

2012 年 08 月 24 日

欧洲 VS 美国：冰火两重天

——国际金融监控 8 月 24 日

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 A0230112070027
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>

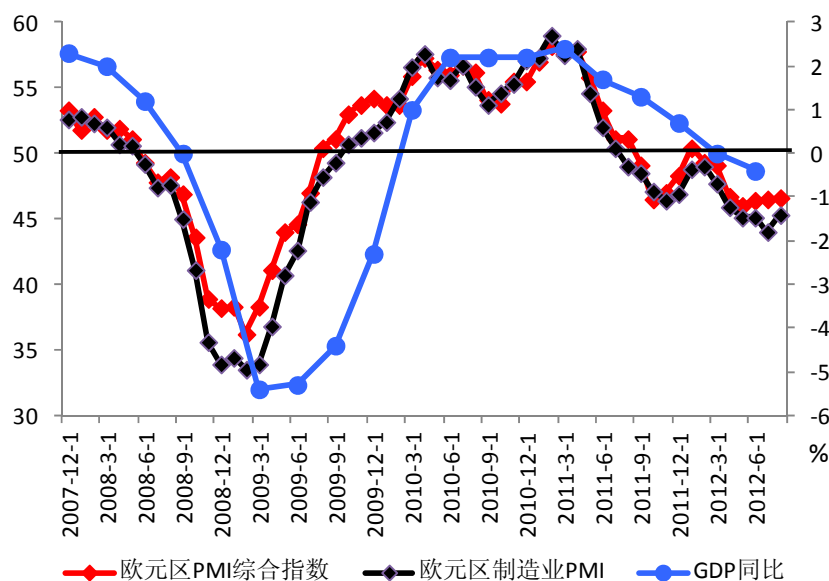
总体判断：

- 昨日，风险资产价格大都回落，避险情绪有所上升。美国上周首次失业人数上涨超预期，达 5 周来新高，显示美国就业市场复苏缓慢。而欧元区 and 中国的制造业 PMI 指数继续收缩，导致欧美股市和商品市场均下挫。
- 欧元区 8 月份 PMI 综合产出指数为 46.6，环比微弱改善 0.1，意味着经济由大幅下滑到下滑略微减速，但制造业和服务业的产出均有下滑，其中制造业萎缩更快，不过好在下滑的速度趋缓。而制造业 PMI 初值为 45.3，创 4 个月新高，但依然低于 50 这个基准水平，这也预示着 8 月份欧元区的工业生产可能依然低迷，服务业 PMI 值从 47.9 下滑到了 47.5，逆转了此前连续两个月上涨的趋势。分项来看，各项数据均不景气，产出下滑最大的拖累来自于新订单的显著下滑；新企业连续 13 个月下滑，不过 8 月下滑程度不及 7 月；而出口表现仍然低迷，新出口订单下滑速度创 10 个月新低；劳动力市场也受到拖累，雇员人数今年一直呈下降趋势。8 月份 PMI 指数印证了我们之前看空欧洲的观点，继欧元区 GDP 二季度同比下跌 -0.4%，我们预计第三季度将加速下滑 -0.7%，制造业疲软构成较大拖累。
- 德国 8 月综合产出指数从 47.5 小幅下降到 47，创 38 个月新低，说明德国经济整体上仍处于下滑趋势。8 月份制造业 PMI 初值为 45.1，创 3 个月新高；服务业 PMI 初值为 48.3，低于预期，为今年最低。服务业下滑抵消了制造业上升带来的积极因素，德国的 PMI 预示着德国经济作为欧洲火车头已经陷入衰退。分项来看，新企业和新订单均加速下滑，主要受到需求拖累影响；工作。制造业出口预期在第三季度仍将下滑，德国经济在第三季度将面临巨大压力。
- 法国 8 月份 PMI 综合指数从上月的 48 上涨到 48.9，出现明显反弹。8 月服务业 PMI 初值为 50.2，创 7 个月新高，高于 7 月份的 50。制造业 PMI 初值为 46.2，创 4 个月新高，7 月份为 43.4。分项来看，新订单继续萎缩但幅度是 5 月中最小的，私营部门下滑速度也减弱，就业下滑幅度和 7 月持平，这说明法国制造业 PMI 已呈现筑底企稳的迹象。鉴于制造业仍处于萎缩区间，我们仍然预计，法国经济继二季度陷入停滞，预期三季度轻度下滑。
- 美国 8 月制造业 PMI 初值为 51.9，高于上月的 51.4，说明美国制造业呈加速扩张之势。分项来看，产出由上月的 51.7 上涨到 8 月份的 52.4，就业指数从 52.7 小幅下降至 52.5；最值得注意的是，新订单由上月的 51 上涨到 8 月份的 52.6，新订单的加速上升增加预示着美国第三季度的制造业将继续回暖，带动经济回升。
- 整体来看，欧美表现分化，符合我们看好美日、看空欧洲和新兴市场的观点。欧洲经济仍处于加速下滑的阶段，尽管综合 PMI 轻微上升 0.1，但制造业和服务业均处于较深的萎缩；而美国呈现加速扩张之势，三季度经济复苏势头良好，表现良好的经济数据很可能让美联储在 9 月的议息会议上暂缓 QE3。
- 本周关注：8 月 24 日 美国 7 月耐用品订单

