

2012 年 4 月 12 日

避险情绪缓解，美联储暗示低利率至 2015 年

——国际金融市场风险监测 2012 年 4 月 12 日

总体判断：

- 隔夜欧美金融市场避险情绪一周以来首次缓解。西班牙和意大利的 10 年期国债收益率分别下滑至 5.88% 和 5.53%，欧美的波动率指数 VIX 和 V2X 也从前期的高点滑落；风险资产一周以来首次反弹，欧美股市涨近 1%，而原油涨 1.7%。
- 我们坚持认为，对于西班牙不应过度悲观。正如此前我们分析的那样，由于西班牙是欧洲第五大经济体，如果其国债收益率持续高于 6%，IMF、欧盟和欧央行“三驾马车”不会对这一欧洲第五大经济体袖手旁观，将采取资产购买计划(SMP)和有限担保等方式进行救助，西班牙局势将恢复至可控状态。昨日在西班牙国债收益率突破 6% 之后，欧洲央行执行委员 Coeure 试图用言语沟通的方式稳定金融市场，解释欧央行实施 LTRO 是为防范通缩风险，并特别提到西班牙政府正在采取改革措施，市场不应该反应过度，比暗示如有必要会动用 SMP 来购买西班牙国债。这一表态使得市场信心明显恢复。从历史来看，欧央行去年曾通过 SMP 计划购买了 1000 亿意大利与西班牙国债，欧央行有动力也有可能实施该计划，避免边缘国家融资成本攀升，而不会任由西班牙和意大利这种太大而不能救的国家形势恶化。我们认为欧债危机在度过偿债高峰后，呈缓解趋势，但仍需要继续跟踪欧盟与德国对西班牙的态度，以及边缘国家国债拍卖情况。
- 隔夜，美联储副主席约伦（Janet Yellen）发表演讲，认为美国经济仍将持续缓慢增长，失业率将在未来数年维持高位。但并未暗示新一轮量化宽松，但是，根据美联储的宏观经济模型 FRB/US 模型，超低利率将维持直至 2015 年；而失业率 2017 年前都将呈下滑趋势，2015 年将降至自然失业率水平 6.7% 以下；通胀则在 2012 年逐季下滑，但 2013 年以后可能持续攀升，维持在 2% 以上（见图 1）。尽管美联储内部对 QE3 仍未达成一致，但对经济预期并没有市场那么乐观。我们认为，美国将维持低利率至少到 2014 年底，因为今年上半年和明年美国经济复苏仍有波折。

相关研究

美国 3 月就业大失所望，QE3 仍是大概率事件
2012 年 4 月 9 日

西班牙不是下一个“希腊”
2012 年 4 月 6 日

外围市场下跌，全球 PMI 下降
2012 年 4 月 5 日

美国投资强而出口弱，欧洲救助基金增至 9400 亿欧元
2012 年 3 月 30 日

关于美国 QE3 的一些判断
2012 年 3 月 29 日

美国 3 月消费者信心下滑，1 月房价走平
2012 年 3 月 28 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉
xiewy@swsresearch.com
陈果
chenguo@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com

联系人

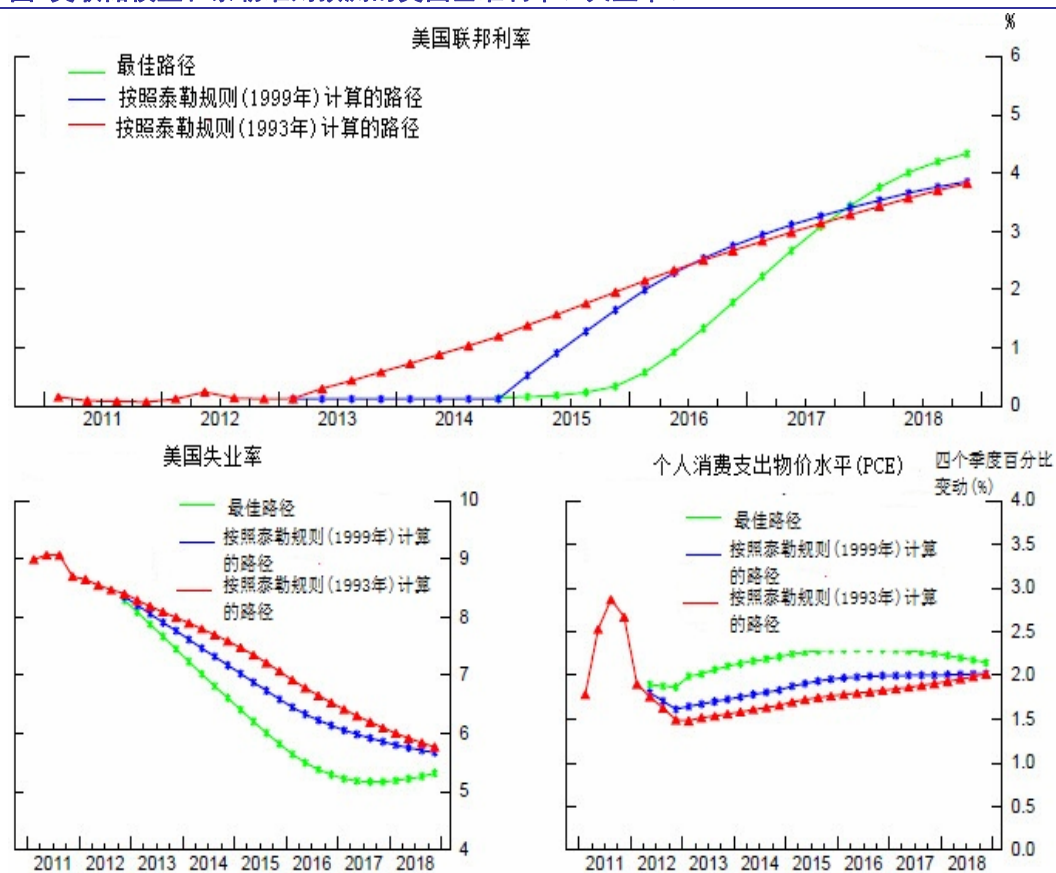
钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

