

2012 年 05 月 04 日

欧央行短期不再刺激，关注增长

——5 月 3 日欧央行议息会议点评

总体判断：

- 隔夜，全球风险资产继续下跌，避险情绪上升，因 4 月美国非制造业 PMI 数据不及预期，且欧央行明确短期不再刺激。
- 欧央行议息会议如期按兵不动，保持利率不变。如我们前期所预计的，西班牙的情况没有糟糕到需要欧央行再度放松货币的程度，而且通胀结束持平于 2.7% 长达 4 个月的状态，4 月降至 2.6%，对于欧央行来说是一个积极的信号，但今年内难以降至 2% 这一目标水平之下，主要因为能源价格上涨与间接税增加，这给欧央行宽松带来阻力。在财政紧缩方面，他认为，财政整顿是必要的，虽然短期会影响经济增长，但长期会改善结构，有助于降低债务风险，并坚持要求每个欧元区国家进行结构改革和创新，来提高增长和改善商业环境。更重要的是，德拉吉明确指出，不提倡任何近期的刺激，而主张发挥欧洲投资银行和今年 7 月开始的欧洲稳定机制（ESM）的作用。
- 不仅市场将注意力从债务危机转移到经济增长，欧央行也将增长置于首位。德拉吉提出促进经济增长的几点建议：（1）要求欧元区各国坚决进行结构改革，尤其是在劳动力市场，结束单一市场，改革生产市场，增加竞争，从而降低高失业率。我们认为，欧洲劳动力市场改革势在必行，打破各国分隔的劳动力市场，促进劳动力更自由流通，仿效失业率最低的奥地利，建立半工半读的“双元”教育体系、完善的职业教育体系和就业培训机制，是一条切实可行之路。（2）继续财政改革，主要通过减少政府支出而非增税来减少赤字，建立欧洲财政联盟，呼吁各国让渡财政权力。尽管除了捷克和英国的欧盟 25 国已原则上同意签署新的财政协议，但这离稳定、具有硬约束力的欧洲财政联盟仍有较长时间。（3）加大基础设施投资。欧洲政府在削减公共支出的同时，可以鼓励私营部门加大基础设施建设，分享投资收益。
- 尽管欧洲实体经济和信贷状况都较差，但货币供应恢复良好。今年前三个月 M3 持续回升，3 月增速已达到 3.2%，回升至 2009 年上半年的增长水平。信贷仍然不足，调整后的 3 月对金融机构和家庭的贷款增速回落至 0.5% 和 1.7%，主要因为非金融企业的经济活动疲弱以及银行调整资产负债表，惜贷依然严重，但积极的信号在于，许多欧洲银行的存款今年以来有所增加，为下半年可能增加信贷提供了基础。这反映了欧央行今年以来不断扩张货币供给，而银行不断收缩信贷，两者形成鲜明的反差。
- 美国 4 月最后一周首次申请失业救济的人数减少，好于预期，但非制造业 PMI 低于预期，显示服务业扩张速度放缓。（1）4 月 23 日至 28 日，美国首次申请失业金人数为 36.5 万人，低于市场预期的 37.8 万人；而 4 月 16 日至 21 日，首次申请人数由 38.8 万进一步上调至 39.2 万。在此高基数上，上周申请人数下降 2.7 万人，是 2011 年 7 月的最大降幅，但还不足以打破前三周的失业人数上升的趋势。（2）美国非制造业 PMI 已连续两月下滑，4 月下滑 2.5 个点至 53.5，主要因为新订单的大幅下降和商业活动的放缓，下降幅度分别达 -5.3 和 -4.3，但仍处于扩张区域。其中，就业指数也下滑 2.5，这和 4 月首次申请失业救济人数增多，共同反映了美国劳动力市场的疲软不振。积极的信号在于价格指数，下滑幅度最大，达 -10.3，显示 4 月非制造业领域，通胀在加速下滑，也预示着二季度通胀下行这一趋势。
- 关注： 5 月 4 日 美国 4 月非农就业数据、失业率

