

2012 年 09 月 20 日

日本加大量化宽松，加剧流动性泛滥

——国际金融风险监控日报 9 月 20 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

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
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

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lih@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：

- 日本央行昨日宣布：（1）将资产购买项目的规模增加 10 万亿日元（折合 1276 亿美元），即从 45 万亿日元至 55 万亿日元，而维持信用贷款计划规模在 25 万亿日元不变，从而量化宽松总规模从 70 万亿日元升至 80 万亿（折合 1.02 万亿美元），并将结束日期从 2013 年 6 月底延至 2013 年底；（2）取消购买长期国债和公司债的最低收益率限制（目前为 0.1%）；（3）维持目标利率区间在 0%-0.1% 不变
- 结论：继欧美先后启动无限购债计划后，日本央行也迅速行动，增加量化宽松规模，超出市场预期。扩大资产购买规模将为日本经济注入更多流动性，对日本长短期国债利率形成压制，加强并延长了人们对低利率的预期。尽管这是一个偏积极的信号，但对于已深陷流动性陷阱的日本经济提振有限，遏制汇率升值的趋势也需要进一步干预措施，而且将助长商品价格，导致全球通胀压力再起。
- 9 月 19 日，日本央行继今年 2 月 14 日和 4 月 27 日分别增加 10 万亿和 5 万亿日元资产购买额度后，年内第三次提高资产购买规模，而且力度大于上一次，原因在于：（1）二三季度经济增长不及预期，而且欧债危机和中日冲突导致经济前景恶化，（2）欧美宽松迫使日元升值，不利于其出口，增加了支持经济复苏的难度，不得不寄希望于政策来对汇率造成压制；（3）日本融资法案上周末获通过，暂时无法新发国债，只能增加资产购买以弥补公共支出的不足。
- 日本央行增加的 10 万亿日元集中在资产购买，从 45 万亿日元升至 55 万亿日元，长、短期国债购买规模分别上升 5 万亿日元，主要作用在于维持市场对日本低利率预期的预期，抑制日元的升值趋势，从而刺激出口，但难以抵消 2014 年提高消费税所带来的冲击，而且溢出效应明显，对有色、黄金等大宗商品构成一定支撑，进一步加大输入性通胀压力。
- 从前两次经验来看，日本增加量化宽松规模对通胀和汇率的影响。假定其他因素不变，扩大量化宽松后，通胀反而持平或下行，更多地受到经济走势的影响，量化宽松效应很小，通胀最高也仅为 0.3%，离央行 1% 的目标甚远；而日元汇率维持原有趋势，并未因加大资产购买规模而改变其运行方向。此次加大量化宽松规模，且延长半年的期限至明年底，意在维持宽松的货币环境，象征意义大于实质。
- 与欧美相比，日本的量化宽松政策这一非常规措施更加保守，力度相比较弱。与我们预期的 6230 亿美元以上的 QE3 规模相比，日本对应期限的购买规模仅为 2526 亿美元，这是因为总规模 80 万亿日元中，60.2 万亿日元资产购买项目已完成，仅剩 19.8 万亿日元在未来 15 个月实施；从月均购债额度来看，日本仅 1.32 万亿日元（折合 168 亿美元），而美国净购买 400 亿美元，是日本购债规模的 2.4 倍。而欧洲购债规模更是无限量，但属于冲销式，而且门槛较高，象征意义更强，但一旦实施效果将更显著。
- 我们今年相对看好日本经济，原因就在于灾后重建和政府支持将拉动经济增长，即隐含了宽松政策的预期，但近期灾后重建的边际效应递减导致二季度至今经济整体疲软，两次下调了日本今年的 GDP 增速至 2%。此外，由于日元升值、中国和欧洲经济下滑拖累其出口，国内外经济形势严峻、加上欧债危机和美国财政悬崖等下行风险迫使日本央行再度出手支持经济。

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”。

- 我们与市场不同的认识是，10 万亿日元使目前至 2013 年底购买的规模从 9.8 万亿日元增至 19.8 万亿日元（折合 2526 亿美元），尽管规模翻倍，但仍低于美国 QE3 的预期规模，而且日本经济深陷流动性陷阱，此举提振经济有限，反而加剧了全球流动性泛滥。这也迫使中国加入货币宽松的队伍，强化中国释放流动性的预期。

