

2012 年 2 月 10 日

第二轮 LTRO 继续支撑风险资产

相关研究

屋漏偏逢连夜雨——点评欧元区 9 国评级下调
2012 年 1 月 16 日

削骨疗伤，急救欧洲
2011 年 12 月 20 日

欧洲评级相继下调，法、意衰退不可避免——国际金融市场风险监测体系
2011 年 12 月 19 日

法国恐将调降评级，风险偏好持续下降——国际金融市场风险监测体系
2011 年 12 月 15 日

欧洲迈向财政联盟，但危机继续——2011 年 12 月欧盟峰会点评
2011 年 12 月 12 日

欧债危机升级之曙光微现
2011 年 11 月 28 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果
chenguo@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮
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>

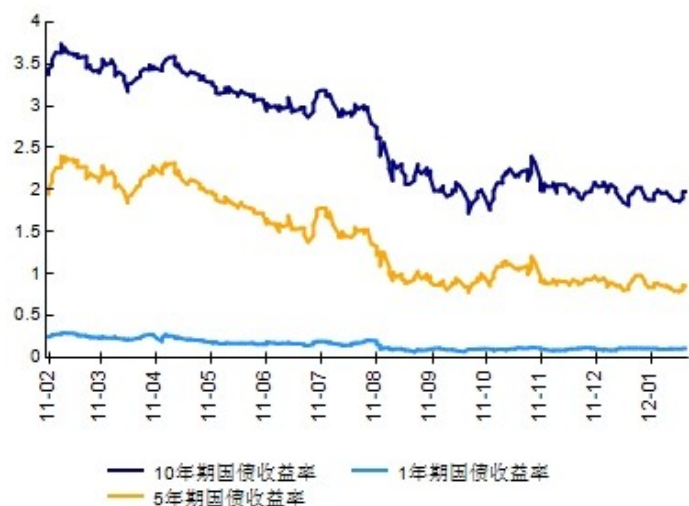
总体判断：

- 昨日欧央行宣布利率不变，月底启动的第二轮 LTRO 抵押品标准将进一步放宽，希腊宣布协议达成，符合我们的预期。
- 关于 LTRO，市场有各种解读，我们认为，从缓解短期危机来说，LTRO 是非常有效的，也将继续支撑风险资产的强势。以下是我们对当前几种对 LTRO 流行解读的回应：
 1. 关于“LTRO 是否等于 QE”
 - LTRO 是承诺不限量的，因此为了满足当前银行需求，欧央行势必需要扩大资产负债表，这点和 QE 是类似的。从功能上说 LTRO 更类似于 QE1，是针对流动性危机，也比 QE2 更有用，因为 QE2 的时候银行不需要钱。LTRO 则正是银行需要钱的时候。
 - 2. 关于“LTRO 只是向银行输入流动性，无法直接缓解欧债危机”
 - 实际上意大利，西班牙与希腊的问题是有所不同的。希腊可以定义为真正的偿债能力危机，意大利可以定义为流动性危机。因此在欧盟巴罗索方案要求银行提高资本金后，意大利国债收益率出现了明显上升，这个时候也就是所谓的欧债危机升级。因此反过来，缓解银行流动性危机，也可以缓解意大利债务危机。
 - 3. 关于“LTRO 作用不大，欧央行存款增加规模与 LTRO 相当，银行不会用这笔钱购买债券。”
 - 首先欧央行存款增加，很难说都是从 LTRO 贷款的钱，欧洲银行本来就在去杠杆，在欧央行存款利率是 0.25%，只是优于持有现金，而 LTRO 的利率是 1%，因此即使从 LTRO 贷款存到了欧央行，那么也是暂定的，银行借这笔钱一般是要用于产生资本金收益。国债的风险权重小于贷款，从资本充足率达标和风险控制角度看，至少相对于放贷，银行是愿意购买短期国债的。
 - 4. 关于“银行只会购买短债，对中长期债券收益率下降没有用”
 - 即使中长期收益率不下降，短债能顺利发行也可以将欧债危机延后。短期收益率的下降也可以使得市场情绪好转，进而传导压低中长期国债收益率。而且欧央行未来可以进一步延长 LTRO 贷款期限。
 - 最后我们认为虽然 LTRO 使得避险情绪缓解，但是由于欧央行在积极扩大资产负债表，使得也处在宽松预期下的美元仍然存在一定支撑。