相关研究

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下

2012 年 5 月 3 日

美国第一季度经济放缓，但 4 月 PMI 走强

2012 年 5 月 2 日

美国房地产有望企稳，就业市场疲态显现

2012 年 4 月 27 日

美国新建住宅销售回升，下调欧洲经济增长预期

2012 年 4 月 25 日

4 月欧元区 PMI 显著恶化

2012 年 4 月 24 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉

xiewvy@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

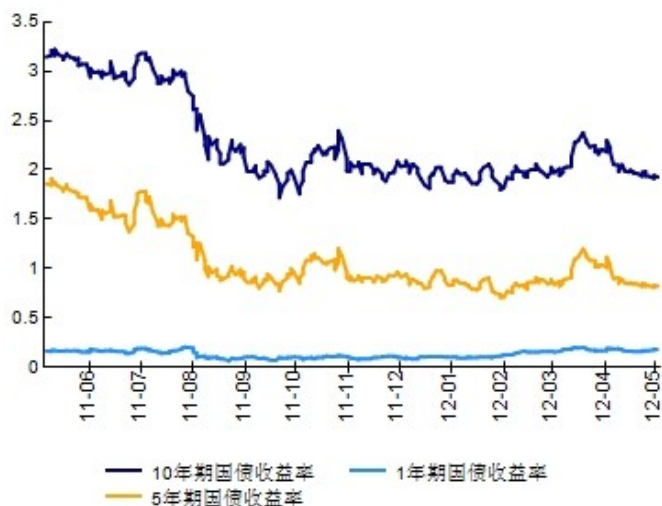
电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

1. 美国 4 月服务业PMI数据不如预期，美股商品下跌

图 1：美国 10 年国债收益率小幅上涨，对经济形势担忧有所减弱。图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 继续上扬，对美国债务违约风险的担忧有所加剧。



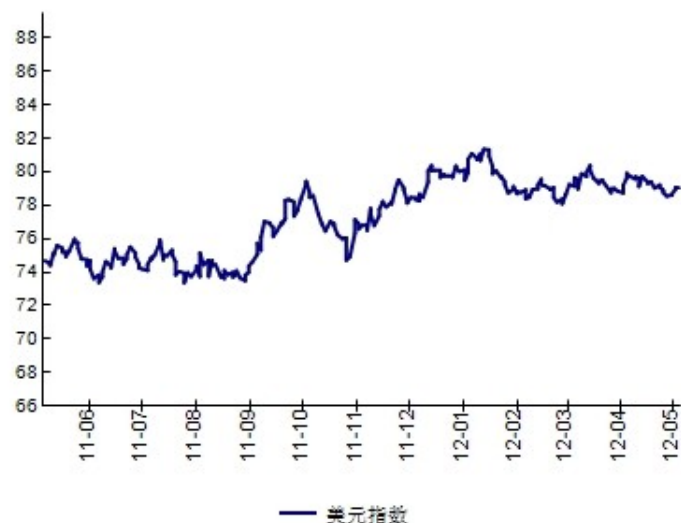
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元小幅上扬，由于美国首次失业人数低于预期。



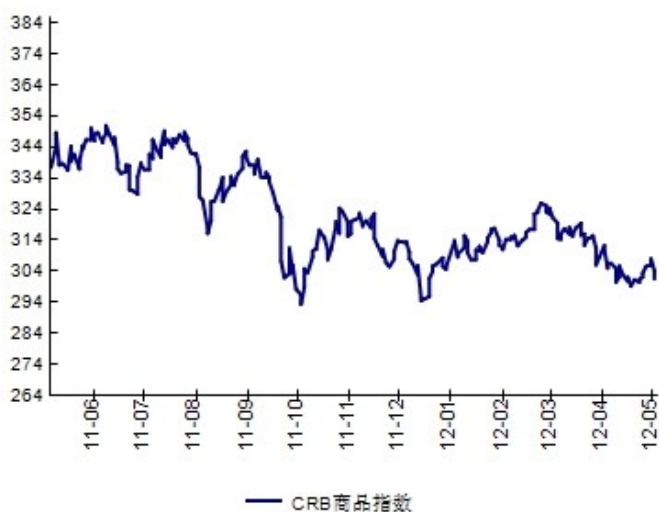
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅上涨，欧央行认为欧元区经济仍存在下行风险，对其避险需求增加。



