

世界经济

2012 年 07 月 06 日

提振欧洲信贷和经济，但下行风险犹在

——对欧央行降息的点评

相关研究

全球号角已吹响，风险资产
将受益
2012 年 6 月 19 日

希腊退出欧元区的风险大
减，利好全球金融市场
2012 年 6 月 18 日

欧美通胀大幅下滑，希腊大
选或将好于预期
2012 年 6 月 15 日

欧债危机拖累德国产出，美
国经济二季度继续回落
2012 年 6 月 14 日

全球经济三季度复苏，四季
度放缓
2012 年 6 月 12 日

西班牙银行终获救助，下调
美国二季度 GDP 增速至
1.7%
2012 年 6 月 11 日

伯南克未暗示 QE3，推出时
间或延后
2012 年 6 月 8 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：

- 7 月 5 日，风险资产全线下跌，因投资者在三大央行联合释放宽松政策这一利好兑现后获利了结，转而对经济的担忧加剧。]
- 欧央行降息符合预期，是一个积极信号，整体利大于弊，主要影响在于：（1）降低借贷成本，刺激信贷需求和经济。零存款利率迫使欧元区银行更倾向于借贷，减轻信贷紧缩对经济的拖累。（2）减少欧洲边缘国家的未到期债务利息，缓解银行的偿债压力，进一步减轻欧债危机的影响。
- 英国央行如期将量化宽松规模增加 500 亿英镑，将对英国经济构成一定提振。这一轮 QE 加码，加上前期的 1000 亿英镑的贷款支持，能在一定程度上缓解英国经济下滑的速度，衰退风险下降，但无法从根本上解决英国的结构性问题。
- 德国 5 月制造业订单上升，但滞后于下滑的 6 月制造业 PMI，预示未来制造业仍可能面临调整。德国制造业订单月率由 4 月的-1.4%反弹至 5 月的 0.6%，由 4 月的-1.4%反弹，好于市场认为持平的预期。由于德国出口订单增长抵消了国内订单下滑的影响，对整体订单构成提振；而同比增速则由 4 月的-3.7%进一步下降至-10.6%。预示制造业订单的趋势仍然下行，加上 6 月制造业 PMI 创新低，我们预计今年第三季度德国的经济将持续受到欧元区危机的拖累而下滑。
- 美国就业数据好于预期，显示劳动力市场略有改善。（1）ADP 新增就业 17.6 万人，其中非农私企就业人数增长 11.09 万人，好于预期。同比来看也有改善，第二季度增长总体好于去年同期。由于该数据近两年来略高于美国劳工部公布的新增非农就业人数，我们预计，今日公布的 6 月非农就业将增长 13 万人左右，好于预期的 10 万人。（2）挑战者 6 月企业裁员人数仅 37,551 人，创 13 个月以来最低值。然而，该数据波动较大，从上半年整体来看，裁员人数比去年同期增长近 4 万人。（3）美国上周首次申请失业救济人数为 37.4 万，一个月以来首次跌破 38 万人，好于预期，但四周均值减少 1500 人，维持在 38.58 万人，说明劳动力市场环比复苏略有加速，但整体依然低迷。
- 6 月，美国非制造业 PMI 指数下跌 1.6 个百分点至 52.1，非制造业连续 30 个月呈扩张趋势，但近期速度明显下滑。其中，经营活动下跌 3.9 个百分点至 51.7，较前几个月增长速度明显放缓，而新出口订单受到欧债危机及亚洲经济放缓的影响，在连续 10 个月增长后首次下跌，构成主要拖累。总体来说，美国非制造业 PMI 指数自今年年初以来持续下滑，类似于 2011 年，而积压订单的大幅下跌也意味着非制造业未来或继续萎缩，前景堪忧。
- 关注：7 月 6 日 20:30 美国非农就业数据
7 月 8 日 9:30 中国 6 月 CPI、PPI

1. 欧央行降息提振欧洲信贷和经济，但下行风险犹在

7月5日，欧洲央行宣布将作为基准利率的主要再融资利率下调25个基点至0.75%这一历史新低，将隔夜存、贷款利率分别下调25个基点至0%和1.50%，于7月11日开始生效。

欧央行降息为欧元区注入流动性，降低借贷成本，减轻了政府和银行的偿债压力，推动欧债危机进一步缓解，对经济有一定刺激作用。但是，光靠降息本身无法解决欧洲的根本性问题——竞争力不足和经济增长疲弱，下行风险犹在，加上能源价格反弹，通胀风险上升。