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”。

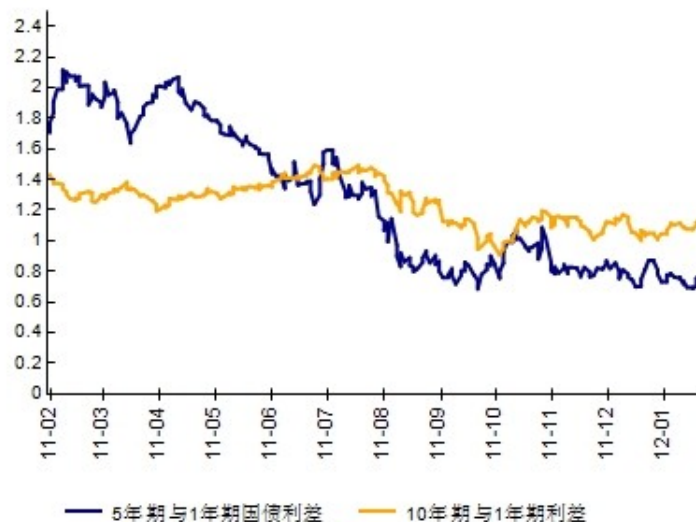
1. 希腊就第二轮救助资金的谈判达成一致， 美股商品上升

图 1：美国国债收益率继续上涨，对其需求增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减弱。



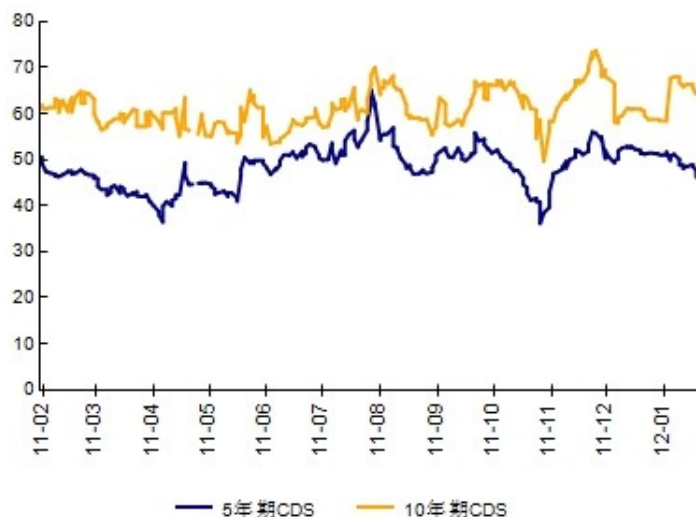
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 小幅回升，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



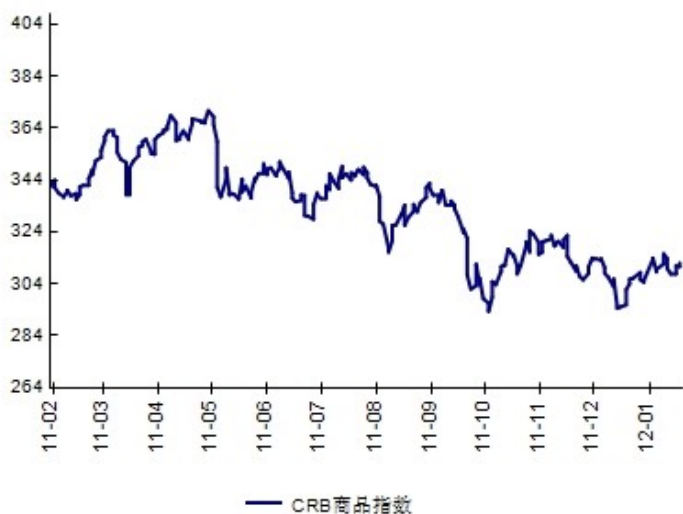
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于日本财长认为日元仍然波动, 他将密切关注汇市, 若有需要将进行干预。



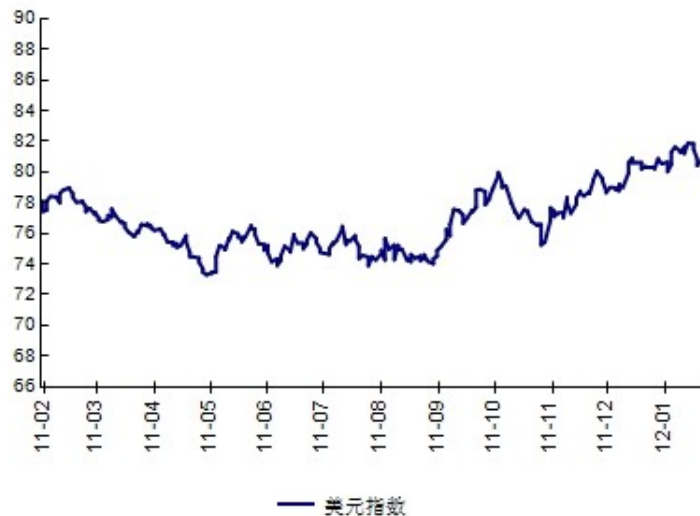
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于金属原油上升推动。



