

世界经济

2012 年 08 月 10 日

美国 6 月贸易逆差好于预期，上调美国二季度 GDP 至 2%

——点评美国 6 月外贸数据

相关研究

欧央行离刺激更进一步
2012 年 8 月 3 日

美联储议息会议按兵不动
但暗示刺激
2012 年 8 月 2 日

美德二季度经济受消费拖累，三季度将企稳
2012 年 8 月 1 日

美国第二季度 GDP 如期下滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

欧美刺激预期再起，提振风险资产
2012 年 7 月 27 日

英国二季度衰退加剧，美国房地产复苏仍有曲折
2012 年 7 月 26 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070007
xiewy@swsresearch.com

研究支持

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>

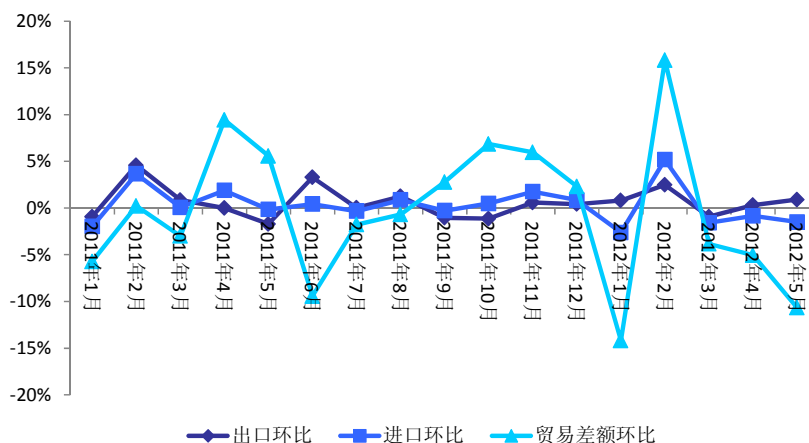
总体判断：

- 隔夜，风险情绪上升，欧美股市大多上涨 1% 以内，美德国债等避险资产收益率持续上行，而 VIX 等欧美波动率指标继续回落，主要因为美国 6 月贸易逆差好于预期，经济复苏概率增大。
- 美国 6 月贸易逆差环比缩小 10.7%，好于预期，主要因为油价下跌带动原油进口额下跌 -6.5%，导致原油逆差占贸易逆差的 39%，而且进口下滑速度超过出口增速，导致二季度美国贸易逆差逐月下滑。因此，我们将净出口对美国二季度 GDP 增速的贡献从 -0.4% 上调至 0.1%，从而将二季度美国 GDP 上修至 2%。
- (1) 美国贸易逆差从 5 月的 480 亿下滑至 429 亿，已连续 3 个月下滑，并创 18 个月新低，跌幅达到 10.7%，如果这一趋势能够延续，则第三季度美国净出口对 GDP 的贡献将增加。其中，美国 6 月出口增长 0.9% 至 1850 亿美元，主要因为工业品出口增长 5%，贡献了商品实际出口额的 45%，而服务出口小幅下滑 -0.3%；进口下滑 -1.5% 至 2279 亿美元，主要因为工业品、汽车等进口的下滑超过了工业品进口的增长，部分因为进口价格的下滑。
- (2) 从实际贸易余额来看，6 月为 -442 亿美元，环比下降 -0.9%，我们预计这一趋势会延续，7 月实际贸易余额将继续下降。
- (3) 从进出口增速来看，美国 6 月出口环比增加 16 亿美元，微升 0.91%，虽然出口贸易在 6 月有所提振，但由于全球需求疲弱，加之美国持续加重的旱情，预计出口贸易持续减缓；6 月进口环比减少 3.5 亿美元，环比下降 -1.5%，跌幅超过出口，主要因为美国人对外国商品的需求近四个月持续减少，而服务业进口维持基本稳定，波幅较小。
- (4) 从国别来看，美国对中国的贸易逆差继续扩大 5.2% 至 270 亿美元，其中出口至中国的商品下降 4.3%，对日本的贸易逆差环比下降 0.72%，对德国贸易逆差环比下降 16.6%，对法国的贸易逆差则有 5 月份的 379 亿美元增长到了 6 月份的 873 亿美元，对欧盟的出口在 6 月上涨 1.7% 至 233 亿美元，高于 2011 年同一时期的水平。
- 二季度美国贸易逆差好于预期，导致净出口由拖累 GDP 0.4 个百分点变为正贡献 0.1 个百分点，因此我们将二季度美国 GDP 环比增速将向上修正至 2%。房地产的持续复苏，通胀回落和非农就业增加，将有力提振消费，加上净出口的贡献改善，我们预计美国第三季度 GDP 将环比增长 2.4%。
- 另外，印度 6 月工业产值同比下滑 -1.8%，主要受到电力、食品和化工产品的生产下滑所拖累，反映了印度经济二季度下滑明显。今年二季度，印度工业产值同比下滑 -0.1%，远逊于去年同期的 6.9% 的增速，其中矿业和制造业二季度分别下滑 -1.1% 和 -0.7%。而 6 月制造业同比下滑 -3.2%。从产品类型来看，6 月份资本品产量同比大幅下滑 27.9%。22 个行业中 14 个行业的同比增速为正。昨日公布的一系列经济数据再次反映了当前印度投资疲软，需求低迷的现象。预计 8 月 31 日公布的二季度经济增速将进一步下滑。
- 关注：8 月 10 日 日本、法国 6 月工业生产

