

2012 年 09 月 03 日

伯南克强调宽松, 9 月推出 QE3 概率上升

——杰克逊霍尔会议点评

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:

- 上周五, 风险资产价格大都上涨, 主要受到 QE3 预期升温的影响。美国 8 月密歇根消费者信心指数好于预期, 而 7 月的工厂订单增速创 1 年来新高, 推动商品和美股价格上涨。欧股受伯南克讲话提振, 遮盖了欧盟失业率未见好转的阴影。
- 8 月 30 日-9 月 1 日, 在杰克逊霍尔举行的 2012 经济政策专题讨论会上, 全球央行行长等政策者和学界共同讨论“变化的政策图景”这一主题。伯南克做开场演讲, 主题为“危机至今的货币政策”, 并未直接暗示 QE3, 而是强调了宽松的政策基调、非常规货币政策的有效性和额外刺激的必要性, 基本符合我们对这次会议的前瞻。
- 伯南克先回顾历史, 主要为 2007 年至今的货币政策辩护, 也指出一些潜在成本。他认为两轮量化宽松政策是有效的, 体现在:
 - 1、研究表明, 前两轮QE分别降低10年期国债收益率40-110个基点和15-45个基点, 合计约降低80-120个基点。不过, 这也反映了印钱注入流动性的边际效用递减。
 - 2、两轮量化宽松, 使公司债和 MBS 的收益率也显著降低, 刺激股票价格, 降低经济层面的贴现率从而改善经济, “可能将产出提升了近 3%、增加了超过 200 万私人部门就业岗位”。这亦是祸福相依, 容易造成资产价格泡沫和“货币幻觉”。
- 伯南克重点分析了各种非传统货币政策的成本收益。对比以上收益, 成本也是显而易见, 包括: (1) 可能损害证券市场的运作、(2) 公众对于美联储如何顺利退出宽松政策存在顾虑; (3) 对金融稳定性造成风险, 因为由于低利率促使投资者追逐风险更高的资产; (4) 如果收益率超预期大涨, 美联储将承担巨大的经济损失。伯南克认为, 在成本可控的前提下, 如有必要, 例如经济前景恶化, 美联储更会考虑额外宽松。
- 最后, 伯南克以对目前经济形势的判断收尾, 指出, 房地产市场复苏缓慢, 政府财政状况堪忧, 金融市场承压 (尤其是欧债危机的影响)。伯南克的演讲在鸽派的基调中结束。伯南克强调: “我们不能忽视国家所面临的严峻的经济挑战。”他还表示, “严重关注”疲软的劳动力市场, 以及持续高失业率对经济造成的潜在结构性破坏。“考虑到政策工具的不确定性和限制, 如果有必要, 美联储将提供额外的政策宽松, 以促进经济更强劲复苏, 维持劳工市场持续改善。”
- 这次讲话的基调是积极的, 试图运用客观的口吻来阐述非常规货币政策的利弊, 从而为 9 月 13 日议息会议推出 QE3 埋下伏笔。目前, 一方面认为 QE3 不会推出的论据在于: (1) 8 月至今公布的经济数据大多好转, 尽管没有达到彻底和可持续的复苏, 但至少在朝好的方向走, (2) 正在实施的扭转操作 (OT2.5), 虽然对经济成效尚不明显, 但或多或少对缓解金融市场紧张情绪、拉动经济复苏有一定作用, 至少降低了 QE3 的必要性。而另一方面, 支持 QE3 的观点在于: (1) 经济前景仍在恶化, 因财政悬崖和欧债传染问题悬而未决; (2) OT2.5 效果非常有限, 恐难以支撑就业和经济的持续复苏。
- 从决策者表态来看, 伯南克一直强调量化宽松的必要性, 其他联储成员也大多呼吁 QE 乃至开放式 QE; 从决策机制来看, 美联储是否推出 QE, 主要取决于对未来美国通胀和失业率的预期, 在目前通胀大幅下行、失业率居高不下的基准判断下, 而且, 我们预计 8 月非农就业预计为 10 万人左右, 低于 7 月的 16.3 万人, 这使得 QE3 成为一个必要的选择。因此, 下半年推出 QE3 的概率升至 60%, 最有可能推出 QE 的时点, 即在今年 9 月 13 日的美联储议息会议上。
- 本周关注: 9 月 6 日 欧央行议息会议

