

2012 年 12 月 07 日

欧央行下调对明年经济预测，延续宽松的货币政策

——欧央行议息会议点评

相关研究

美国延续 QE3，12 月或加码
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度
通胀存隐患
2012 年 10 月 16 日

美国 9 月劳动力市场出现一
定程度的改善，但不容过于
乐观
2012 年 10 月 9 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

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：

- 昨日的议息会议上，欧央行将欧元区主要再融资利率、边际贷款工具和隔夜存款利率维持不变，分别为 0.75%，1.50% 和 0%，尽可能长地延续两个非常规货币工具的截止日期——固定利率、全额分配招标的再融资操作和特殊期限再融资操作，至少延长两者分别到 2013 年 7 月 9 日和 2012 年 6 月底。此外，欧央行决定 2013 年上半年，每月进行 3 个月的长期再融资操作（LTRO），也采取固定利率、全额分配招标。这将保持欧元区充足的流动性，缓解了银行的资金压力，可以预见明年上半年银行调整资产负债表的压力将减弱。
- 经济方面，欧元区特别是欧盟三季度的表现略好于预期。欧央行对今年的 GDP 预测为 -0.6% 至 -0.4%，而我们预测为 -0.4%；欧央行对明年欧元区的预测为 -0.9% 至 0.3%，低于我们预测的 0.8%。短期内，欧元区的销售、出口等经济指标显示欧元区经济活动仍然疲弱。德拉吉认为这一情形可能要延续到明年，直到 2013 年晚些时候开始复苏，主要因为宽松的货币政策和金融市场的信心显著提高，这将发挥作用，刺激私人支出，而且外需改善将支持出口增长。我们今年 10 月也下调四季度欧元区 GDP 同比增速预测至 -0.5%，但仍要好于三季度 -0.6% 的增速，意味着欧元区已处于经济底部徘徊的格局，欧元区特别是欧盟的逐步复苏或快于预期，这也是金融市场下半年大幅走强所隐含的假设，因此我们相比欧央行更加乐观一些，但这取决于欧洲财政联盟的进展和西班牙、希腊危机的解除。
- 昨日，欧盟统计局公布今年第三季度修正后的欧盟和欧元区 GDP，环比增速分别为 0.1% 和 -0.1%，和初值一致，比第二季度 -0.2% 的环比增速均有所改善；同比来看，欧元区和欧盟经济分别下滑 0.6% 和 0.4%，均保持下滑趋势，但好于我们 -0.7% 的预测。
- 分项来看：1) 家庭最终消费环比改善。欧元区 3 季度家庭最终消费与前期持平，止住跌势，但是同比仍大幅下挫 1.3%。2) 政府最终消费和固定资产投资继续下滑。3 季度欧元区政府最终消费和固定资产投资分别环比下降 0.2% 和 0.7%，均较上一季度进一步下挫，同比下降 0.1% 和 4.2%。3) 进出口增速保持增长。3 季度出口和进口增速分别为 0.9% 和 0.2%，增长放缓；较去年同期，出口上升 2.9%，而进口下滑 0.9%。进口增速放缓可能与能源价格和原材料价格上涨有关。
- 分行业来看：1) 农林牧渔业和工业继续下滑。3 季度农林牧渔业和工业进一步下滑，环比增速分别为 -1.2% 和 -0.3%，而同比降幅分别为 -1.3% 和 -1.7%。不过工业中的制造业和建筑业环比下滑速度较上季有所放缓。2) 贸易交运酒店服务、娱乐艺术业和通信业环比反弹。3 季度欧元区贸易交运酒店服务业和娱乐艺术业分别环比上升 0.1% 和 0.2%，主要是奥运会这一盛事所带动行业反弹上涨。通信业环比上涨 0.1%。3) 金融行业和房地产业环比波动不大。金融保险业 3 季度增速与前期保持一致，但是同比下降 1.1%。而房地产业环比下降 0.1%，同比增速有所放缓，仅为 0.5%。

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”。

- 从贡献率来看, 3季度出口增速对GDP环比增长拖动力最大, 为0.4%; 而家庭和政府最终消费对经济增长无任何作用; 进口和投资均对经济拖累0.1个百分点。
- 3季度欧元区经济开始在底部企稳, 下滑幅度有所收敛。我们预计4季度欧元区GDP将有所回升, 主要由于希腊能安全度过债务违约风险、OMT和ESM开始参与救助, 国内需求会升温; 而海外需求在4季度也会有所回暖, 因为中国经济企稳和美国两党最终会就财政悬崖问题达成一致。
- 通胀方面, 欧元区通胀9月至今呈下滑趋势, 11月CPI初值为2.2%, 主要由于能源价格开始回落, 导致运输成本下降, 间接税的影响也趋弱, 欧央行预计今年为2.5%, 和我们预期基本一致; 而欧央行对明年欧元区通胀的预测为1.1%-2.1%, 主要任务目前的下滑趋势将持续, 2013年有望降至2%以下, 我们赞同明年通胀回落的观点, 但更为谨慎, 对明年欧元区的通胀预测为2%, 认为通胀不会快速下滑, 因为全球流动性宽松和欧洲经济见底回升将对通胀形成支撑。

