流动性问题：

2021年企业可能还需额外5000亿美元WCR融资

- 由“隐形银行”和政府支持提供资金的“被迫”囤货
- 有史以来全球营运资本需求增幅最强
- 国家支持在2021年发挥“隐形银行”的作用?

A company of Allianz

EULER HERMES

概要

- 2020年，西方各国的营运资本需求（WCR）有所增加（北美+5天，西欧+1天），而拉美（-3天）、东欧（-2天）和亚太（-1天）等地区的营运资本需求则下降了。库存管理和政府支持是造成这种差异的主要原因。在美国和欧盟，严重的封锁迫使企业进入“被迫”储备模式，幸运的是，“隐形银行”缓和了这种模式，即对客户和供应商之间的付款期限进行非常宽松的管理，且部分资金来自流动性支持措施。2020年，各工业部门的WCR大幅上升：金属增加13天至95天，机械增加9天至117天，造纸增加4天至84天，汽车增加3天至87天。

- 展望未来，我们估计大型企业在2021年将面临创纪录的4530亿欧元的WCR增长，相当于增加4天的营业额至84万亿欧元。在此背景下，经济重启引发了强劲的需求反弹，同时投入、劳动力和最终产品严重短缺。在大多数发达经济体已经观察到的WCR的激增将持续到2021年，而在少数新兴国家，WCR将保持在良好的控制之下，特别是在中国（-6天）。在美国和欧元区，我们预计WCR将提升4天。

- 尽管所有行业的WCR都将上升，但消费品行业的升幅可能最大。去年是形势分化的一年。我们预计全球许多行业WCR水平在2021年将重新同步上行，其中零售（+9天至52天）和农业食品（+8天至81天）将有最大的升幅，紧随其后的是金属等工业部门（+7天至103天）、运输设备（+5天）和机械（+4天）。

- 库存很重要：随着库存管理的“有备无患”模式的启用，以及大多数行业“准时化生产”的终结，在供应短缺的环境下重建库存将是全球WCR（尤其是在西欧国家）增长的主要驱动因素。2020年，北美地区的存货周转天数增加5天，西方国家增加1天，而新兴市场库存的下降弥补了发达经济体的库存上升。我们预计，在2021年，被压抑的需求和西方企业在全球供应链中断期间的大规模补充库存政策将显著影响它们的WCR水平。不过，到2022年，供应瓶颈的放宽应该会缓解库存飙升对发达国家WCR的影响。

- 国家支持也很重要：新增的WCR需求还不到欧元区非金融企业净现金头寸的20%。然而，非金融企业的总存款最多只能覆盖总债务的30%，其中法国最脆弱的。我们对欧元区的估计显示，2020年非金融企业的净现金头寸（存款高至100万欧元的新增贷款）增加了5470亿欧元，几乎是2019年的三倍。相比之下，预计2021年需要额外融资1020亿欧元，即2020年净现金头寸的17%。自2020年底以来，欧元区的净现金头寸持续增加（截至2021年5月为380亿欧元），其中德国（+180亿欧元）和意大利（+70亿欧元）位居榜首，而法国的净现金头寸下降了90亿欧元。然而，如果国家担保贷款的宽限期不延长到2021年以后，现金缓冲将会减少，因为非金融企业的总存款最多能覆盖总债务的30%，而法国只有23%，其比率是倒数之一。

4530亿欧元

2021年大型企业的预期额外融资需求

由“隐形银行”和政府支持提供资金的“被迫”囤货

回顾2020年36个国家的营运资本需求（WCR）的变化，我们会发现发达经济体和新兴市场之间首次出现了分歧。2020年，西方各国的WCR水平有所提升（北美增加了5天，西欧增加了1天），而拉美（-3天）、东欧（-2天）和亚太（-1天）等地区的营运资本需求则下降了。库存管理在很大程度上造成了这种分化趋势（见附录）。