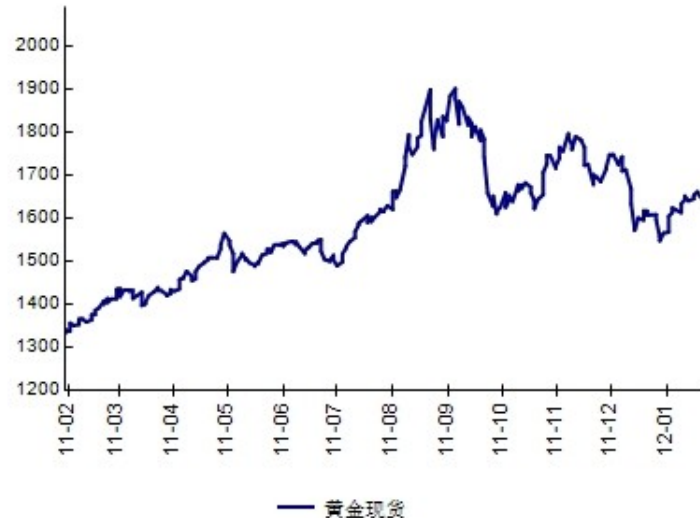
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅下滑, 由于希腊就第二轮救助谈判终于达成一致, 对其避险需求减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上升, 由于希腊就第二轮救助资金的谈判达成一致, 对其需求有所增加。



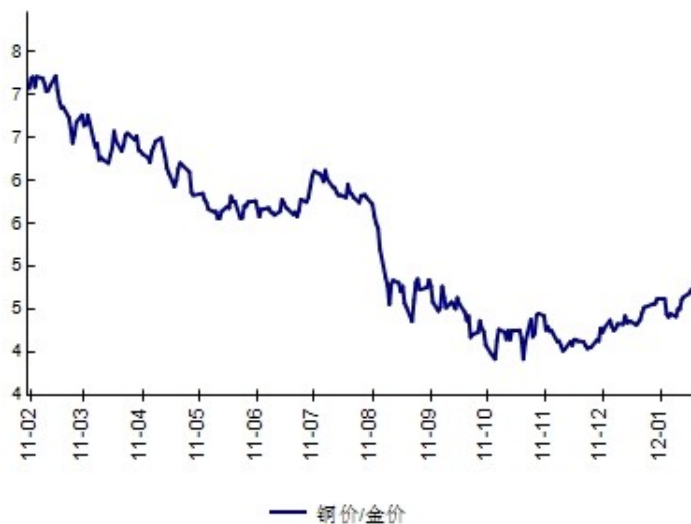
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格回升，由于失业数据下滑且希腊第二轮救助谈判基本成功，预期对原油需求会好转。



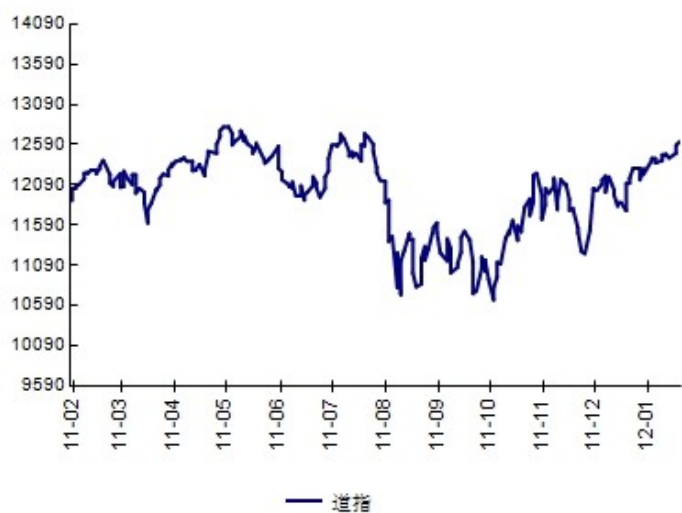
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比大幅上涨，由于铜库存下降且乐观预期经济形势对铜价起利好刺激。



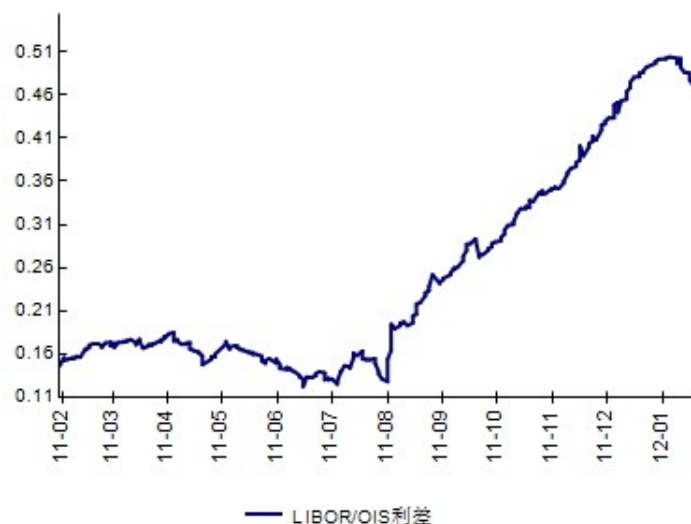
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于希腊领导人就第二轮救助资金达成一致。



