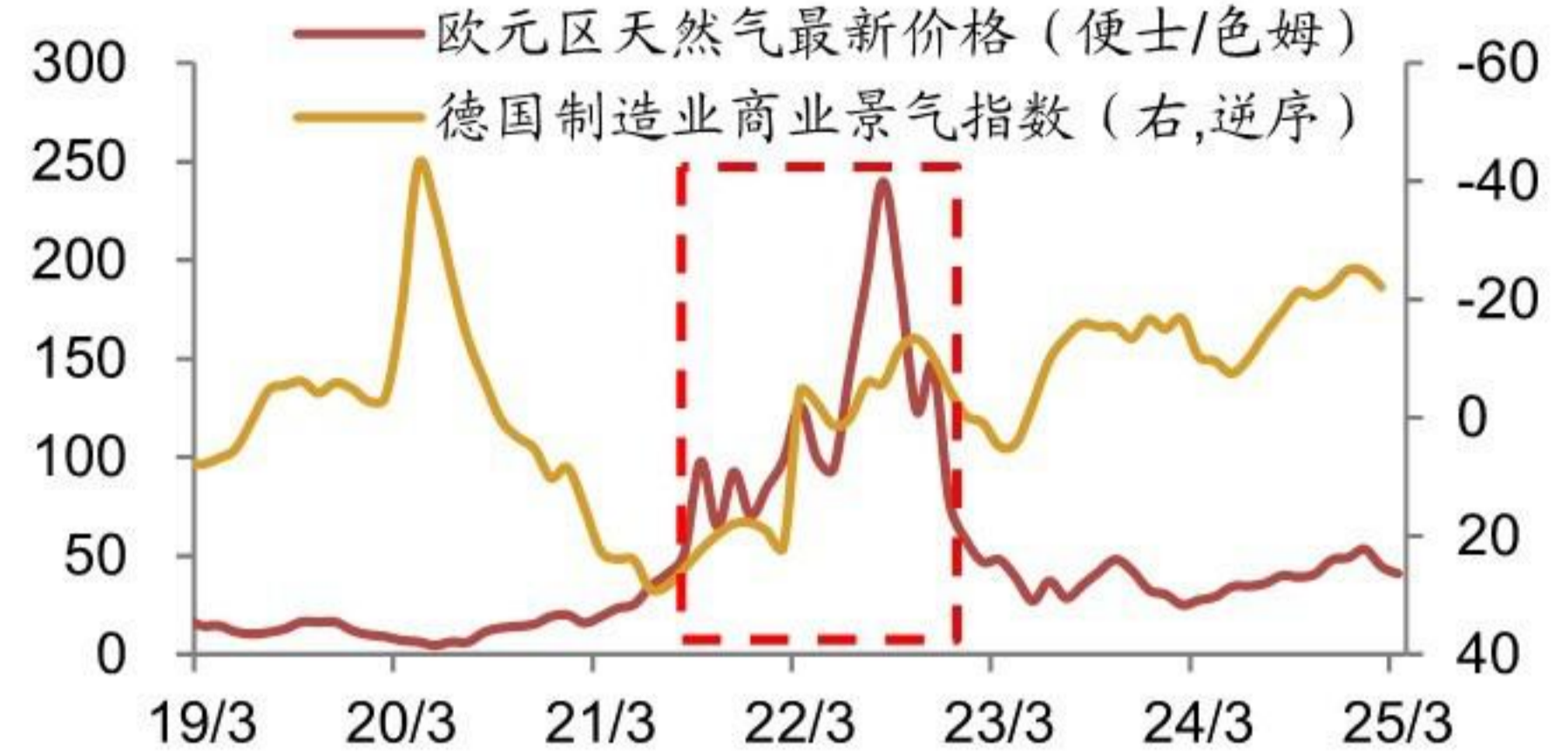
利或逐渐修复，带动企业投资表现好转，特别是化工以及上游高耗能的钢铁和有色等行业。