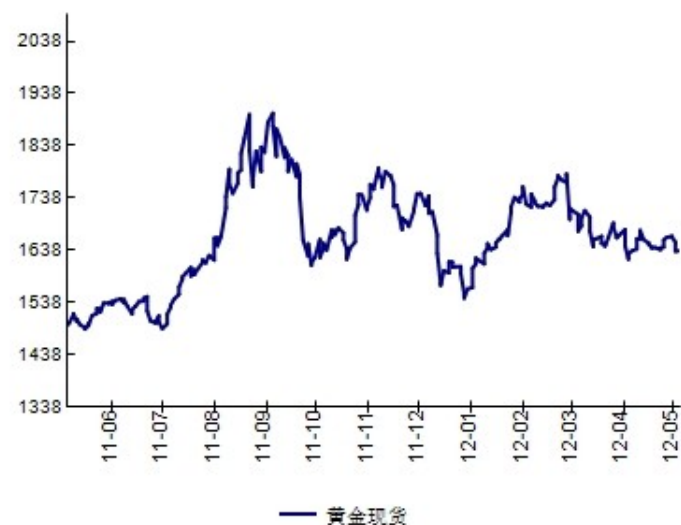
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于美国服务业 PMI 不如预期且欧洲仍面临主权债务风险。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅下跌，对其避险需求有所减弱。



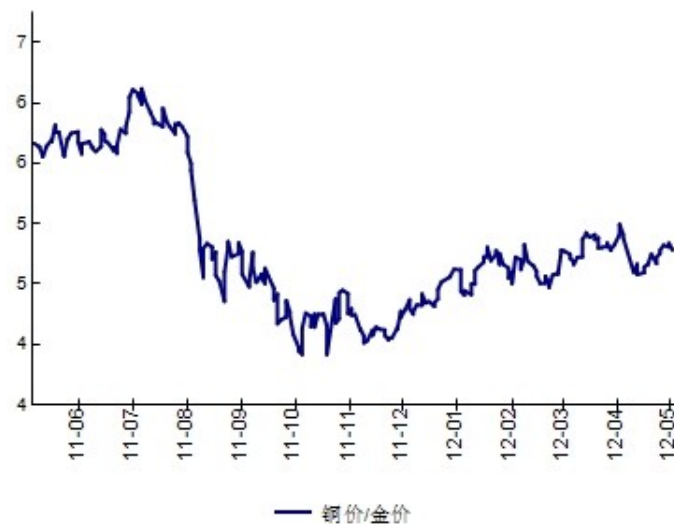
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格下挫 2.5%, 由于美国服务业 PMI 增长不如预期且消费者信心变弱。



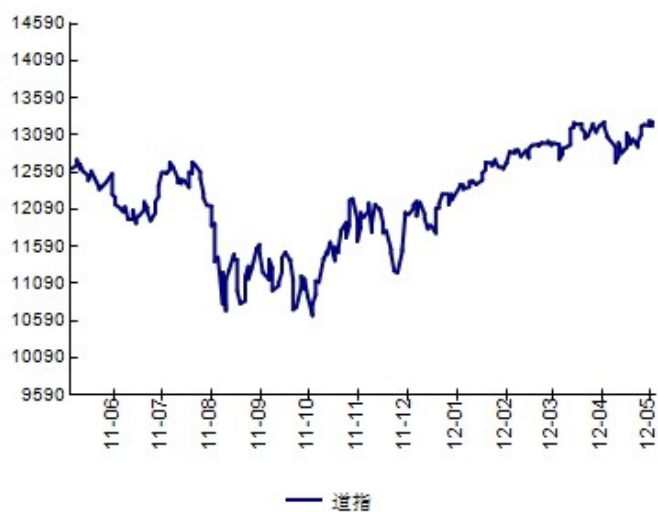
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比小幅上涨, 由于铜价跌幅弱于金价。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅回落, 由于美国服务业 PMI 数据令人失望。