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>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

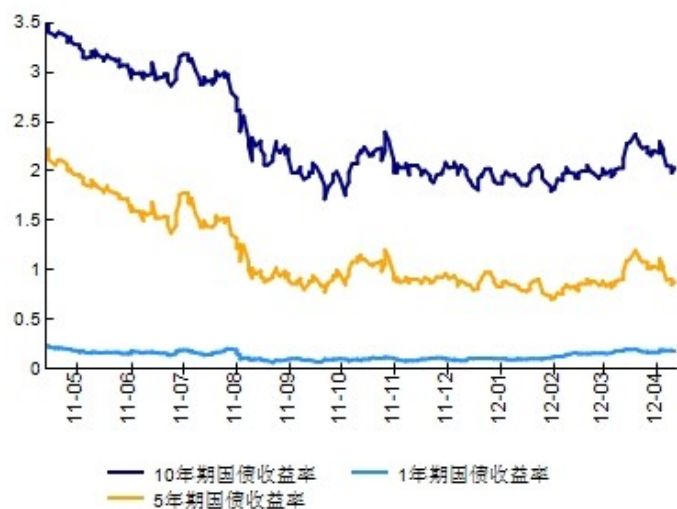
图:美联储模型和泰勒准则预测的美国基准利率、失业率、PCE



资料来源: 美联储、申万研究

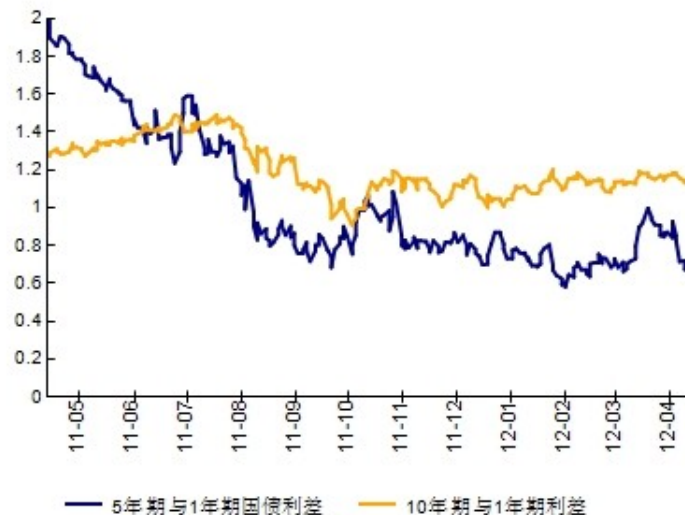
1. 美国铝业公司一季度盈利，避险资产价格下降

图 1：美国国债收益率上涨，对其需求增加，对经济形势担忧有所减弱。



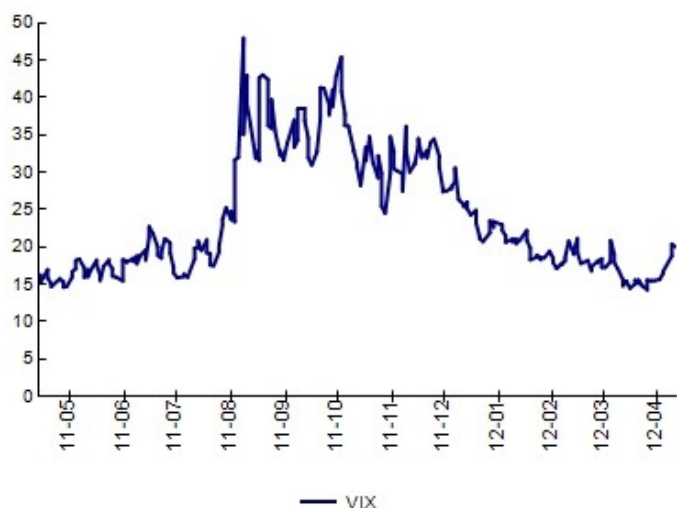
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下跌，显示股市波动风险有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 10 年期 CDS 小幅上涨，对美国长期债务违约风险的担忧有所增加。



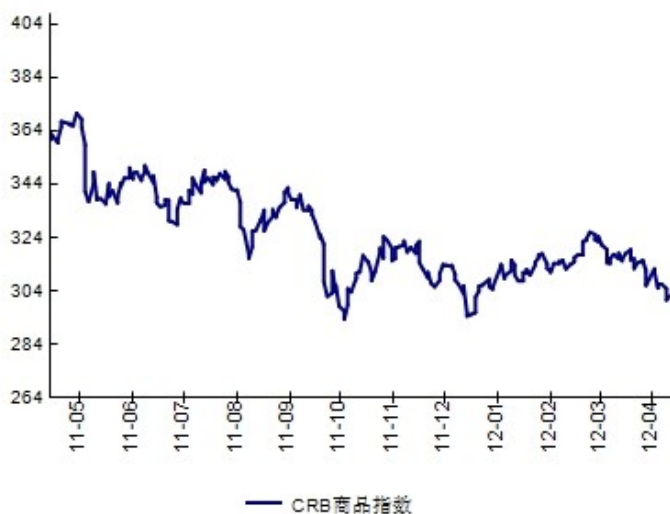
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于美国铝业公司第一季度财报显示盈利, 导致对日元避险需求下降。