图11.2022年德国天然气主要用途



数据来源：C&EN，财通证券研究所

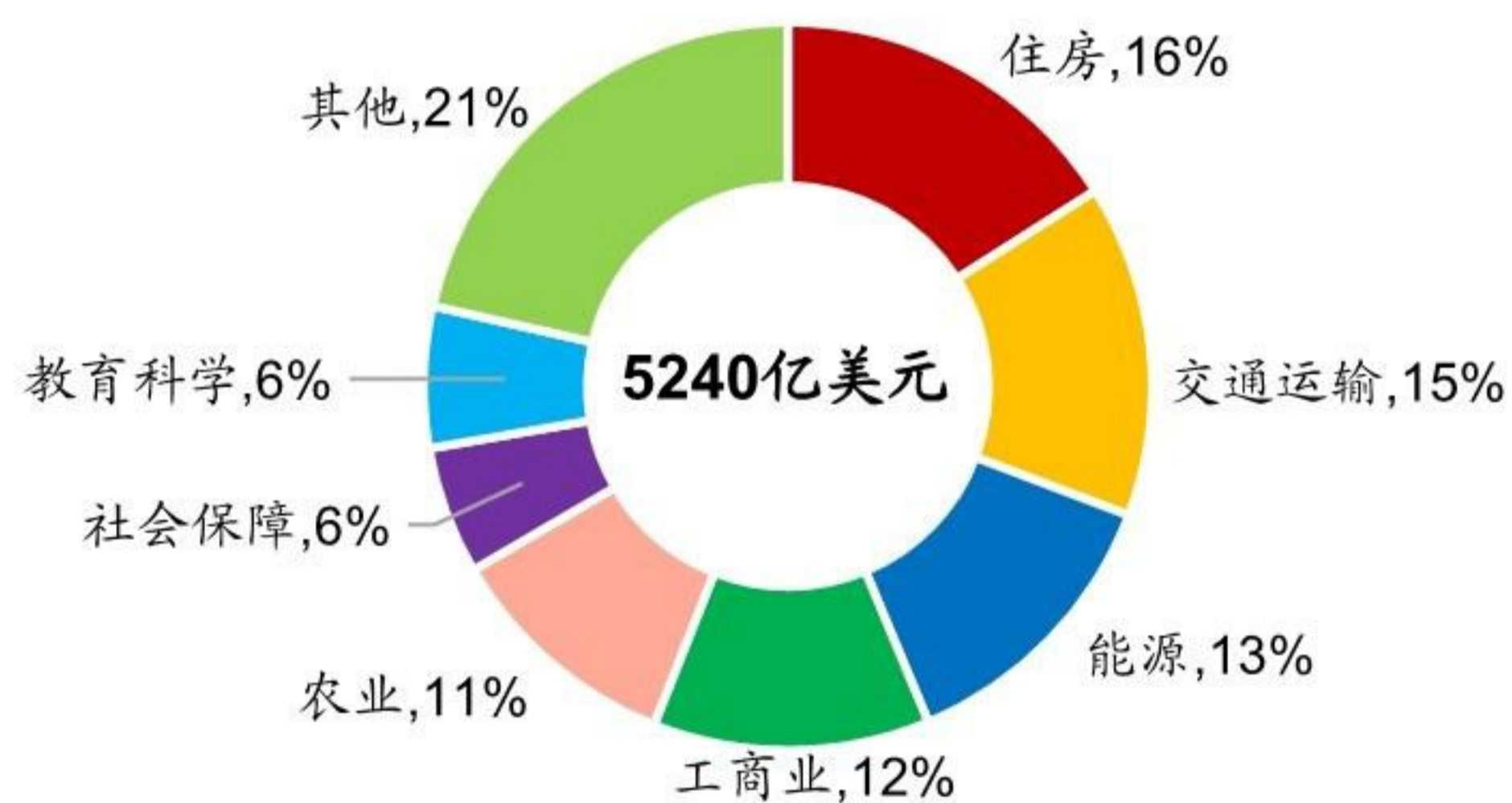
图12.德国制造业信心和天然气价格



数据来源：CEIC，财通证券研究所

乌克兰重建需 5000 亿美元。另一方面，根据世界银行估计，截至 2024 年 12 月，乌克兰遭受的损失高达 1760 亿美元，而经济重建预计将需要在未来十年投入 5240 亿美元，平均每年需投入 524 亿美元，相当于欧盟 GDP 的 0.3%。其中，住房、能源和交通等基础设施受损严重，需要约 2300 亿美元的投入。

图13.乌克兰重建需求估计



数据来源：世界银行，财通证券研究所

欧盟近两成的投资缺口也需回补。由于能源危机拖累欧洲经济信心，自冲突发生以来，欧盟投资累积出现了约 6000 亿欧元的缺口，相当于 2024 年总投资的 20%。此外，本文第一部分所提及的欧盟军备计划及德国财政加速，也将对投资形成提振。