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”。

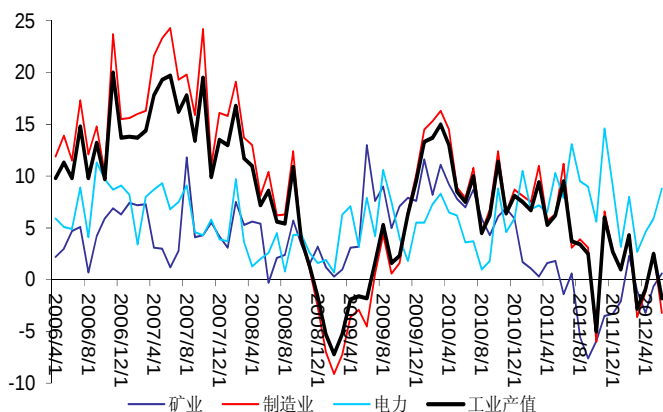
1. 今日图表：美国贸易逆差和印度工业生产

图 1.1：美国 6 月进口增速下滑幅度超过出口涨幅，贸易逆差缩小

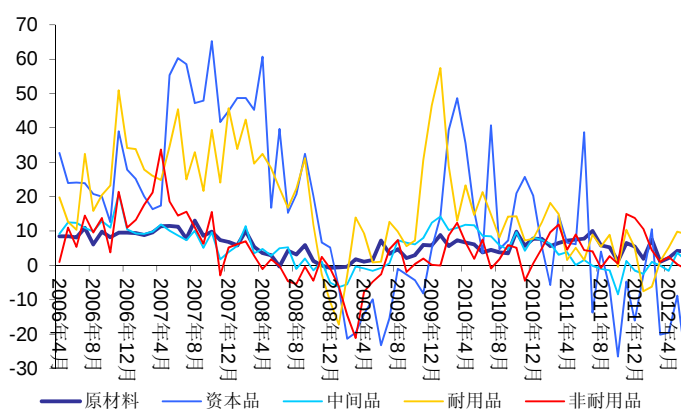


资料来源：CEIC、申万研究

图 1.2：从板块来看，印度 6 月工业生产下滑主要受制造业下滑 图 2：从产品类型来看，印度 6 月各产品下滑程度不一，其中资本品拖累，而电力和矿业反弹



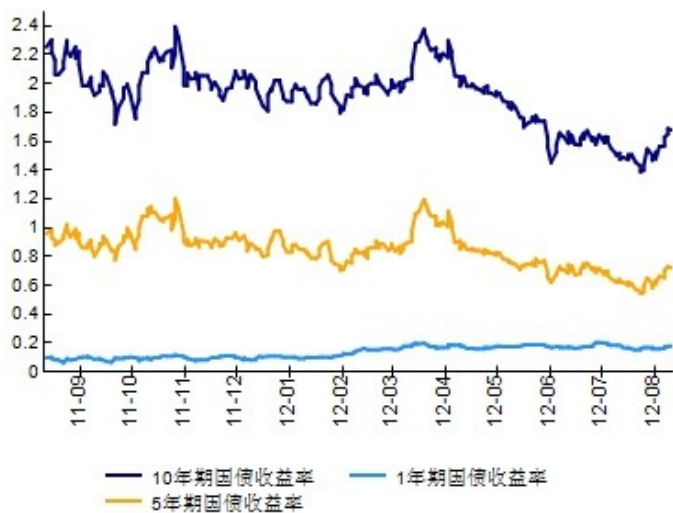
资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

2. 美国贸易逆差持续减小，美元商品小幅上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



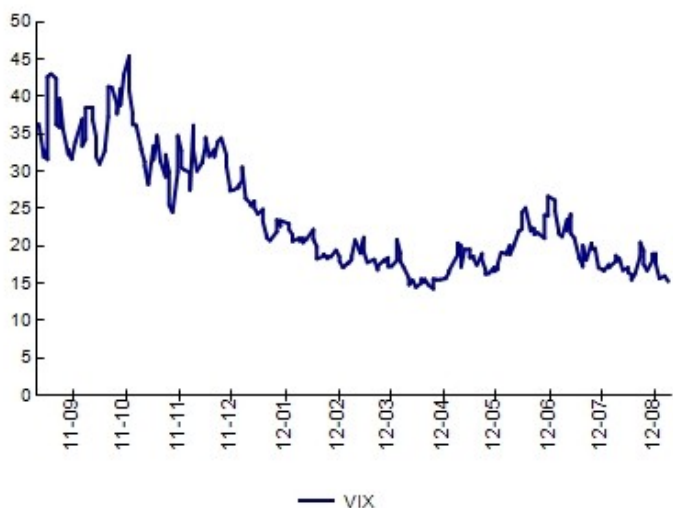
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，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 指数小幅下降，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 5 年期 CDS 小幅下降，对美国债务违约风险的担忧有所减弱。