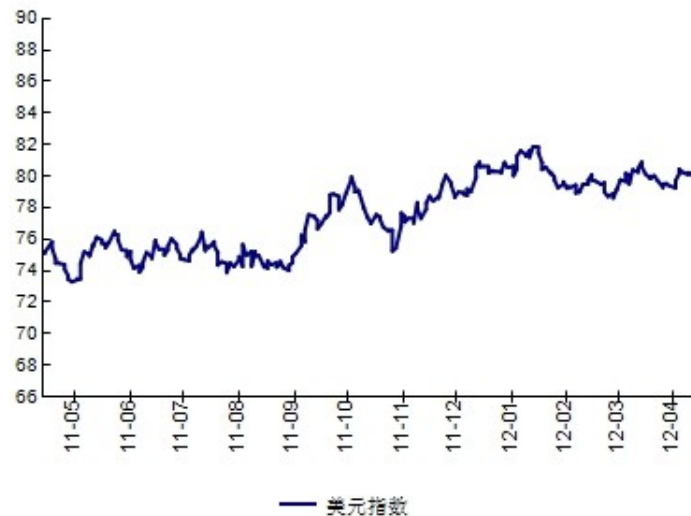
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上升, 由于原油上涨拉动。



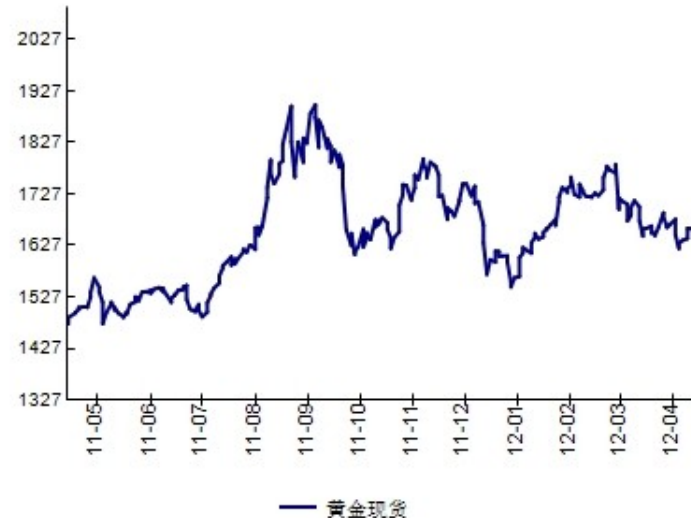
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下滑, 由于市场预期欧央行将重启国债购买操作, 导致对其避险需求下降。



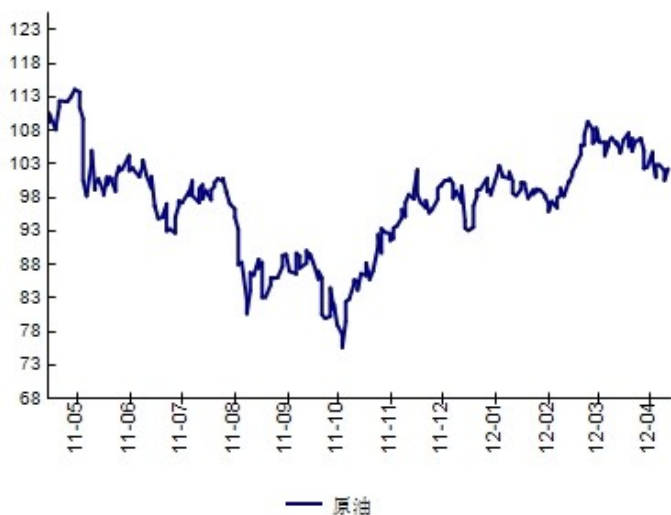
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 由于美国铝业公司第一季度财报显示盈利, 对其避险需求有所减弱。



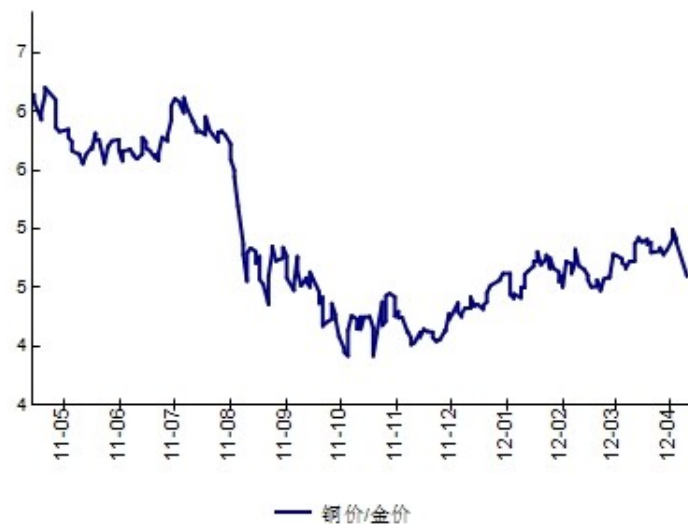
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格下跌，由于库存下滑。