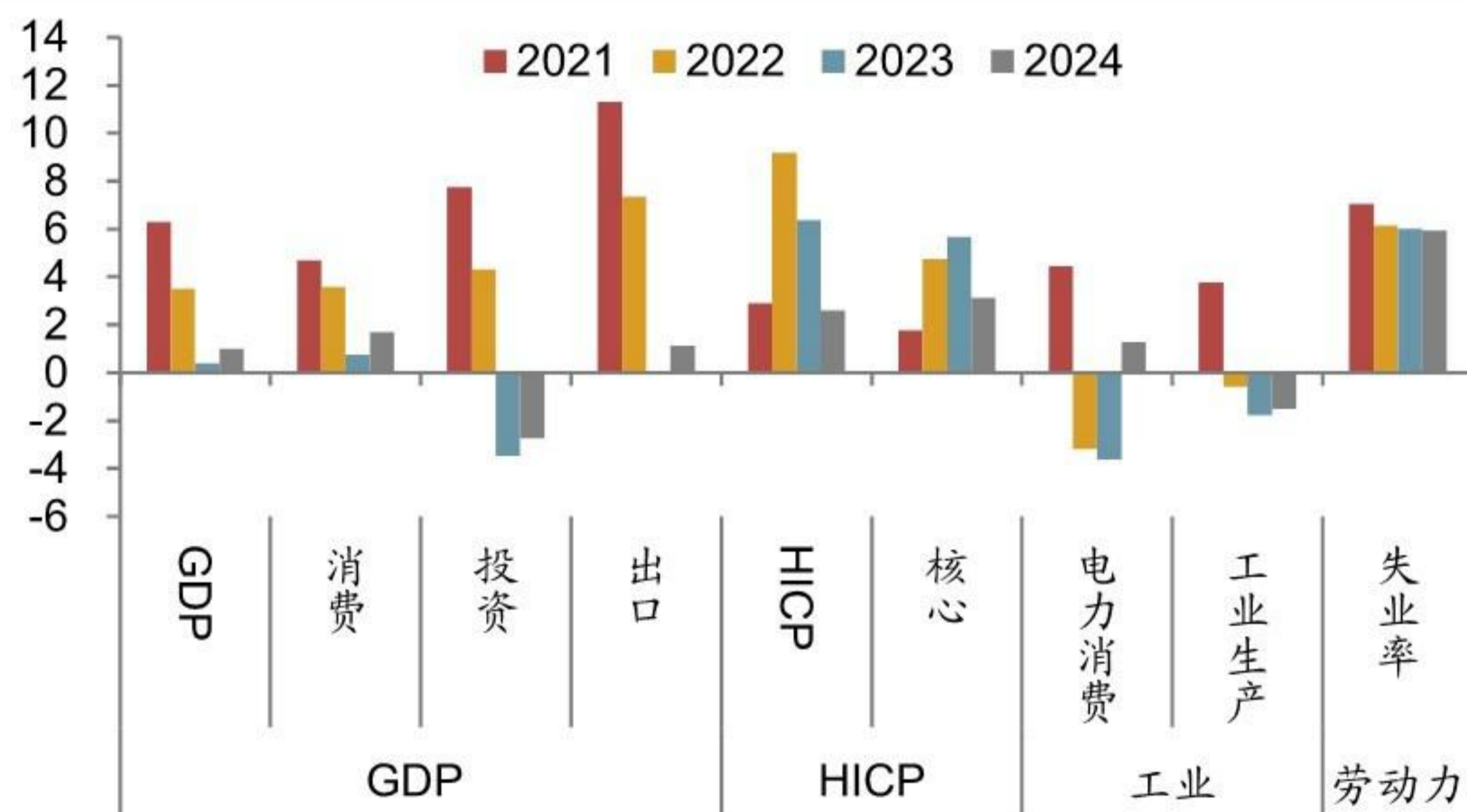
图14.欧盟投资缺口有望恢复（千亿欧元）



数据来源：CEIC，财通证券研究所

经济有望复苏。俄乌冲突爆发后，欧盟 GDP 增速整体下行，其中投资和净出口增速下滑严重，投资已连续两年负增长。工业生产指数表现不佳，尽管通胀率逐渐向 2% 回落，但此前的快速上涨已然推高成本。若冲突平息，欧洲经济有望实现复苏，总投资增速有望由负转正升至 7% 附近，GDP 中枢将由此前的 1.1% 升至 2% 附近，其中，德国由近 5 年 0.1% 的平均增速升至 2% 左右。

图15.俄乌冲突前后，欧盟各关键经济指标表现（%）



数据来源：iFinD，wind，财通证券研究所

3 欧洲资产迎来重估

对于资本市场而言，冲突结束后地缘风险下降，欧洲经济有望复苏，资金也将再度回流向欧洲。

不确定性逐步消退，资本将重新回流欧洲。受俄乌冲突引发的能源危机影响，外资对欧洲市场的信心大幅减弱，欧元区 FDI 在 2022 年四季度大幅转负。随着俄乌冲突或接近尾声，欧洲经济有望复苏，或促使资本重回欧洲。

中欧合作加深，投资协定有望重启。随着美国对外立场的转变，欧盟或寻求缓和与中国关系，欧委会主席冯德莱恩曾在特朗普上任之初提及，“欧盟应与中国进行接触性建设”，今年恰逢中欧建交 50 周年，或借此机会加强与中关系，“甚至扩大贸易和投资关系”。中欧在新能源、高端制造等领域合作空间广阔，此前被搁置的《中欧全面投资协定》有重启可能。