图 1: 欧元区各项环比增速。

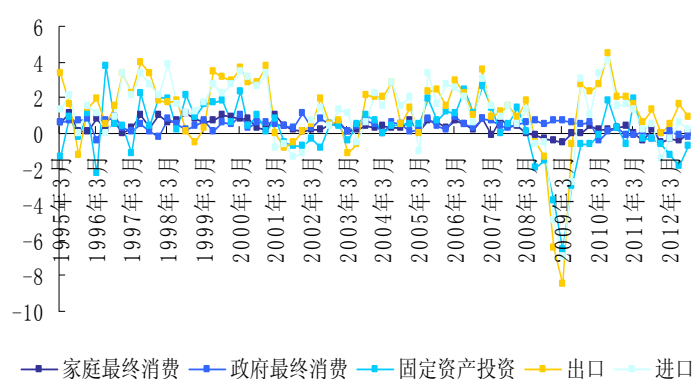
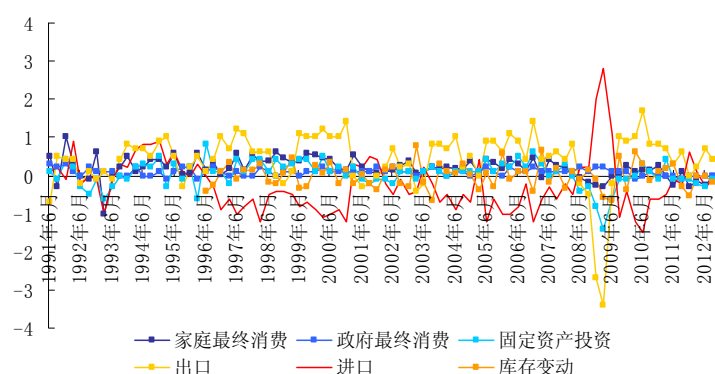


图 2: 欧元区各项环比贡献率。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

1. 财政悬崖谈判或有突破，美股美元上涨

图 1：美国国债收益率下降，对经济形势担忧有所加大。



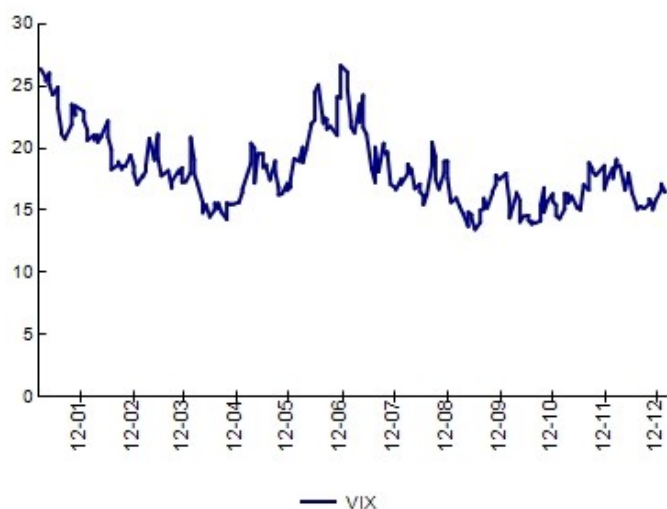
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下滑，对长期经济形势担忧有所增加。



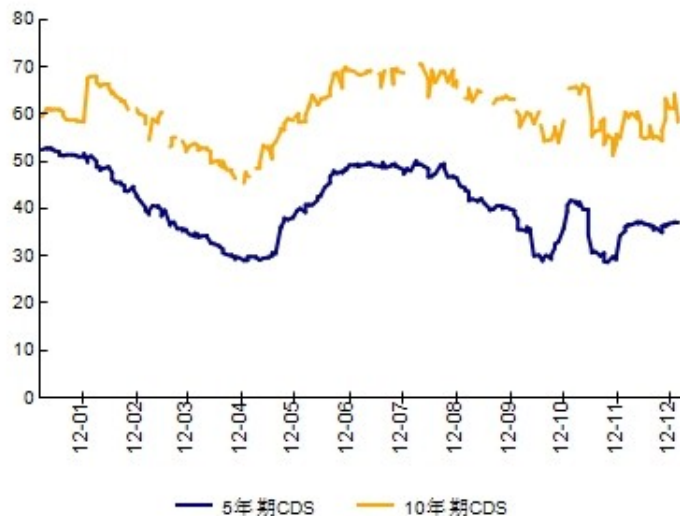
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 5 年期 CDS 小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