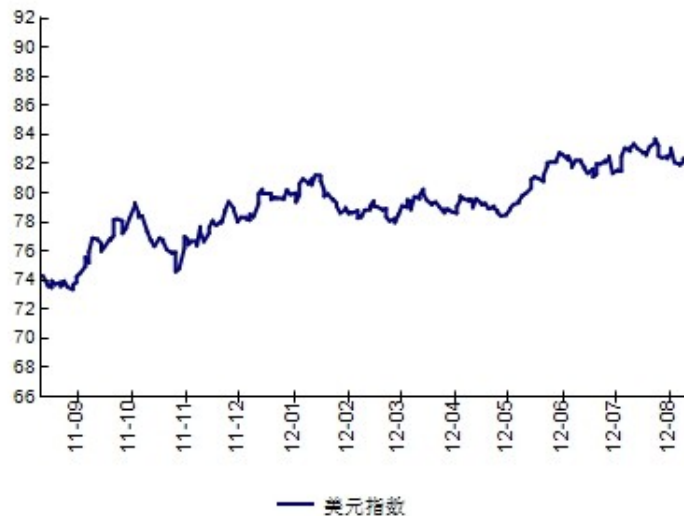


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元和欧元均上升, 美国近期贸易逆差为自 2010 年以来最低, 美元走强。图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。

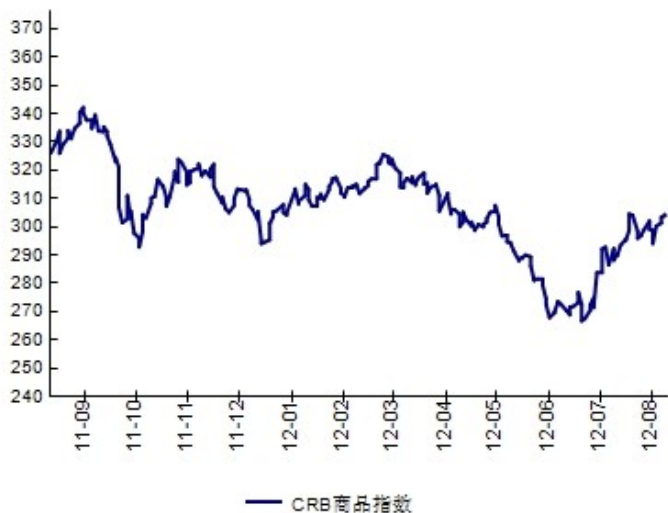


资料来源: Bloomberg, 申万研究

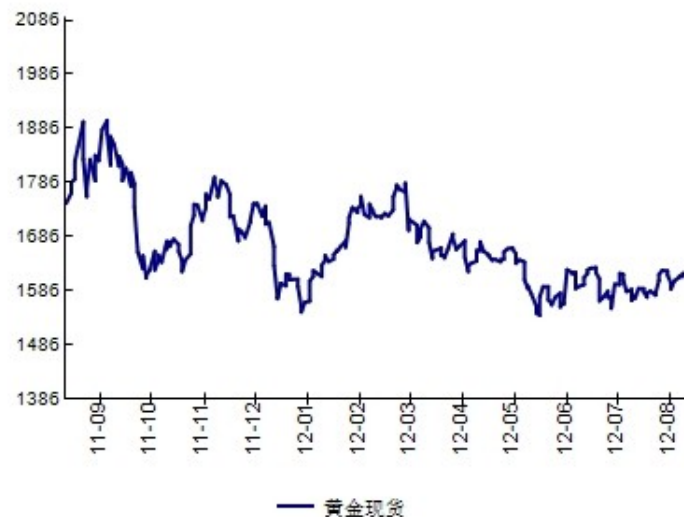


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上升, 由于原油价格上涨影响大宗商品指数。图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。