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”。

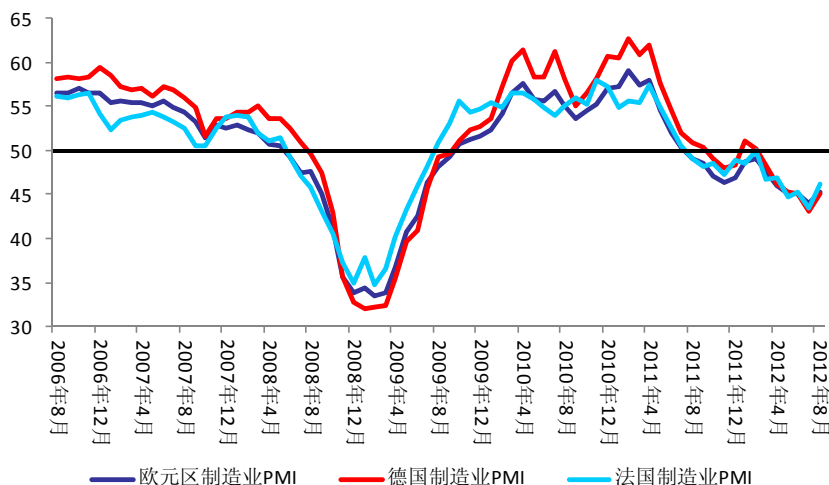
1. 欧洲VS美国：冰火两重天

图 1.1：欧元区 PMI 略有回升，但仍处于深度萎缩区域，经济恐将继续下滑



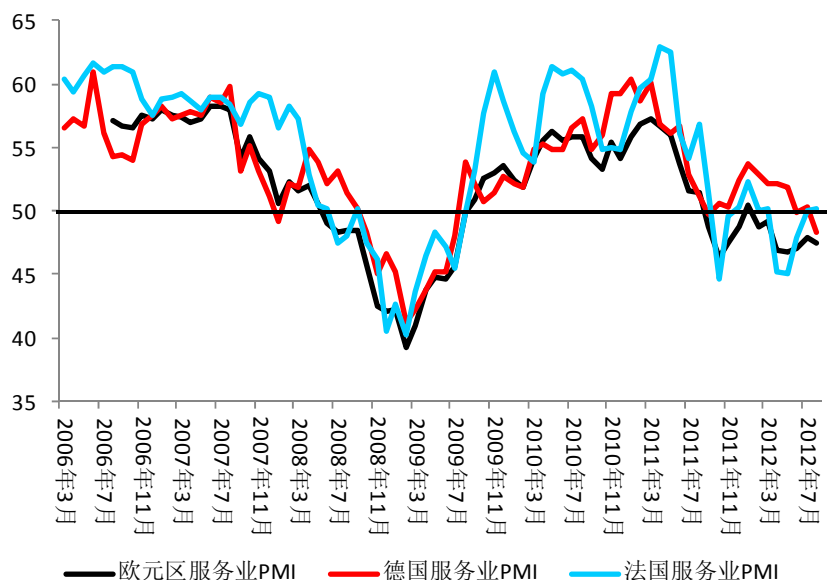
资料来源：Markit, 申万研究

图 1.2：欧元区制造业 PMI 均出现反弹，法国最明显



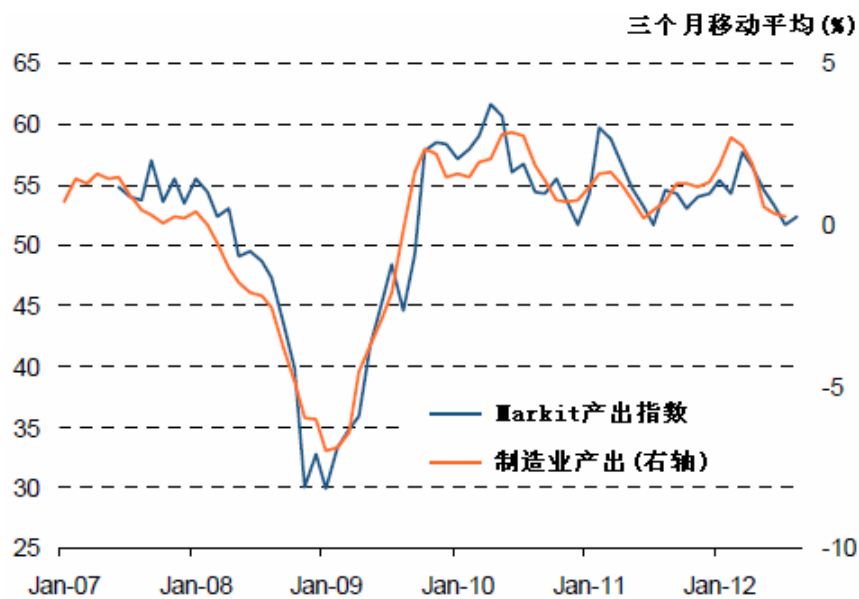
资料来源：Markit, 申万研究

图 1.3：欧元区服务业 PMI 滞后于制造业 PMI，开始下滑，德国下滑最大



资料来源: Markit, 申万研究

图 1.4: 美国 Markit PMI 回升预示制造业回暖有望拉动三季度经济增长



资料来源: Markit, 申万研究

2. 美国上周首次失业人数创新高显示就业复苏缓慢，美股商品回落