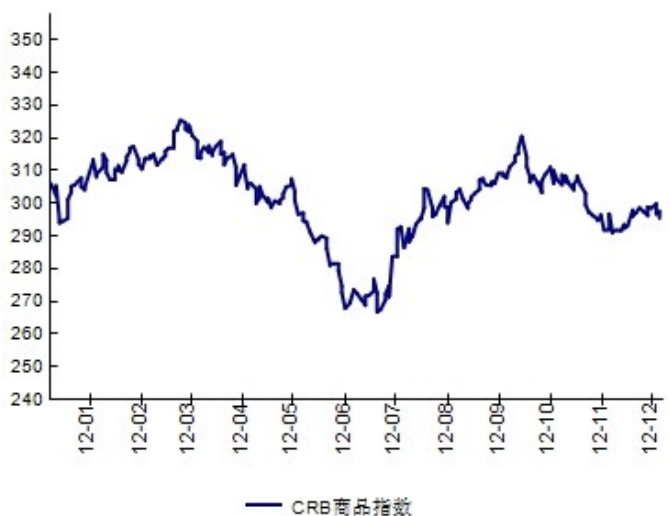
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对欧元上升, 由于德国工业产值大幅下滑导致市场担忧欧元区经济继续衰退。



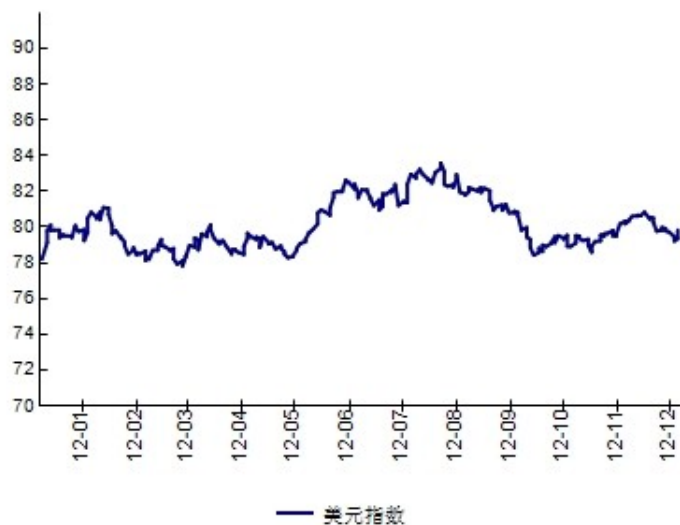
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于德国工业产值下滑超预期。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 由于德国工业产值大幅下滑, 对其避险需求增加。



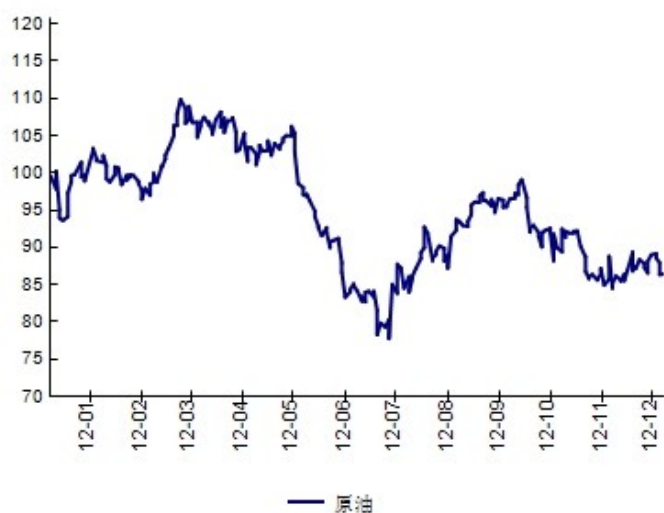
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上升, 对其避险需求有所回升。



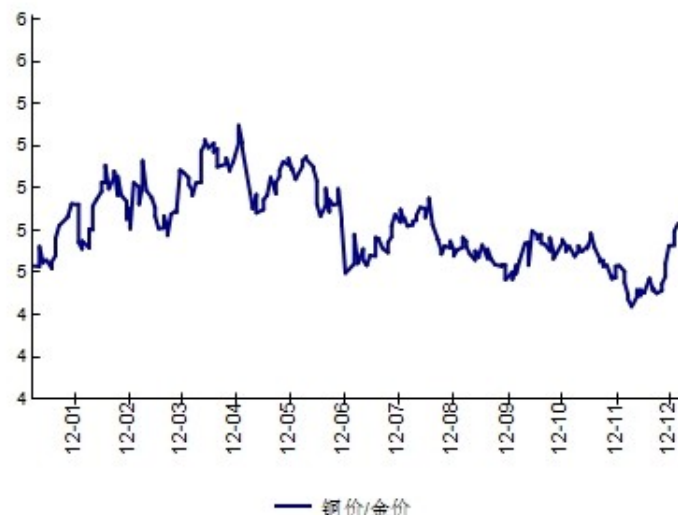
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于欧央行下调欧元区经济增长预期。