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
04/27/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q A	2.10%	.10%	1.30%
04/27/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	APR F	75.7	76.4	75.7
04/30/2012 20:00	密尔沃基采购经理指数	APR	53	52.9	51.8
04/30/2012 20:30	个人收入	MAR	0.30%	0.40%	0.20%
04/30/2012 20:30	个人开支	MAR	0.40%	0.30%	0.80%
04/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	MAR	0.30%	0.20%	0.30
04/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	MAR	2.20%	2.10%	2.30%
04/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	MAR	0.20%	0.20%	0.10%
04/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	MAR	2.00%	2.00%	1.90%
04/30/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	APR	60	56.2	62.2
04/30/2012 22:00	Revisions: Retail Sales				
04/30/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	APR	8	-3.4	10.8
05/01/2012 22:00	建筑开支月环比	MAR	0.50%	0.10%	-1.10%
05/01/2012 22:00	ISM 制造业	APR	53	54.8	53.4
05/01/2012 22:00	ISM 支付价格	A R	59	61	61
05/02/2012 04:10	汽车总销售量	APR	14.40M	14.38M	14.32M
05/02/2012 04:1	国内汽车销售量	APR	11.10M	11.12M	11.09M
05/02/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 27	--	0.10%	-3.80%
05/02/2012 20:15	ADP 就业变动指数	APR	170K	119K	209K
05/02/2012 21:45	ISM 纽约	APR	--	61.2	67.
05/02/2012 22:00	工厂订单	MAR	-1.60%	-1.50%	1.30%
05/03/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	APR	--	11.20%	-8.80%
05/03/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	MAY	--	47.6	46.6
05/03/2012 20:30	非农生产力	1Q P	-0.60%	-0.50%	0.90%
05/03/2012 20:30	单位劳务成本	1Q P	2.70%	2.00%	2.80%
05/03/2012 20:30	首次失业人数	APR 28	379K	365K	388K
05/03/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 21	3 11K	32 6K	3315K
05/03/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 29	--	-37.6	-35.8
05/03/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	APR	55.3	53.5	56

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
05/04/2012 20:30	非农就业人数增减	APR	160K	--	120K
05/04/2012 20:30	非农私企就业人数增减	APR	165K	--	121K
05/04/2012 20:30	制造业就业人数 减	APR	20K	--	37K
05/04/2012 20:30	失业率	APR	8.20%	--	8.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	APR	0.20%	--	0.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	APR	2.00%	--	2.10%
05/04/2012 20:30	周平均工时 所有员工	APR	34.5	--	34.5
05/04/2012 20:30	家庭调查就业变动	APR	--	--	31
05/04/2012 20:30	就业不足率(U6)	APR	--	--	14.50%
05/08/2012 03:00	消费者信用	MAR	\$10.000B	--	\$8.735B
05/08/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	APR	93	--	92.5
05/08/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	MAY	--	--	49.3
05/08/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	MAR	--	--	3498
05/09/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 4	--	--	0.10%
05/09/2012 22:00	批发库存	MAR	0.60%	--	0.90%
05/10/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	APR	-0.20%	--	1.30%
05/10/2012 20:30	进口价格指数(同比)	APR	0.80%	--	3.40%
05/10/2012 20:30	贸易余额	MAR	-\$49.9B	--	-\$46.0B
05/10/2012 20:30	首次失业人数	MAY 5	--	--	365K
05/10/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 28	--	--	3276K
05/10/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 6	--	--	-37.6
05/11/2012 02:00	预算月报	APR	\$30.0B	--	--
05/11/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	APR	0.00%	--	0.00%
05/11/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	APR	.20%	--	0.30%
05/11/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	APR	2.10%	--	2.80%
05/11/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	APR	2.80%	--	2.90%
05/11/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAY P	76.4	--	76.4