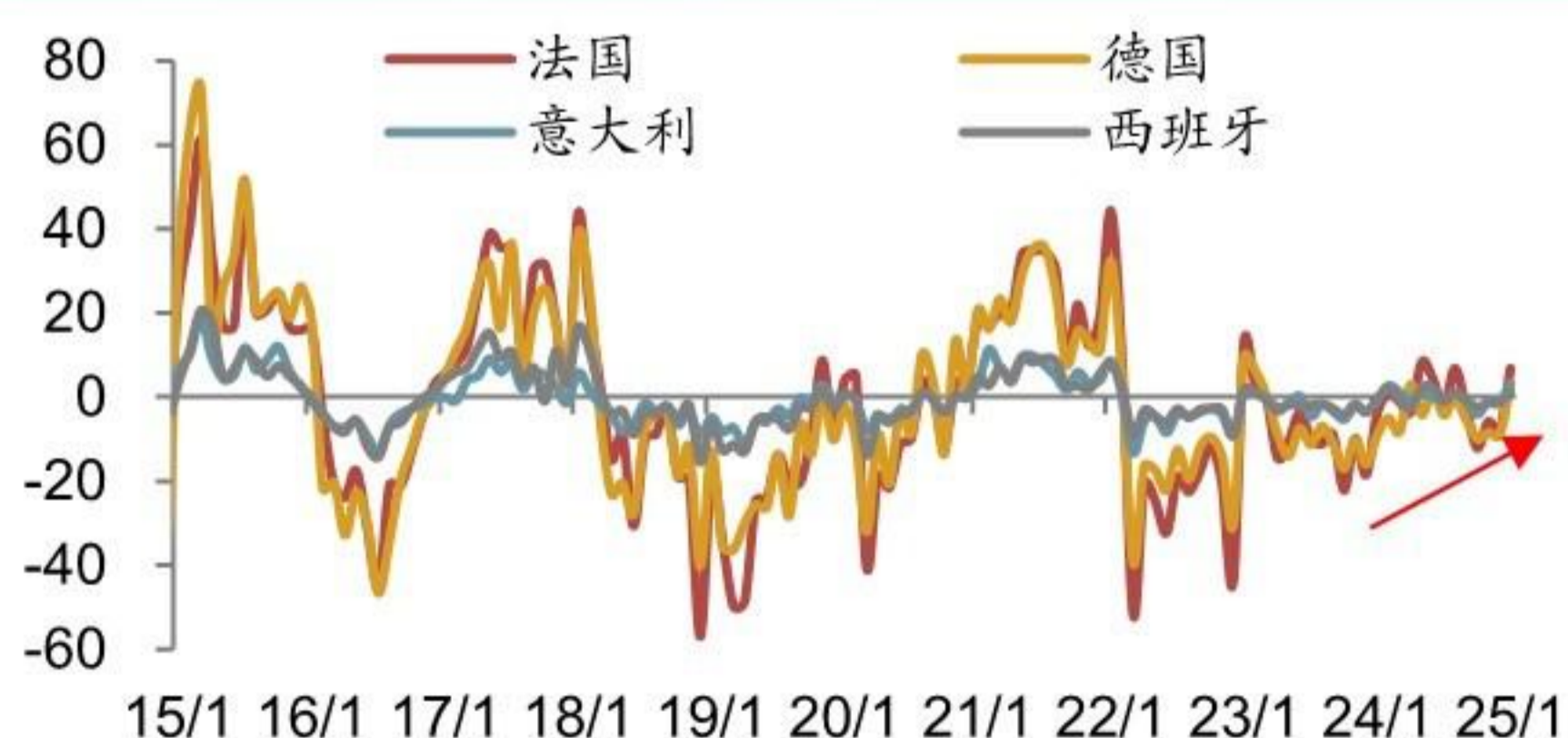
图16.欧元区 FDI 走势



数据来源：CEIC，财通证券研究所

经济回暖预期，推动欧股上涨。随着俄乌停火谈判推进，以及欧盟和德国财政刺激计划出台，资金开始流入欧洲权益市场，欧股一季度表现回暖。德国 DAX30 指数、西班牙 IBEX30 指数、欧洲斯托克 50 指数和法国 CAC40 指数今年一季度分别上涨 17.6%、14.1%、13.4%和 12.1%。而随着未来经济有望持续好转，特别是天量投资规模带来的经济增长中枢上升，利好股市基本面，有望推动欧股继续上涨。

图17.部分欧洲国家权益资金净流入 (亿美元)