1. 欧元区失业率持平于新高，通胀压力温和

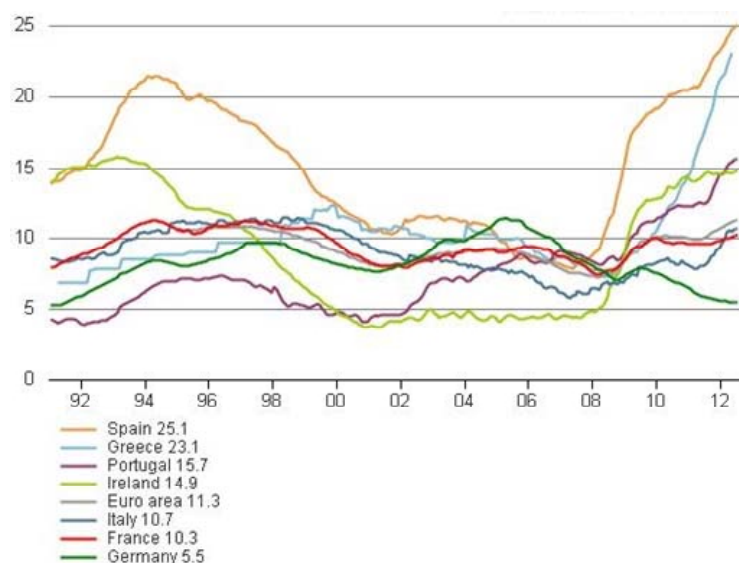
欧元区7月失业率为上月持平于历史高位，达11.3%，远高于去年同期的10.1%，主要是6月失业率也被上调0.1个点。而欧盟7月失业率也与上月一样，保持在10.4%。

从各成员国的失业率数据来看，整体偏高，而且由于各国经济实力不同而有所分化，其中西班牙和希腊的失业人数居前列，分别是25.1%和23.1%（5月数据），而经济相对较好的奥地利失业率仅为4.5%。

从年龄上来看，欧元区7月25岁以下的青年失业率达22.6%，而欧盟该数据为22.5%，较之去年同期均略有上升。其中希腊和西班牙的青年失业率高达53.8%（5月数据）和52.9%。尽管青年失业数据中包含了部分全日制在校学生的数量，但是两国的就业形势仍然严峻，为经济衰退放缓造成阻碍，可能继续为社会稳定带来威胁。

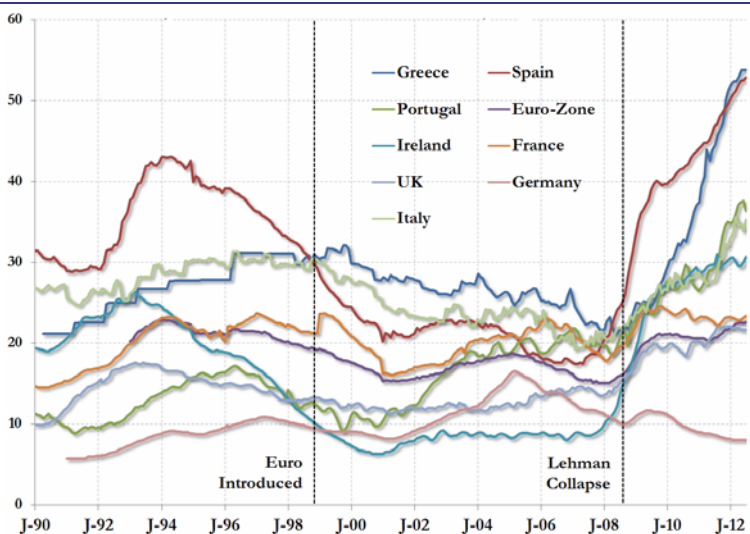
另外，欧元区通胀升至四个月高点，8月初值同比升2.6%，高于预期的2.5%和7月的2.4%，主要受到大宗商品反弹和间接税的影响。不过，欧元区的通胀压力仍不大，之前三个月下滑的趋势未有根本性改变，主要是需求萎缩限制价格反弹。