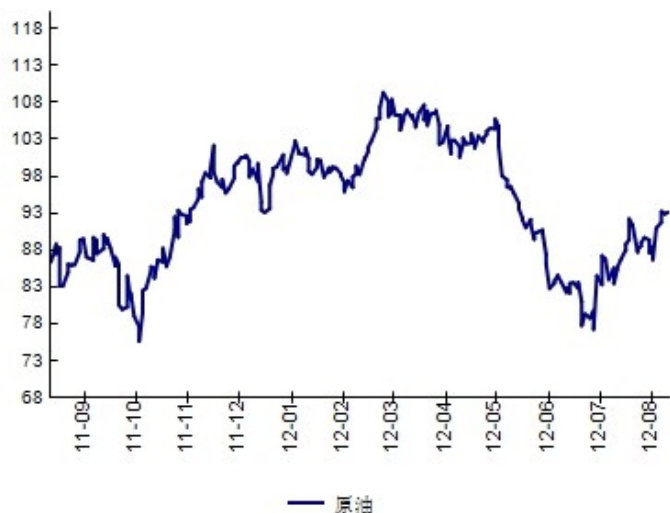


资料来源: Bloomberg, 申万研究



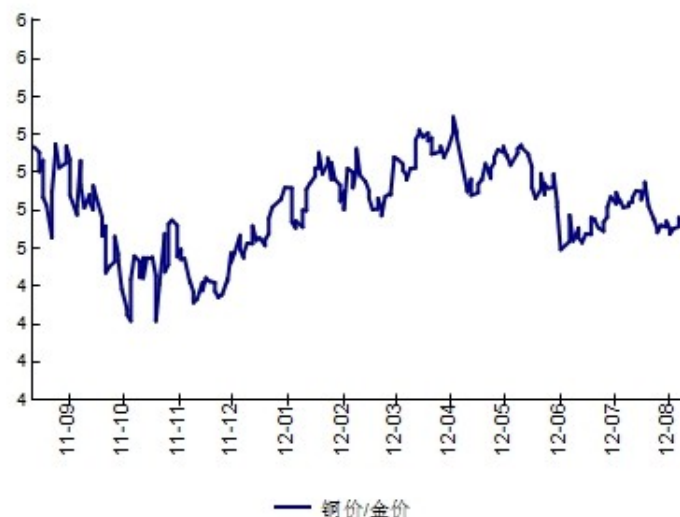
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅上涨, 由于炼油公司遇到产能瓶颈, 预期供给减弱。



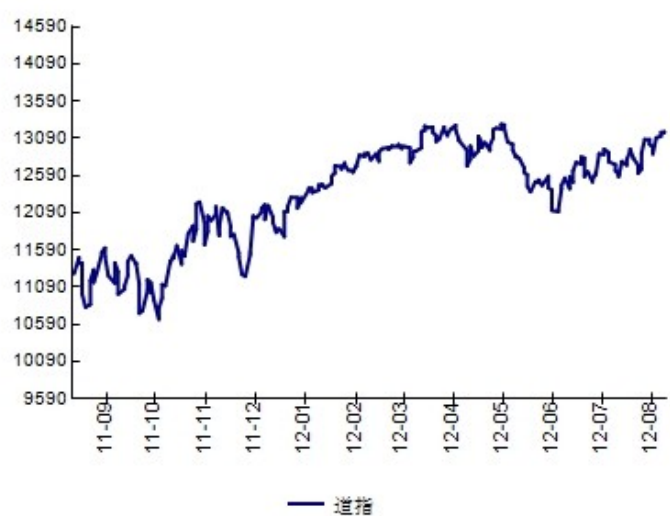
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比小幅下降, 由于美国失业率预期下降刺激了美股和大众商品市场。



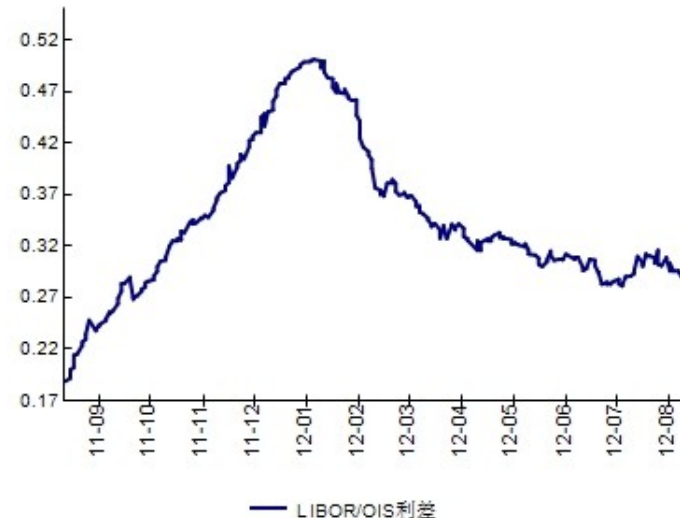
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅下跌, 由于西班牙国债仍徘徊在 7%附近, 对欧债危机担忧未退。