这次刺激性货币政策基本符合我们预期，而存贷款利率均下调略超市场预期。这是在欧元区6月通胀下行至2.4%、欧洲经济衰退且有下行风险的前提下做出的，释放了积极信号，整体上利大于弊，对于缓解欧债危机、提振欧元区低迷的信贷乃至经济有着重要作用。其经济影响主要体现在以下几个方面：

1、**降低借贷成本，刺激信贷需求和经济。**降低主要再融资利率，有利于欧元区金融机构从欧央行获得更低廉的资金；而降低隔夜存贷款利率，使存在欧央行的7910亿隔夜存款不再享有任何利息，而且欧央行愿意以更低的成本提供隔夜贷款，这将有效刺激欧元区各国银行的借款需求，减少其将资金存在欧央行隔夜贷款机构的动机，进而增加对家庭和非金融企业的贷款，增加实体经济的流动性，打破两轮LTRO以来银行资金充裕但仍惜贷的恶性循环，逐步解决银行惜贷的问题，从而减轻信贷紧缩对经济的拖累。

2、**减少欧洲边缘国家的未到期债务利息，缓解银行的偿债压力，进一步减轻欧债危机的影响。**降息一方面减少了欧元区各国国债的利息支付，减轻其偿债压力；另一方面，使欧元区特别是边缘国家的银行以较低的成本获得资金并扩大利差收入，鼓励其放贷的积极性，减轻欧债危机的冲击。

欧央行降息也有一定的弊端，主要是释放流动性所带来的负面影响，表现在：

1、可能造成“流动性陷阱”，带来通胀风险，货币政策的效用递减。单纯的货币政策无法从根本上解决结构性问题通胀风险上升。流动性泛滥，加上大宗商品价格反弹，推升物价和资产价格，造成银行资产负债表扩张，助长资产价格泡沫，使今年年内欧元区通胀都难以回到2%这一目标水平之下。

2、注入流动性并不能增加银行资本，银行仍面临改善资本结构的压力，短期内难以改变惜贷行为，对经济提振有限。

另外，从降息对金融市场的影响来看，短期内，欧美股市、欧元等风险资产因利好兑现、经济前景黯淡而面临调整压力，资金将青睐美、德国债等避险资产，但随着永久性救助基金ESM的启动、二级市场购买国债以及西班牙救助的实施，未来或将有所提振。

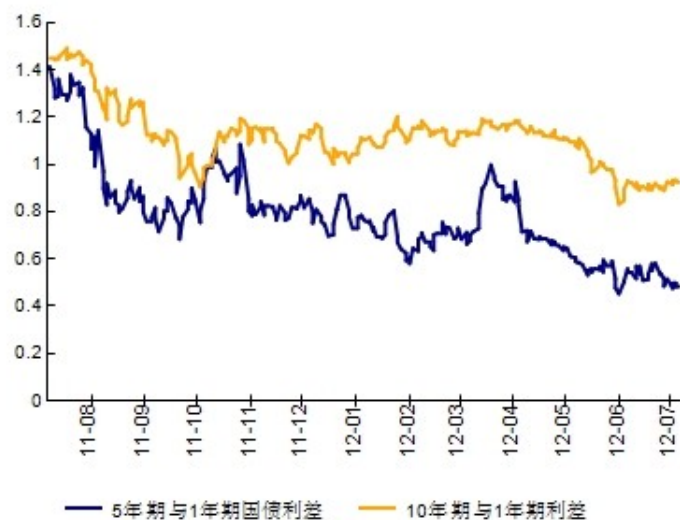
2. 美国6月劳动力市场数据利好，美元大宗商品上行

图1：美国国债收益率小幅下跌，对经济形势担忧有所增强。



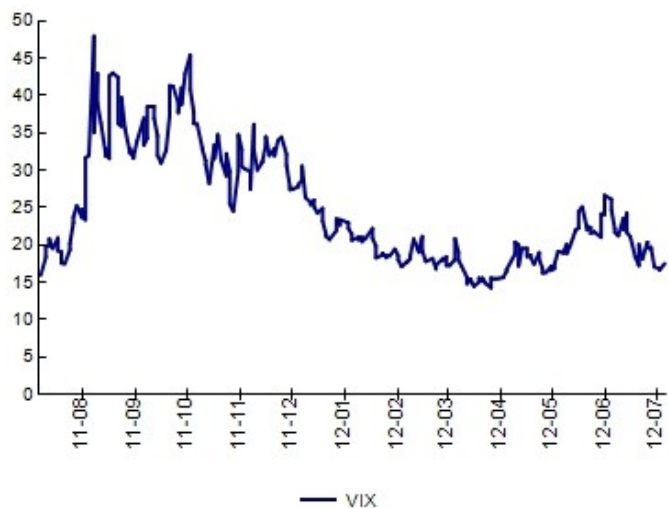
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差下降，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。