在新兴市场，由于商品需求回升且自2020年夏季以来一直保持强劲，总库存水平受到的影响很小。相比之下，美国和欧盟更严厉的封锁迫使企业进入“被迫”囤货模式。例如，法国、丹麦和西班牙去年的库存周转天数分别增加了5天、7天和10天。幸运的是，在一些欧元区国家，客户和供应商之间非常宽松的付款期限管理缓和了库存的增长。以法国为例，由于供应商的付款期限延长（+6天），而客户的付款期限缩短（-1天），其WCR在一年中下降了2天。

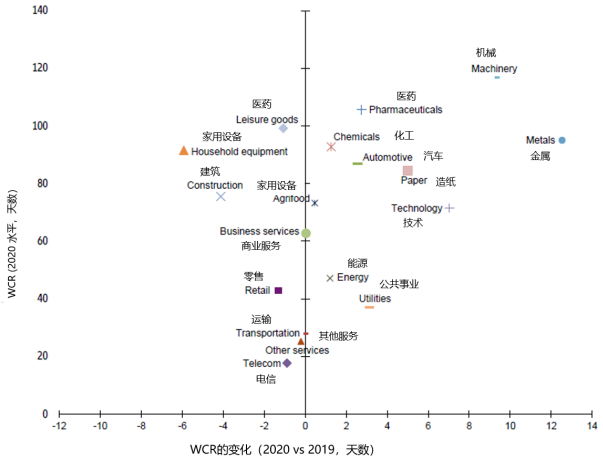
大量的库存总是对WCR水平和现金余额造成相应的压力。然而，这并不总是一件坏事：如果它源于企业对未来需求增长的预期，以确保在新冠危机之后能够按时满足客户的订单，那就是值得的。相反，如果库存是由于无法足够快地消耗掉当前库存而导致的，通常会给企业带来现金短缺，在最坏的情况下，企业最终可能会破产。各个行业WCR的不同变化水平也取决于它们在全球供应链规模中相对于最终消费者的位置。一个行业的资本密集度越高，其WCR就越会显著上升，因为当工厂因缺乏投入而不得不暂时停产时，任何供应中断的成本都会更高。

2020年，各工业部门的WCR均大幅上升（见图1）。金属增加13天至95天、机械增加9天至117天、纸张增加4天至84天、汽车增加3天至87天。在封锁期间，由于对于资本密集型的活动来说关闭工厂的成本通常很高，这些企业被迫进行囤货。总体而言，金属和机械是去年WCR变化的输家。新冠疫情危机突显出，在经济周期突然变化的情况下，它们的制造工具是多么不灵活，特别是从库存的角度来看。相反，从远程工作繁荣得益最大的行业，其WCR水平大幅受益于弹性需求和去库存化。其中包括半导体、计算机等电子产品（减少了13天，减少到94天）。家用设备的WCR下降了5天（降至92天），这要归功于封锁期间好于预期的销售，而建筑业的WCR也出现了下降（降至76天），因为该行业利用新建筑项目的停工来出售所有剩余库存。

两个特殊的例子是制药和汽车，其各自的WCR都上升了3天，推至了10年来的最高水平：前者为106天，后者为87天。尽管制药业通过药店销售药品，但不幸的是，制药业的WCR水平很高，由于其通常与公立医院和社会保障项目合作，付款期限较长。相对的，制药业总是产生高水平的现金流，因此它可以轻松支持较长的付款期限。汽车行业的高WCR更多地与汽车经销商有关，它们与汽车制造商有着密切的联系，因其共享同一个品牌，并通常为大部分汽车库存提供资金支持。