图 1：欧洲区失业率屡创新高，各国就业问题堪忧



资料来源：汤森路透，申万研究

图 2：欧元区青年人失业率更是高得惊人，埋下社会不安定因素



资料来源：汤森路透，申万研究

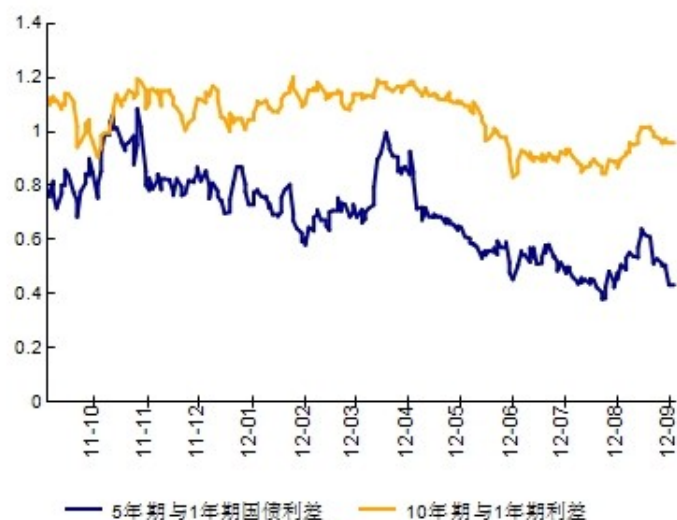
2. 美国7月工厂订单创1年新高，美股商品齐升

图 1：美国国债收益率下降，对经济形势担忧有所增加。



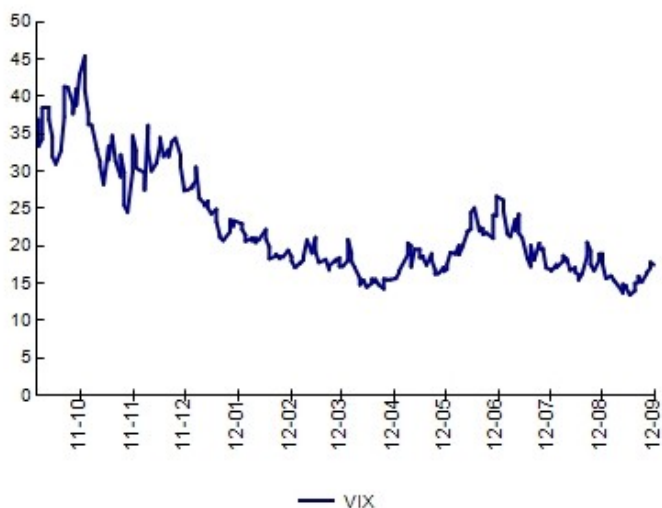
资料来源：Bloomberg，申万研究

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



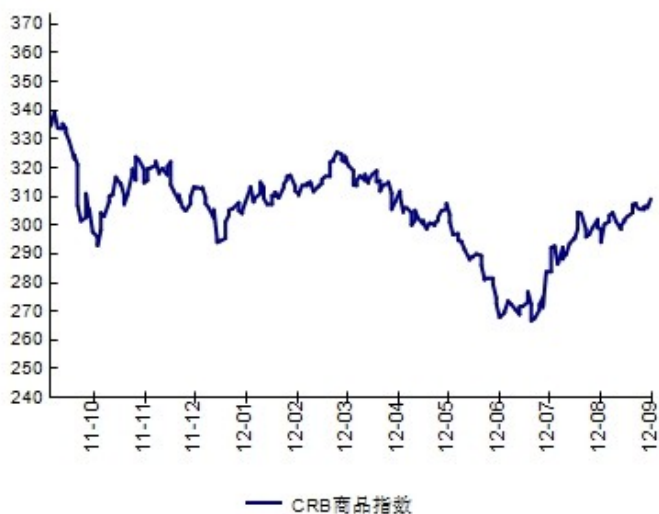
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元下挫, 由于预期制造业和就业数据或反复, 市场对美联储宽松预计仍然存在。



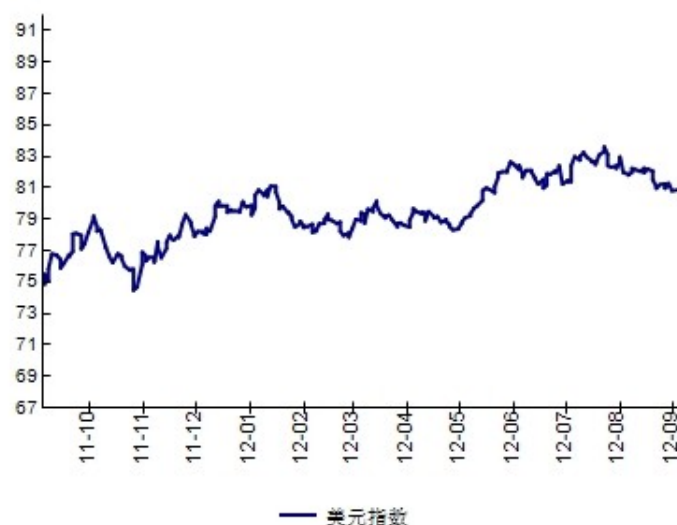
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于 8 月消费者信心和工厂订单数据超预期, 利好能源和金属价格。