图2：美国10年期国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。

图1：美国国债收益率下降，对经济形势担忧有所增加。



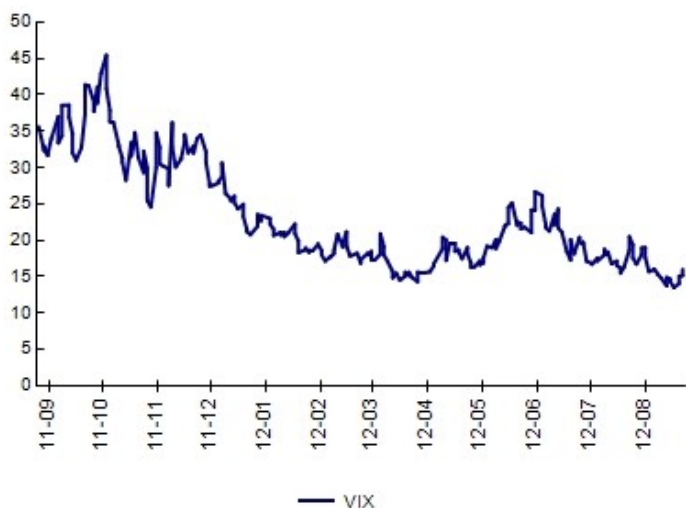
资料来源：Bloomberg，申万研究



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。

图4：美国CDS皆小幅下降，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



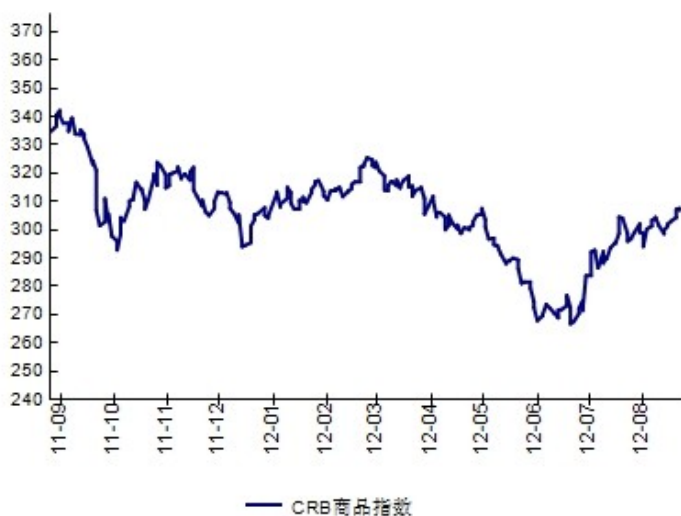
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元继续下降，由于美国上周首次失业人数上升超预期，创 5 周来新高。



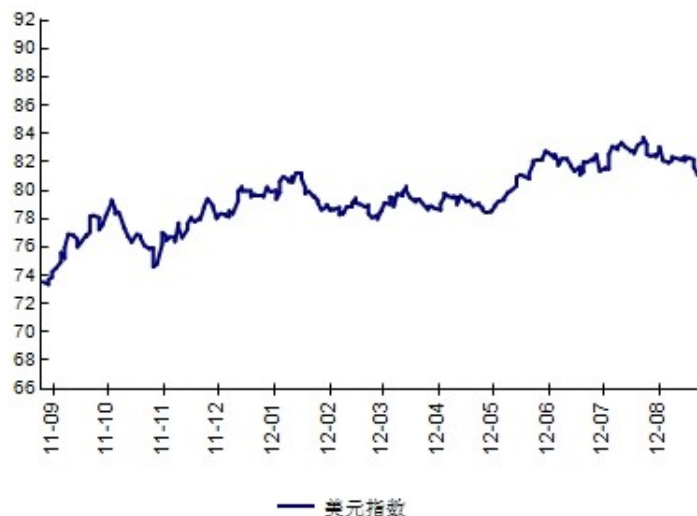