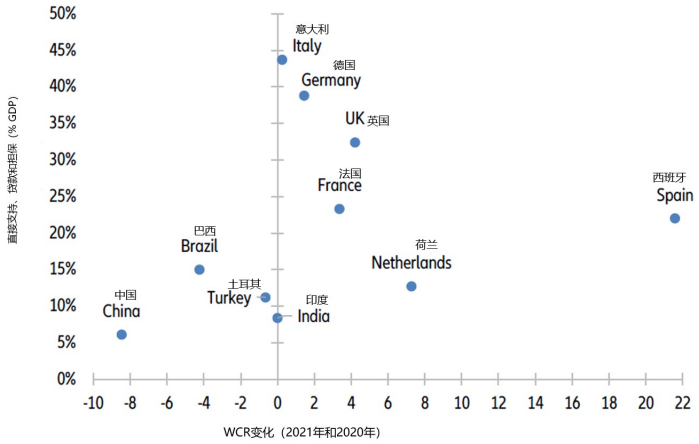
WCR和应收账款周转天数（DSO）一样，在经济衰退和复苏时期都有增加的趋势。在图2中，我们试图描绘出政府史无前例的流动性支持措施已经对压缩WCR变化造成的影响，且这种影响将会持续。这些措施最初旨在避免迟滞效应（破产和失业），与2008年至2009年金融危机不同，新冠危机应对措施一直非常注重避免流动性缺口，并保持B2B流动和信贷。利用国际货币基金组织关于流动性支持措施的数据（国家担保贷款、债务延期、补贴）和我们自己的WCR计算，我们看到政府帮助供应商（隐形银行）继续帮助其客户融资。还要注意，初始条件（WCR水平、经济结构）以及危机或复苏的不同强度，可以看到，在大型新兴市场，流动性缺口可能只被部分填补，企业在恢复危机前活动时将面临有约束力的融资限制。

图1：2020年全球行业WCR，以天为单位（世界平均）



来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

图2：2020-21年WCR的变化以及流动性支持的规模，按国家划分



来源：彭博社、IMF、裕利安怡、安联研究

有史以来全球营运资本需求增幅最强

图3总结了我们对一些西方国家[1]2021年WCR预测的结果。在我们的样本中，法国显然是最薄弱的国家，因为要为额外的310亿欧元债务融资，法国的现金需求可能是最高的。德国和西班牙紧随其后，各增加170亿欧元的WCR，尽管水平有所不同（德国为3830亿欧元，西班牙为1090亿欧元）。荷兰预计将在2021年增加150亿欧元的WCR，这一点必须加以关注，因为这个国家以前以保持低WCR而闻名。作为一个大型的欧洲国际贸易平台国家，其无疑更加关注充足的库存，以避免供应链中断对其WCR的任何影响。美国预计将在本年度增加1530亿欧元的额外WCR，占到2021年全球所需增加的4530亿欧元资金的三分之一，总额超过2.6万亿欧元。

图3：WCR数量的细分和2021年预测（十亿欧元）

10亿欧元	**全球**	美国	欧元区	法国	德国	意大利	西班牙	荷兰	其他	世界其余地区
2020WCR	**7922**	2491	1319	332	366	91	92	108	330	4111
2021WCR（f）	**8374**	2645	1421	363	383	94	109	123	349	4309
预期变化	**453**	153	102	31	17	3	17	15	19	198
2021WCR（f）占比	**100%**	32%	17%	4%	5%	1%	1%	1%	4%	51%
对2021年变化的贡献	**100%**	34%	22%	7%	4%	1%	4%	3%	4%	44%

来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

[1]我们对全球WCR数量的估计是基于全部上市公司的数据，即彭博数据库中2020年全球近4万家上市公司，不论国家或行业。我们通过将每个国家上市公司的每日平均收入与相应的以天为单位的WCR进行计算，得出了2020年和2021年的WCR（以价值计）。要记住的一点是，这些国家的估计取决于上市公司的数量和平均收入水平（这对意大利是一个警告，因为意大利非上市中小企业的份额非常高）。

