

2012 年 05 月 10 日

警惕希、西黑天鹅

——国际金融市场风险监控 2012 年 5 月 10 日

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
xiewy@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>

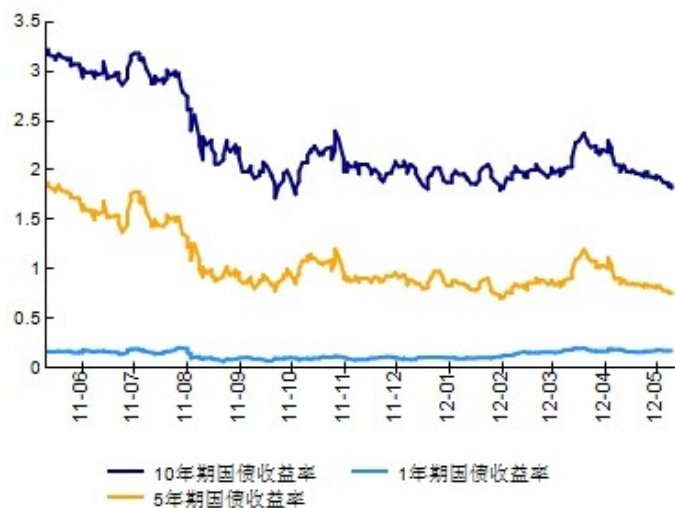
总体判断：

- 隔夜，全球风险资产连续四天下跌，避险资产美、德、英国债受追捧，一度创历史新低，而西班牙 10 年期国债突破 6%，因希腊获票前两名的政党均组阁失败，市场对希腊退出欧元区的担忧上升，且西班牙第三大银行国有化或拉开西班牙银行整顿的序幕。油价连跌 6 天，触发中国下调成品油价格。
- 希腊政局动荡加剧，虽然获得 42 亿欧元救助，但可能陷入无政府状态、资金枯竭的窘境，增加了希腊退出欧元区的概率。票数排名前两名的政党均宣布组阁失败，因对国内是否继续紧缩的意见难以调和，组建联合政府的重任交给希腊前财长韦尼泽洛斯（Venizelos）领导的社会主义运动党（PASOK）。他将与排名第二的左翼联盟 Syriza 党领袖 Tsipras 谈判，若失败将被迫放弃组阁权，而由总统来试图组织联合政府，成功的概率均较低。那么，无政府状态可能一直持续到 6 月 17 日的希腊议会再次选举。但鉴于希腊选民短期内很难改变倾向，政治僵局将难以打破，最终只能由政党间相互妥协，形成联合政府来解决。而最终形成的联合政府对于紧缩的态度决定希腊能否获得进一步救助、以及在欧元区的去留问题。
- 我们不能忽视希腊退出这一“黑天鹅事件”对全球市场的冲击。如果希腊退出欧元区，可能引发希腊新货币大幅贬值、债务违约、企业和银行破产、全球金融体系动荡的恶果，虽然长期能改善希腊的出口进而帮助希腊恢复竞争力，但短期冲击可能令希腊经济大幅萎缩。从三驾马车和欧盟的态度来看，EFSF 决定 10 日发放 42 亿欧元贷款、而暂停 10 亿欧元，声称视希腊的融资需求而定，实则作为要求希腊紧缩的砝码，否则暂停所有救助；而德国官员称，愿意希腊留在欧元区，但取决于希腊，不能强迫。因此，我们认为，短期内希腊退出欧元区的概率增大，由大选前的 10% 升至 30%。
- 正如我们昨日预期，西班牙将其第三大银行 Bankia 国有化，近期可能再次整顿银行业，对金融市场造成动荡。西班牙央行将购买将近 45 亿欧元的可转债，成为 Bankia 母公司的最大股东，以避免其因房地产方面的不良贷款而遭挤兑或破产。因西班牙银行的坏账率不断攀升，2 月已达 18 年新高 8.2%，所以西班牙政府今年 2 月要求国内银行为房地产贷款拨备 540 亿欧元，近期可能再次增加拨备 300 亿欧元；而从资金状况来看，即使两轮 LTRO 后，西班牙银行净借款约 1100 亿欧元，但为了计提拨备和购买本国国债，所剩仅 800 亿欧元，增加拨备将令其雪上加霜。因此，西班牙 10 年期国债收益率再度突破 6%，五年期 CDS 也创新高达 516 基点，股市暴跌 2.8% 至 9 年新低。预计新的银行整顿计划将令西班牙金融市场继续承压。
- 关注： 5 月 10 日 希腊议会第三次组阁、英国议息会议
5 月 11 日 美国 4 月 PPI 环比（前期：0.0%，预期：0.0%）
5 月 15 日 美国 4 月 CPI 环比（前期：0.3%，预期：0.2%）