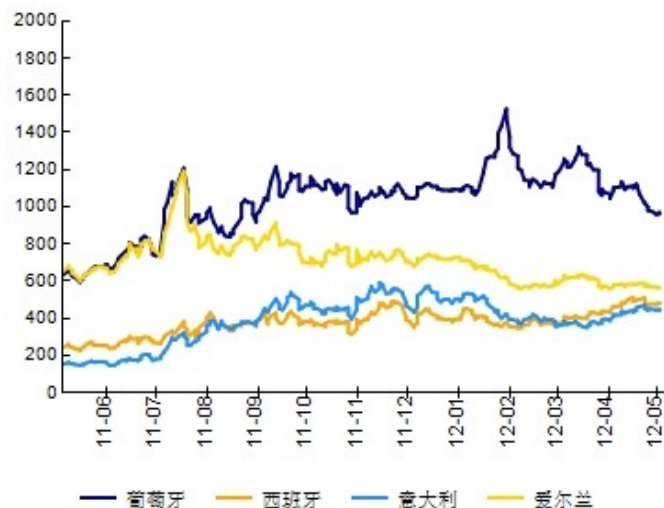
2. 欧央行表示欧元区经济仍存在下行风险，欧元继续下跌

图 13：除葡萄牙和希腊外，其他欧猪五国国债收益率均下滑。对经济担忧情绪依然存在。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均下滑。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙和希腊外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所缓和。



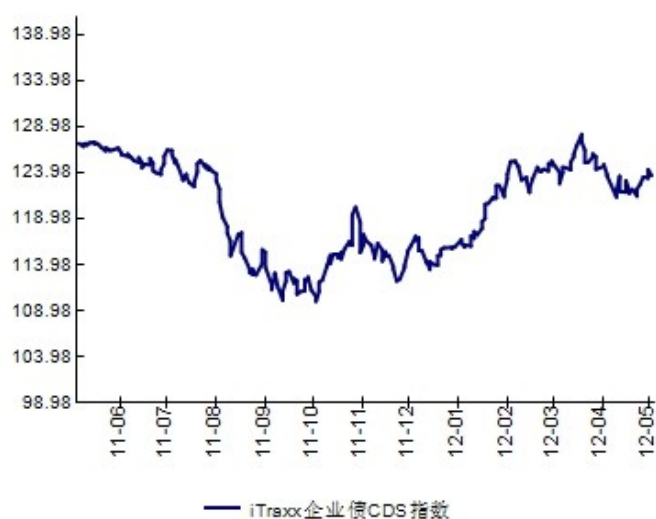
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



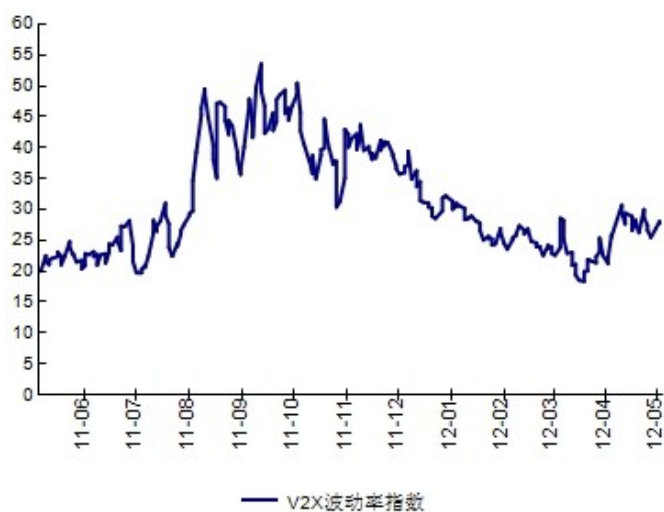
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下滑, 对企业违约风险情绪减弱。



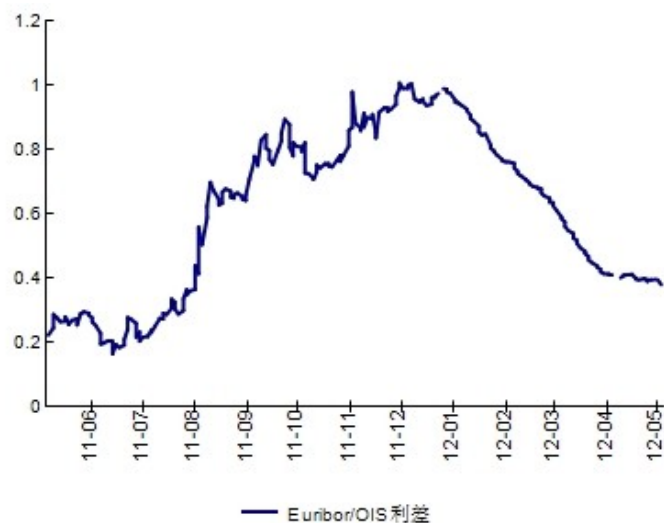
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回落, 股市波动风险缓和。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于欧央行表示欧元区经济仍然存在主权债务风险和下行风险。