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缓。



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
02/01/2012 23:00	密尔沃基采购经理指数	JAN	57.5	58.4	57.8
02/01/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	JAN 27	--	-2.90%	-5%
02/01/2012 21:15	ADP 就业变动指数	JAN	183000	170K	325000
02/01/2012 23:00	建筑开支月环比	DEC	0.0%	1.50%	1.20%
02/01/2012 23:00	ISM 制造业	JAN	54.5	54.1	53.9
02/01/2012 23:00	ISM 支付价格	JAN	49.8	55.5	47.5
02/02/2012 06:00	国内汽车销售量	JAN	10.50M	11.05M	10.45M
02/02/2012 06:00	汽车总销售量	JAN	13.50M	14.13M	13.52M
02/02/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	JAN	--	38.90%	30.0%
02/02/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	FEB	--	45.1	45.8
02/02/2012 21:30	非农生产力	4Q P	0.80%	0.70%	2.30%
02/02/2012 21:30	单位劳务成本	4 Q P	0.90%	1.20%	-2.50%
02/02/2012 21:30	首次失业人数	JAN 28	370000	367K	377000
02/02/2012 21:30	持续领取失业救济人数	JAN 21	3.53E+06	3437K	3.5 E+06
02/02/2012 22:45	ISM 纽约	JAN	--	60.1	51.1
02/02/2012 22:45	彭博消费者舒适度	JAN 29	--	-44.8	-46.4
02/02/2012-02/03/2012	ICSC 连锁店销售 同比	JAN	--	4.80%	3.50%
02/03/2012 21:30	非农就业人数增减	JAN	150000	243K	200000
02/03/2012 21:30	非农私企就业人数增减	JAN	168000	257K	212000
02/03/2012 21:30	制造业就业人数增减	JAN	11000	50K	23000
02/03/2012 21:30	失业率	JAN	8.50%	8.30%	8.50%
02/03/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	JAN	0.20%	0.20%	0.20%
02/03/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	JAN	1.0%	1.90%	2.10%
02/03/2012 21:00	周平均工时 所有员工	JAN	34.4	34.5	34.4
02/03/2012 21:30	家庭调查就业率变动	JAN	--	847	176
02/03/2012 21:30	就业不足率(U6)	JAN	--	15.10%	15.20%
02/03/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	JAN	53.2	56.8	52.6
02/03/2012 23:00	工厂订单	DEC	1.50%	1.10%	1.80%
02/07/2012 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	FEB	48.1	49.4	47.5
02/07/2012 23:00	JOLTS 职位空缺	DEC	3250	3376	3161
02/08/2012 04:00	消费者信用	DEC	\$7.000B	\$19.308B	\$20.374B
02/08/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 3	--	7.5%	-2.90%
02/09/2012 21:30	首次失业人数	FEB 4	370K	358K	367K
02/09/2012 21:30	持续领取失业救济人数	JAN 28	3500K	3515K	3437K
02/09/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 5	--	-41.7	-44.8
02/09/2012 23:00	批发库存	DEC	0.40%	1.00%	0.10%

本周将公布的经济数据

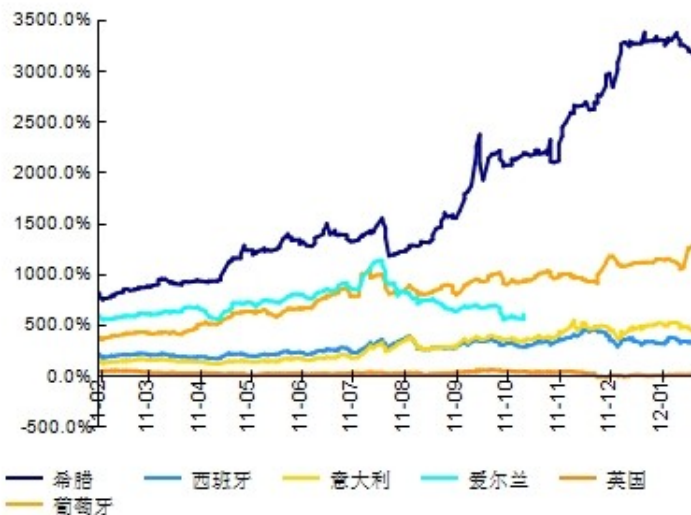
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
02/10/2012 21:30	贸易余额	DEC	-\$48.5B	--	-\$47.8B
02/10/2012 22:55	密执安大学消费者信心	FEB P	74.8	--	75
02/11/2012 03:00	预算月报	JAN	-\$34.0B	--	-\$49.8B
02/14/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	JAN	95	--	93.8
02/14/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	JAN	0.20%	--	-0.10%
02/14/2012 21:30	进口价格指数(同比)	JAN	7.10%	--	8.50%
02/14/2012 21:30	商品零售额	JAN	0.70%	--	0.10%
02/14/2012 21:30	除汽车外零售额	JAN	0.50%	--	-0.20%
02/14/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	JAN	0.40%	--	0.00%
02/14/2012 21:30	零售销售“对照小组”	JAN	0.50%	--	--
02/14/2012 23:00	营运库存	DEC	0.40%	--	0.30%
14-15 FEB	Revisions: Producer Price Index				
02/15/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 10	--	--	7.50%
02/15/2012 21:30	Revisions: Consumer Price Index				
02/15/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	FEB	14.1	--	13.48
02/15/2012 22:00	净 TIC 流量总计	DEC	--	--	\$48.6B
02/15/2012 22:00	长期净 TIC 流量	DEC	--	--	\$59.8B
02/15/2012 22:15	工业产值	JAN	0.60%	--	0.40%
02/15/2012 22:15	设备使用率	JAN	78.60%	--	78.10%