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”。

1. 市场担忧欧债危机因希腊政局而恶化， 美股商品连续数日下跌

图 1：美国国债收益率继续下滑，对经济形势担忧加剧。



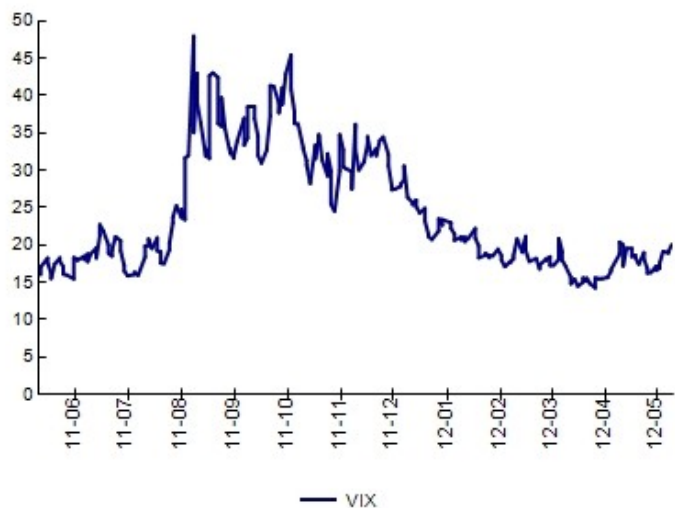
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差继续下降，对长期经济形势担忧有所增加。



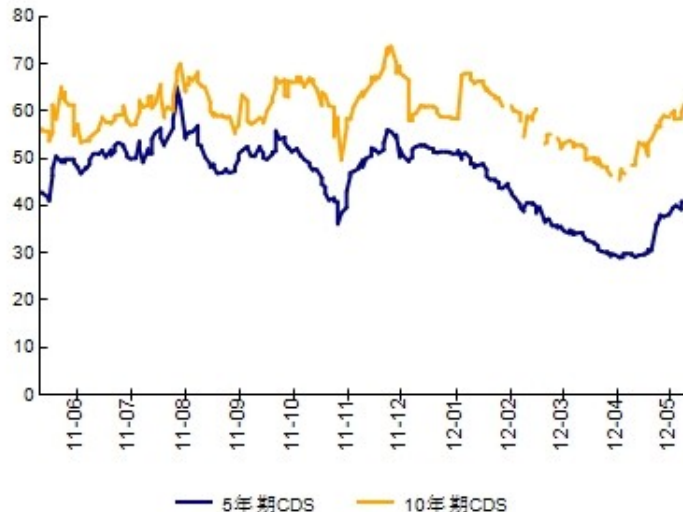
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数持续上涨，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 上扬，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



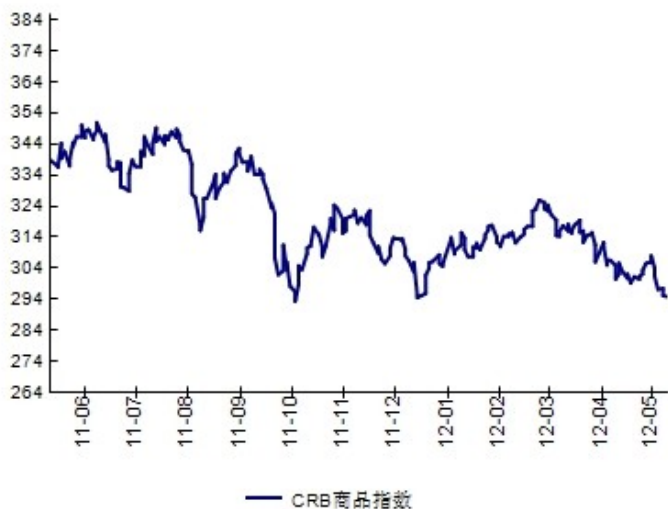
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续下挫, 由于市场预期日本最新的经常账户数据将进步改善。