数据来源：CEIC，财通证券研究所

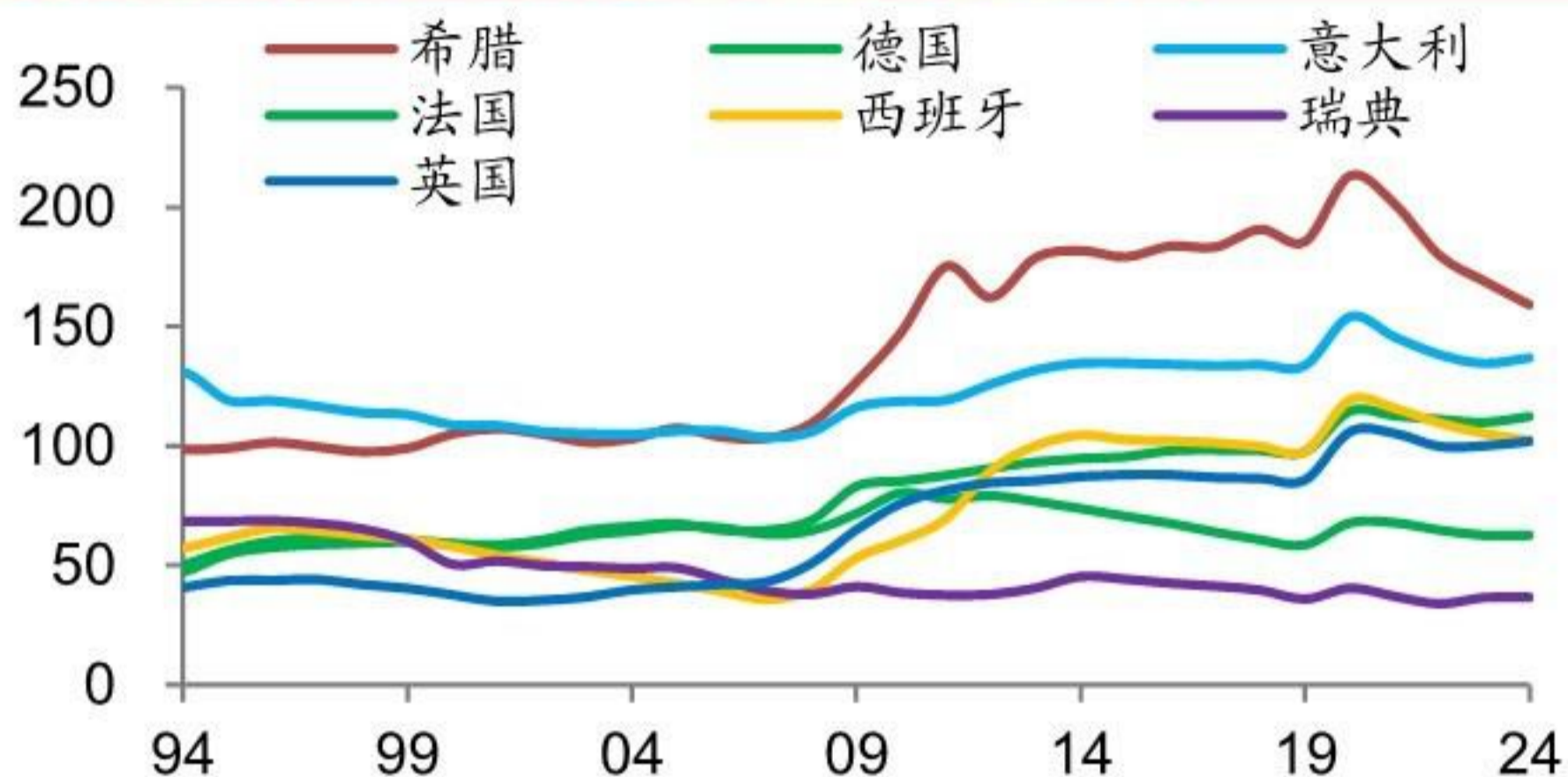
图18.欧股指数季度收益率 (%)

欧洲主要指数	2Q 23	3Q 23	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25
欧洲斯托克50	1.9	-5.1	8.5	12.3	-3.7	2.2	-2.6	13.4
法国 CAC40	1.1	-3.6	6.1	8.4	-8.9	2.1	-4.2	12.1
德国 DAX30	3.3	-4.7	8.8	10.5	-1.4	6.0	3.0	17.6
西班牙 IBEX30	3.9	-1.7	7.4	9.4	-1.2	8.5	-2.9	14.1