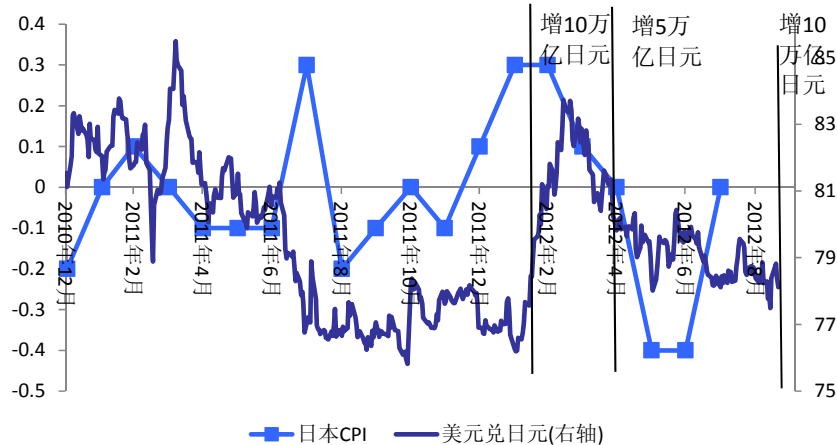
1、日本加大量化宽松，加剧流动性泛滥

图 1.1：2008 年底至今，日本一直以来扩大资产负债表规模来提振经济



资料来源：彭博，申万研究

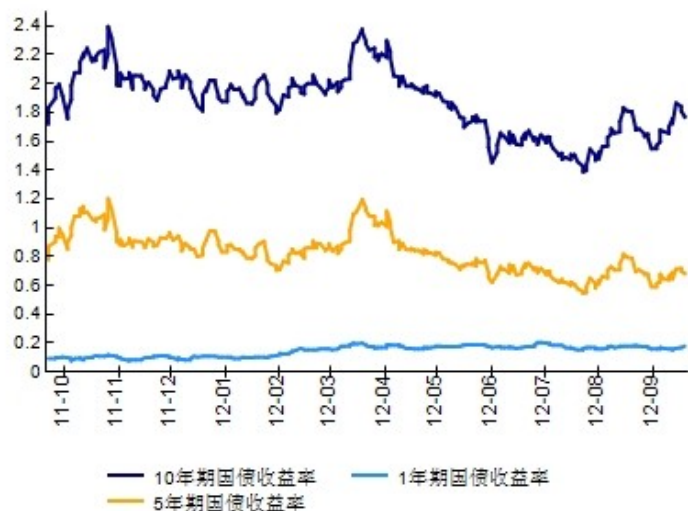
图 1.2：日本量化宽松不改变日元汇率走势，对通胀的提振更加有限



资料来源：彭博，申万研究

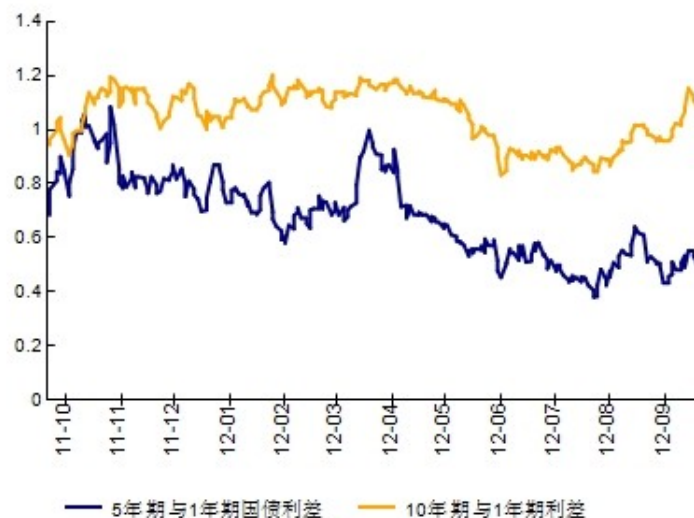
2. 美国 8 月建筑许可和现房销售大幅高于预期，美股基本金属上扬

图 1：美国国债收益率均下滑，对经济形势担忧有所增加。



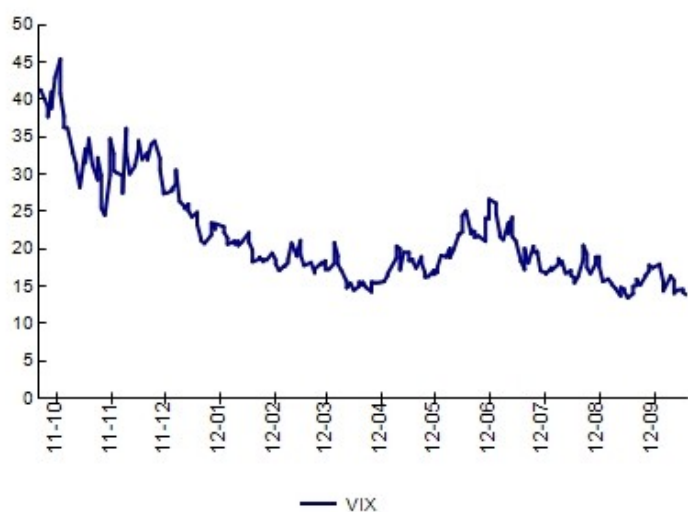
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所加大。