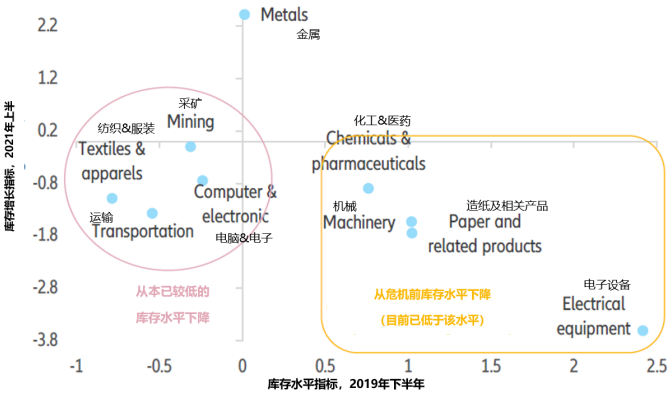
我们对2021年按国家和行业划分的WCR预测的方法是基于每月发布一次的数个PMI指数。它们反映了对世界各地商业领袖和企业预期的良好看法，我们认为这是计算WCR的三个资产负债表组成部分的合理近似。更确切地说，我们用"工作积压"指数变化的Z评分计算出了"预期DSO"的代用指标，用“供应商交货时间"变化的Z评分计算了"预期DPO"的代用指标，用与"成品库存"和"采购库存"变化有关的Z评分计算了持续DIO的代用指标。这些Z评分和观察到的WCR三个成分的变化之间的历史关系使我们能够重新建立一个按行业和国家划分的WCR的预期变化。

2021年，几乎每个国家的WCR水平都将增加，但考虑到欧元区需求展现的活力及其针对极低库存水平的大规模补充库存政策，北半球的增幅将更为显著（见图4）。因此，我们预计2021年整个欧洲的WCR平均将增加4天、法国6天、瑞士7天、奥地利10天、荷兰15天。对于美国，我们预计其2021年将增加4天。

同样，从行业来看，WCR的上升可能会影响我们所监测的所有18个行业，这与经济重启和大规模疫苗接种所推动的增长恢复一致，这两者将改善需求前景。因此，我们预计2021年WCR将再次同步上行，与最终消费品相关或与最终消费品密切相关的行业增长幅度最大。

然而，由于大宗商品价格飙升将提高其生产成本，被认为是强工业行业的金属、制药、运输设备和机械等行业的WCR在2021年也应该会上升。

图4：按行业划分的库存



注：2010-2019年标准化库存水平指标。库存增长的指标是该库存水平指标的序差。

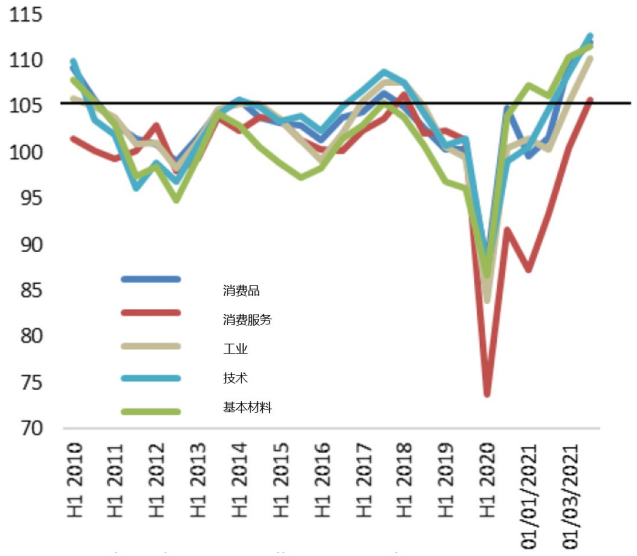
来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