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格回落，由于美国就业复苏缓慢且中国、欧元区的制造业指数继续收缩导致能源等价格下挫。



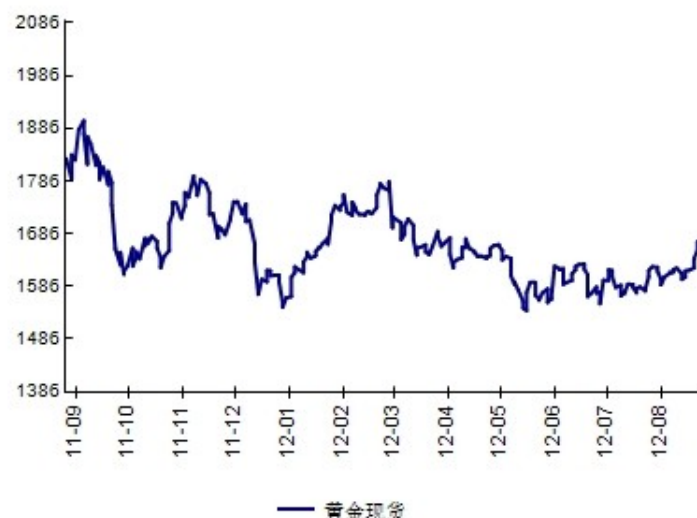
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅下滑，由于美联储纪要暗示不排除未来推出宽松政策，对其避险需求缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅上涨，由于制造业和就业数据不理想导致对央行推刺激政策预期加大，对其避险需求有所增加。



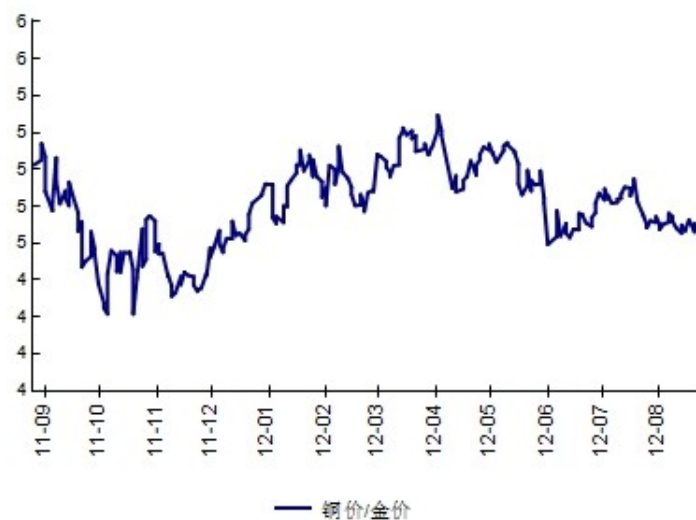
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，由于美国上周首次失业人数增长创 5 周新高。