数据来源：CEIC，iFinD，财通证券研究所

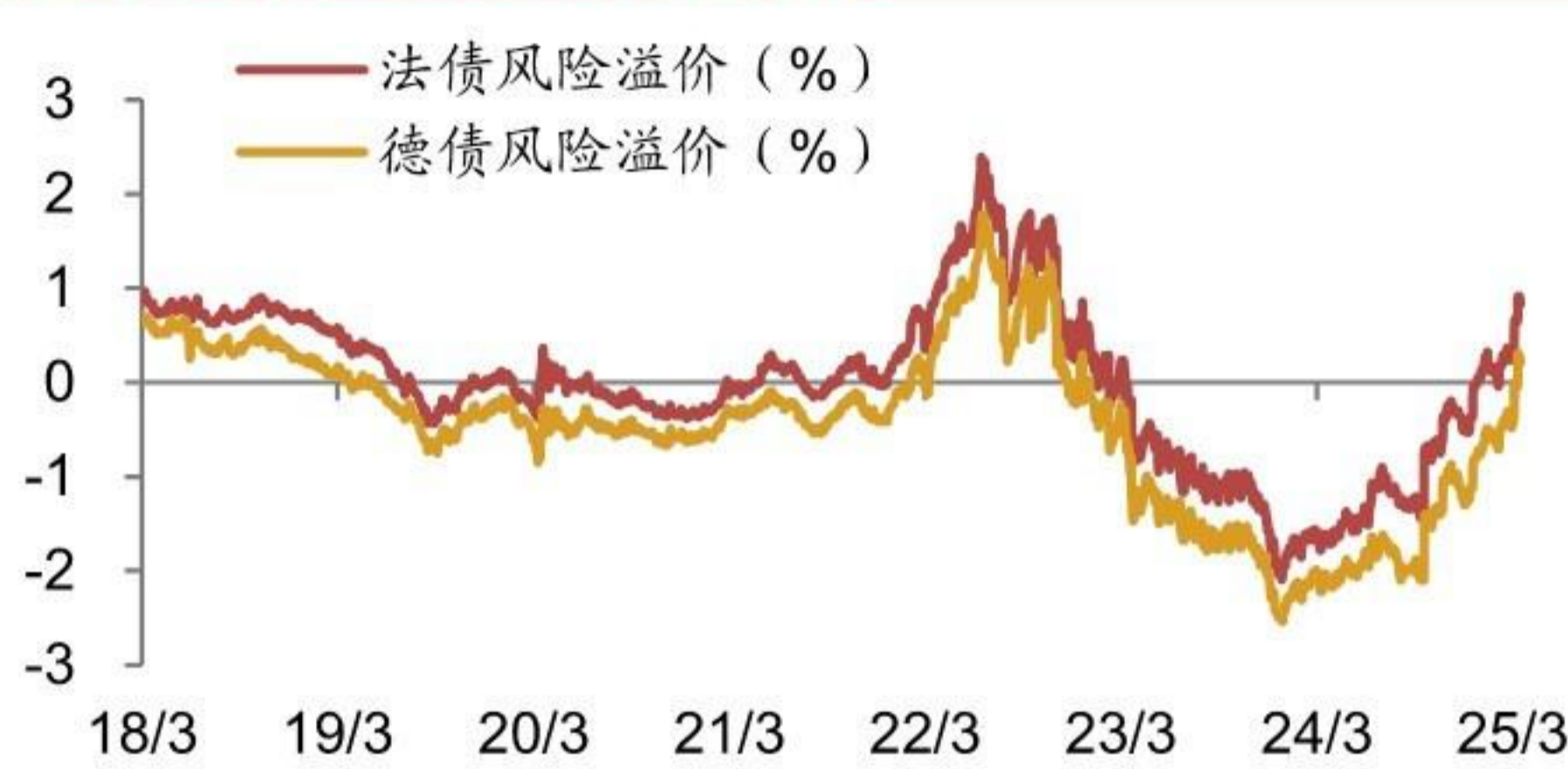
赤字扩张推高欧债利率中枢。一方面，从供给端来看，欧盟和德国加大财政力度，多需依赖举债实现，债务规模或有所扩张，推动欧债利率中枢上行。另一方面，从需求端来看，根据前面的分析，若财政刺激顺利落地，预计将拉动欧洲 GDP 增长 0.8%-1.6%，相应地，十年期德债及法债收益率中枢也将回升。

图19.欧洲部分国家债务占 GDP 比重 (%)