图5：2021年按行业划分的WCR预测（天数）

	2007-2019 平均	2007-2019 标准差	2019	2020	2021f	2020/19	2021/20
电子	105	2	107	94	95	-13	1
零售	39	4	44	43	52	-1	9
其他服务业	27	1	25	29	33	4	3
能源	46	4	46	47	49	1	2
农产品	69	4	73	73	81	0	8
金属	88	6	83	95	103	13	7
制药	100	4	103	106	111	3	5
运输	26	2	28	28	32	0	4
汽车	80	3	84	87	92	3	5
电信	14	2	19	17	17	-1	0
运输设备	130	7	133	120	126	-12	5
家庭用品	93	6	97	92	97	-6	6
建筑	81	2	80	76	77	-4	2
化工	86	4	92	92	94	1	2
商业服务	63	2	63	64	67	1	3
技术	71	4	65	74	75	9	1
机械	107	3	108	117	121	9	4
造纸	76	4	80	84	86	5	2
总结	**69**	**0**	**69**	**70**	**74**	**1**	**4**

来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

图6：按行业划分的全球需求（新订单+积压工作）



来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

哪些行业值得关注?

农产品（+8天至81天）、零售（+9天至52天）、运输（+4天至32天）和家用设备（+5天至97天）、金属（+7天至103天）、药品（+5天）、运输设备（+5天）和机械（+4天）的WCR将大幅上升。去年，运输设备（航空）部门受益于波音737-Max飞机的大量去库存。电子（+1天）、能源（+2天）和电信（不变）的WCR水平预计将保持在其长期历史水平左右。尽管全球经济正在加速复苏，但它们的WCR更适合承受任何上行压力。现在，它们比以往任何时候都更有助于通过全球数字化形成的新工业背景，这使其在为客户和供应商制定付款期限方面处于有利地位。

我们的WCR预测指出，2021年一些行业将达到10年来的最高水平，特别是农产品（81天）、零售（52天）、制药（111天）、汽车（92天）和机械（121天）。如果它们在需要为其上升的经营周期融资时，无法从银行获得额外的信贷额度的话。这些创纪录的水平可能会让企业面临风险。

此外，农产品和零售业这两个特定行业各自分别受到蓬勃发展的远程工作和电子商务模式的严重破坏。在全球范围内，电子商务不仅超越了实体零售，而且增长速度比新冠疫情爆发前的速度更快。然而，要在网上满足客户的需求，通常需要电子商务公司承担比零售店更高的库存水平。由于消费模式已转向耐用品，且政府收入支持加强了需求，而运输服务有限，因此更有必要如此。亚洲对耐用消费品的需求不断增长，再加上港口和码头的公共卫生限制造成的供应瓶颈，使得运输成本连续几个月居高不下，这使得在西方保持高库存水平变得更加重要。

然而，库存积压也可能是由于无法足够快地消耗掉当前库存。因此，其通常会导致现金短缺，在最坏的情况下甚至可能导致企业破产。如果补充当前库存（特别是在北半球）正推动全球WCR的上升，那么给予客户的付款期限的变化应会在2021年增加这一上升势头。这是因为，放宽付款期限通常是夺回市场份额的一种简单方法，而市场份额可能会因疫情造成的供应中断而完全丧失。

国家支持在2021年发挥“隐形银行”的作用?

在欧元区，由大规模国家支持政策（尤其是直接流动性支持和国家担保贷款）产生的企业可用现金盈余，似乎明显多于即将到来的额外WCR。

我们对欧元区的估计显示，2020年非金融企业的净现金头寸（存款高至100万欧元的新贷款）增加了5470亿欧元，几乎是2019年的三倍。相比之下，预计2021年需要额外融资1020亿欧元，即2020年净现金头寸的17%。自2020年底以来，欧元区的净现金头寸持续增加（截至2021年5月为380亿欧元），其中德国（+180亿欧元）和意大利（+70亿欧元）位居榜首，而法国的净现金头寸减少了90亿欧元。这表明其非金融企业在经营活动中除了使用新贷款之外，也开始使用存款。德国在2020年的公共支持政策中产生的现金盈余为法国的一半（930亿欧元，而法国为1970亿欧元），但德国企业从中受益。积极的一点是，2021年前5个月的现金增长将进一步增加180亿欧元，这将完全覆盖2021年预计增加的WCR。这不是来源于额外的公共支持计划，要就是因为德国企业的盈利能力随着出口复苏，自年初以来再次产生了正现金流。