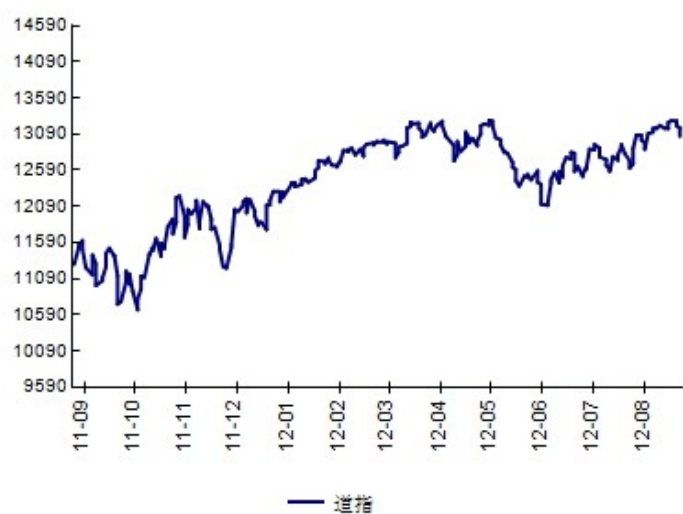
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上升，由于预期美国和中国将来会进一步推进刺激政策导致铜价回升。



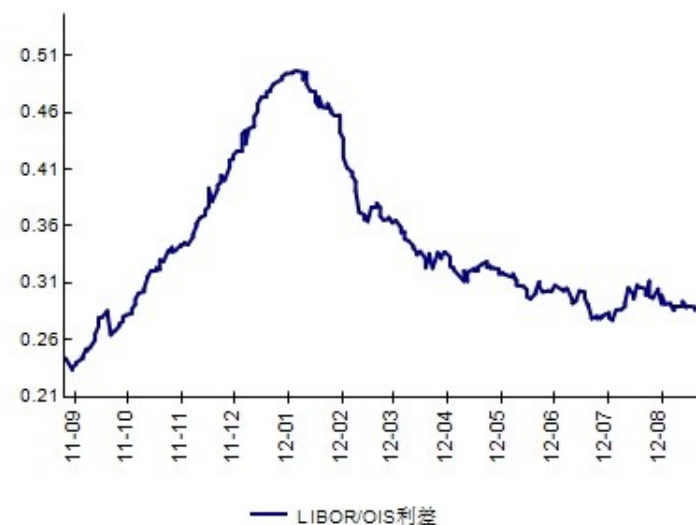
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下挫，由于美国上周首次失业人数增长超预期。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差与昨日持平。