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小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 下滑，对美国债务违约风险的担忧有所减弱。



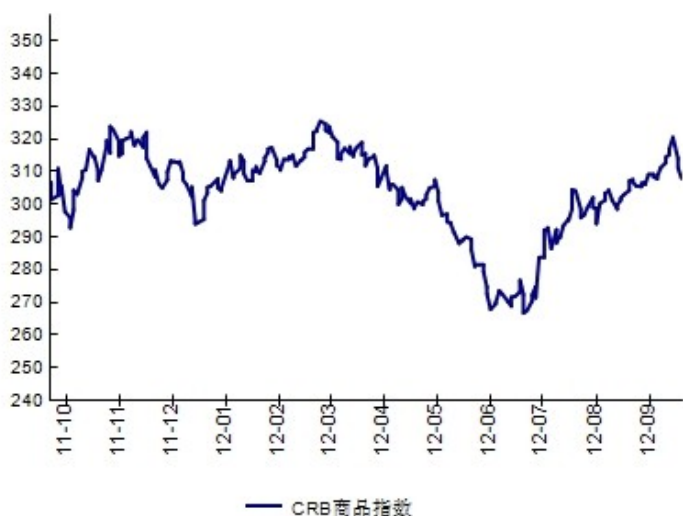
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元下跌, 由于市场预期日本央行的宽松政策对未来经济刺激效果不大, 主要受中日关系和全球需求低迷影响其出口预期, 日元升值趋势不改。



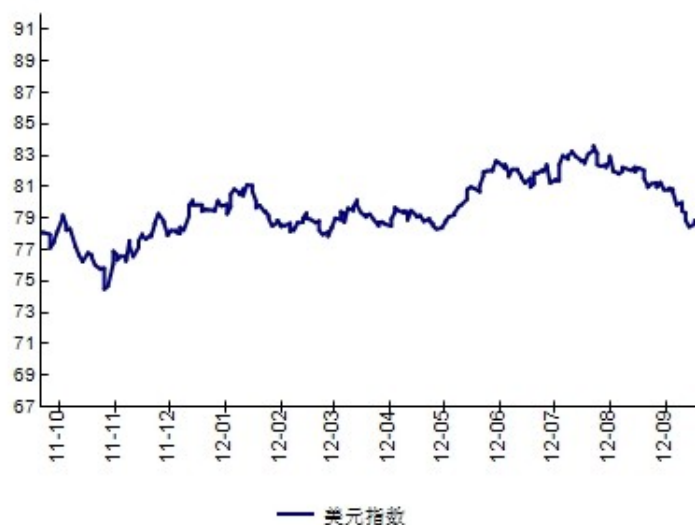
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于黄金和原油价格下滑所拖累。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数继续下挫, 对其避险需求减缓, 由于欧洲、美国和日本相继宽松, 市场偏好风险资产。



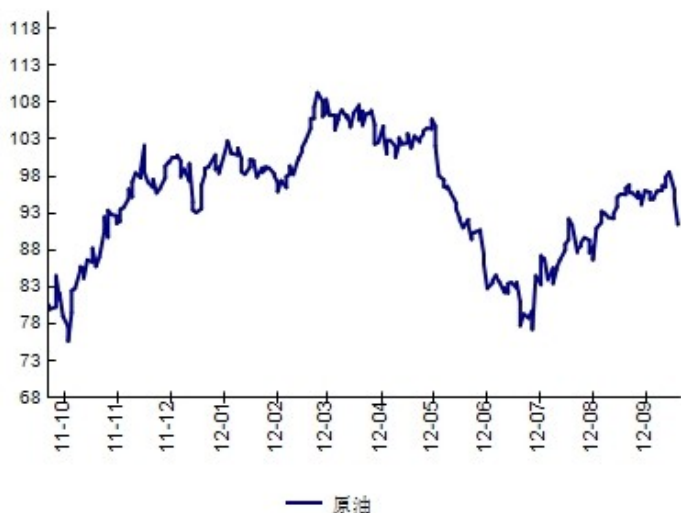
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 但仍处于高位, 对其避险需求不改。