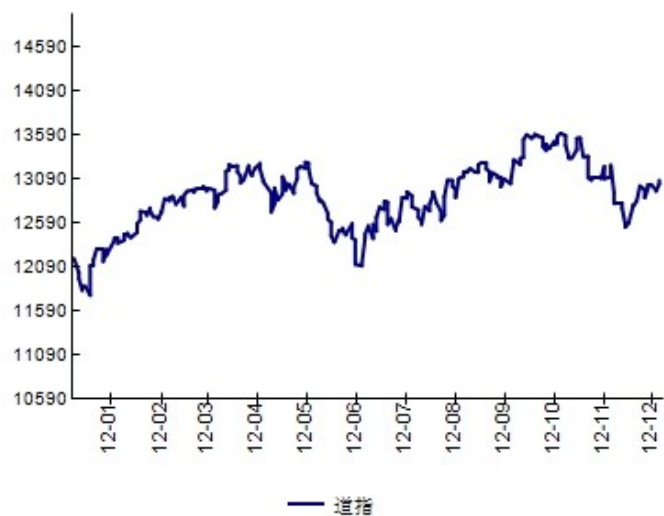
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下降, 由于欧央行下调欧元区经济预期且德国工业产值大幅下滑导致铜价回落。



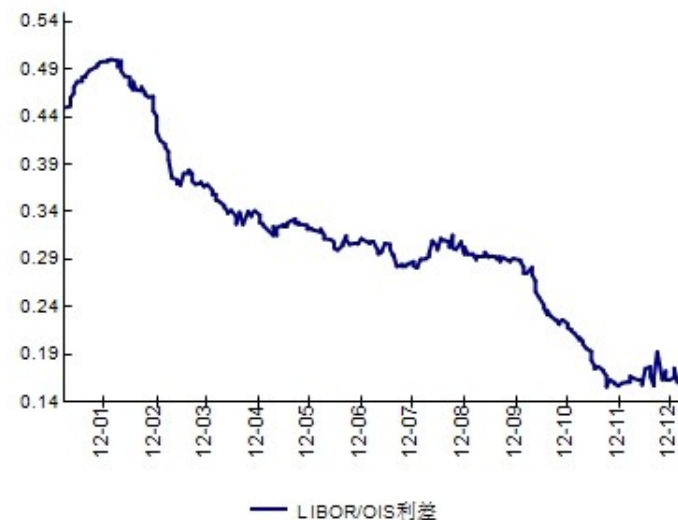
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 由于两党就财政悬崖谈判有突破。



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
11/28/2012 23:00	新建住宅销售	Oct	0.30%	-0.30%	5.70%
11/28/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	Oct			
11/29/2012 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q S	2.80%	2.70%	2.00%
11/29/2012 21:30	个人消费	3Q S	1.90%	1.40%	2.00%
11/29/2012 21:30	GDP 价格指数	3Q S	2.80%	2.70%	2.80%
11/29/2012 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q S	1.30%	1.10%	1.30%
11/29/2012 21:30	首次失业人数	Nov 24	390K	393K	410K
11/29/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 17	3325K	3287K	3337K
11/29/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 25	--	-33	-33.9
11/29/2012 23:00	待定住宅销售量(月环比)	Oct	1.00%	5.20%	0.30%
11/29/2012 23:00	待定住宅销售 同比	Oct	8.90%	18.00%	8.50%
11/30/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Nov	-1	-6	-4
11/30/2012 21:30	个人收入	Oct	0.20%	0.00%	0.40%
11/30/2012 21:30	个人开支	Oct	0.00%	-0.20%	0.80%
11/30/2012 21:30	PCE 平减指数(月环比)	Oct	0.10%	0.10%	0.40%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出平减指数(年比)	Oct	1.80%	1.70%	1.70%
11/30/2012 21:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Oct	0.20%	0.10%	0.10%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出核心指数(年比)	Oct	1.70%	1.60%	1.70%
11/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	Nov	47	45.5	43.3
11/30/2012 22:45	芝加哥采购经理指数	Nov	50.5	50.4	49.9
12/03/2012 21:58	Markit 美国 PMI 最终	Nov	52.1	52.8	52.4
12/03/2012 23:00	ISM 制造业	Nov	51.4	49.5	51.7
12/03/2012 23:00	ISM 支付价格	Nov	53.3	52.5	55
12/03/2012 23:00	建筑开支月环比	Oct	0.50%	1.40%	0.60%
12/04/2012 06:00	汽车总销售量	Nov	15.00M	15.46M	14.22M
12/04/2012 06:00	国内汽车销售量	Nov	11.50M	12.01M	11.10M
12/04/2012 22:45	ISM 纽约	Nov	--	52.5	45.9
12/05/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 30	--	4.50%	-0.90%
12/05/2012 21:15	ADP 就业变动指数	Nov	125K	118K	158K
12/05/2012 21:30	非农生产力	3Q F	2.80%	2.90%	1.90%
12/05/2012 21:30	单位劳务成本	3Q F	-1.00%	-1.90%	-0.10%
12/05/2012 23:00	工厂订单	Oct	0.00%	0.80%	4.80%
12/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	Nov	53.5	54.7	54.2
12/06/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	Nov	--	34.40%	11.60%
12/06/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Dec	380K	370K	393K
12/06/2012 21:30	首次失业人数	Dec 1	3275K	3205K	3287K
12/06/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 24	--	46.9	48.9
12/06/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Dec 2	--	-33.8	-33
12/07/2012 01:00	家庭净值变动	3Q	--	\$1722B	-\$322B