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

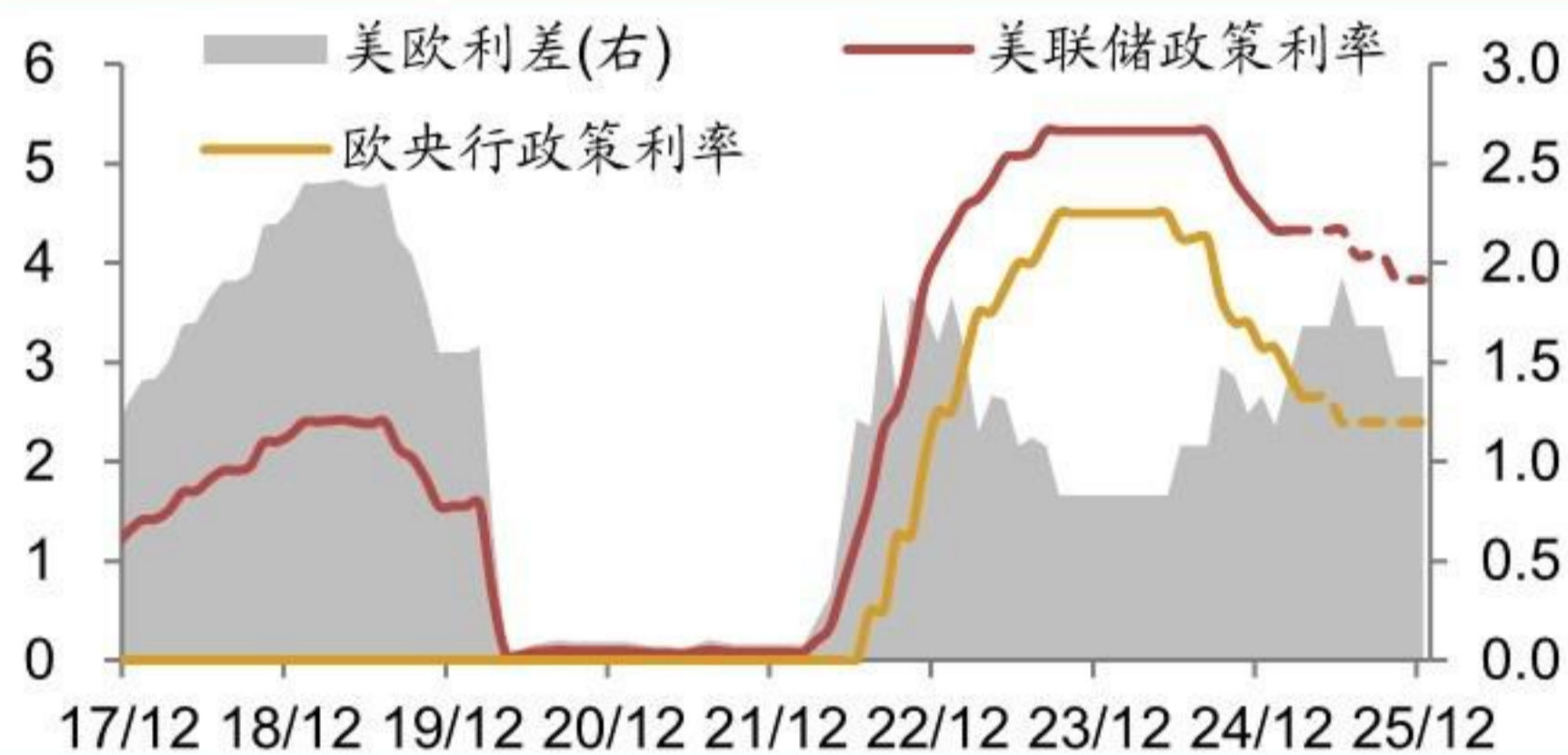
图20.德法 10 年期国债风险溢价



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

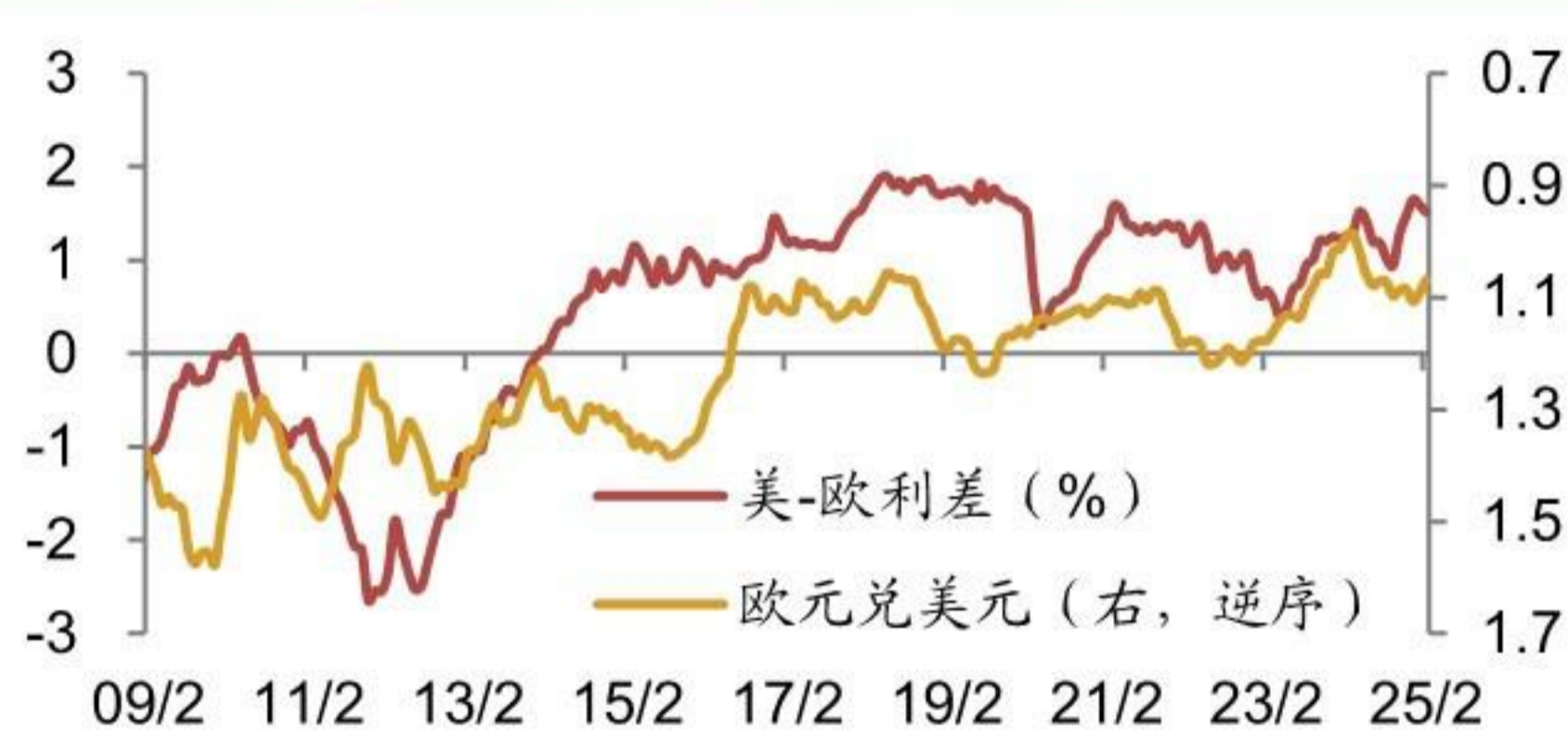
欧元相对走强，而美元走弱。从过去经验来看，欧元兑美元走势与美欧利差长期呈正相关，当美欧利差收窄时，欧元相对美元升值。短期来看，今年美联储或实施相对更大力度的降息，而欧洲通胀已经接近目标，欧央行降息阶段已接近尾声，预计今年底美欧政策利差有望再收窄 25bp。中长期来看，欧洲预计实施的财政力度较美国更大，从而促进美欧利差进一步收窄，支撑欧元走强。

图21.欧央行和美联储利率预期路径 (%)



数据来源: Bloomberg, CEIC, 财通证券研究所, 虚线为市场预期

图22.欧元兑美元汇率与美欧利差相关



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

特朗普就任后，开始积极推进俄乌停火。根本原因是美国明显转向孤立主义，美俄核心诉求不谋而合。为应对美国在欧洲防务中的淡出，欧盟计划到 2030 年前投入万亿欧元重振军备，相当于平均每年投入欧盟 2024 年总投资的 5%、GDP 的 1%，预计将拉动 GDP 年增长 0.8 个百分点以上。德国财政也“加油门”，预计在未来 12 年内将向军事和基建投资近 1 万亿欧元，或每年拉动德国投资增长 11%，GDP 年增长 2 个百分点以上。