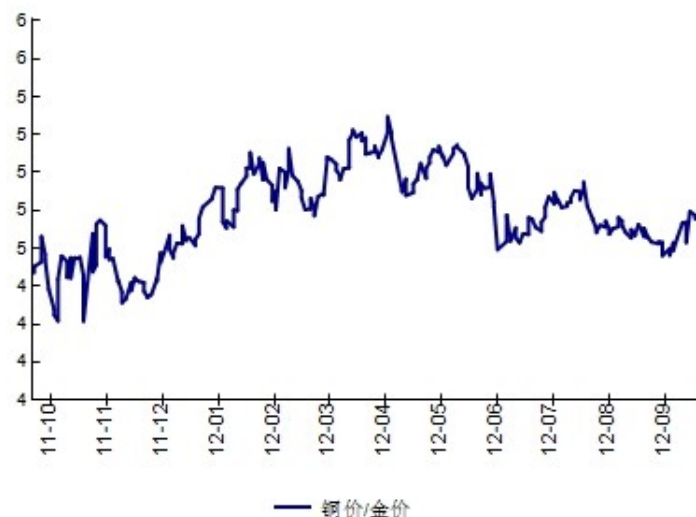
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格大幅下挫，由于报告显示原油库存上涨幅度为 3 月以来的最大值。



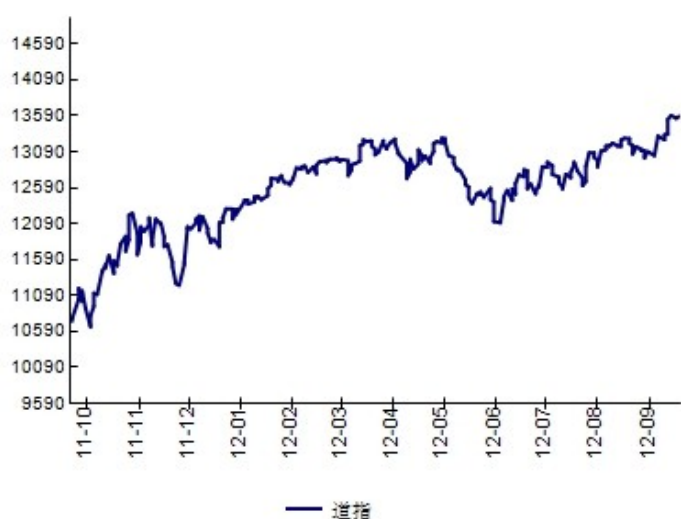
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，由于日本央行决定额外宽松支撑铜价涨势。



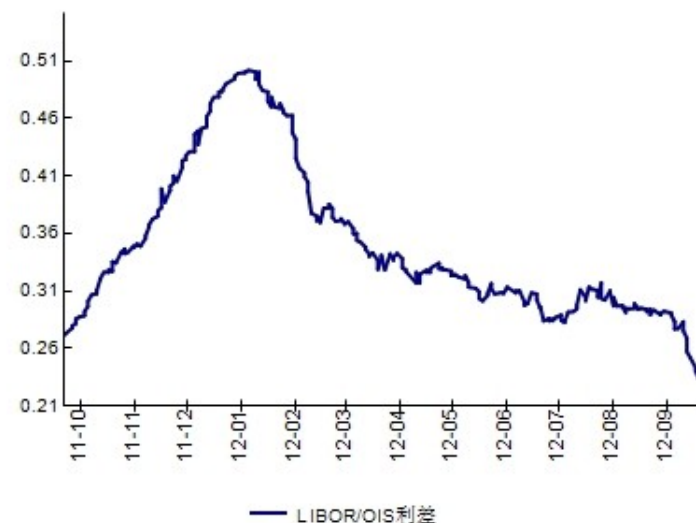
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于美国 8 月建筑许可和现房销售数据均大幅好于预期且日本央行推宽松政策。