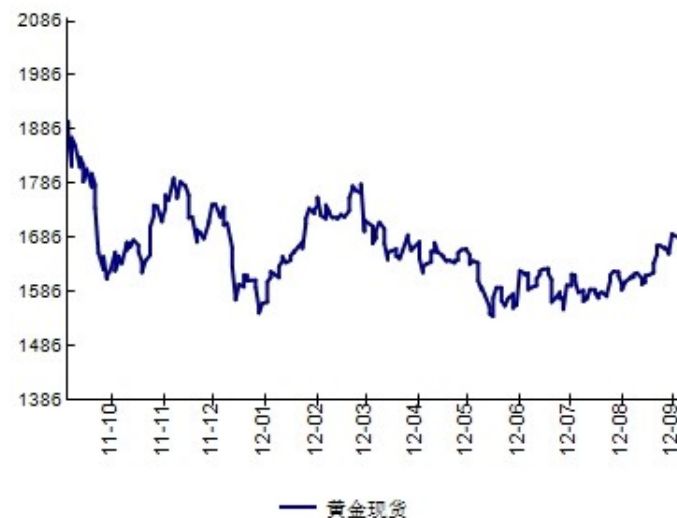
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下滑, 由于伯南克讲话称不排除额外宽松可能, 对其避险需求减轻。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格大幅上涨, 由于预期中国央行和美联储会在适当时机推宽松政策, 对其避险需求有所增加。



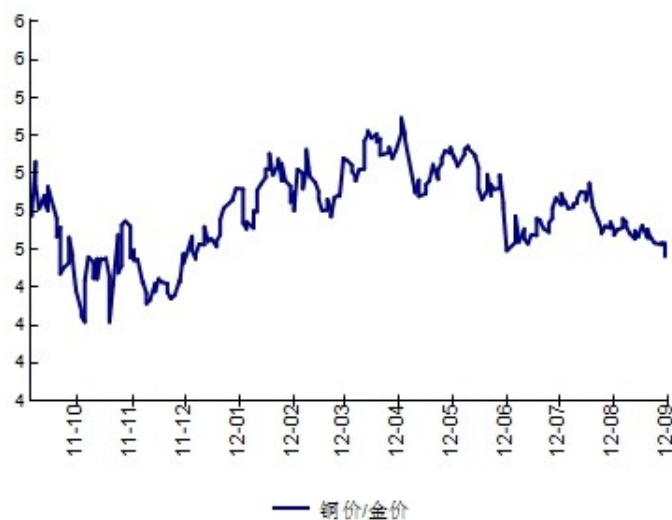
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格小幅上扬，由于美国 8 月消费者信心高于预期。



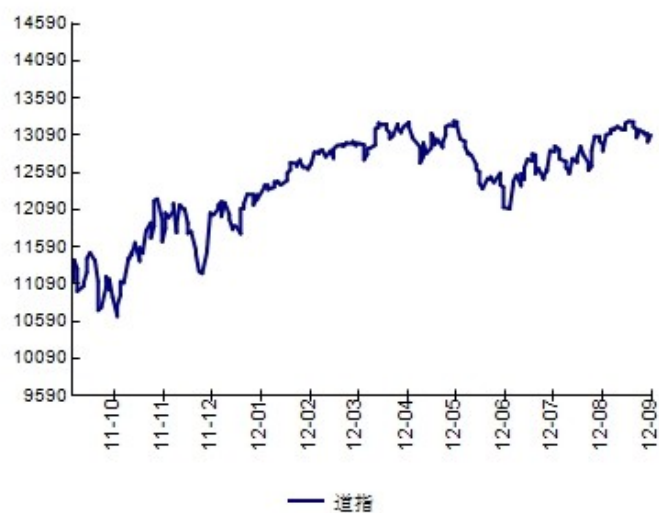
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，尽管受美国工厂订单数据利好铜价，但是黄金偏好高于基本金属。



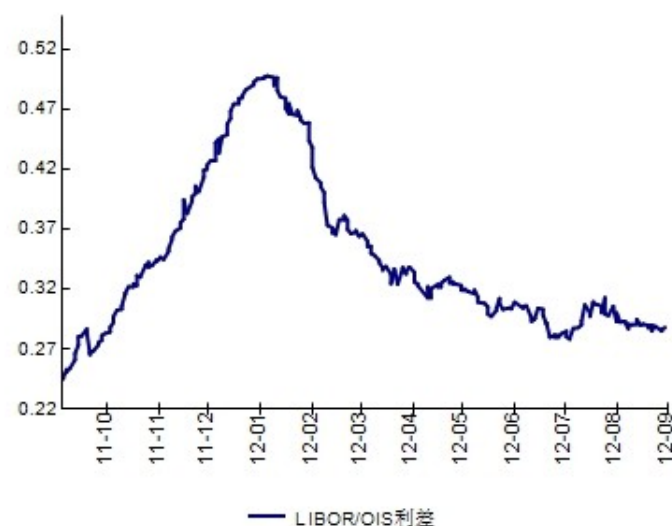
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于 7 月工厂订单环比增速创 1 年来新高，且 8 月消费者信心好于预期。