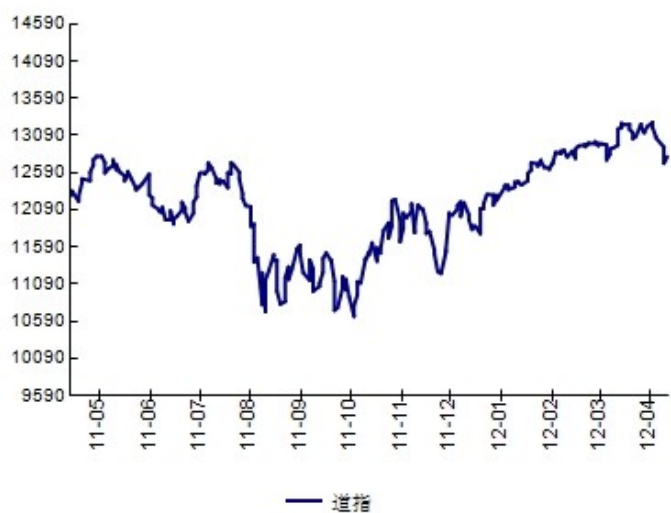
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于市场预期 2012 年全球供给将下降，导致铜价上涨，但铜价因中国经济的放缓仍处于低位。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于美国铝业公司第一季度财报显示盈利。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上涨，银行信贷压力有所增加。



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
04/04/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 30	--	4.80%	-2.70%
04/04/2012 20:15	ADP 就业变动指数	MAR	206K	209K	216K
04/04/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAR	56.8	56	57.3
04/05/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	MAR	--	-8.80%	2.00%
04/05/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	APR	--	46.6	47.5
04/05/2012 20:30	首次失业人数	MAR 31	355K	357K	359K
04/05/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 24	3350K	3338K	3340K
04/05/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 1	--	-31.4	-34.7
05-06 APR	ICSC 连锁店销售 同比	MAR	--	4.10%	6.70%
04/06/2012 20:30	非农就业人数增减	MAR	205K	120K	227K
04/06/2012 20:30	非农私企就业人数增减	MAR	215K	121K	233K
04/06/2012 20:30	制造业就业人数增减	MAR	20K	37K	31K
04/06/2012 20:30	失业率	MAR	8.30%	8.20%	8.30%
04/06/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	MAR	0.20%	0.20%	0.10%
04/06/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	MAR	1.90%	2.10%	1.90%
04/06/2012 20:30	周平均工时 所有员工	MAR	34.5	34.5	34.5
04/06/2012 20:30	Change in Household Employ	MAR	--	-31	428
04/06/2012 20:30	就业不足率 (U6)	MAR	--	14.50%	14.90%
04/07/2012 03:00	消费者信用	FEB	\$12.000B	\$8.735B	\$17.776B
04/10/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	MAR	95	92.5	94.3
04/10/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	APR	48.5	49.3	47.5
04/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	FEB	--	3498	3459
04/10/2012 22:00	批发库存	FEB	0.50%	0.90%	0.40%
04/11/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 6	--	-2.40%	4.80%
04/11/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	MAR	0.80%	1.30%	0.40%
04/11/2012 20:30	进口价格指数(同比)	MAR	3.40%	3.40%	5.50%
04/12/2012 02:00	联储黄皮书				
04/12/2012 02:00	预算月报	MAR	-\$196.0B	-\$198.2B	-\$188.2B

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
04/12/2012 20:30	贸易余额	FEB	-\$51.8B	--	-\$52.6B
04/12/2012 20:30	工业品出厂价格指数 (月环比)	MAR	0.30%	--	0.40%
04/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能 源(月环比)	MAR	0.20%	--	0.20%
04/12/2012 20:30	工业生产者出厂价格 (同比)	MAR	3.10%	--	3.30%
04/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能 源(同比)	MAR	2.80%	--	3.00%
04/12/2012 20:30	首次失业人数	APR 7	355K	--	357K
04/12/2012 20:30	持续领取失业救济人 数	MAR 31	3335K	--	3338K
04/12/2012 21:45	彭博消费者舒适度 Redesign of Consumer Price Index Press Release tables	APR 8	--	--	-31.4
04/13/2012 20:30	消费价格指数 (月环 比)	MAR	0.30%	--	0.40%
04/13/2012 20:30	消费价指除食品与能 源(月环比)	MAR	0.20%	--	0.10%
04/13/2012 20:30	居民消费价格(同比)	MAR	2.70%	--	2.90%
04/13/2012 20:30	消费价指除食品与能 源(同比)	MAR	2.20%	--	2.20%
04/13/2012 20:30	消费价格指数-无季节 调整	MAR	229.327	--	227.663
04/13/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	MAR	--	--	227.907
04/13/2012 21:55	密歇根大学消费者信 心	APR P	76.2	--	76.2
04/16/2012 20:30	纽约州制造业调查指 数	APR	18	--	20.21
04/16/2012 20:30	商品零售额	MAR	0.40%	--	1.10%
04/16/2012 20:30	除汽车外零售额	MAR	0.60%	--	0.90%
04/16/2012 20:30	零售销售排除汽车与 汽油	MAR	--	--	0.60%
04/16/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAR	0.50%	--	0.50%
04/16/2012 21:00	净 TIC 流量总计	FEB	--	--	\$18.8B
04/16/2012 21:00	长期净 TIC 流量	FEB	--	--	\$101.0B
04/16/2012 22:00	营运库存	FEB	0.50%	--	0.70%
04/16/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	APR	28	--	28
04/17/2012 20:30	新宅开工指数	MAR	700K	--	698K
04/17/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	MAR	0.30%	--	-1.10%

2. 市场预期欧央行或重启国债购买操作，欧股欧元回升

图 13：除西班牙和意大利外，其他国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下降，由于西班牙和意大利的国债收益率下滑，对债务违约情绪有所缓和。