2. 欧央行维持低基准利率，欧股欧元回升

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均回落。由于希腊就第二轮救助资金谈判达成一致，对经济担忧情绪减缓。



图 14：除英国外，其他国国债利差均下滑，由于欧央行维持低基准利率，对经济担忧情绪有所缓和。



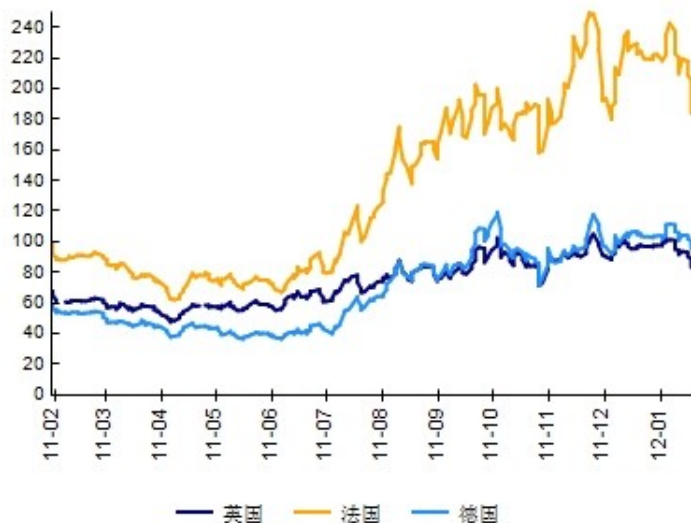
资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下滑，由于希腊就第二轮救助资金谈判达成一致。



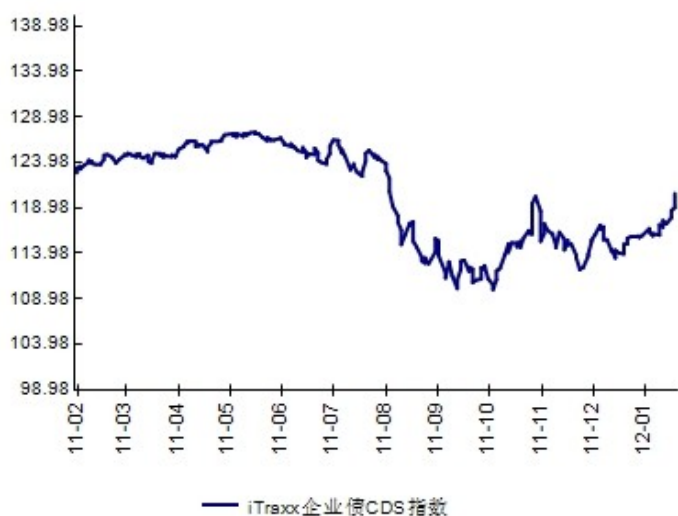
图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 继续下跌, 对企业违约风险情绪减小。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下降, 显示银行信贷压力有所缓和。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上升, 股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上涨, 由于希腊就第二轮救助资金谈判达成一致。