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

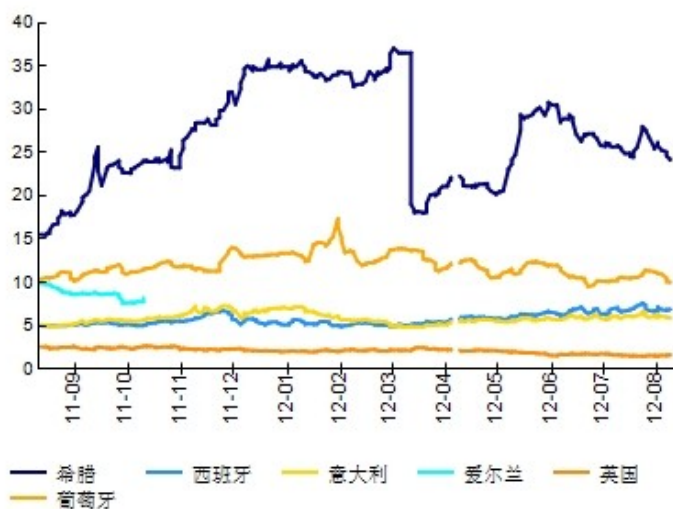
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
07/31/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	May	137.55	138.96	135.8
07/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Jul	52.5	53.7	52.9
07/31/2012 22:00	消费者信用	Jul	61.5	65.9	62
08/02/2012 02:15	FOMC 利率决策	Aug 1	0.25%	0.25%	0.25%
08/02/2012 04:05	汽车总销售量	Jul	14.00M	14.05M	14.05M
08/02/2012 04:05	国内汽车销售量	Jul	11.00M	11.00M	11.05M
08/02/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Jul	--	-44.50%	-9.40%
08/02/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Aug	--	46.4	47
08/02/2012 20:30	首次失业人数	Jul 28	370K	365K	353K
08/02/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 21	3288K	3272K	3287K
08/02/2012 21:45	ISM 纽约	Jul	--	55.2	49.7
08/02/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 29	--	-39.7	-38.5
08/02/2012 21:50	ICSC Chain Store Sales ex Drug Stores Rose 4.6% in July				
08/02/2012 22:00	工厂订单	Jun	0.50%	-0.50%	0.70%
08/02/2012 02:15	FOMC 利率决策	Aug 1	0.25%	0.25%	0.25%
08/03/2012 20:30	非农就业人数增减	Jul	100K	163K	80K
08/03/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Jul	110K	172K	84K
08/03/2012 20:30	制造业就业人数增减	Jul	10K	25K	11K
08/03/2012 20:30	失业率	Jul	8.20%	8.30%	8.20%
08/03/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Jul	0.20%	0.10%	0.30%
08/03/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Jul	1.70%	1.70%	2.00%
08/03/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Jul	34.5	34.5	34.5
08/03/2012 20:30	家庭调查就业变动	Jul	--	-195	128
08/03/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Jul	--	15.00%	14.90%
08/03/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Jul	52.1	52.6	52.1
03-04 AUG	ICSC 连锁店销售 同比	Jul	--	1.90%	0.20%
08/07/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jun	3717	3762	3642
08/08/2012 03:00	消费者信用	Jun	\$10.000B	\$6.459B	\$17.117B
08/08/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 3	--	-1.80%	0.20%
08/08/2012 20:30	非农生产力	2Q P	1.40%	1.60%	-0.90%
08/08/2012 20:30	单位劳务成本	2Q P	0.50%	1.70%	1.30%
08/09/2012 20:30	贸易余额	Jun	-\$47.5B	-\$42.9B	-\$48.7B
08/09/2012 20:30	首次失业人数	Aug 4	370K	361K	365K
08/09/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 28	3275K	3332K	3272K
08/09/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 5	--	-41.9	-39.7
08/09/2012 22:00	房贷拖欠	2Q	--	7.58%	7.40%
08/09/2012 22:00	MBA Mortgage Foreclosures	2Q	--	4.27%	4.39%
08/09/2012 22:00	批发库存	Jun	0.30%	-0.20%	0.30%

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
08/10/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Jul	0.20%	--	-2.70%
08/10/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Jul	-2.50%	--	-2.60%
08/11/2012 02:00	预算月报	Jul	-\$93.0B	--	-\$129.4B
08/14/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Jul	--	--	91.4
08/14/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Jul	0.20%	--	0.10%
08/14/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	--	0.20%
08/14/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Jul	0.50%	--	0.70%
08/14/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Jul	2.30%	--	2.60%
08/14/2012 20:30	商品零售额	Jul	0.30%	--	-0.50%
08/14/2012 20:30	除汽车外零售额	Jul	0.40%	--	-0.40%
08/14/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Jul	0.50%	--	-0.20%
08/14/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Jul	0.50%	--	-0.10%
08/14/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Aug	47	--	47
08/14/2012 22:00	营运库存	Jun	0.30%	--	0.30%
08/15/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 10	--	--	-1.80%
08/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Jul	0.20%	--	0.00%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	--	0.20%
08/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Jul	1.50%	--	1.70%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Jul	2.20%	--	2.20%
08/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Jul	229.552	--	229.478
08/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Jul	--	--	229.916
08/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Aug	7.2	--	7.39
08/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Jun	--	--	\$101.7B
08/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	Jun	--	--	\$55.0B
08/15/2012 21:15	工业产值	Jul	0.50%	--	0.40%
08/15/2012 21:15	设备使用率	Jul	79.20%	--	78.90%
08/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Jul	--	--	0.70%
08/15/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Aug	34	--	35
08/16/2012 20:30	首次失业人数	Aug 11	365K	--	361K
08/16/2012 20:30	新宅开工指数	Jul	752K	--	760K
08/16/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 4	--	--	3332K
08/16/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Jul	-0.90%	--	6.90%
08/16/2012 20:30	建筑许可	Jul	765K	--	755K
08/16/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Jul	0.70%	--	-3.70%
08/16/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 12	--	--	-41.9