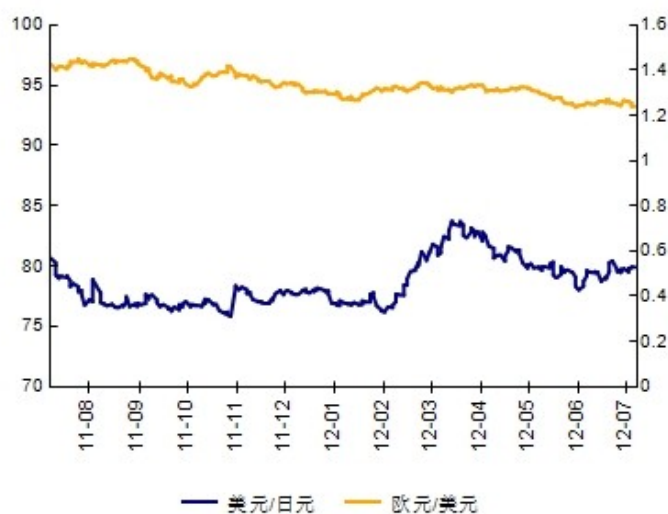
资料来源：Bloomberg，申万研究

图4：美国CDS下跌，对美国债务违约风险的担忧有所减轻。



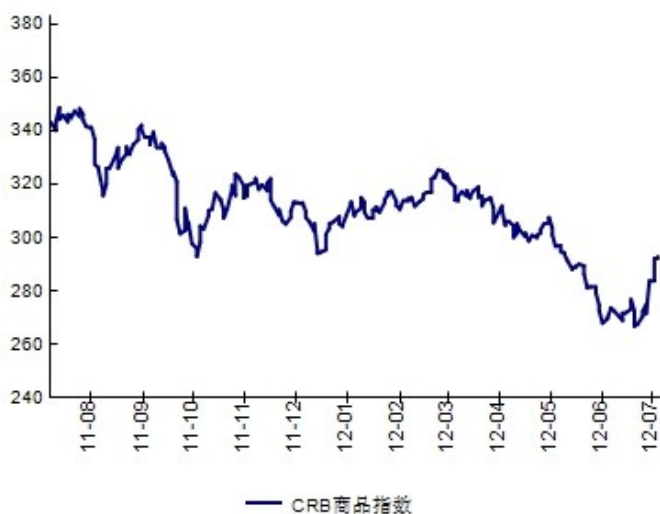
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元持续上升, 由于美国 6 月劳动力市场数据超预期。



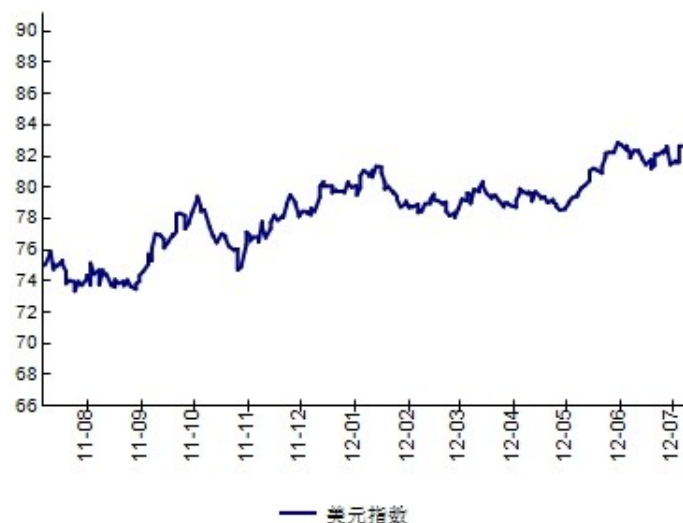
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格小幅上升, 由于美国就业数据好转且中欧双双降息。