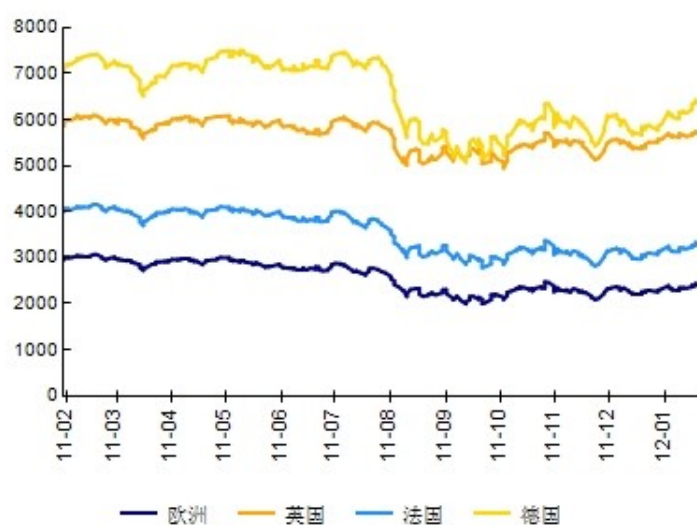


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。

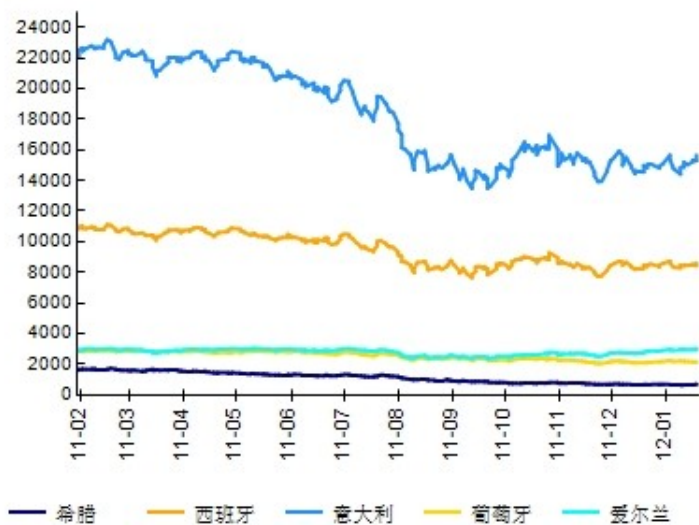


图 22: 欧洲股市均小幅回升, 由于欧央行决定维持低基准利率。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

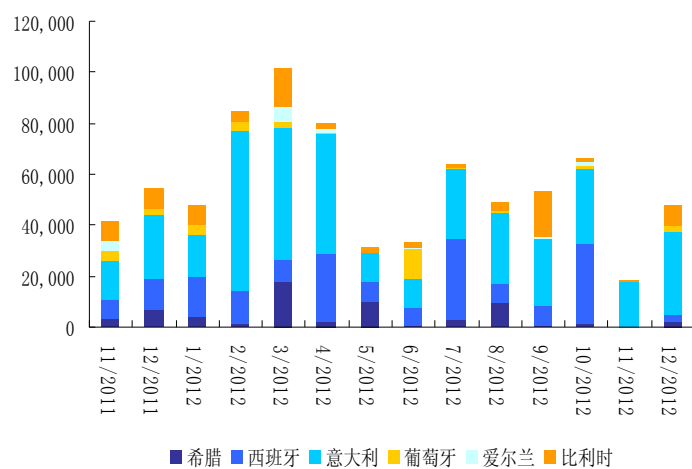
图 23: 除意大利外, 其他欧猪五国股市均上升, 由于希腊就第二轮救助资金谈判达成一致。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

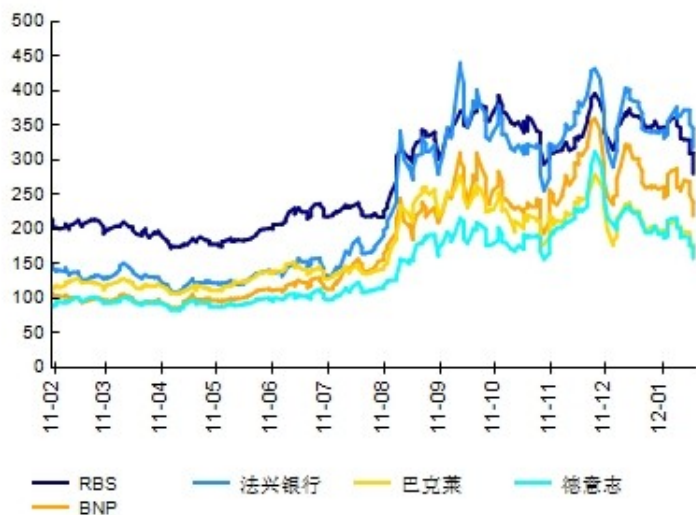
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



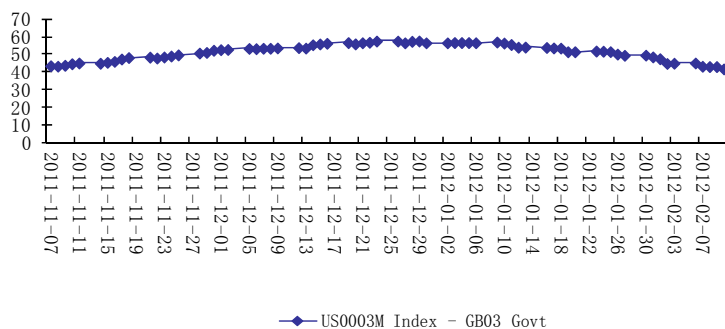
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 继续上升。