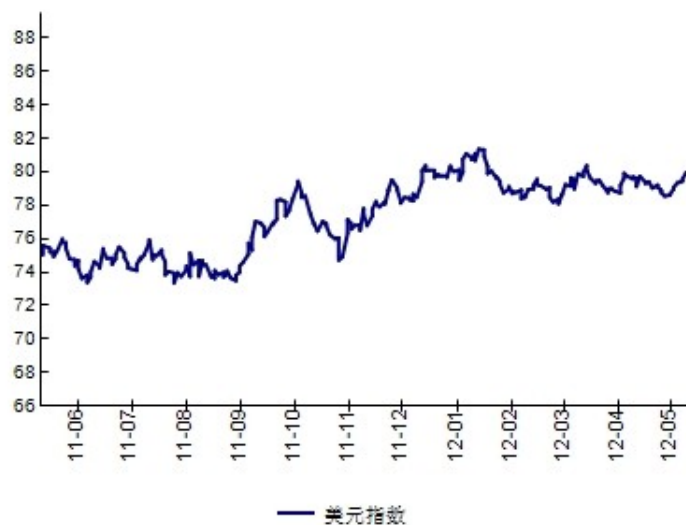
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于金属原油等价格受欧债危机再起的担忧情绪。



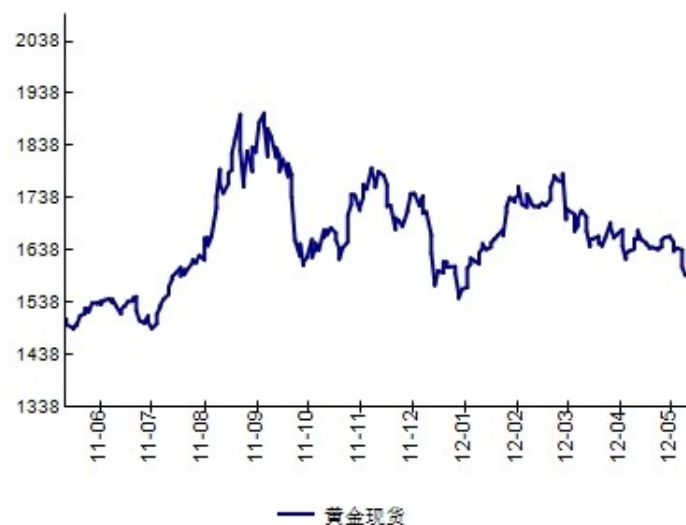
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅上涨, 由于希腊政局动荡提高其推出欧元区可能性, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 由于希腊政局不稳, 导致对其避险需求转移至美元。



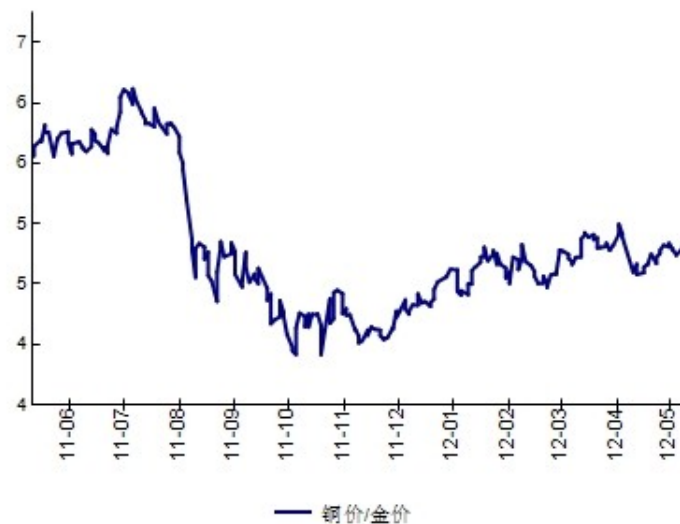
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格连续数日下挫，由于库存攀升至 90 年以来最高位，且欧债危机恐恶化。