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
12/07/2012 21:30	非农就业人数增减	Nov	85K	--	171K
12/07/2012 21:30	非农私企就业人数增减	Nov	90K	--	184K
12/07/2012 21:30	制造业就业人数增减	Nov	-3K	--	13K
12/07/2012 21:30	失业率	Nov	7.90%	--	7.90%
12/07/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Nov	0.20%	--	0.00%
12/07/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	Nov	1.70%	--	1.60%
12/07/2012 21:30	周平均工时 所有员工	Nov	34.4	--	34.4
12/07/2012 21:30	家庭调查就业变动	Nov	--	--	410
12/07/2012 21:30	就业不足率(U6)	Nov	--	--	14.60%
12/07/2012 22:55	密歇根大学消费者信心	Dec P	82	--	82.7
12/08/2012 04:00	消费者信用	Oct	\$10.000B	--	\$11.365B
12/11/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Nov	--	--	93.1
12/11/2012 21:30	贸易余额	Oct	-\$42.3B	--	-\$41.5B
12/11/2012 23:00	批发库存	Oct	0.40%	--	1.10%
12/11/2012 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Dec	51	--	48.6
12/11/2012 23:00	JOLTS 职位空缺	Oct	--	--	3561
12/12/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Dec 7	--	--	4.50%
12/12/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	Nov	-0.50%	--	0.50%
12/12/2012 21:30	进口价格指数(同比)	Nov	--	--	0.40%
12/13/2012 01:30	FOMC 利率决策	Dec 12	0.25%	--	0.25%
12/13/2012 03:00	预算月报	Nov	-\$142.0B	--	-\$137.3B
12/13/2012 21:30	商品零售额	Nov	0.30%	--	-0.30%
12/13/2012 21:30	除汽车外零售额	Nov	-0.10%	--	0.00%
12/13/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	Nov	0.20%	--	-0.30%
12/13/2012 21:30	零售销售“对照小组”	Nov	0.20%	--	-0.10%
12/13/2012 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Nov	-0.50%	--	-0.20%
12/13/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Nov	0.20%	--	-0.20%
12/13/2012 21:30	工业生产者出厂价格(同比)	Nov	1.80%	--	2.30%
12/13/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Nov	2.20%	--	2.10%
12/13/2012 21:30	首次失业人数	Dec 8	370K	--	370K
12/13/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Dec 1	--	--	3205K
12/13/2012 21:45	Bloomberg Dec. United States Economic Survey				
12/13/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Dec 9	--	--	-33.8
12/13/2012 23:00	营运库存	Oct	0.40%	--	0.70%
12/14/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	Nov	-0.20%	--	0.10%