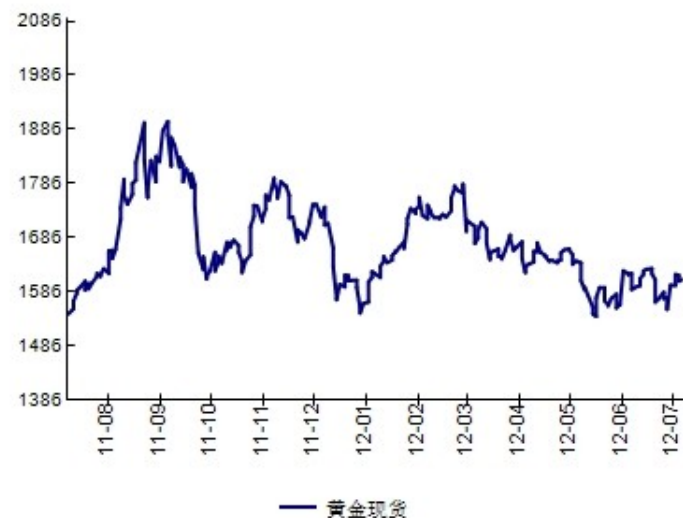
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数上涨, 由于中国欧洲双双降息, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格大幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



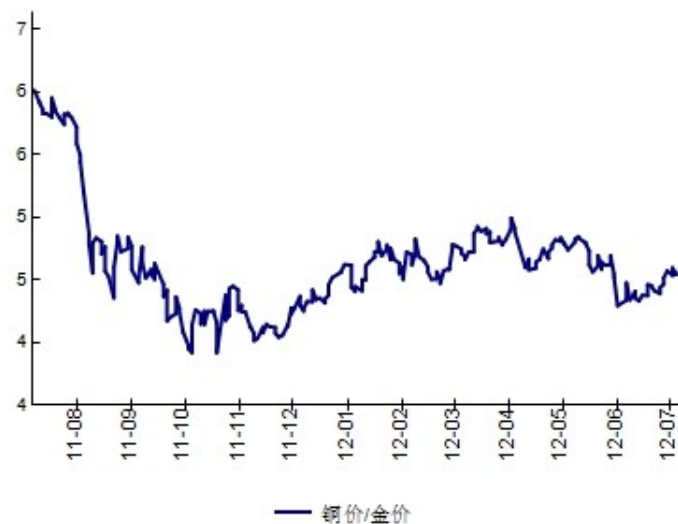
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于担忧未来欧洲经济下行, 外需受影响。



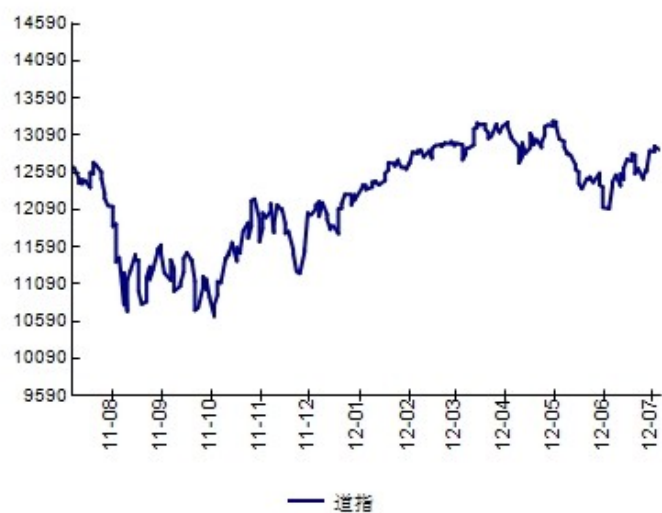
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比与小幅增长, 由于美国就业数据有所好转且中国欧洲双双降息。



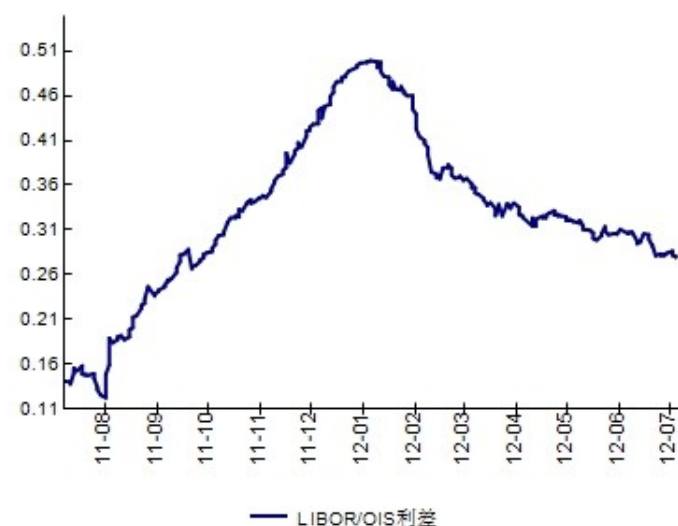
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下行, 由于市场对欧洲实行宽松以解决欧债危机的前景不尽乐观。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差持平。