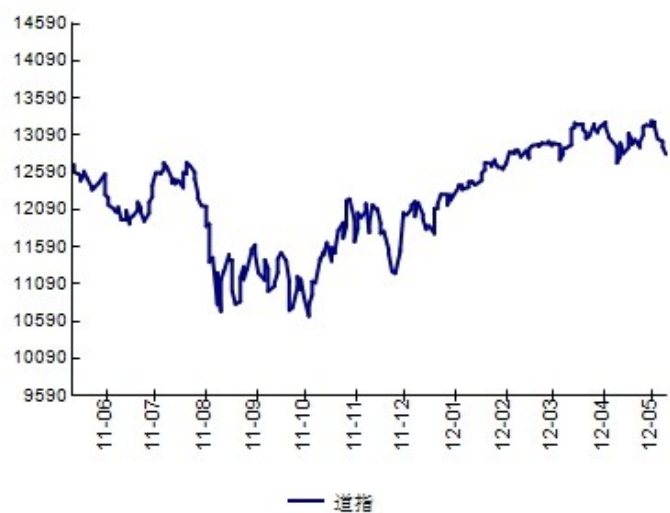
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比小幅上涨，但是铜价仍受欧元区形势影响而持续下滑。



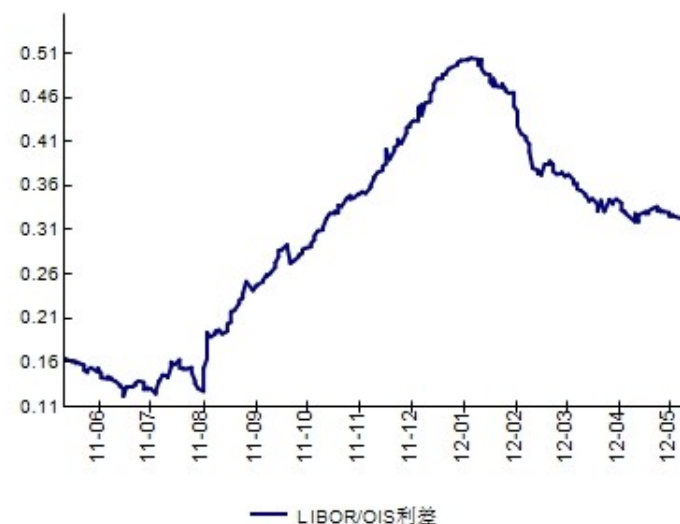
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指连续 6 日下跌，由于希腊政局动荡导致市场对欧债危机可能恶化的猜测。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下降，银行信贷压力有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