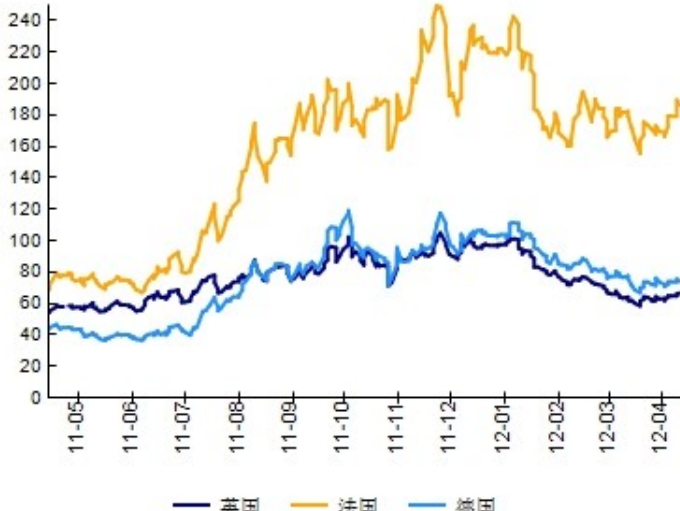
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除爱尔兰外，其他国国债利差均回落，对经济担忧情绪有所减弱。



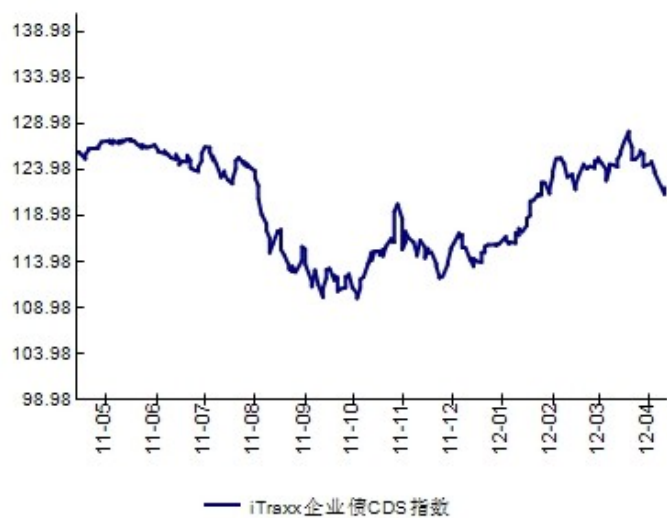
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



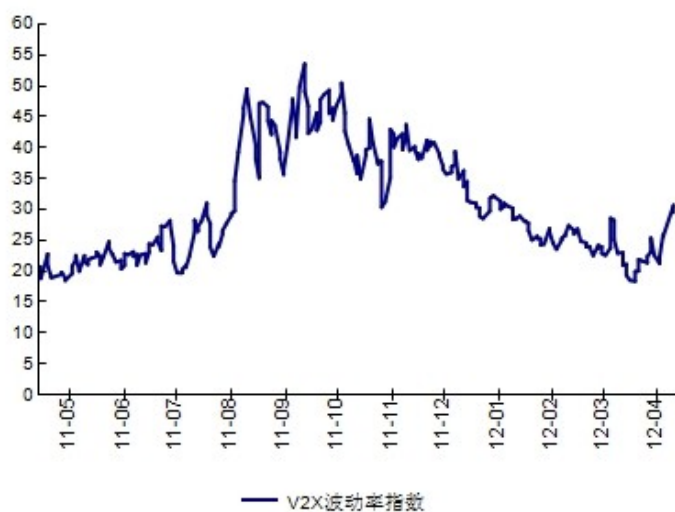
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 回落, 对企业违约风险情绪减弱。



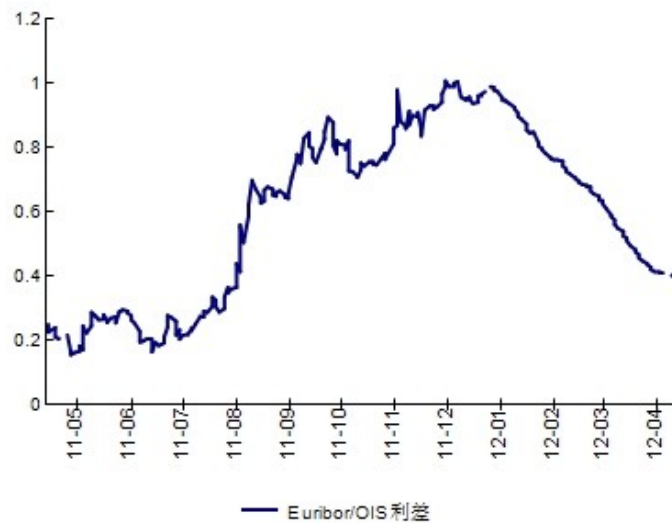
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动小幅下降, 股市波动风险减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下滑, 显示银行信贷压力有所减轻。



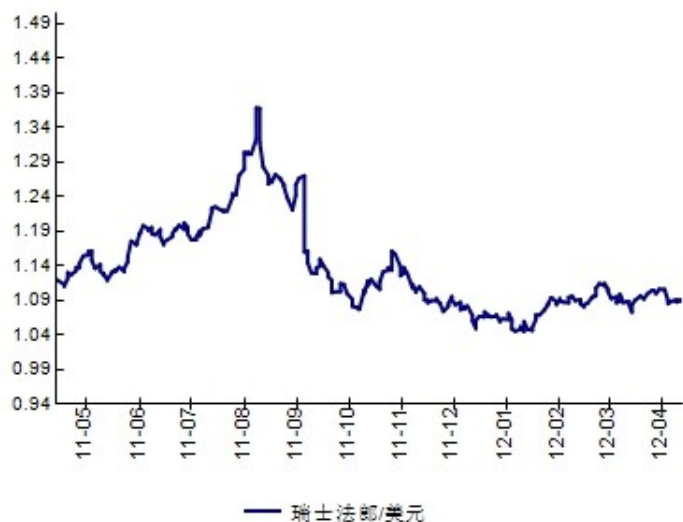
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元小幅上涨, 由于市场预期欧央行将重启国债购买计划。