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
06/28/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q T	2.10%	2.30%	2.10%
06/28/2012 20:30	首次失业人数	JUN 23	385K	386K	387K
06/28/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 16	3280K	3296K	3299K
06/28/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 24	--	-36.1	-37.9
06/28/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	JUN	4	3	9
06/29/2012 20:01	密尔沃基采购经理指数	JUN	55.1	60.2	57.7
06/29/2012 20:30	个人收入	MAY	0.20%	0.20%	0.20%
06/29/2012 20:30	个人开支	MAY	0.00%	0.00%	0.30%
06/29/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	MAY	-0.20%	-0.20%	0.00%
06/29/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	MAY	1.50%	1.50%	1.80%
06/29/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	MAY	0.20%	0.10%	0.10%
06/29/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	MAY	1.80%	1.80%	1.90%
06/29/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	JUN	52.3	52.9	52.7
06/29/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUN F	74.1	73.2	74.1
07/02/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	JUN	52.9	52.5	52.9
07/02/2012 22:00	ISM 制造业	JUN	52	49.7	53.5
07/02/2012 22:00	ISM 支付价格	JUN	45.8	37	47.5
07/02/2012 22:00	建筑开支月环比	MAY	0.20%	0.90%	0.30%
07/03/2012 21:45	ISM 纽约	JUN	--	49.7	49.9
07/03/2012 22:00	工厂订单	MAY	0.10%	0.70%	-0.60%
07/04/2012 04:10	汽车总销售量	JUN	13.90M	14.05M	13.73M
07/04/2012 04:10	国内汽车销售量	JUN	10.89M	11.05M	10.75M
07/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 29	--	-6.70%	-7.10%
07/05/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	JUN	--	-9.40%	66.70%
07/05/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	JUL	--	47	46.1
07/05/2012 20:15	ADP 就业变动指数	JUN	100K	176K	133K
07/05/2012 20:30	首次失业人数	JUN 30	385K	374K	386K
07/05/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 23	3300K	3306K	3296K
07/05/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUL 1	--	-37.5	-36.1
07/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	JUN	53	52.1	53.7
07/05/2012 22:31	ICSC 连锁店销售 同比	JUN	--	0.20%	1.70%

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
07/06/2012 20:30	非农就业人数增减	JUN	100K	--	69K
07/06/2012 20:30	非农私企就业人数增减	JUN	106K	--	82K
07/06/2012 20:30	制造业就业人数增减	JUN	8K	--	12K
07/06/2012 20:30	失业率	JUN	8.20%	--	8.20%
07/06/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	JUN	0.20%	--	0.10%
07/06/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	JUN	1.70%	--	1.70%
07/06/2012 20:30	周平均工时 所有员工	JUN	34.4	--	34.4
07/06/2012 20:30	家庭调查就业变动	JUN	--	--	422
07/06/2012 20:30	就业不足率 (U6)	JUN	--	--	14.80%
07/10/2012 03:00	消费者信用	MAY	\$8.500B	--	\$6.515B
07/10/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	JUN	--	--	94.4
07/10/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	JUL	--	--	46.7
07/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	MAY	--	--	3416
07/11/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUL 6	--	--	-6.70%
07/11/2012 20:30	贸易余额	MAY	-\$48.4B	--	-\$50.1B
07/11/2012 22:00	批发库存	MAY	0.30%	--	0.60%
07/12/2012 02:00	FOMC 会议纪要				
07/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	JUN	-1.60%	--	-1.00%
07/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	JUN	--	--	-0.30%
07/12/2012 20:30	首次失业人数	JUL 7	--	--	374K
07/12/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 30	--	--	3306K
07/12/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUL 8	--	--	-37.5
07/13/2012 02:00	预算月报	JUN	--	--	--
07/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	JUN	-0.60%	--	-1.00%
07/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	JUN	0.20%	--	0.20%
07/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	JUN	-0.40%	--	0.70%
07/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	JUN	2.60%	--	2.70%
07/13/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUL P	73.5	--	73.2
07/16/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	JUL	--	--	2.29
07/16/2012 20:30	商品零售额	JUN	--	--	-0.20%