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
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	2.60%	1.80%	0.60%
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.50%	4.20%	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	Jul	0.50%	-0.40%	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	-0.20%	-3.40%	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	-0.10%	0.00%	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Aug	-6.5	-1.6	-13.2
08/28/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Jun	0.45%	0.94%	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.05%	0.50%	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	--	1.22%	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	142.21	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	132.54	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	66	60.6	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-10	-9	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	-4.30%	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.50%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	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%	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	2.40%	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	11.10%	15.00%	8.40%
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	0.30%	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	0.40%	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	Jul	1.40%	1.30%	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%	0.00%	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Jul	1.70%	1.60%	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	374K	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	3307K	3316K	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	-47.3	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	3	8	5
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.2	53	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	74.3	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	2.80%	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	49	42.9	46.7

本周将公布的经济数据

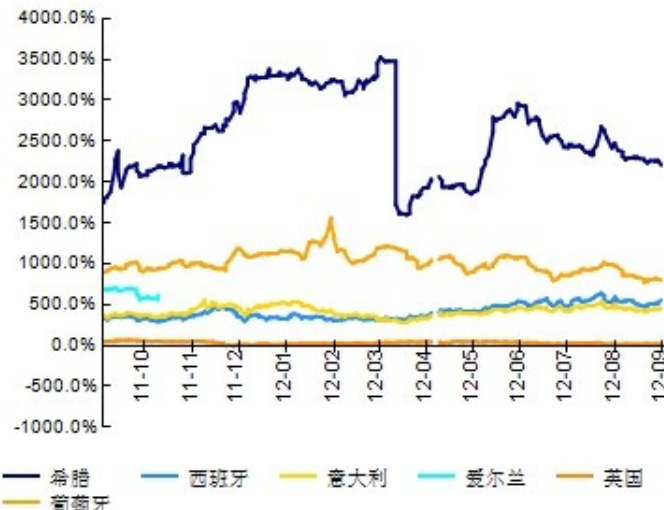
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	51.9	--	--
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	--	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	46	--	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.40%	--	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.20M	--	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.05M	--	11.00M
09/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 31	--	--	-4.30%
09/05/2012 20:30	非农生产力	2Q F	1.80%	--	1.60%
09/05/2012 20:30	单位劳务成本	2Q F	1.40%	--	1.70%
09/05/2012 21:45	ISM 纽约	Aug	--	--	55.2
09/06/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Aug	--	--	-44.50%
09/06/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	--	46.4
09/06/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	145K	--	163K
09/06/2012 20:30	首次失业人数	Sep 1	370K	--	374K
09/06/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 25	3315K	--	3316K
09/06/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 2	--	--	-47.3
09/06/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Aug	52.5	--	52.6
06-07 SEP	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
09/07/2012 20:30	非农就业人数增减	Aug	125K	--	163K
09/07/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Aug	140K	--	172K
09/07/2012 20:30	制造业就业人数增减	Aug	10K	--	25K
09/07/2012 20:30	失业率	Aug	8.30%	--	8.30%
09/07/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Aug	0.20%	--	0.10%
09/07/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Aug	1.80%	--	1.70%
09/07/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Aug	34.5	--	34.5
09/07/2012 20:30	家庭调查就业变动	Aug	--	--	-195
09/07/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Aug	--	--	15.00%
09/11/2012 03:00	消费者信用	Jul	\$9.250B	--	\$6.459B
09/11/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Aug	--	--	91.2
09/11/2012 20:30	贸易余额	Jul	-\$44.3B	--	-\$42.9B
09/11/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Sep	--	--	45.6
09/11/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jul	--	--	3762
09/12/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 7	--	--	--
09/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Aug	1.20%	--	-0.60%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Aug	--	--	-3.20%
09/12/2012 22:00	批发库存	Jul	0.30%	--	-0.20%
09/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Aug	1.00%	--	0.30%

3. 伯南克讲话表示不排除额外刺激政策，欧元欧元上扬

图 13：除西班牙和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均下挫。图 14：除西班牙和意大利外，其他国国债利差均下滑，对经济担忧情绪有所缓和。