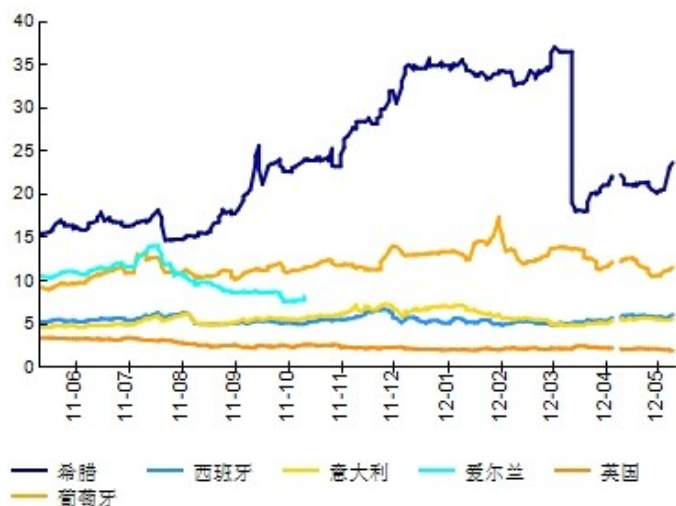
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
05/01/2012 22:00	ISM 制造业	APR	53	54.8	53.4
05/01/2012 22:00	ISM 支付价格	A R	59	61	61
05/02/2012 04:10	汽车总销售量	APR	14.40M	14.38M	14.32M
05/02/2012 04:1	国内汽车销售量	APR	11.10M	11.12M	11.09M
05/02/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 27	--	0.10%	-3.80%
05/02/2012 20:15	ADP 就业变动指数	APR	170K	119K	209K
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
05/04/2012 20:30	非农就业人数增减	APR	160K	115K	120K
05/04/2012 20:30	非农私企就业人数增减	APR	165K	130K	121K
05/04/2012 20 30	制造业就业人数增减	APR	20K	16K	37K
05/04/2012 20:30	失业率	APR	8.20%	8.10%	8.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	APR	0.20%	0.00%	0.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	APR	2.00%	1.80%	2.10%
05/04/2012 20:30	周平均工时 所有员工	APR	34.5	34.5	34.5
05/04/2012 20:30	家庭调查就业变动	APR	--	-169	-31
05/04/2012 20:30	就业不足率(U6)	APR	--	14.50%	14.50%
05/08/2012 03:00	消费者信用	MAR	\$9.800B	\$21.355B	\$8.735B
05/08/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	APR	93	94.5	92.5
05/08/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	MAY	48	48.5	49.3
05/08/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	MAR	--	3737	3498
05/09/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 4	--	1.70%	0.10%
05/09/2012 22:00	批发库存	MAR	0.60%	0.30%	0.90%

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
05/10/2012 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	-\$50.0B	--	-\$46.0B
05/10/2012 20:30	首次失业人数	MAY 5	368K	--	365K
05/10/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 28	3275K	--	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	\$30.5B	--	-\$40.4B
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	0.20%	--	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	--	76.4
14-19 MAY	房贷拖欠	1Q	--	--	7.58%
14-19 MAY	MBA Mortgage Foreclosures	1Q	--	--	4.38%
05/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	APR	0.10%	--	0.30%
05/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	APR	0.20%	--	0.20%
05/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	APR	2.40%	--	2.70%
05/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	APR	2.30%	--	2.30%
05/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	APR	230	--	229.392
05/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	APR	--	--	228.432
05/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	MAY	8.9	--	6.56
05/15/2012 20:30	商品零售额	APR	0.20%	--	0.80%
05/15/2012 20:30	除汽车外零售额	APR	0.20%	--	0.80%
05/15/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	APR	--	--	0.70%
05/15/2012 20:30	零售销售“对照小组”	APR	--	--	0.40%
05/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	MAR	--	--	\$107.7B

2. 西班牙和意大利国债收益率再次逼近警戒线，欧股欧元连续下跌

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。西班牙国债收益率突破 6%，意大利国债逼近警戒线。



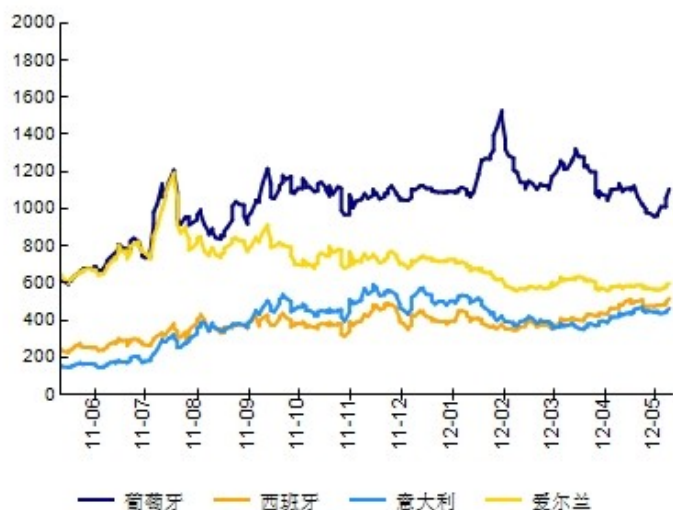
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均连续上涨，由于穆迪表示将下调 100 多家银行的信用评级。