2. 欧央行降息背后透经济恶化隐忧，欧股欧元下跌

图 13：除希腊和英国外，其他欧猪五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 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



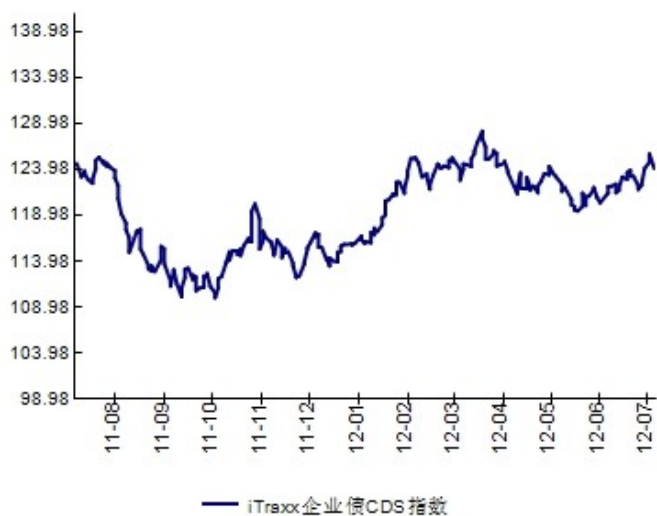
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所增加。



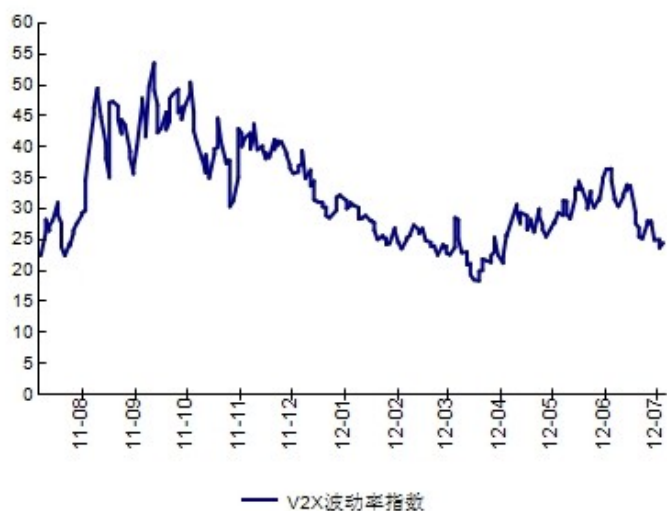
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 下跌，对企业违约风险情绪减弱。



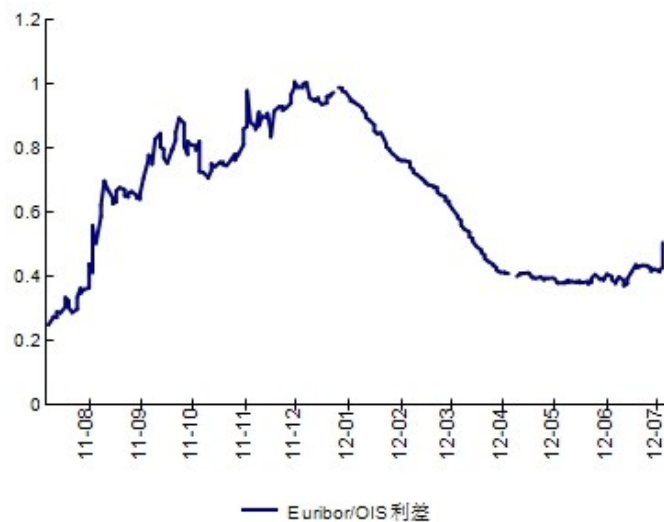
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动小幅上涨，股市波动风险增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差上涨，显示银行信贷压力有所增加。