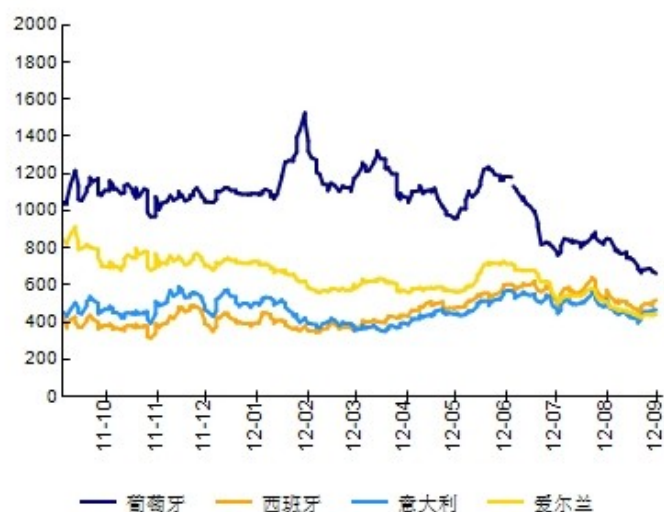


资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除西班牙外，其他欧猪五国 CDS 均下降。



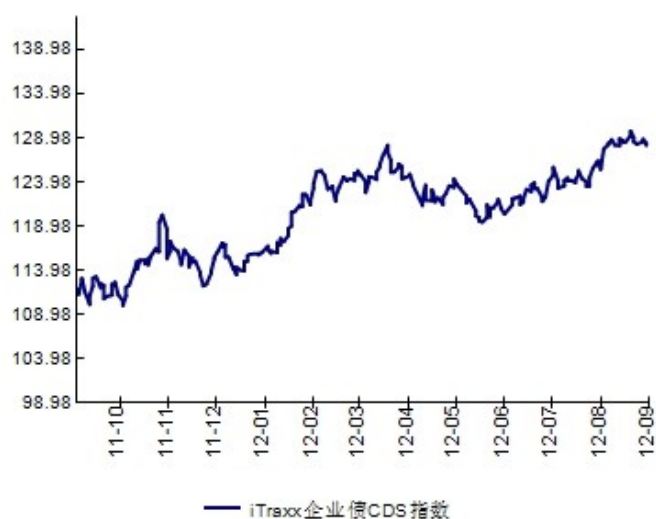
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均回落，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



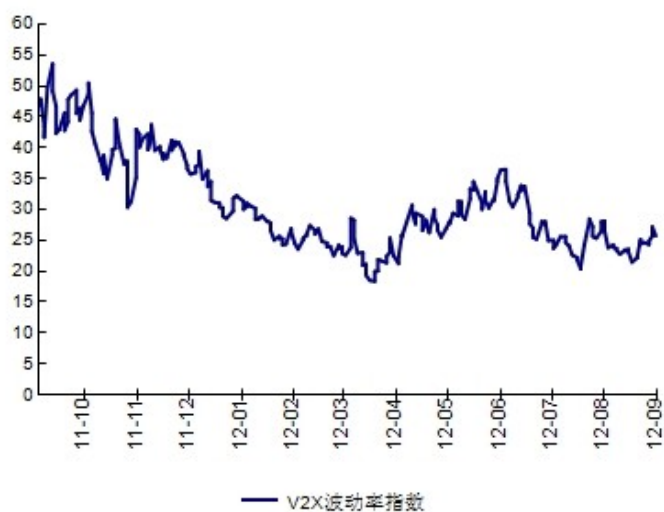
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



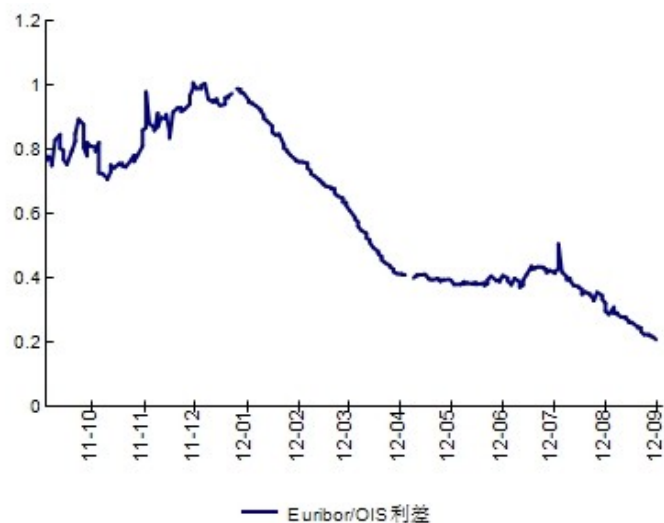
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减小。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差与上一日持平, 显示银行信贷压力不变。