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
08/14/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Aug	46.9	45.6	47
08/14/2012 22:00	营运库存	Jun	0.20%	0.10%	0.30%
08/15/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 10	--	-4.50%	-1.80%
08/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Jul	0.20%	0.00%	0.00%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Jul	0.20%	0.10%	0.20%
08/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Jul	1.60%	1.40%	1.70%
08/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Jul	2.20%	2.10%	2.20%
08/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Jul	229.505	229.104	229.478
08/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Jul	--	230.124	229.916
08/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Aug	7	-5.85	7.39
08/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Jun	--	\$16.7B	\$101.7B
08/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	Jun	\$40.0B	\$9.3B	\$55.0B
08/15/2012 21:15	工业产值	Jul	0.50%	0.60%	0.40%
08/15/2012 21:15	设备使用率	Jul	79.20%	79.30%	78.90%
08/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Jul	0.50%	0.50%	0.70%
08/15/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Aug	35	37	35
08/16/2012 20:30	首次失业人数	Aug 11	365K	366K	361K
08/16/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 4	3300K	3305K	3332K
08/16/2012 20:30	新宅开工指数	Jul	756K	746K	760K
08/16/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Jul	-0.50%	-1.10%	6.90%
08/16/2012 20:30	建筑许可	Jul	769K	812K	755K
08/16/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Jul	1.20%	6.80%	-3.70%
08/16/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 12	--	-44.4	-41.9
08/16/2012 21:45	彭博经济预期	Aug	--	-22	-11
08/16/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Aug	-5	-7.1	-12.9
08/17/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug P	72.2	73.6	72.3
08/17/2012 22:00	领先指标	Jul	0.20%	0.40%	-0.30%
08/20/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	Jul	-0.05	-0.13	-0.15
08/22/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 17	--	-7.40%	-4.50%
08/22/2012 22:00	现房销售	Jul	4.51M	4.47M	4.37M
08/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Jul	3.20%	2.30%	-5.40%
08/23/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
08/23/2012 20:30	首次失业人数	Aug 18	365K	372K	366K
08/23/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 11	3300K	3317K	3305K
08/23/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Aug	51.5	51.9	51.4
08/23/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 19	--	-47.4	-44.4
08/23/2012 22:00	新建住宅销售	Jul	365K	372K	350K
08/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jul	4.30%	3.60%	-8.40%
08/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	Jun	0.60%	0.70%	0.80%
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	2.60%	1.80%	0.60%

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
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.50%	--	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	Jul	0.50%	--	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	-0.20%	--	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	-0.10%	--	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Aug	-7	--	-13.2
08/28/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Jun	0.30%	--	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.30%	--	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	--	--	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	--	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	--	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	65.5	--	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-12	--	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	--	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	--	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.60%	--	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	--	1.60%
08/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q S	1.80%	--	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	--	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	9.90%	--	8.40%
08/30/2012 02:00	联储黄皮书				
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	--	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	--	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	--	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	Jul	1.50%	--	1.50%
08/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jul	0.10%	--	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Jul	1.70%	--	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	--	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	--	--	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	--	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	--	--	5
30-31 AUG	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.5	--	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	--	73.6

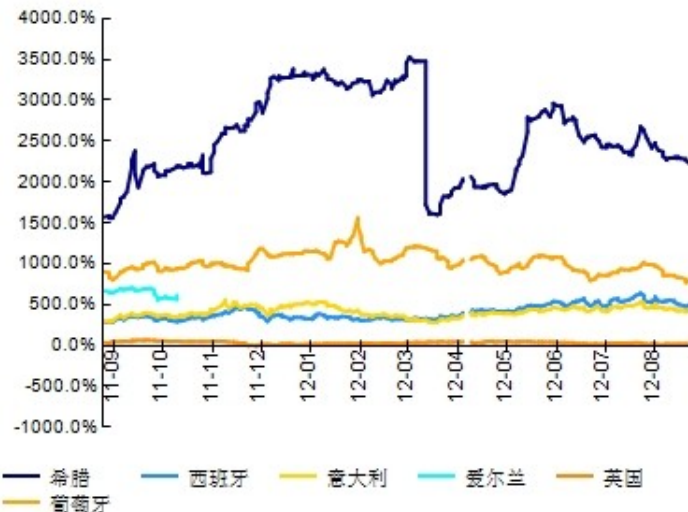
3. 欧元区和中国制造业PMI继续收缩，欧股下跌

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 14：各国国债利差均下降，由于德国国债收益率下滑明显，对其需求减少。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨。



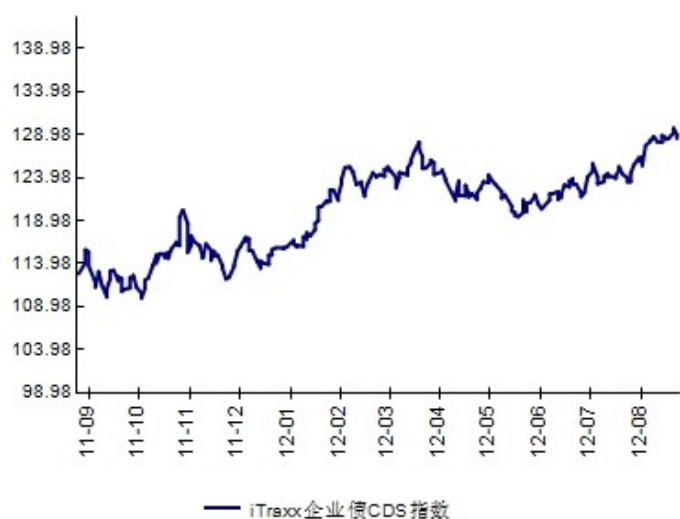
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 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 下降, 对企业违约风险情绪减缓。