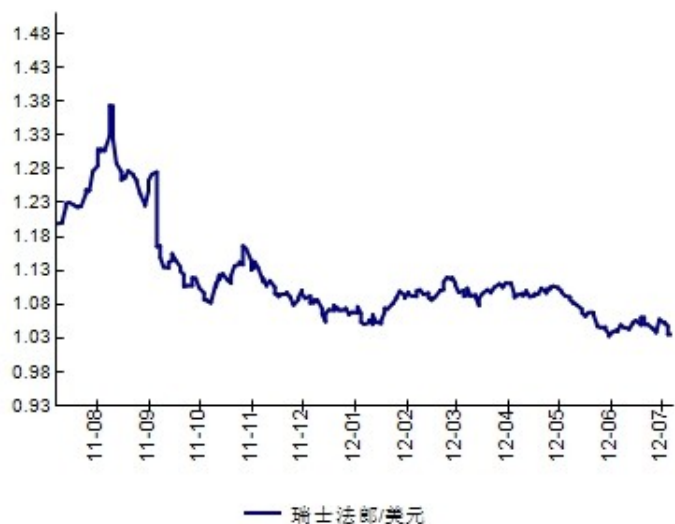
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元下跌，由于欧央行采取宽松政策打压欧元。



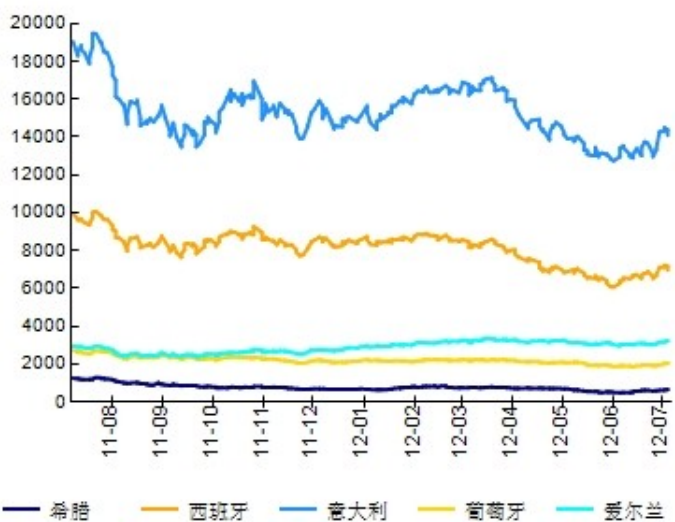
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎下跌, 对美元的避险需求有所上升。



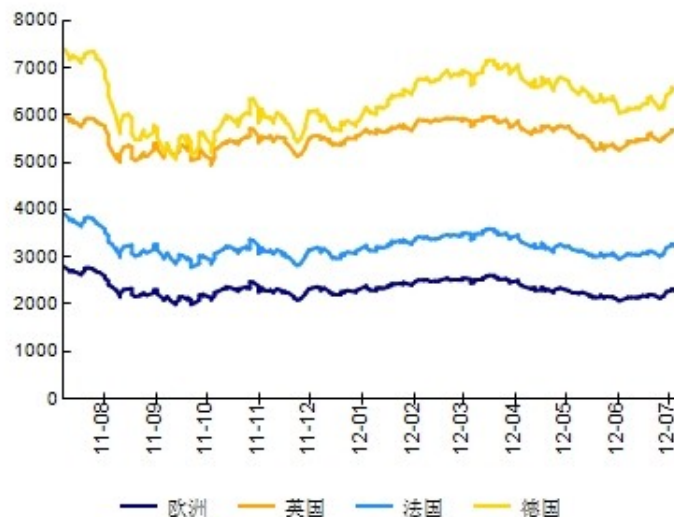
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下行。



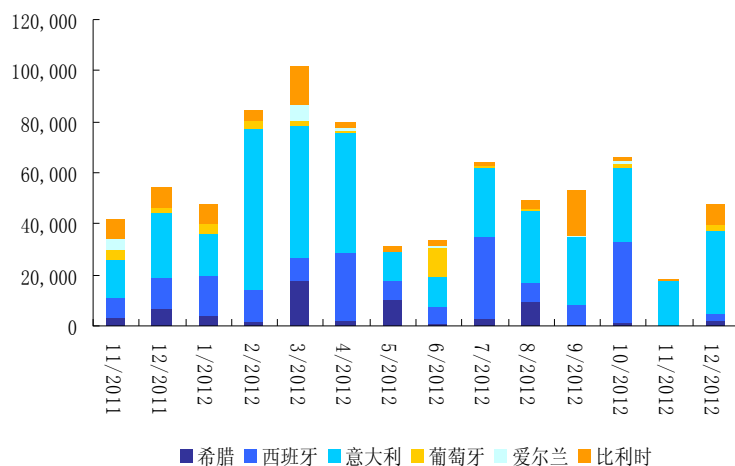
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外欧洲股市均小幅下跌, 由于欧央行行长警告未来偶欧洲经济仍有下行风险, 虽欧央行降息, 但市场信心仍不足。