3. 美国经济企稳，欧洲股市小幅上涨

图 13：除葡萄牙外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减缓。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均下跌，对经济担忧情绪有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均下降，对违约风险的担忧下降。



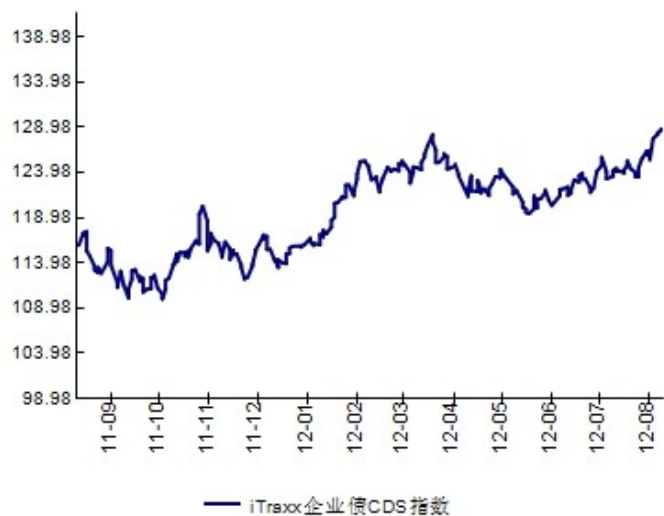
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



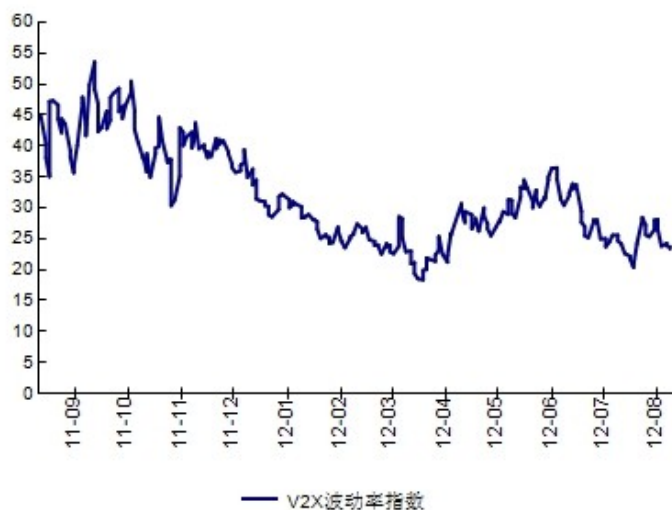
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



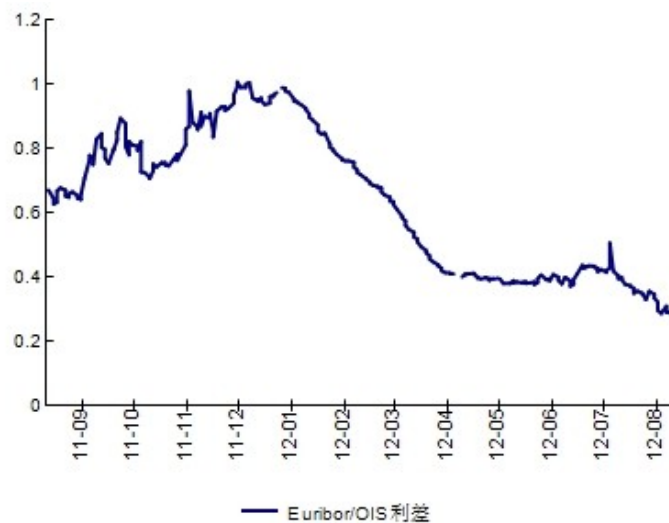
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动减弱, 股市波动风险减小。