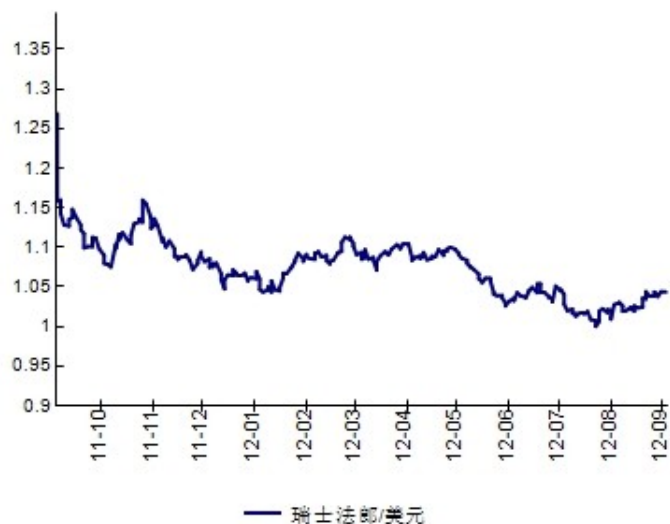
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元小幅上扬, 由于市场乐观预期欧央行会推出更多刺激政策救市。



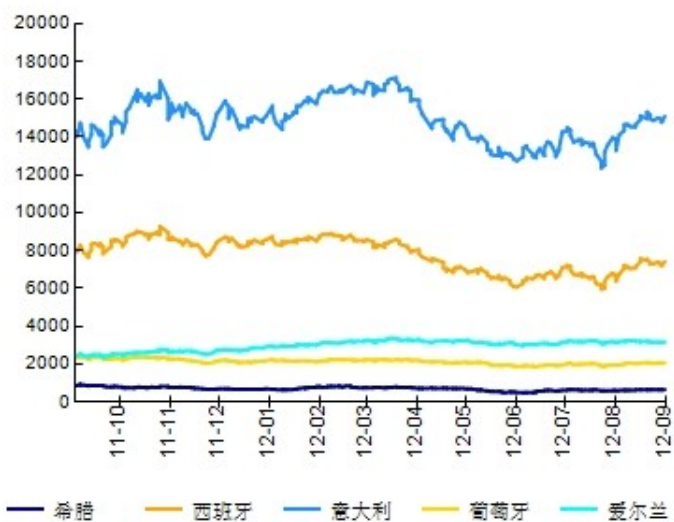
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上升, 对美元的避险需求有所回落。



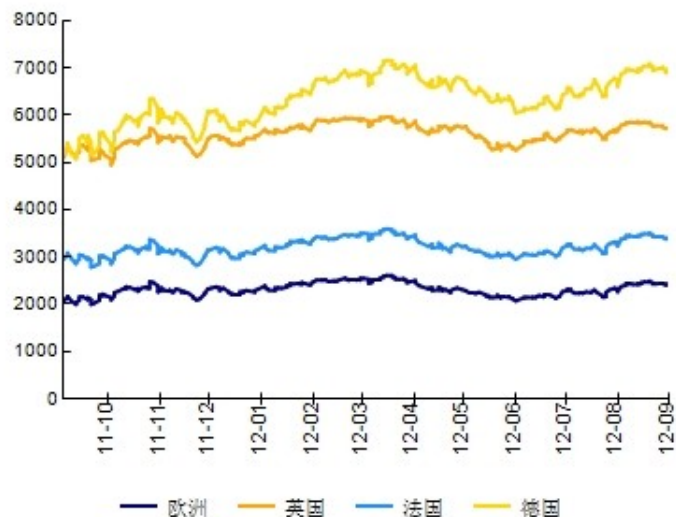
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上扬。



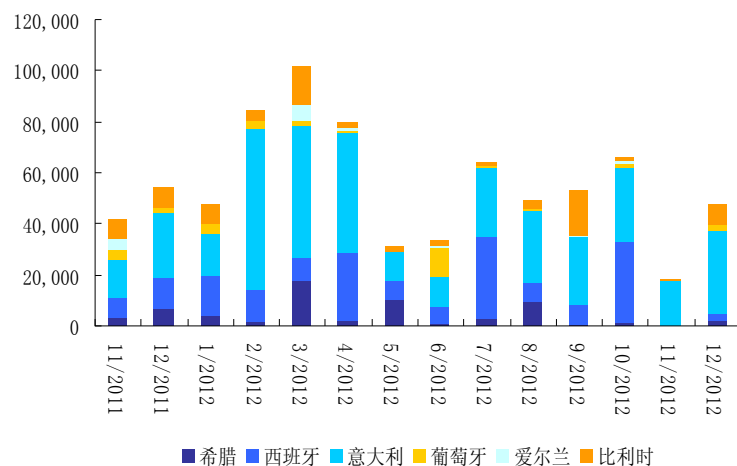
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 其他欧洲股市均小幅上涨, 由于伯南克讲话表示不排除购买债券等额外政策来刺激美国经济。