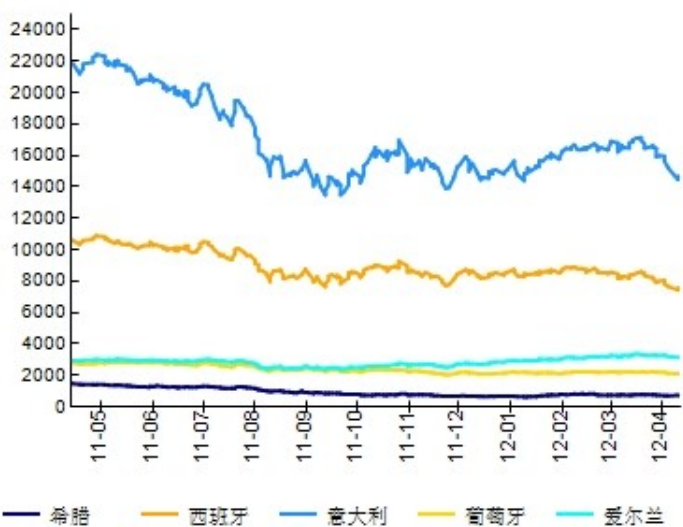
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅回升, 对美元的避险需求有所下降。



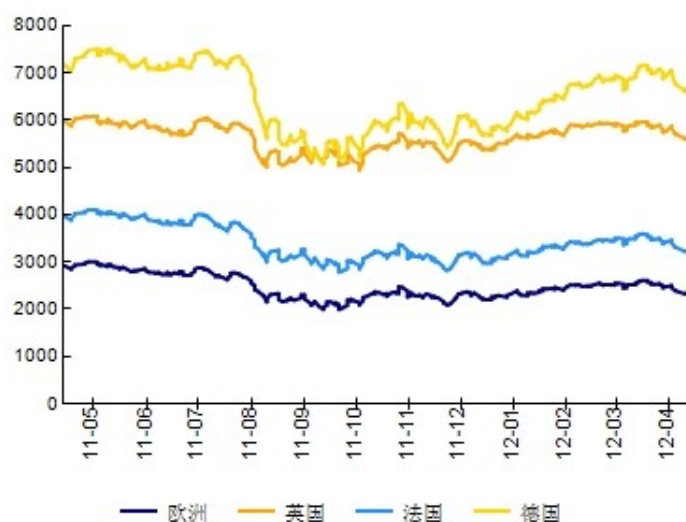
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均回升, 由于西班牙和意大利国债收益率有所回落。



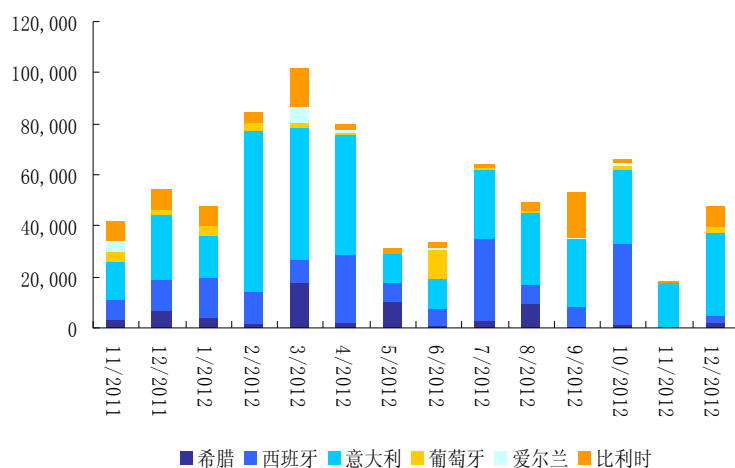
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于市场预期欧央行或重启国债购买操作。



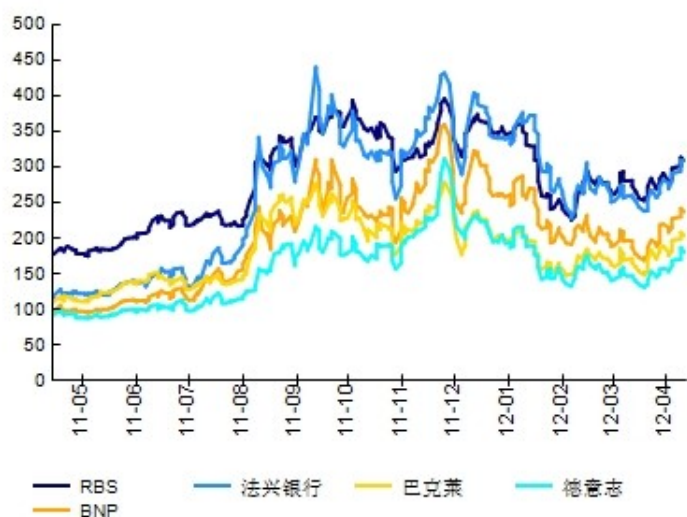
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