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强。



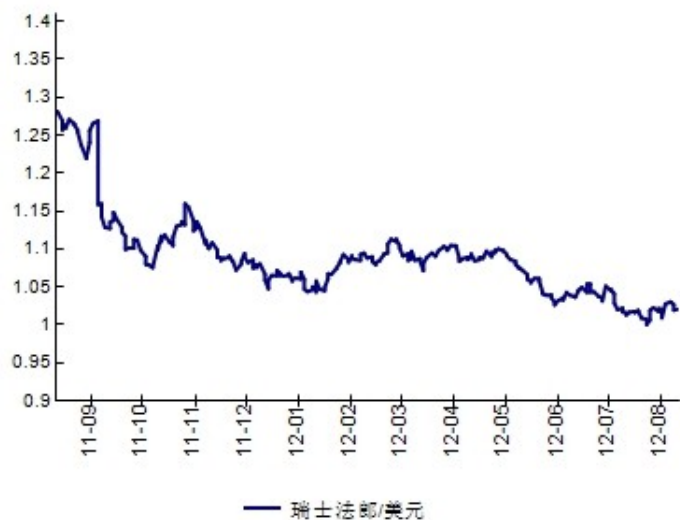
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元上涨, 由于美国经济数据好于预期。



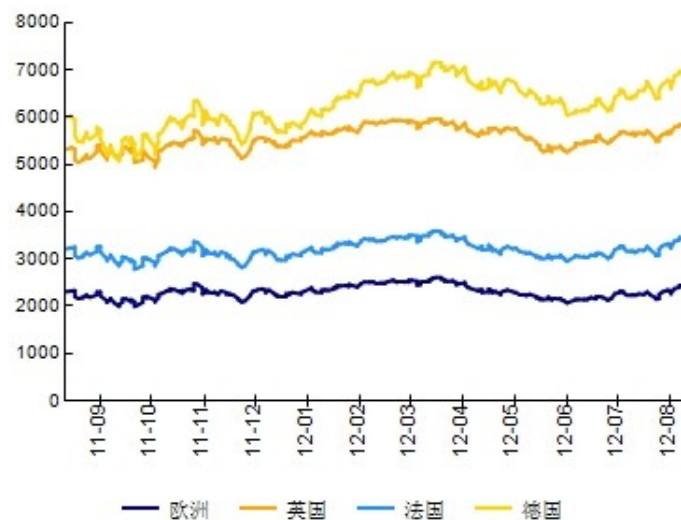
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



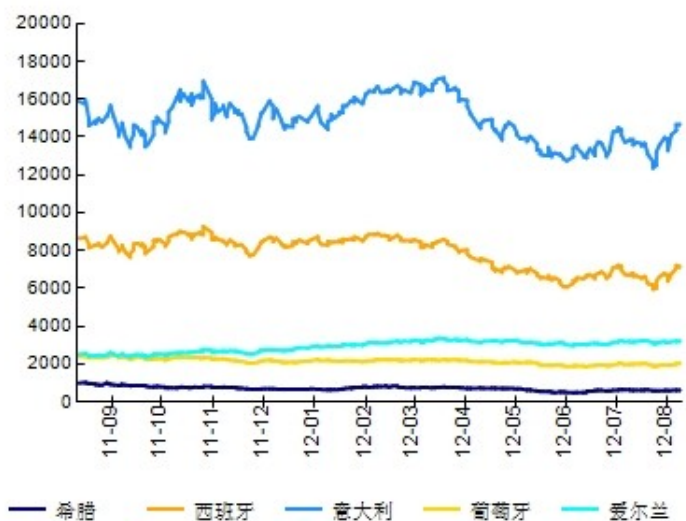
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅上涨, 由于美国首次失业人数和贸易数据好于预期。



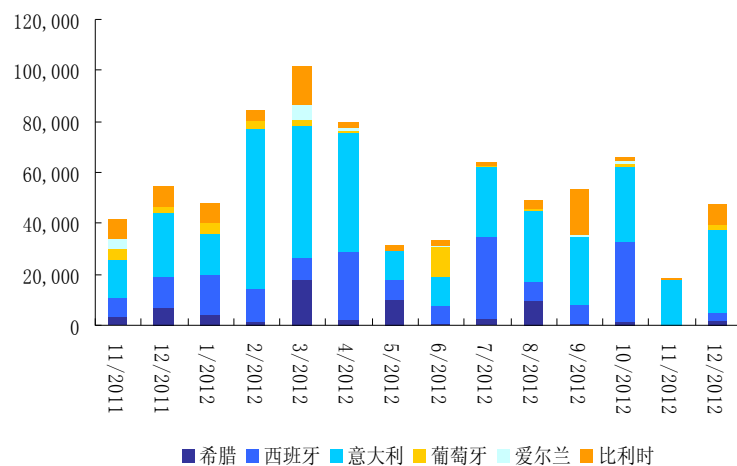
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙和希腊外, 其他欧猪五国股市均下跌, 由于西班牙国债收益率仍偏高。