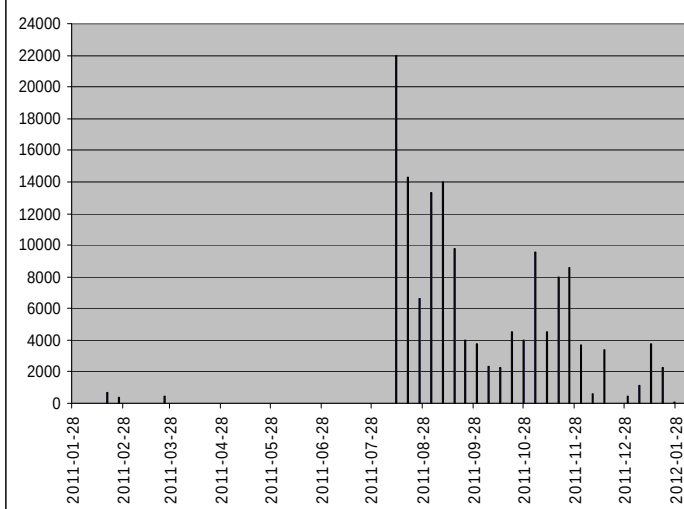
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 下滑, 资金宽松。



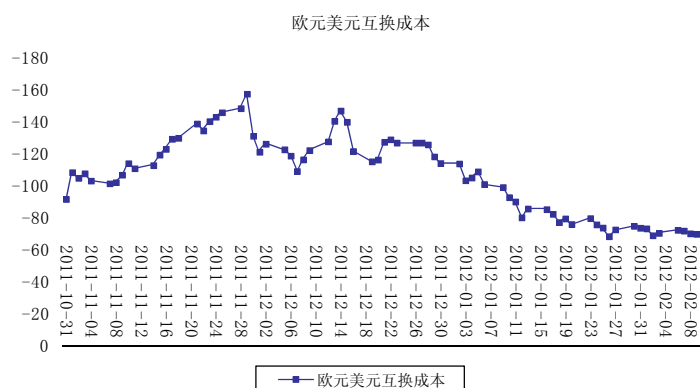
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 欧央行购买债券力度有所上升, 上周有 12.4 千万。(单位: 百万欧元)



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 欧元互换成本小幅回落。



资料来源: ECB, 申万研究

表 1: 欧债时间表——2012 年欧元区大事日程

(黄色为政治和欧央行事件, 红色为债务到期, 黑体为重要事件)

1 月 9 日	德法领导人柏林会晤, 讨论欧洲财政联盟
1 月 12 日	欧洲、英国央行公布利率
1 月 16 日	三驾马车检查希腊减赤进展, 决定 3 月是否发放 50 亿欧元贷款。
1 月 25 日	欧元区财长会议
1 月 25-29 日	世界经济论坛年会
1 月 30 日	欧盟领导人峰会, 讨论欧洲财政联盟; 意大利国债拍卖
1 月 31 日前	希腊必须就私营部门参与救助 (PSI) 达成协议, 以获得第二批 1300 亿欧元贷款
1 月 31 日	
-2 月 1 日	意大利 358 亿欧元债务到期
2 月 9 日	欧洲、英国央行公布利率
2 月 17 日	西班牙 130 亿欧元债务到期
2 月 19 日	希腊议会选举
2 月 21 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
2 月 27-28 日	意大利国债拍卖
2 月 29 日	
-3 月 1 日	意大利 502 亿欧元债务到期
3 月 1-2 日	欧盟领导人峰会
3 月 8 日	欧洲、英国央行公布利率
3 月 13 日	欧元区财长会议
3 月 20 日	希腊 151 亿欧元债务到期
3 月	IMF 审查葡萄牙和希腊
3 月底	希腊出售 70 亿欧元资产, 50 亿欧元援助发放期
4 月 4 日	欧央行公布利率决议
4 月 12 日	意大利国债拍卖
4 月 15-16 日	意大利和西班牙分别 251 亿、151 亿欧元债务到期
4 月 18 日	爱尔兰 230 亿欧元债务到期
4 月 22 日	法国首轮选举
4 月 26-27 日	意大利国债拍卖
4 月 30 日	意大利和西班牙分别 208 亿、123 亿欧元债务到期
4 月	希腊大选, 总理 Papademos 面临考验
5 月 3 日	欧央行公布利率决议
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 15 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
5 月 18 日	希腊 84 亿欧元债务到期

5 月	IMF 审查希腊
6 月 6 日	欧央行公布利率决议
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事、会员会议
6 月底	IMF 审查葡萄牙, 希腊 100 亿欧元援助发放期
7 月 5 日	欧央行公布利率决议
7 月 30 日	西班牙 135 亿欧元债务到期
8 月 2 日	欧央行公布利率决议
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

表 2: 欧洲主要国家债务相关情况

国家	债务(百万欧元)					2010 年			
		5 年 CDS	标普	穆迪	惠誉	10 年赤字/GDP%	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
2/2012	1,206	12,848	63,031	3,480	4	3,703	80,569
3/2012	17,451	9,421	51,426	1,861	6,209	15,390	86,368
4/2012	2,068	26,512	46,789	1,011	1,303	1,811	77,683
5/2012	9,946	7,861	11,312	18		1,979	29,137
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: 银行业所持其他国债务 (单位: 亿美元)