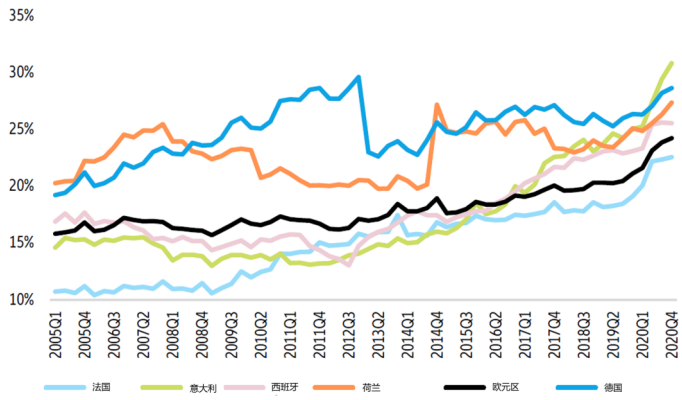
这些多余的净现金头寸也是偿还所有其他债务所需要的。因此，这种现金缓冲可能会比预期更快蒸发，尤其是如果国家担保贷款的宽限期将不再延长至2021年底之后，而企业需要开始偿还债务。从非金融企业存款占贷款和债务证券总覆盖率的比例来看，法国和比利时似乎最脆弱，尽管其可用现金水平较高。事实上，两国总存款覆盖总债务的23%，而德国和意大利约为30%。

图7：2020年可用现金头寸，2021年将提供的额外WCR资金

NFC存款-NFC新贷款（高至100万欧元），十亿欧元	法国	德国	意大利	西班牙	荷兰	欧元区
2020年1月	670	592	280	239	297	2521
2020年12月	866	685	375	295	324	3068
截至2021年5月	858	703	382	296	331	3106
2020年12月相对1月的现金头寸变化情况（1）	197	93	94	56	27	547
2021年5月相对2020年12月的现金头寸变化情况（1）	-9	18	7	1	7	38
2021年WCR的预期增长（3）	31	17	3	17	15	102
WCR预期增长在净现金总额中的份额 新冠疫情后=（3）/（1）+（2）	17%	15%	3%	30%	43%	17%

来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

图8：非金融企业存款总额占贷款及债务证券总额的份额



来源：欧洲央行、欧盟统计局、裕利安怡、安联研究

附录

图1：2020年WCR水平及其三个子成分（DSO、DPO和DIO）相对于2019年的变化

2020年度（单位：天数）	WCR	WCR变化	DSO变化	DPO变化	DSO-DIO	DIO变化
全球平均	**70**	**1**	**2**	**2**	**0**	**1**
北美	**61**	**5**	**2**	**1**	**1**	**4**
美国	65	4	2	1	1	3
加拿大	57	4	2	2	0	4
拉丁美洲	69	**-3**	**4**	**6**	**-2**	**-1**
巴西	74	0	7	6	1	-1
智利	64	-6	0	5	-5	-1
西欧	63	**1**	**-1**	**1**	**-2**	**3**
欧元区	62	**0**	**0**	**3**	**-3**	**3**
德国	64	-2	-2	2	-4	2
法国	64	-2	-1	6	-7	5
英国	60	2	0	0	0	2
意大利	67	-2	5	6	-1	-1
西班牙	71	9	4	5	-1	10
荷兰	52	7	-1	0	-1	8
瑞士	73	11	4	1	3	7
瑞典	66	2	3	1	2	0
挪威	52	-5	3	6	-3	-2
比利时	47	-5	-5	0	-5	0
奥地利	62	4	-1	-1	0	4
丹麦	78	5	-3	0	-3	7
芬兰	64	-7	-7	1	-8	1
希腊	86	8	1	-2	3	5
葡萄牙	42	-8	-2	1	-3	-4
中东欧	75	**-2**	**1**	**1**	**0**	**-2**
俄罗斯	79	-7	-3	2	-5	-2
土耳其	71	3	6	6	0	3
波兰	60	-1	-1	-1	0	-1
罗马尼亚	74	-5	2	2	0	-6
保加利亚	91	-2	2	2	0	-2
非洲及中东	78	**-1**	**-1**	**1**	**-2**	**1**
南非	58	1	1	2	-1	2
摩洛哥	60	-3	-6	-4	-2	-1
沙特阿拉伯	115	-1	2	5	-3	1
亚太地区	72	**-1**	**1**	**3**	**-2**	**1**
中国	92	-2	4	3	1	-3
日本	77	1	0	-2	2	-1
澳大利亚	55	3	-2	-3	1	2
韩国	77	2	-1	0	-1	3
中国台湾	93	3	4	5	-1	4
新加坡	64	3	4	3	1	2
中国香港	68	-6	2	4	-2	-4
新西兰	51	-9	-7	2	-9	1
印度	73	1	0	2	-2	3