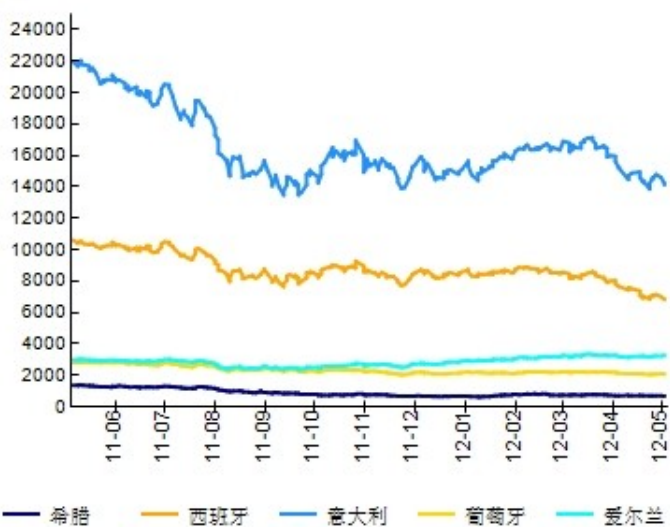
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



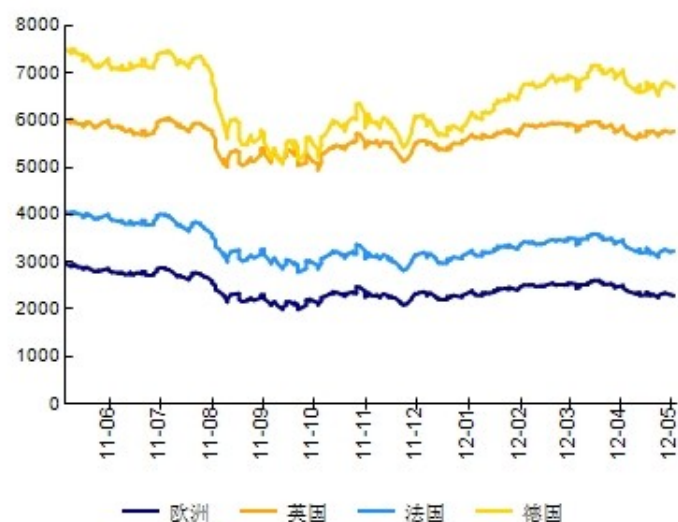
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和希腊外, 其他欧猪五国股市均下挫。



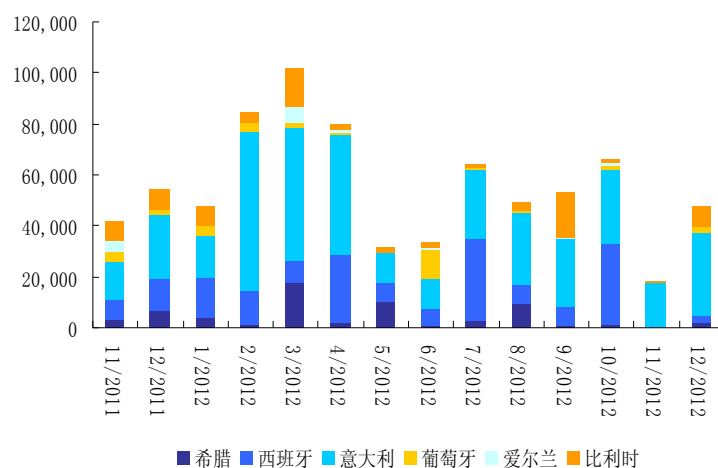
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 其他欧洲股市均小幅下跌, 由于欧央行表示欧元区经济仍然存在主权债务风险和下行风险。