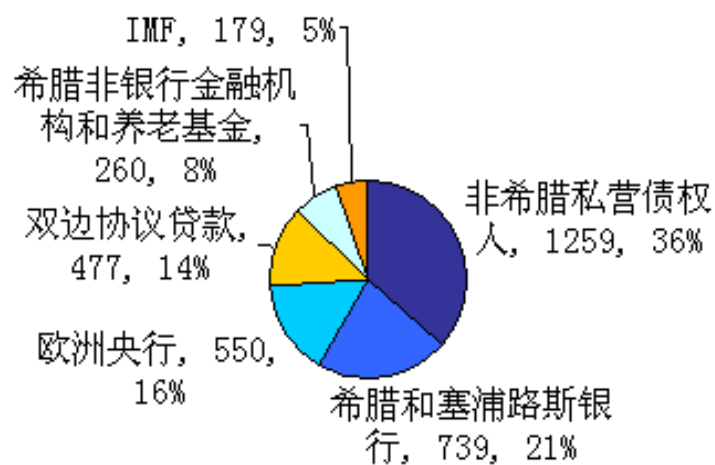
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除法兴银行外, 其他银行 CDS 均下降。



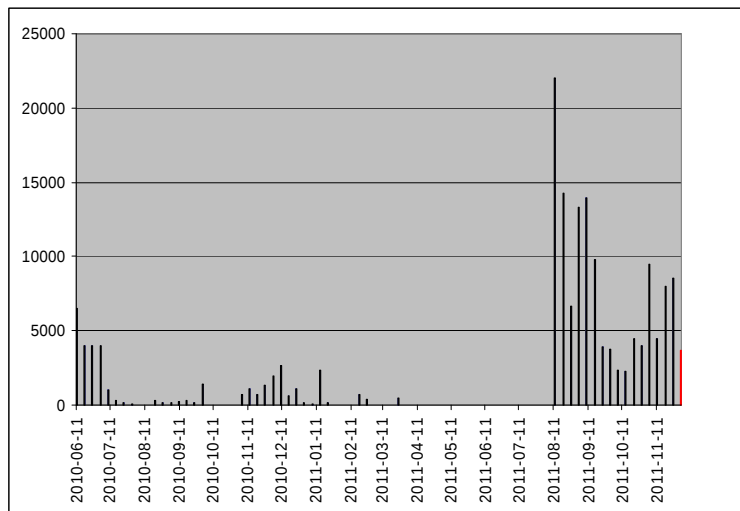
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: 希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布 (亿欧元)。



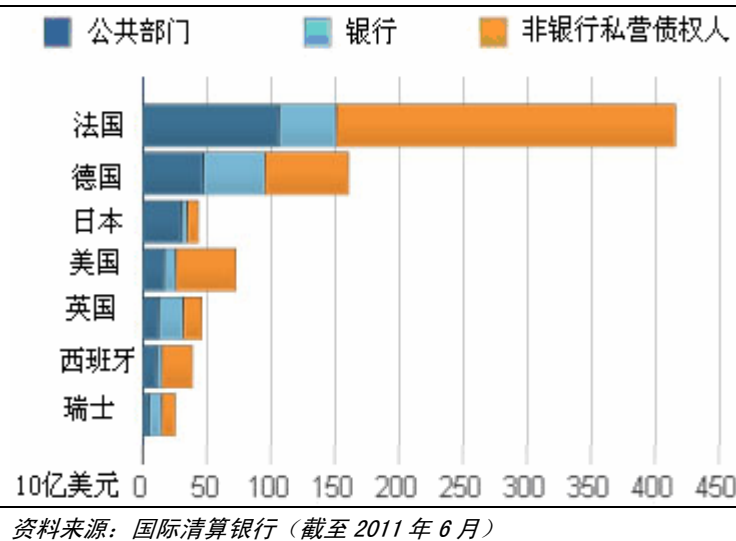
资料来源: 申万研究

图 26: 欧央行购买债券力度有所减弱 (单位: 百万欧元)



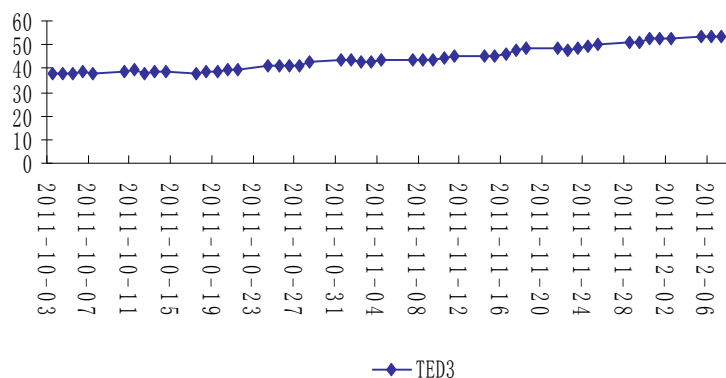
资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



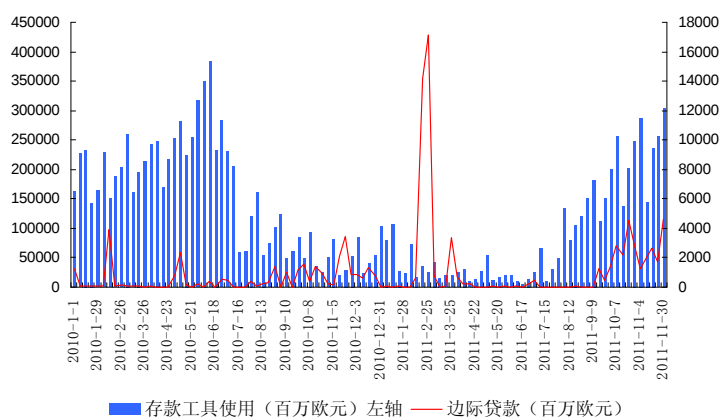
资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