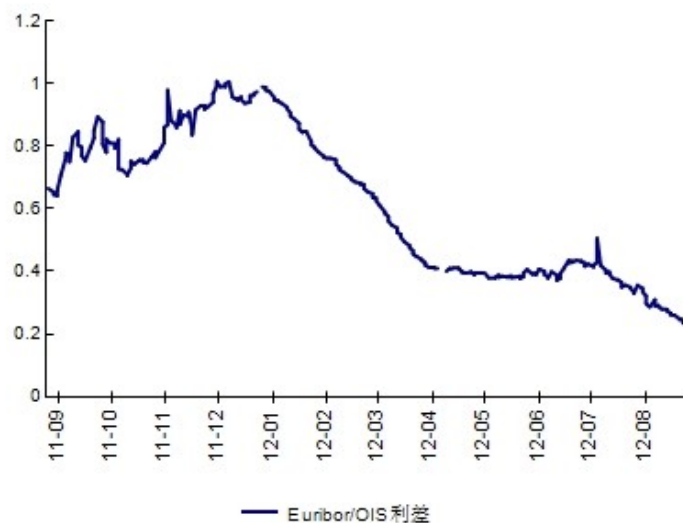
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下滑, 股市波动风险减轻。



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弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上涨, 由于预期本周举行的欧盟领导人会议将就债务危机取得进展。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上升, 对美元的避险需求有所缓和。

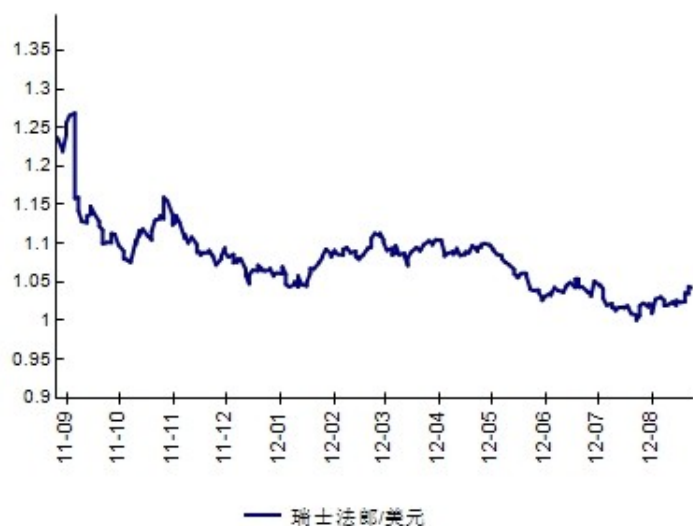
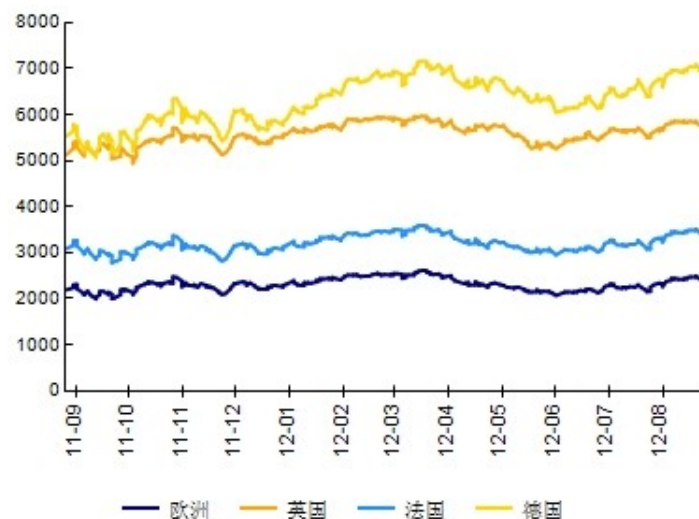