若俄乌顺利停火，欧洲经济将得以“重铸”。一方面，能源恢复正常供应，将降低欧洲企业生产成本，恢复营商信心，促进投资修复。另一方面，重建乌克兰需

要在未来十年内投入 5240 亿美元。自冲突发生以来，欧盟投资累积出现缺口，相当于 2024 年总投资约两成。若冲突平息，欧洲总投资增速有望由负转正升至 7% 附近，GDP 中枢将升至 2% 附近。

随着不确定性逐步消退，欧洲经济有望复苏，或促使资本重回欧洲，此外欧盟或寻求缓和与中国关系，此前被搁置的《中欧全面投资协定》有重启可能。欧洲股市方面，未来经济增长中枢上升，利好股市基本面，有望推动欧股继续上涨。欧债方面，欧盟和德国的财政计划或加大债务供给，同时欧洲 GDP 增长也将相应抬升欧债收益率。汇率方面，欧元相对美元走强。短期来看，今年底美欧政策利差有望再收窄；中长期来看，欧洲预计实施的财政力度较美国更大，从而促进美欧利差进一步收窄，支撑欧元走强。

风险提示：

- (1) 财政刺激幅度不及预期。若欧盟军备计划受欧盟成员国反对，则执行力度可能不及预期。
- (2) 俄乌谈判迟迟无法达成。若俄乌停火谈判出现新的意外情况，则可能导致停火进度再被拖延。
- (3) 历史经验失效。本文分析基于过往经验展开，历史经验可能在未来失效。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。