WCR：营运资本需求

DSO：应收账款周转天数

DIO：库存天数

DPD：应付账款周转天数

来源：裕利安怡、安联研究

图2：2020年按国家/地区和行业划分的DSO热图（天数）

2020	零售	食品	其他服务	运输	电信	油气	个人及娱乐用品	家庭用品	金融	金属	公用事业	造纸	商业服务	化工	技术	汽车	制药	航空	电子	建筑	机械设备	国家/地区平均
中国	22	31	67	50	80	95	67	72	58	73	77	89	92	84	115	116	91	133	113	127	136	94
意大利	74	63	102	68	79	106	60	81	98	-	96	76	122	76	117	81	75	63	103	94	88	89
希腊	45	91	85	33	-	20	59	85	54	95	106	82	128	-	122	-	-	-	102	90	94	83
土耳其	19	69	70	60	74	33	68	96	62	82	51	98	106	75	105	92	100	160	97	105	84	82
西班牙	13	61	82	-	57	84	55	-	-	51	83	60	118	-	83	36	69	76	-	120	79	80
摩洛哥	57	62	71	96	-	36	-	-	-	96	74	-	-	-	117	-	93	-	-	60	-	79
沙特阿拉伯	31	52	52	66	89	45	163	87	85	70	72	111	104	80	158	-	-	-	-	73	153	77
中国台湾	24	41	21	33	40	61	61	59	44	67	52	78	65	77	81	86	68	107	80	65	95	75
日本	23	51	33	49	78	52	57	68	42	87	46	90	63	96	67	65	92	114	77	110	104	70
法国	39	49	81	56	64	97	39	57	109	50	73	58	80	74	82	53	65	77	75	75	82	69
巴西	59	41	44	37	126	52	121	83	50	48	70	52	76	44	88	61	106	54	-	109	88	69
印度	51	41	55	64	67	61	66	66	74	61	71	58	91	71	84	61	84	95	78	80	85	69
葡萄牙	-	-	54	-	78	-	-	-	-	-	71	46	55	-	90	-	-	-	-	110	-	68
新加坡	24	46	31	66	25	85	92	61	130	77	91	62	65	81	65	71	56	68	65	72	95	66
罗马尼亚	39	73	17	-	-	61	-	28	-	73	60	76	58	37	-	79	145	63	-	75	79	66
中国香港	30	40	42	48	45	73	58	61	70	53	72	67	67	85	73	84	100	139	70	70	91	64
智利	74	65	53	64	-	-	64	50	52	65	60	67	58	75	-	-	-	-	-	65	-	62
保加利亚	-	40	29	-	-	-	69	88	78	59	33	66	69	94	134	59	78	46	-	79	60	62
韩国	28	41	50	36	77	65	45	49	66	68	64	61	44	57	57	69	76	63	58	58	70	59
瑞典	20	42	34	30	51	72	61	45	47	50	28	51	56	84	67	41	70	63	53	51	62	58
比利时	-	51	48	56	47	-	41	42	-	34	-	-	116	42	88	-	77	-	44	55	61	57
波兰	19	45	53	40	53	36	51	57	66	49	44	53	73	44	76	30	62	59	54	66	78	57
俄罗斯	8	40	40	20	-	40	-	104	50	49	53	51	-	26	-	41	104	68	93	72	82	55
丹麦	30	32	61	41	-	55	28	36	-	-	-	-	46	-	70	-	61	-	37	42	64	54
挪威	6	44	21	26	35	60	-	53	66	41	77	49	97	47	66	-	64	-	54	58	62	53
美国	16	37	44	32	44	52	44	43	53	54	57	42	56	57	62	58	65	54	60	58	61	53
瑞士	22	41	43	53	-	-	49	47	-	57	46	56	61	66	53	-	62	-	47	46	60	53
加拿大	17	41	64	45	46	59	33	53	49	48	43	37	57	53	57	59	69	46	48	55	67	53
奥地利	-	59	-	73	-	55	38	-	-	36	84	-	-	-	44	-	-	58	-	67	63	52
英国	15	42	41	55	49	50	42	40	67	50	64	61	54	72	61	71	72	40	58	46	63	51
德国	19	44	37	51	51	49	46	68	38	43	49	22	69	50	58	67	55	61	62	42	50	50
澳大利亚	20	43	37	37	36	45	60	50	45	46	63	43	50	68	59	38	71	48	65	51	61	50
南非	20	49	34	32	33	51	27	56	44	39	-	54	58	57	69	-	96	-	66	36	51	47
荷兰	25	44	56	-	-	30	-	49	59	22	-	-	44	51	49	-	42	-	57	44	55	45
芬兰	13	35	29	27	-	-	40	56	36	26	47	41	47	-	59	63	50	56	52	29	52	44
新西兰	11	38	25	36	29	31	27	-	27	74	32	-	33	-	51	-	55	-	-	-	56	37
行业平均	26	43	47	47	56	58	58	61	61	62	64	66	68	72	74	75	76	77	77	82	92	66