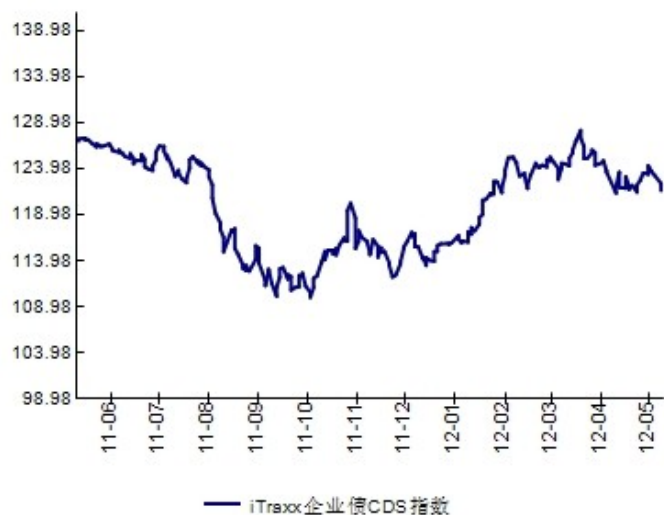
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



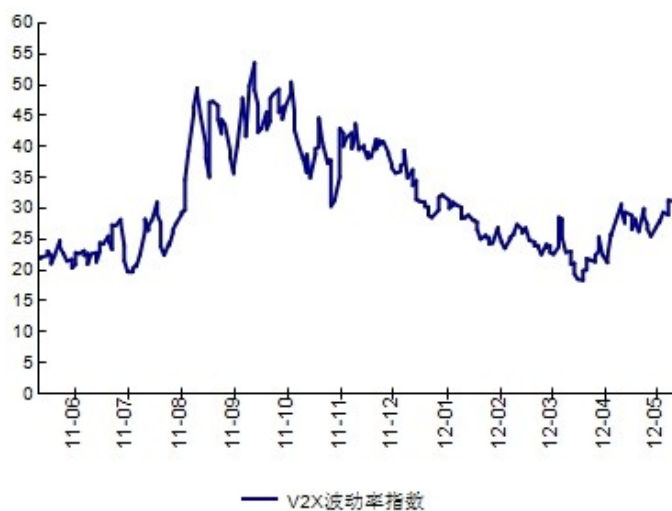
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下滑, 对企业违约风险情绪减轻。



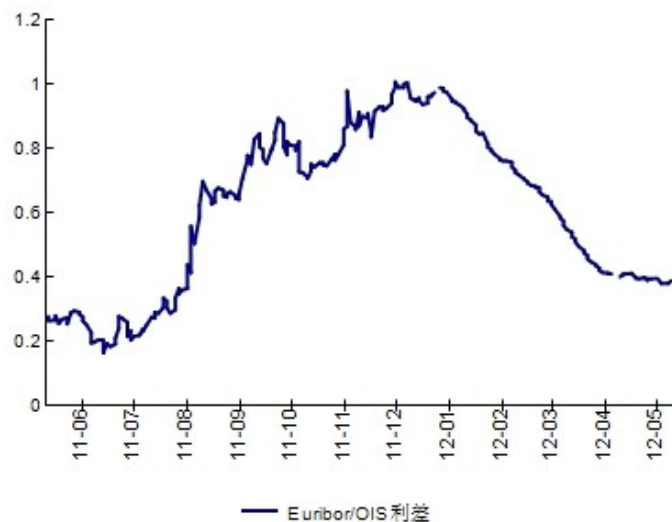
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险缓和。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元连续数日下跌, 由于西班牙和意大利国债收益率飙升。