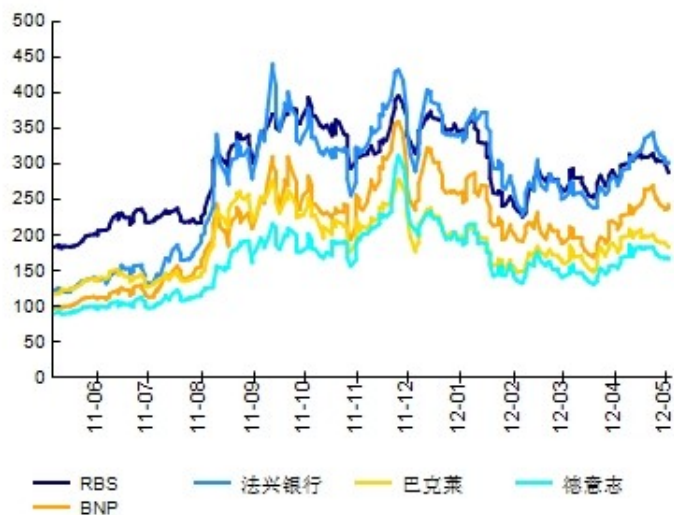
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



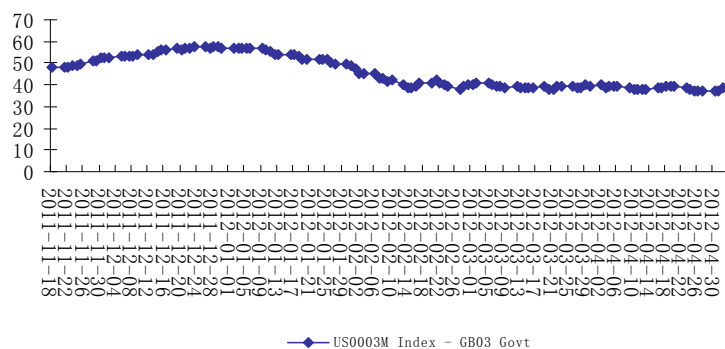
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除巴克莱和 RBS 外, 其他银行 CDS 上升。



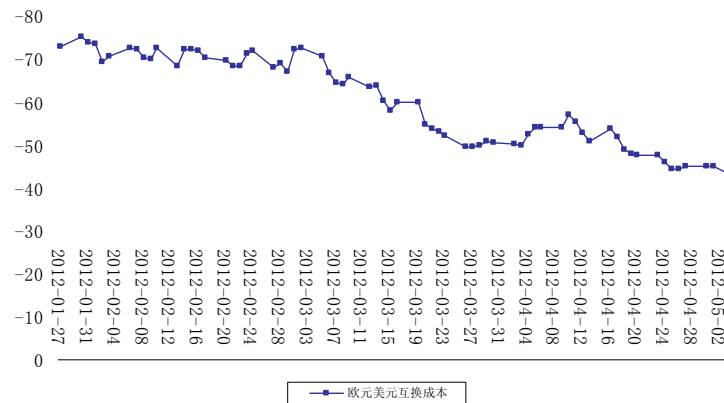
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 上升, 表示市场资金趋紧。



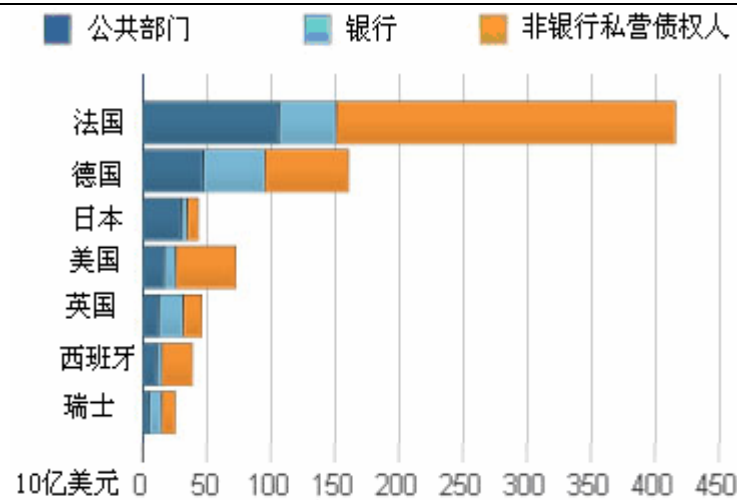
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本下滑。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 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)

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				12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面			
	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：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。本报告清晰准确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。