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	希腊银行业	爱尔兰银行业	意大利银行业	葡萄牙银行业	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		2295.33	374.94	3.27	44.52	46.58	4.50	47.21	183.55	322.32	162.85	4406.33
希腊	17.38	557.39	213.72		8.31	37.28	101.31	11.55	126.42	82.28	14.05	1208.07
爱尔兰	254.41	320.15	1105.09	4.92		148.43	52.97	92.12	1408.50	524.71	207.80	3801.15
意大利	240.06	4163.73	1617.57	5.11	120.14		30.59	397.65	737.20	441.87	442.04	8374.51
葡萄牙	35.11	256.62	358.52	0.29	21.56	39.32		884.83	254.39	52.31	22.17	1966.69
西班牙	239.04	1508.92	1774.65	3.77	135.92	229.79	265.20		1008.80	638.99	268.86	6431.56
德国	168.15	2771.20		21.05	615.60	2728.86	33.48	598.52	1899.91	1647.09	1457.41	13289.22
法国	622.29		2232.85	18.54	146.94	505.92	74.05	327.86	3052.63	2014.66	1072.43	9248.46

资料来源: BIS, 申万研究

表4: 截至2011-9银行业所持其他国债务 (单位: 亿美元)

	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		2301.28	346.57	48.62	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39
希腊	13.52	478.99	186.36	31.64	10.48	115.46	60.07	11.65	1047.17
爱尔兰	233.63	290.29	1015.65	158.52	86.00	1370.89	436.60	196.35	3575.99
意大利	222.17	3724.00	1446.86		355.12	612.68	330.12	364.25	7357.71
葡萄牙	32.39	257.55	299.93	34.71	788.09	234.04	49.67	14.38	1758.31
西班牙	212.34	1445.21	1608.65	295.23		930.83	477.54	246.84	5902.67
德国	164.01	2456.29		2449.56	600.36	2303.36	2173.68	1392.05	12940.06
法国	623.66		2170.00	480.15	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39

资料来源: BIS, 申万研究

表 5: 欧猪五国债务今内到期明细

		应付利息		本息和(亿)	货币
到期日	国家	未偿还(千)	(千)		
01/11/12	希腊	16,037	321	0.16	EUR
01/13/12	希腊	2,000,000		20.00	EUR
01/16/12	西班牙	500,000	23,500	5.24	NOK
01/16/12	意大利	7,700,000		77.00	EUR
01/20/12	葡萄牙	3,957,700		39.58	EUR
01/20/12	西班牙	8,515,540		85.16	EUR
01/20/12	希腊	2,000,000		20.00	EUR
01/23/12	意大利	400,000	1,541	4.02	EUR
01/24/12	西班牙	500,000	14,500	5.15	EUR
01/31/12	意大利	7,500,000		75.00	EUR
02/01/12	西班牙	200,000		2.00	EUR

02/01/12	意大利	25,807,000	645,175	264.52	EUR
02/07/12	西班牙	675,000	33,075	7.08	NOK
02/10/12	希腊	1,000,000		10.00	EUR
02/15/12	意大利	8,025,000		80.25	EUR
02/17/12	葡萄牙	2,971,700		29.72	EUR
02/17/12	西班牙	10,859,720		108.60	EUR
02/17/12	希腊			0.00	EUR
02/26/12	葡萄牙	250,000	2,227	2.52	EUR
02/28/12	西班牙	1,337,800	116,389	14.54	EUR
02/29/12	意大利	10,600,000		106.00	EUR
02/29/12	意大利	8,710,000		87.10	EUR
03/01/12	意大利	14,871,000	223,065	150.94	EUR
03/01/12	意大利	12,277,000	147,324	124.24	EUR
03/05/12	爱尔兰	5,545,000	216,255	57.61	EUR
03/05/12	西班牙	1,000,000	27,500	10.28	USD
03/05/12	意大利	1,500	52	0.02	USD
03/09/12	希腊	1,455,000		14.55	EUR
03/15/12	意大利	8,250,000		82.50	EUR
03/16/12	西班牙	2,250,000	64,688	23.15	EUR
03/16/12	西班牙	20,000	46	0.20	USD
03/20/12	希腊	14,435,000	620,705	150.56	EUR
03/23/12	葡萄牙	1,780,100		17.80	EUR
03/23/12	西班牙	5,775,429		57.75	EUR
03/23/12	西班牙	2,000,000	19,800	20.20	JPY
03/30/12	意大利	8,800,000		88.00	EUR

表 6：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	11-07-25	Ca	负面	11-07-27	CC	负面			
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	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
	11-03-07	B1	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-12-21	BBB*-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-12-08	BBB+	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面	09-10-22	A-	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	93-04-29	AAA	正面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	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
	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				12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	01-12-13	AAA	正面						
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：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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

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。

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。

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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

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。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。