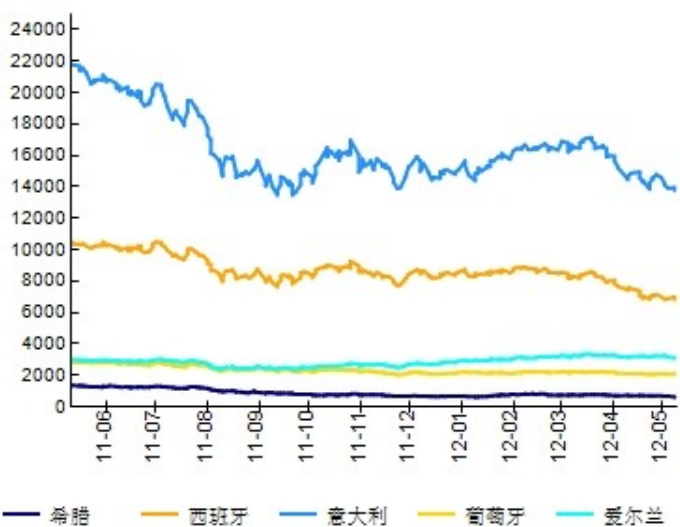
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎继续下挫, 对美元的避险需求有所上升。



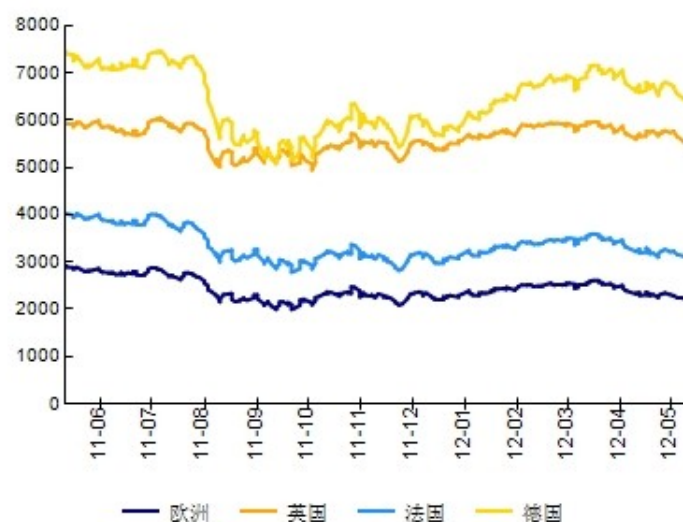
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均下挫。



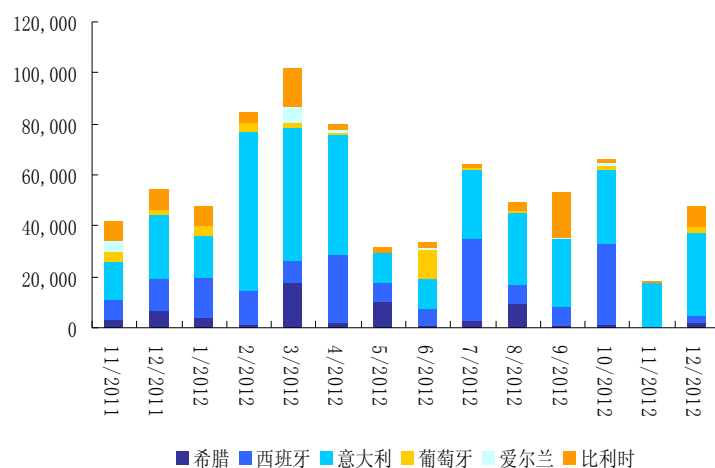
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除德国外, 其他欧洲股市均继续下跌, 由于市场担心欧债危机升级, 西班牙和意大利国债收益率再次临近警戒线。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

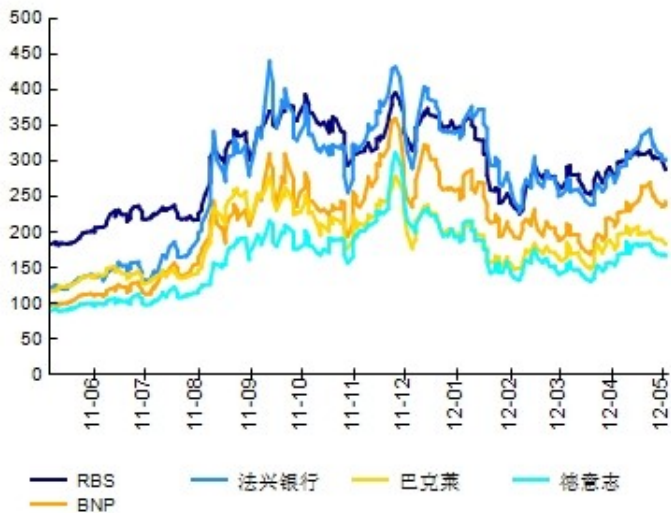
图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