来源：彭博社、裕利安怡、安联研究

咨询有关信用风险解决方案，请联系我们

Email:Marketing.china@eulerhermes.com
Tel:021-60305900
Website:www.eulerhermescn.com

扫码关注裕利安怡社交账号

微信公众号/小程序：裕利安怡

领英：EulerHermesAsiaPacific

有关前瞻性陈述的注意事项：

本文陈述的内容包括对未来的预测以及其他前瞻性论述，这些预测基于管理层当前的观察角度，所用的假设中存在已知和未知的风险以及不确定性，可能会导致实际结果、表现或终局与本文明确或隐含的表述出现明显差异。导致实际结果、表现或终局可能与前瞻性陈述明显不符的情况包括，但不限于：（i）总体的经济情况，包括裕利安怡集团核心的业务和核心市场所在的经济情况，（ii）金融市场的表现，涉及市场波动性、流动性以及信贷条件，（iii）已投保损失的频率和严重性，包括自然灾害和损失的后续发展，（iv）发病率和死亡率的水平和发展趋势，（v）持续性水平，（vi）尤其是银行业信用违约的程度，（vii）利率水平，（viii）汇率，包括欧元兑美元的汇率，（ix）法律和法规的变化，包括税收法律法规（x）收购包括相关整合问题以及重组措施造成的影响，（xi）各种竞争性因素，具体个案基于当地、地区、国家和/或全球的相关因素。由于恐怖主义活动及其影响，很多相关因素出现的可能性更大，或更明显。

不承担更新义务

公司不会承担对本文所包含任何信息或前瞻性陈述进行更新的义务，或是保留任何法律要求披露信息的义务。