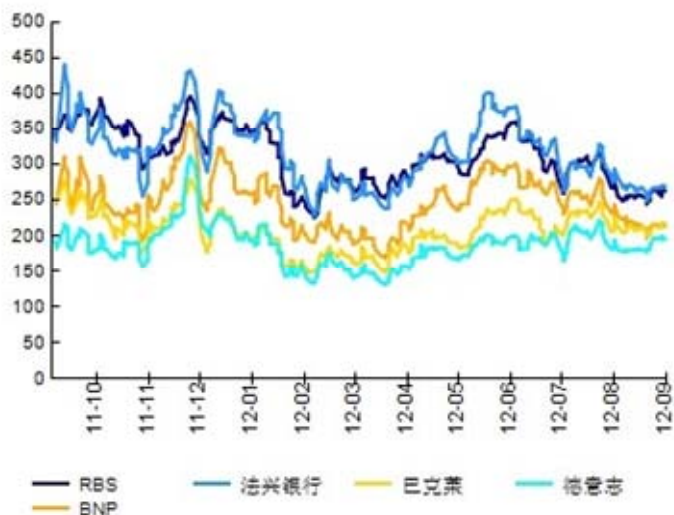
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



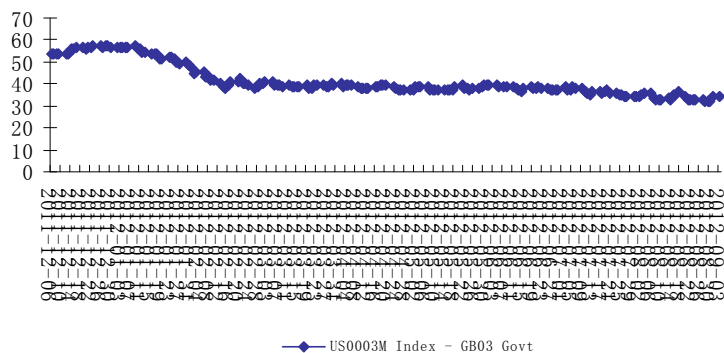
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除巴克莱外，其他银行 CDS 均下跌。



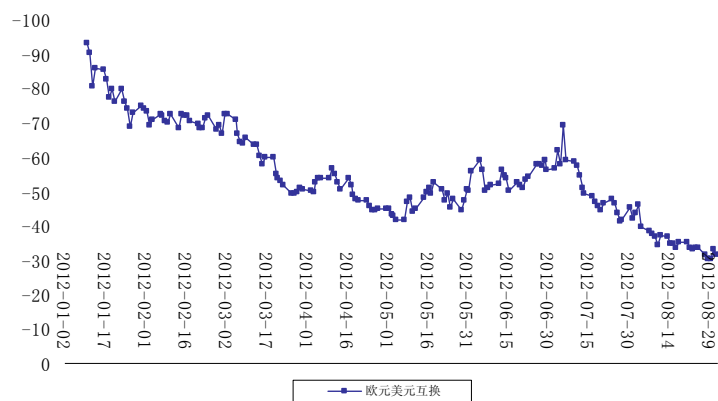
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 上涨，资金趋紧。



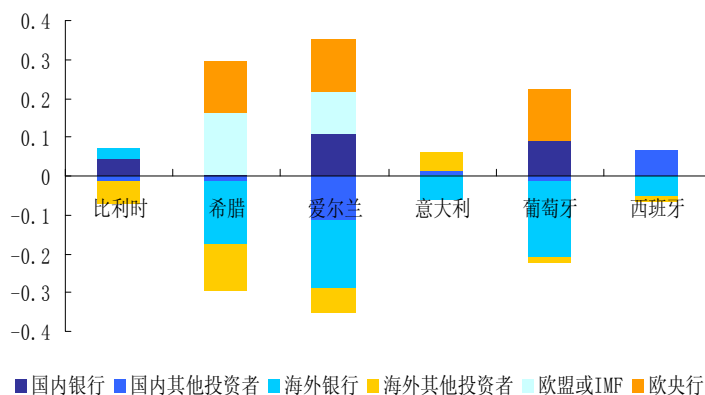
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本下滑。



资料来源：ECB，申万研究

图 28：2011Q1 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。