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轻。



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
09/12/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 7	--	11.10%	-2.50%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Aug	1.50%	0.70%	-0.60%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Aug	-1.50%	-2.20%	-3.20%
09/12/2012 22:00	批发库存	Jul	0.30%	0.70%	-0.20%
09/13/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	50.4	46.4
09/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Aug	1.20%	1.70%	0.30%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	0.20%	0.40%
09/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Aug	1.60%	2.00%	0.50%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Aug	2.60%	2.50%	2.50%
09/13/2012 20:30	首次失业人数	Sep 8	370K	382K	365K
09/13/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 1	3318K	3283K	3322K
09/13/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 9	--	-42.2	-46.5
09/14/2012 00:30	FOMC 利率决策	Sep 13	0.25%	0.25%	0.25%
09/14/2012 02:00	预算月报	Aug	-\$170.0B	-\$190.5B	-\$134.1B
09/14/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Aug	0.60%	0.60%	0.00%
09/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	0.10%	0.10%
09/14/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Aug	1.70%	1.70%	1.40%
09/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Aug	2.00%	1.90%	2.10%
09/14/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Aug	230.625	230.379	229.104
09/14/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Aug	--	230.244	230.124
09/14/2012 20:30	商品零售额	Aug	0.80%	0.90%	0.80%
09/14/2012 20:30	除汽车外零售额	Aug	0.70%	0.80%	0.80%
09/14/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Aug	0.40%	0.10%	0.90%
09/14/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Aug	0.40%	-0.10%	0.90%
09/14/2012 21:15	工业产值	Aug	0.00%	-1.20%	0.60%
09/14/2012 21:15	设备使用率	Aug	79.20%	78.20%	79.30%
09/14/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Aug	-0.30%	-0.70%	0.50%
09/14/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Sep P	74	79.2	74.3
09/17/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Sep	-2	-10.41	-5.85
09/18/2012 20:30	经常项目结存	2Q	-\$125.0B	-\$117.4B	-\$137.3B
09/18/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Jul	--	\$73.7B	\$16.7B
09/18/2012 21:00	长期净 TIC 流量	Jul	\$27.5B	\$67.0B	\$9.3B
09/18/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Sep	38	40	37
09/19/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 14	--	-0.20%	11.10%
09/19/2012 20:30	新宅开工指数	Aug	767K	750K	746K
09/19/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Aug	2.80%	2.30%	-1.10%
09/19/2012 20:30	建筑许可	Aug	796K	803K	812K
09/19/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Aug	-1.90%	-1.00%	6.80%
09/19/2012 22:00	现房销售	Aug	4.56M	4.82M	4.47M
09/19/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Aug	2.00%	7.80%	2.30%

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
09/20/2012 20:30	首次失业人数	Sep 15	375K	--	382K
09/20/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 8	3300K	--	3283K
09/20/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Sep	51.5	--	--
09/20/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 16	--	--	-42.2
09/20/2012 21:45	彭博经济预期	Sep	--	--	-22
09/20/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Sep	-4.5	--	-7.1
09/20/2012 22:00	领先指标	Aug	-0.10%	--	0.40%
09/21/2012 00:00	家庭净值变动	2Q	--	--	\$2828.3B
09/24/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	Aug	--	--	-0.13
09/24/2012 22:30	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	Sep	--	--	-1.6
09/25/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	Jul	--	--	0.94%
09/25/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jul	--	--	0.50%
09/25/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jul	--	--	142.21
09/25/2012 22:00	消费者信心	Sep	63	--	60.6
09/25/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Sep	--	--	-9
09/25/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	Jul	--	--	0.70%
09/26/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 21	--	--	-0.20%
09/26/2012 22:00	新建住宅销售	Aug	381K	--	372K
09/26/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Aug	2.30%	--	3.60%
09/27/2012 20:30	Preliminary Benchmark Revision to Establishment Employment				
09/27/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q T	1.60%	--	1.70%
09/27/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q T	1.60%	--	1.60%
09/27/2012 20:30	个人消费	2Q T	--	--	1.70%
09/27/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q T	--	--	1.80%
09/27/2012 20:30	耐用品订单	Aug	-4.50%	--	4.20%
09/27/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	Aug	0.50%	--	-0.40%
09/27/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Aug	--	--	-3.40%
09/27/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Aug	--	--	0.00%
09/27/2012 20:30	首次失业人数	Sep 22	--	--	--
09/27/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 15	--	--	--
09/27/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 23	--	--	--
09/27/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Aug	0.00%	--	2.40%
09/27/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Aug	--	--	15.00%
09/27/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Sep	--	--	8
09/28/2012 20:30	个人收入	Aug	0.20%	--	0.30%
09/28/2012 20:30	个人开支	Aug	0.50%	--	0.40%