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



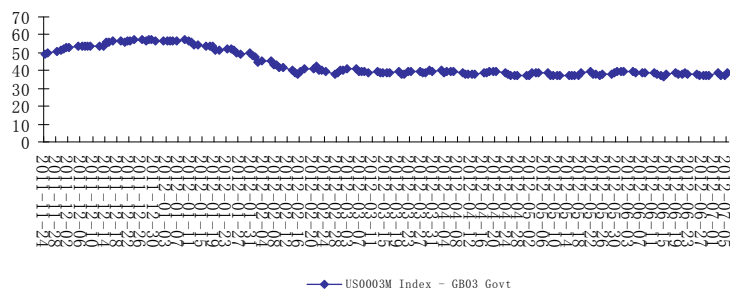
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均上涨。



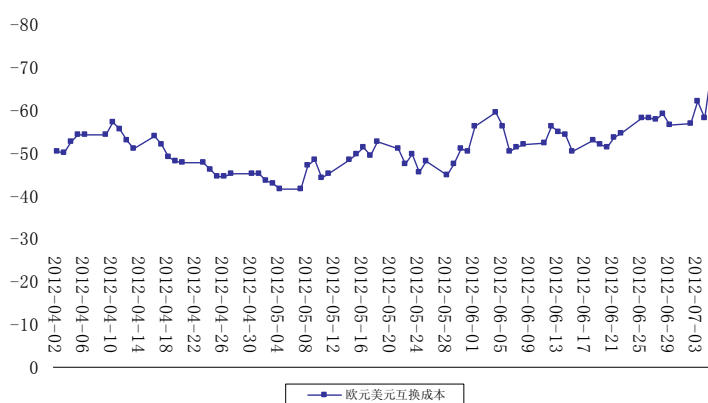
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 上涨, 资金趋紧缩。



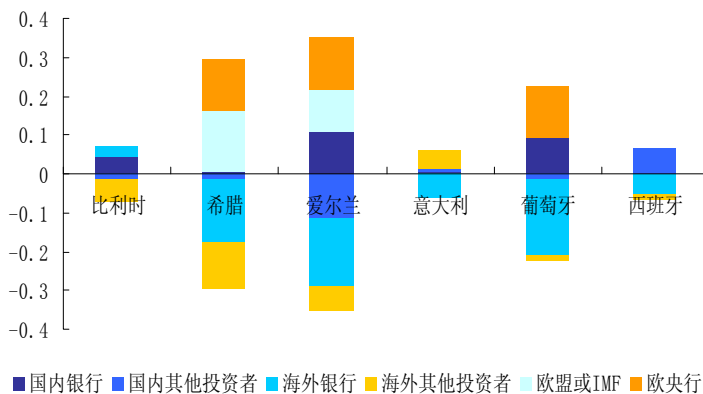
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本上升。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 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: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

表 1: 欧债时间表——2012 年 6-12 月欧元区大事日程

6 月 6 日	欧央行公布利率决议; 欧洲委员会讨论银行危机解决方案
6 月 10 日	法国议会第一轮选举
6 月 12 日	希腊拍卖短期债券
6 月 13 日	德国审批 ESM 和财政紧缩公约的截止日期
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 17 日	希腊大选
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事会议、欧元集团会议及财长会议
6 月 28-29 日	欧洲议会季度会议 IMF 审查葡萄牙, 希腊 100 亿欧元援助发放期; 银行 9%一级核心资本充足率
6 月底	达标的截止日期
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

资料来源: bloomberg、申万研究

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
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: 截至2011-12银行业所持其他国债务 (单位: 亿美元) (prelim)

	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		2239.28	278.78	37.11	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39
希腊	7.22	443.53	133.55	21.86	9.69	105.37	44.55	9.35	904.73
爱尔兰	218.61	274.62	953.29	154.57	78.44	1273.80	443.03	186.45	3304.32
意大利	123.88	3323.45	1339.54		309.70	593.56	365.88	305.07	6451.33
葡萄牙	27.65	217.60	302.08	31.83	759.51	209.40	45.27	12.00	1640.06
西班牙	131.23	1147.02	1460.96	277.26		831.29	458.50	216.91	5129.44
德国	138.33	2099.96		2344.34	544.89	1877.55	1752.37	1318.49	10946.39
法国	583.91		1748.62	430.13	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39

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	12-5-17	CCC	负面
	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
	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	12-06-13	BAA3	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	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。