资料来源: Bloomberg, 申万研究

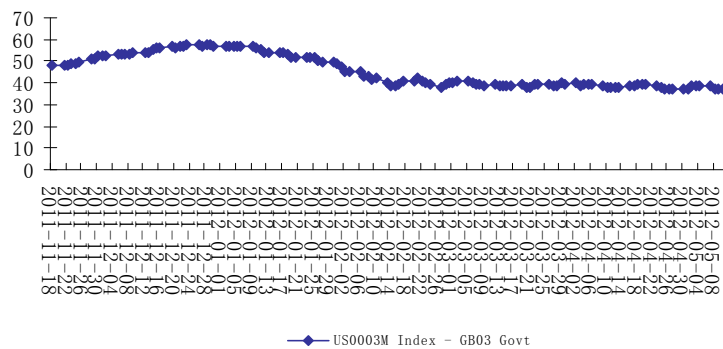
3.

图 25: 银行 CDS 大幅上升, 由于穆迪表示将下调 100 多家银行信用评级。



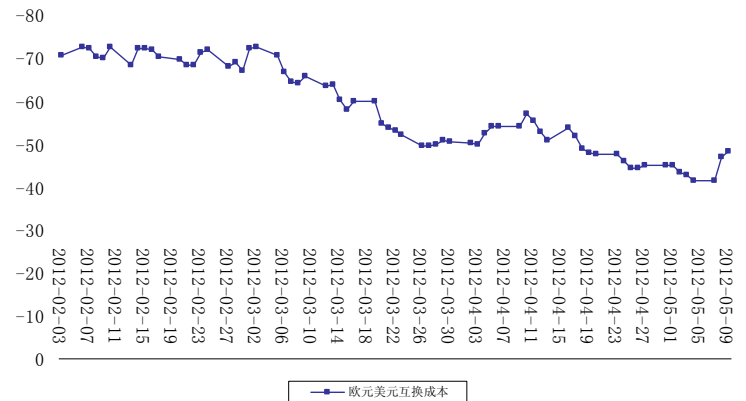
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 回落, 表示市场资金放松。



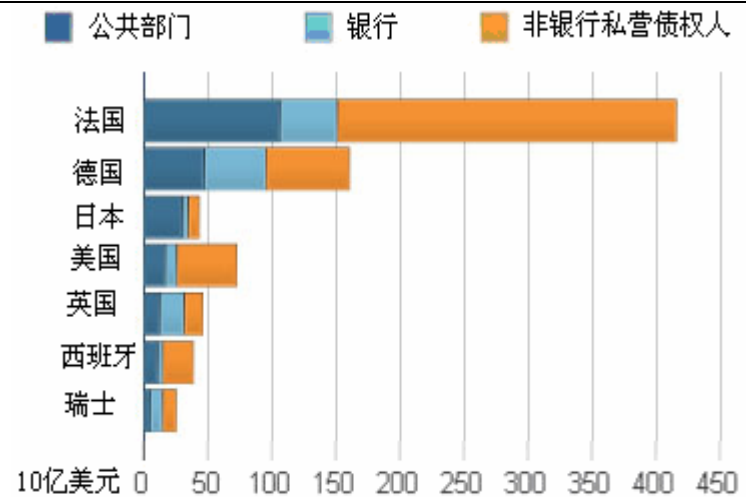
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本大幅上涨。



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				12-05-02	CCC	稳定			
	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	11-07-13	CCC	负面
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	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
	11-05-09	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	10-12-21	BBB*-	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	09-12-08	BBB+	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-10-22	A-	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	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

利									
	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。