2. 欧元区经济预期下调，欧元回落

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。

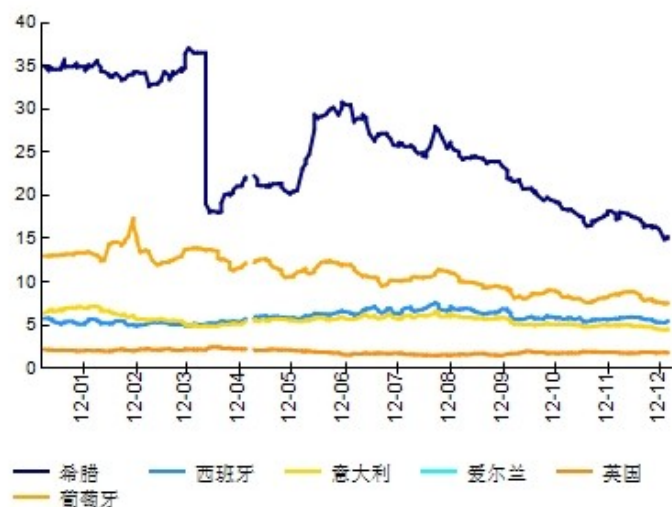
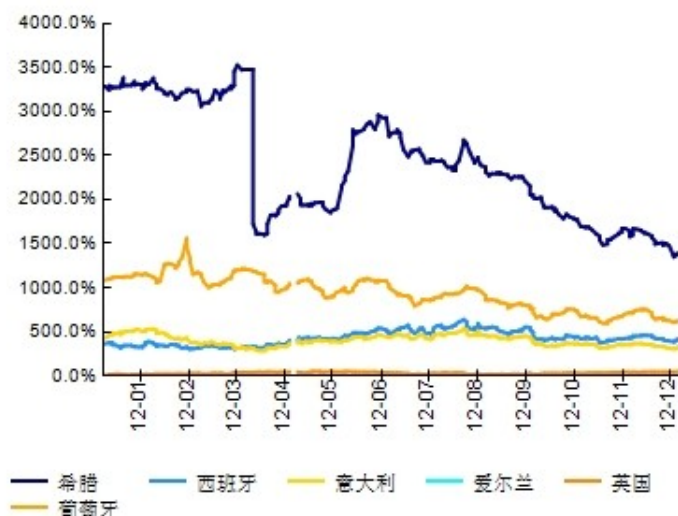


图 14：除希腊外，其他国国债利差均上涨，由于欧央行下调欧元区经济预期，对经济担忧情绪有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

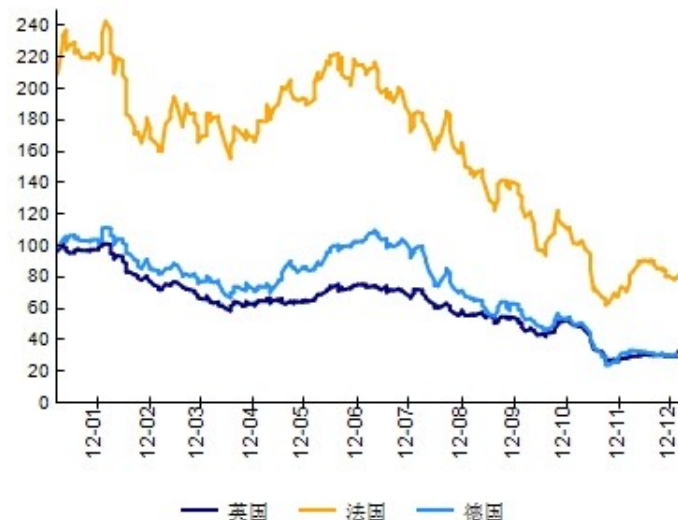
图 15：欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

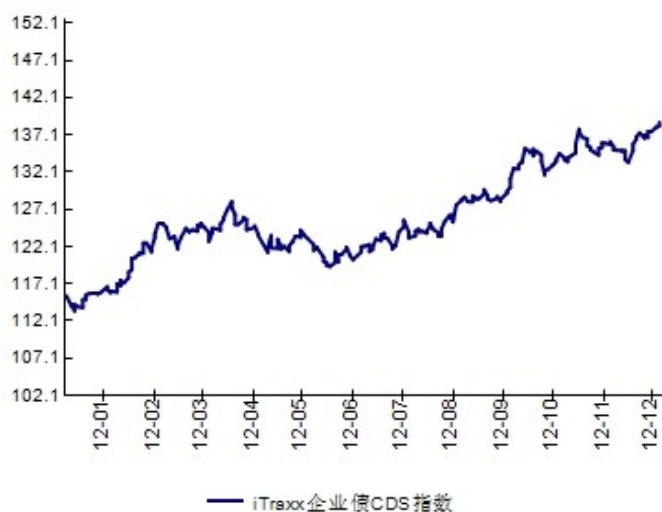
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