图 22: 除英国外, 其他欧洲股市均小幅下跌, 由于欧元区和中国制造业数据仍然收缩。



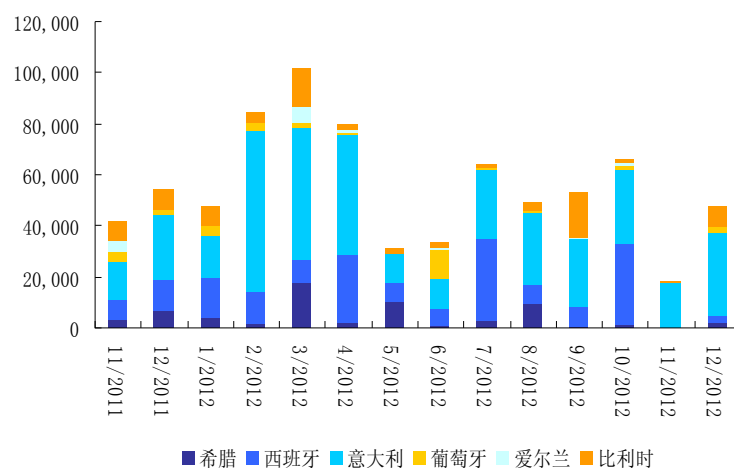
资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下挫, 由于德国财长预计希腊需要更长时间减赤。



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

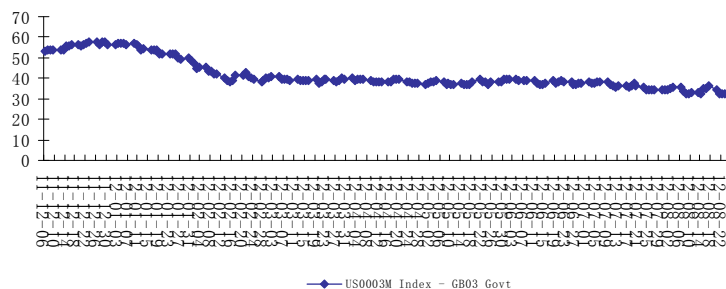
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上涨。



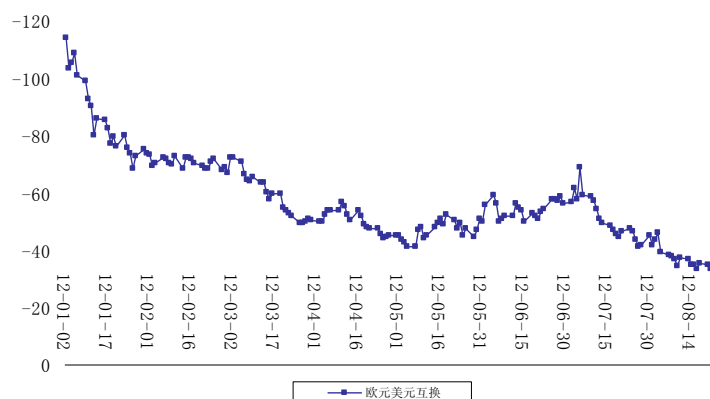
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 上涨，资金趋松。



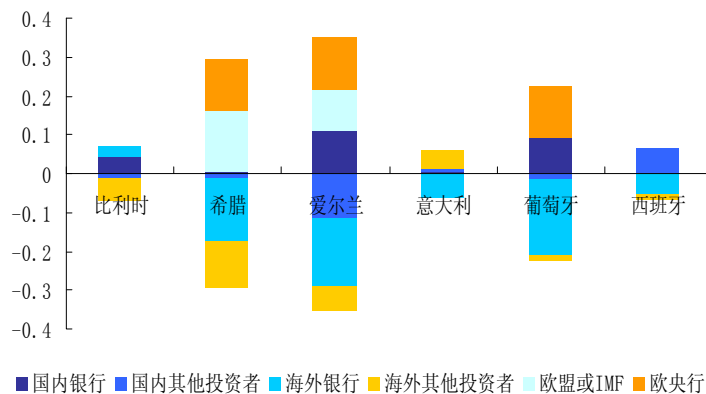
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本上涨。



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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。