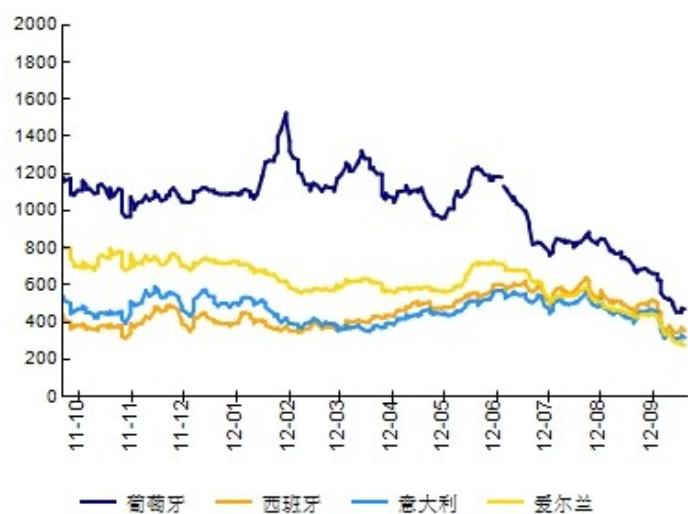
3. 日本央行决定加大货币宽松政策力度，欧元欧股均上扬

图 13：欧猪五国国债收益率均下滑。对经济担忧情绪减弱。



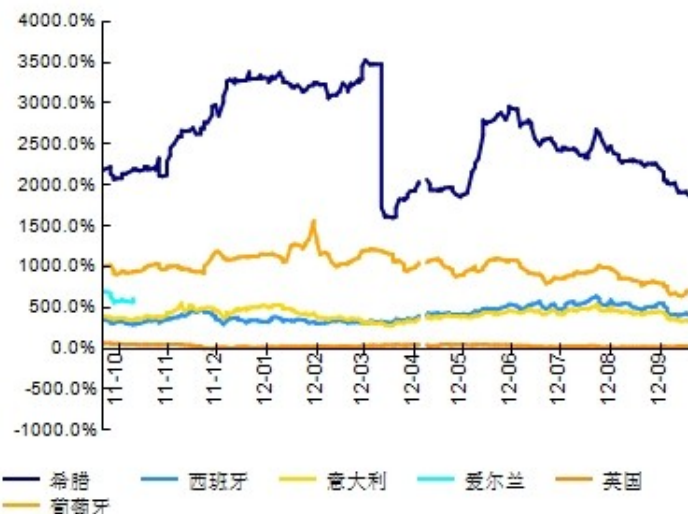
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除法国外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所缓和。



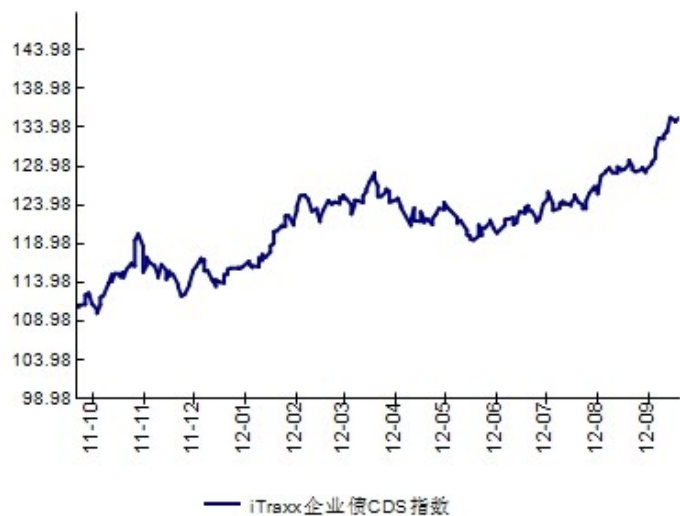
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减缓。



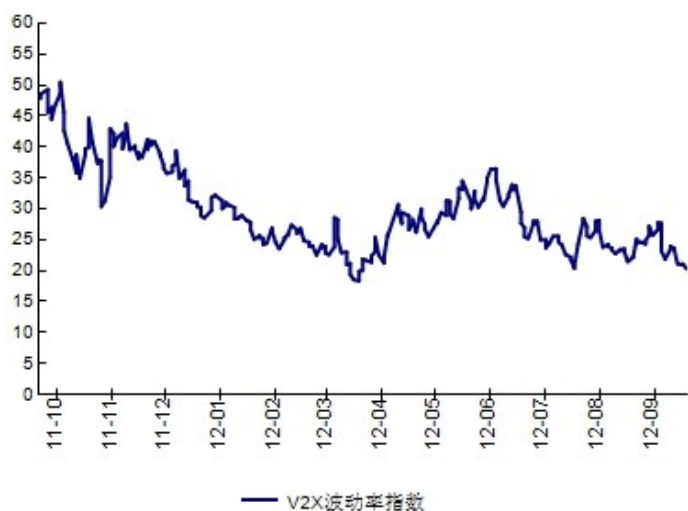
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