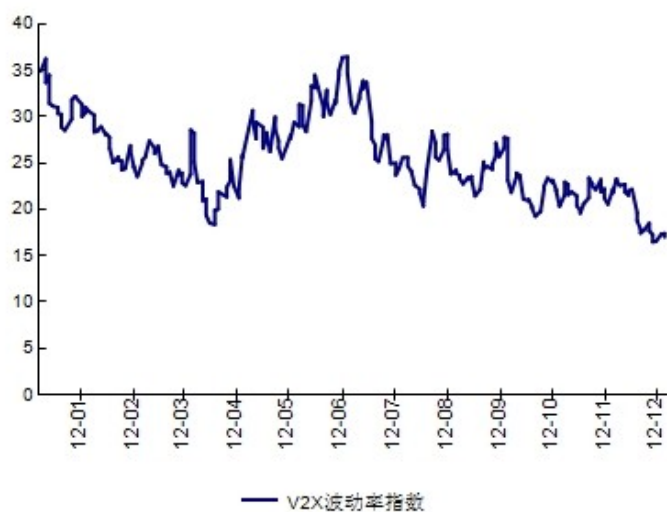
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



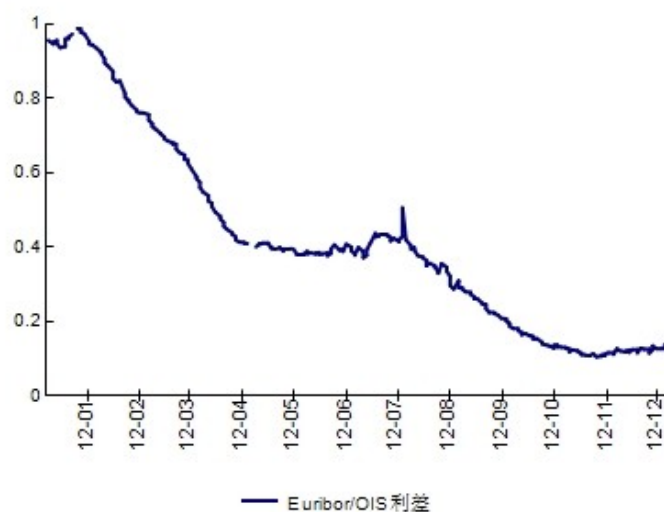
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减弱。



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: 欧元下跌, 由于德国工业产出下滑超预期且欧元区经济遭欧央行下调。

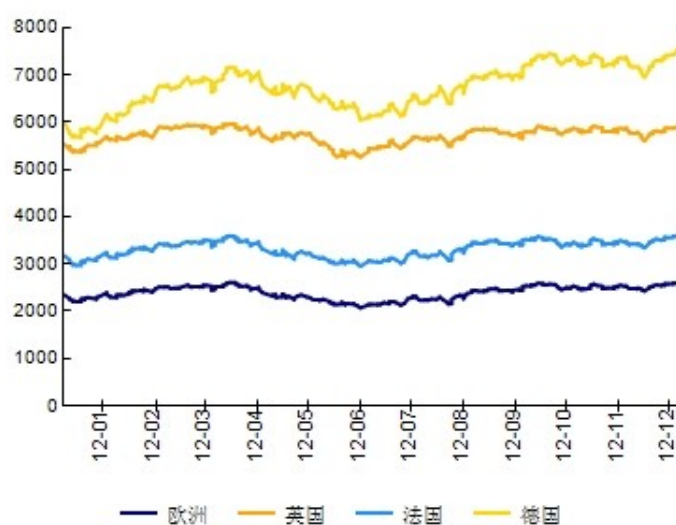


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



图 22: 欧洲股市均小幅上涨, 由于乐观预期财政悬崖谈判。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除意大利外, 其他欧猪五国股市均回升。

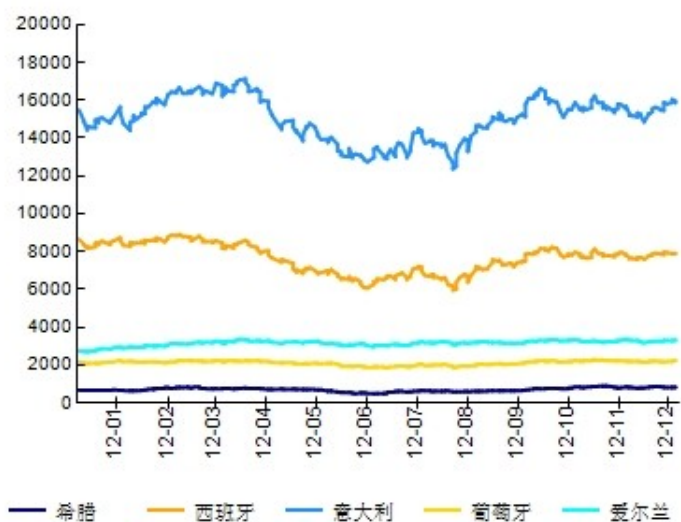
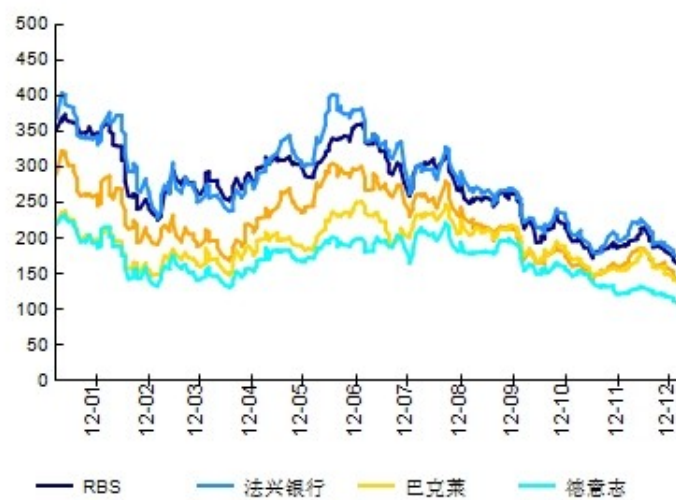