图 29: TED3M 小幅上升, 表示市场资金稍收紧。



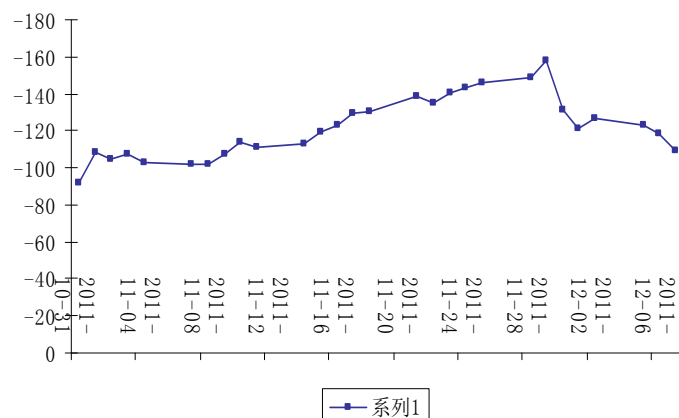
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



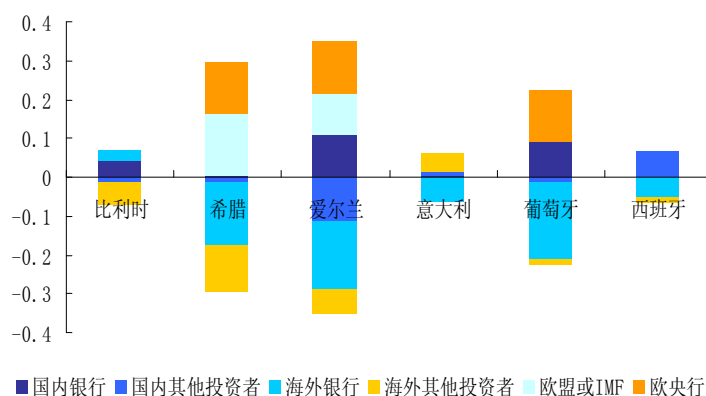
资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERU0/DOLLAR SWAP 下降, 欧元美元互换成本下滑。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 32: 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: IMF, 申万研究

表 1: 欧债时间表——2012 年欧元区大事日程

(黄色为政治和欧央行事件, 红色为债务到期, 黑体为重要事件)

3 月	IMF 审查葡萄牙和希腊
3 月底	希腊出售 70 亿欧元资产, 50 亿欧元援助发放期
4 月 4 日	欧央行公布利率决议
4 月 12 日	意大利国债拍卖
4 月 15-16 日	意大利和西班牙分别 251 亿、151 亿欧元债务到期
4 月 18 日	爱尔兰 230 亿欧元债务到期
4 月 22 日	法国首轮选举
4 月 26-27 日	意大利国债拍卖
4 月 30 日	意大利和西班牙分别 208 亿、123 亿欧元债务到期
4 月	希腊大选, 总理 Papademos 面临考验
5 月 3 日	欧央行公布利率决议
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 15 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
5 月 18 日	希腊 84 亿欧元债务到期
5 月	IMF 审查希腊
6 月 6 日	欧央行公布利率决议
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事、会员会议
6 月底	IMF 审查葡萄牙, 希腊 100 亿欧元援助发放期
7 月 5 日	欧央行公布利率决议
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

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
3/2012	17,451	9,421	51,426	1,861	6,209	15,390	86,368
4/2012	2,068	26,512	46,789	1,011	1,303	1,811	77,683
5/2012	9,946	7,861	11,312	18		1,979	29,137
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：银行业所持其他国债务(单位：亿美元)

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	希腊银行业	爱尔兰银行业	意大利银行业	葡萄牙银行业	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		2295.33	374.94	3.27	44.52	46.58	4.50	47.21	183.55	322.32	162.85	4406.33
希腊	17.38	557.39	213.72		8.31	37.28	101.31	11.55	126.42	82.28	14.05	1208.07
爱尔兰	254.41	320.15	1105.09	4.92		148.43	52.97	92.12	1408.50	524.71	207.80	3801.15
意大利	240.06	4163.73	1617.57	5.11	120.14		30.59	397.65	737.20	441.87	442.04	8374.51
葡萄牙	35.11	256.62	358.52	0.29	21.56	39.32		884.83	254.39	52.31	22.17	1966.69
西班牙	239.04	1508.92	1774.65	3.77	135.92	229.79	265.20		1008.80	638.99	268.86	6431.56
德国	168.15	2771.20		21.05	615.60	2728.86	33.48	598.52	1899.91	1647.09	1457.41	13289.22
法国	622.29		2232.85	18.54	146.94	505.92	74.05	327.86	3052.63	2014.66	1072.43	9248.46

资料来源：BIS, 申万研究

表4：截至2011-9银行业所持其他国债务（单位：亿美元）

	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		2301.28	346.57	48.62	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39
希腊	13.52	478.99	186.36	31.64	10.48	115.46	60.07	11.65	1047.17
爱尔兰	233.63	290.29	1015.65	158.52	86.00	1370.89	436.60	196.35	3575.99
意大利	222.17	3724.00	1446.86		355.12	612.68	330.12	364.25	7357.71
葡萄牙	32.39	257.55	299.93	34.71	788.09	234.04	49.67	14.38	1758.31
西班牙	212.34	1445.21	1608.65	295.23		930.83	477.54	246.84	5902.67
德国	164.01	2456.29		2449.56	600.36	2303.36	2173.68	1392.05	12940.06
法国	623.66		2170.00	480.15	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39

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	12-03-02	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			
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	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
	11-03-07	B1	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-12-21	BBB*-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-12-08	BBB+	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面	09-10-22	A-	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	93-04-29	AAA	正面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	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

	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				12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	01-12-13	AAA	正面						
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：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。