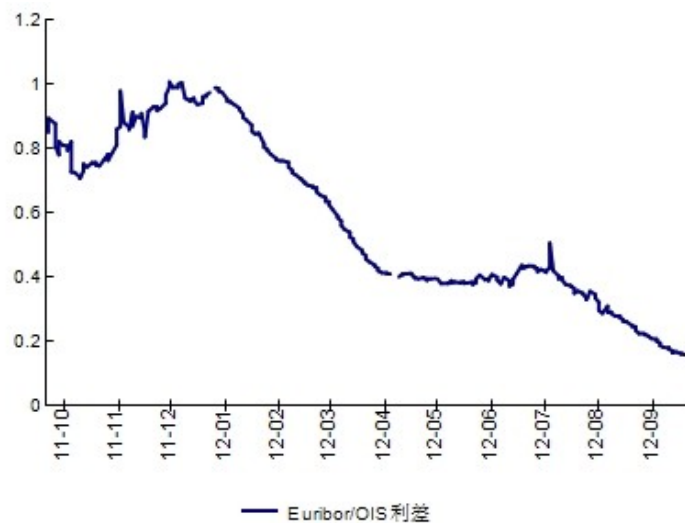
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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。



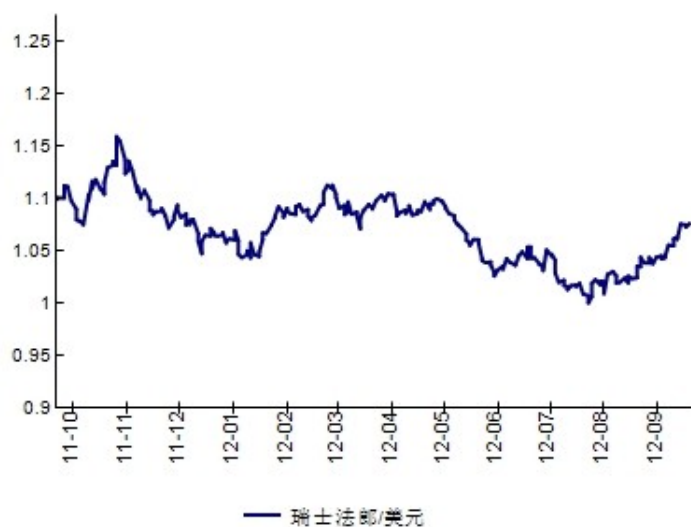
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对美元上涨, 由于日本央行推出宽松政策, 对美元需求减弱。



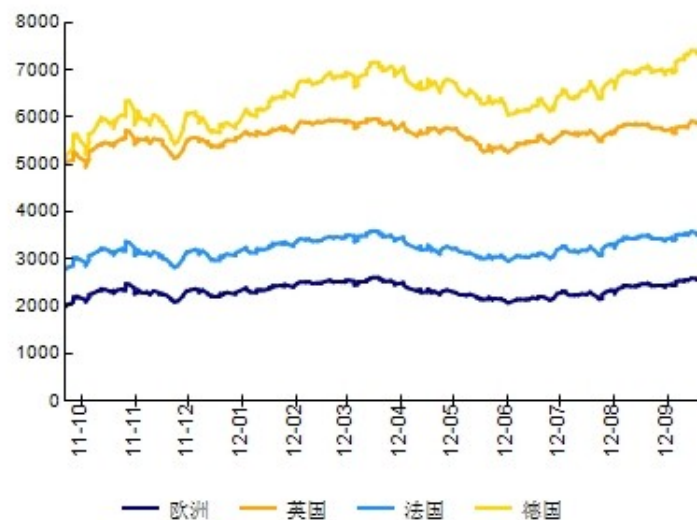
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎继续上扬, 对美元的避险需求减少。



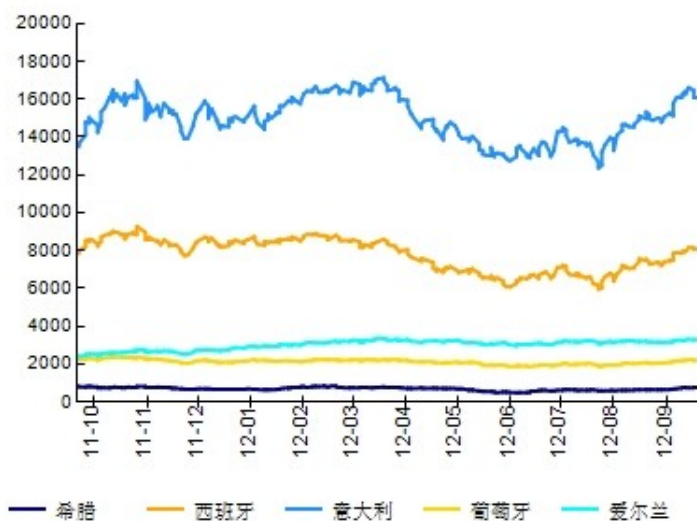
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上扬, 由于日本央行宣布加大资产购买规模并延长其期限。