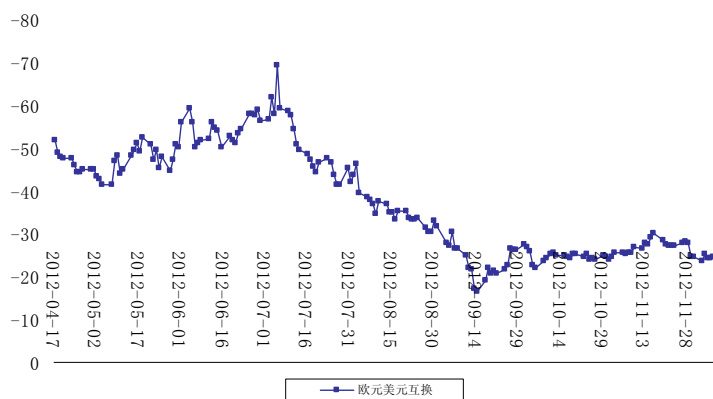
图 24: 银行 CDS 均下降。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

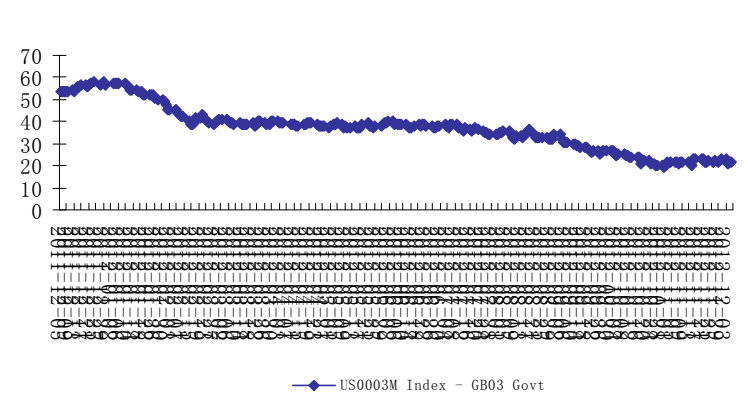
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：欧元美元互换成本下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：TED3M 与上一日持平。



资料来源：ECB，申万研究

表 1：欧美重大事件日程

12月6日	欧央行公布利率决议
12月12日	美联储议息会议
12月12日	欧洲理事会会议
12月15日	意大利 189 亿欧元债务到期
12月	三驾马车审核葡萄牙、爱尔兰

资料来源：bloomberg、申万研究

表 2：欧洲主要国家的重要经济指标

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 3：2013 年欧洲边缘国家的月度未到期债务（亿欧元）

	希腊	葡萄牙	意大利	西班牙	爱尔兰	欧猪五国
2012年11月	0.87	0.52	177.0	2.1	0	180.5
2012年12月	23.4	14.8	331.0	23.5	0.4	393.0
2013年1月	36.3	13.8	212.8	217.4	5	485.2
2013年2月	12.6	19.0	398.1	83.8	0	513.6
2013年3月	13.9	25.7	175.0	134.0	0	348.6
2013年4月	17.0	8.5	463.0	218.9	59	766.2
2013年5月	71.8	13.2	70.0	71.7	0	226.7
2013年6月	12.3	12.2	258.8	80.4	0	363.6
2013年7月	7.5	18.3	221.0	212.2	0	459.0
2013年8月	22.6	0	337.4	74.8	0	434.8
2013年9月	0	63.1	216.4	80.1	0	359.6
2013年10月	0	19.6	80.0	210.6	0	310.2
2013年11月	0	0	185.3	28.3	0	213.6
2013年12月	0	0	207.6	16.0	0.0	223.6

资料来源：彭博、申万研究

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	11-11-19	Aa1	负面	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
	88-09-28	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	12-10-10	BBB-	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
	01-12-13	AAA	正面	09-01-19	AA+	负面			
				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。