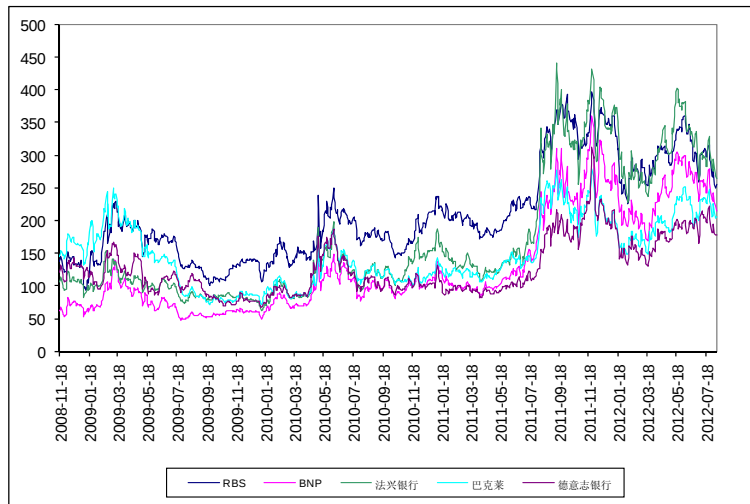
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



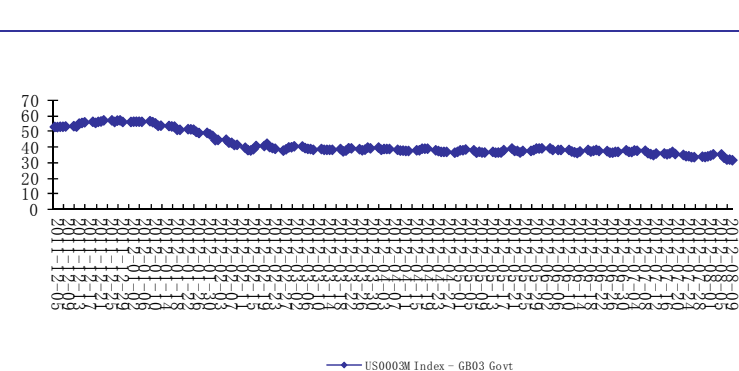
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除 RBS 和巴克莱外，其他银行 CDS 均下降，



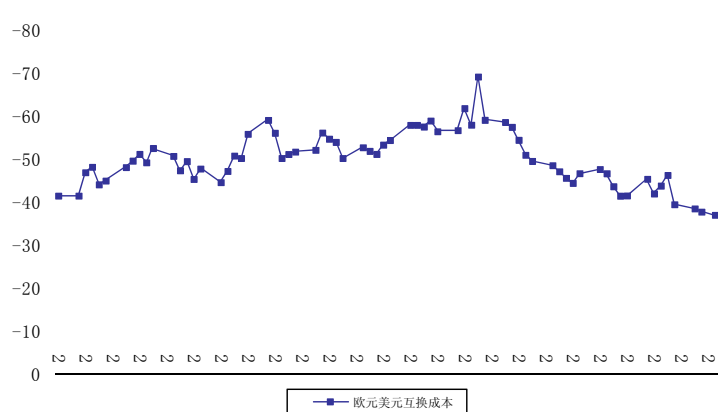
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



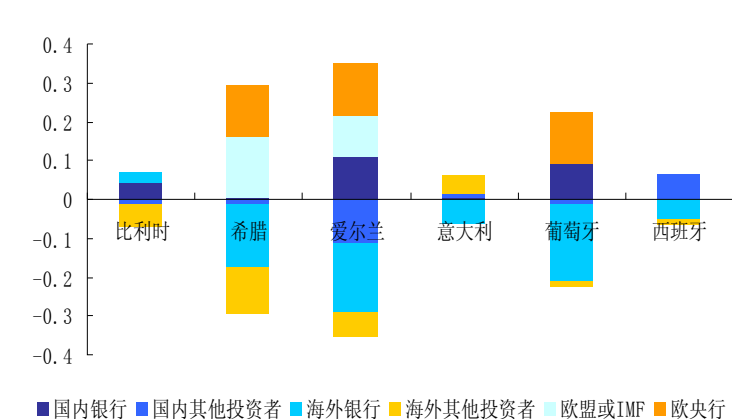
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本下降。



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 7-12 月欧元区大事日程

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2012-3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		2411.45	304.26	45.03	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30
希腊	2.53	399.15	63.19	17.60	9.18	85.03	38.97	6.43	737.92
爱尔兰	216.38	245.15	937.53	148.11	80.78	1374.85	442.24	206.90	3370.51
意大利	115.51	3338.90	1334.74		335.92	572.12	373.53	287.44	6517.63
葡萄牙	9.90	204.79	272.14	30.70	773.56	196.44	48.40	8.39	1578.09
西班牙	131.54	1152.61	1399.19	263.23		847.63	418.03	213.61	5043.43
德国	156.25	2212.49		2589.69	580.88	3278.28	2242.10	1366.16	13331.03
法国	291.54		1985.73	365.25	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30

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	12-07-24	AAA	负面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
	93-04-29	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	12-06-13	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、谢伟玉：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。