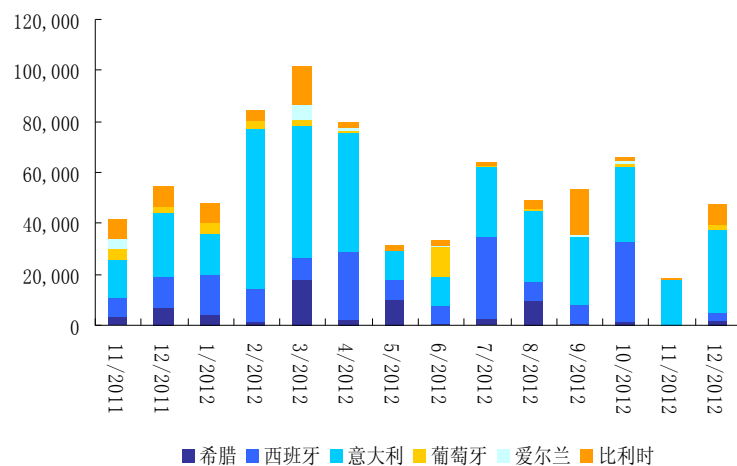
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均上升。



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



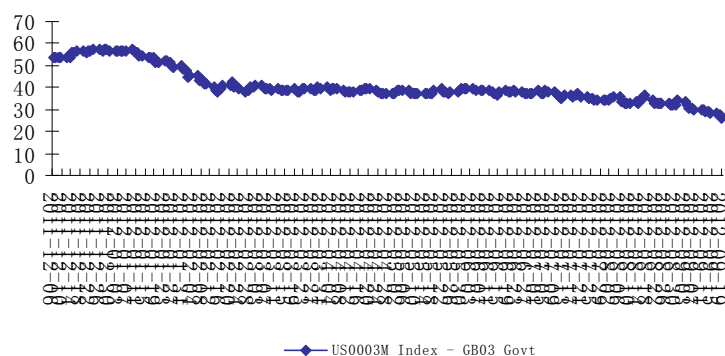
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均大幅下跌。



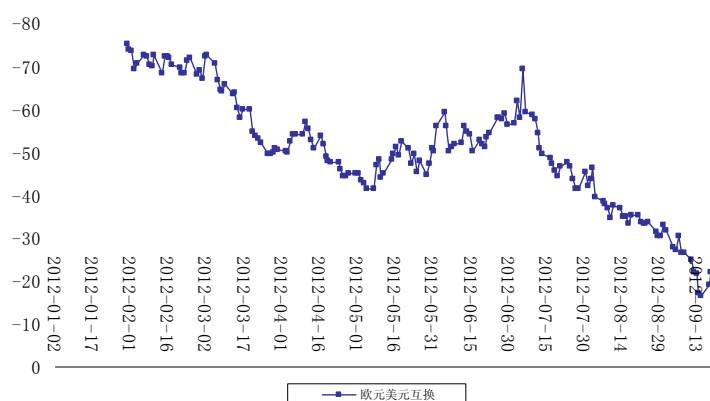
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



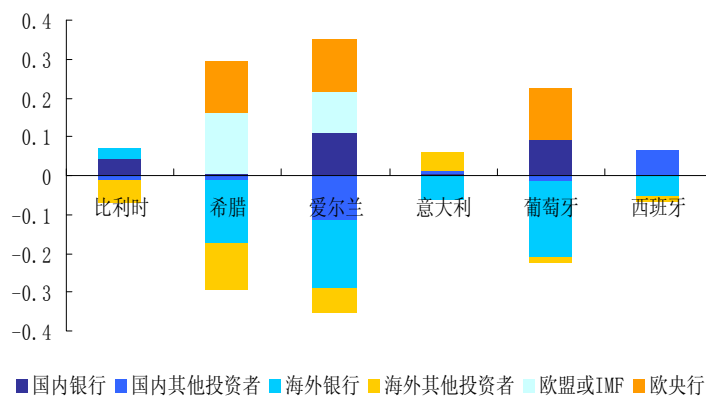
资料来源：申万研究

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

9 月 6 日	欧央行公布利率决议
9 月 12 日	德国最高法院宣布对 ESM 合法性的判决; 荷兰大选
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

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%
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4

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
				12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	11-06-17	Aa2	负面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
	02-05-15	AA2	正面	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。