

世界经济

2012 年 2 月 23 日

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>

量化宽松促经济，日元英镑齐贬值

——国际金融市场风险监测 2012 年 2 月 23 日

总体判断：

- 隔夜，避险情绪上升，本周黄金涨幅超过 3%，创近三月新高；风险资产遭抛售，因投资者对欧洲经济保持谨慎而且希腊债务协议的实施面临不确定性。
- 除了希腊援助计划，近期尤其需要关注的是因量化宽松导致的日元和英镑贬值。
- 2 月以来日元大幅贬值 3.7%，日元兑美元跌幅更达 5%，昨日一度跌至 80.4。两年期美元/日元利差扭转近几年缩窄的趋势，转而扩大，这对未来美元指数上行构成提振。2 月 14 日，日本央行宣布增加资产购买规模 10 万亿日元（合 1280 亿美元）用于购买长期政府债券，总规模达到约 65 万亿日元，并将通胀目标从 1%上调至 2%，以加大刺激经济复苏的力度和对抗通缩，而这一轮日元贬值反映了对日本央行干预汇市的预期。
- 另一方面，日本去年第四季度 GDP 萎缩-2.3%，而且最近四个月伴随着资金流出日本，贸易逆差也呈扩大趋势，1 月更达 1.475 万亿日元的纪录水平，原因在于：1、进口成本大幅上升，主要是能源价格，自从去年核事故以来日本对原油进口的依存度提高，而近期中东局势紧张，导致油价大涨；2、出口量出现萎缩，因全球经济下滑导致外需低迷，特别是对中国的出口急剧下滑。
- 日元贬值，也将改善日本的出口，但日本经济仍面临欧洲信贷紧缩、外围环境恶化、美国经济不确定性等下行风险。
- 英镑近两日也大幅下滑，英镑贸易加权指数以及英镑兑欧元均跌至两个月低位。因英国通胀下行，1 月 CPI 由上月的 4.2%降至 14 个月新低 3.6%，英国央行 2 月 9 日将 QE 规模增加了 500 亿英镑，而且根据会议记录显示，还有两人支持扩大 QE 规模 750 亿英镑，这增加了未来进一步量化宽松的预期。
- 而英国经济持续低迷，去年第四季度萎缩-0.2%，失业率也升至 16 年新高 8.5%，我们预计 2012 年第一季度，英国将跟随欧洲陷入衰退，因公共部门和私营部门持续去杠杆，导致信贷紧缩，外需低迷，投资和消费信心不足，失业率企。

关注： 2 月 24 日 德国 2011 年第四季度 GDP 第二次估计值
2 月 25-26 日 G20 财长和央行官员会议

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”。

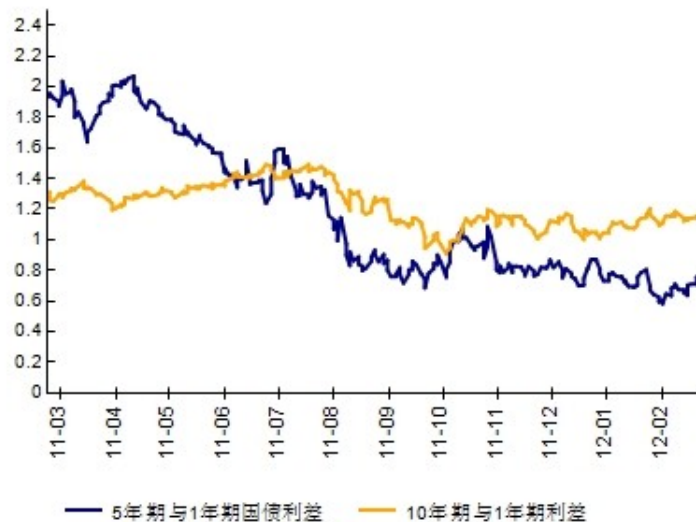
1. 欧洲2月制造业和服务业产出意外下滑，风险资产下跌

图1：美国国债收益率下降，对其需求减弱。



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。



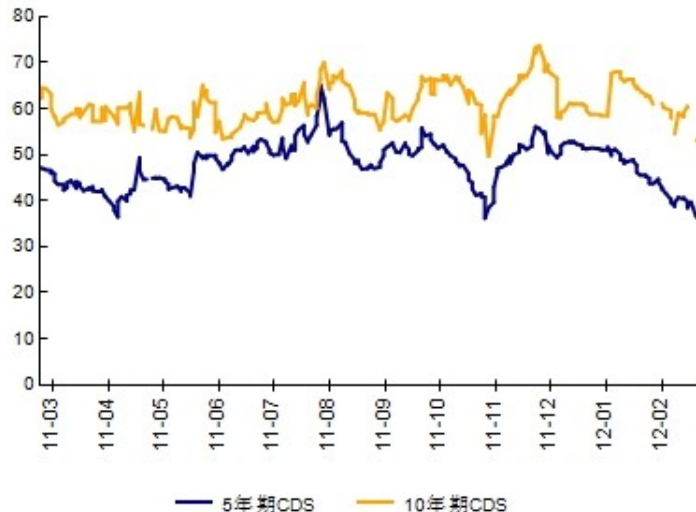
资料来源：Bloomberg，申万研究

图3：VIX指数与上一日持平。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图4：美国CDS小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



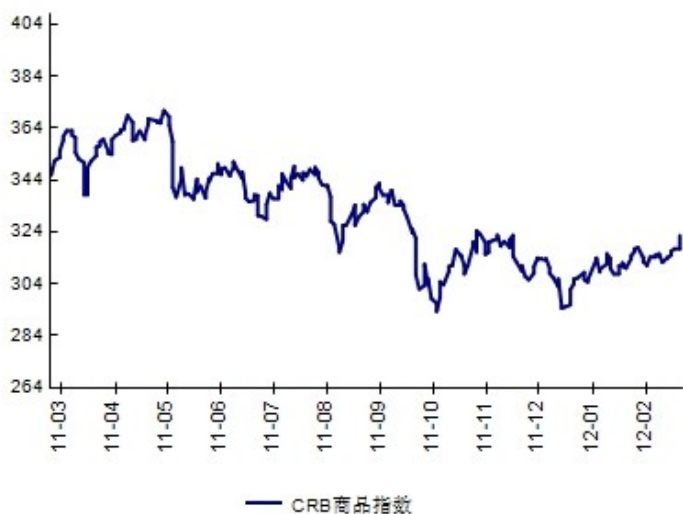
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于美国近期经济数据企稳。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格小幅上涨, 由于美国旧房销售数据好于预期, 且希腊获得第二笔救助金。



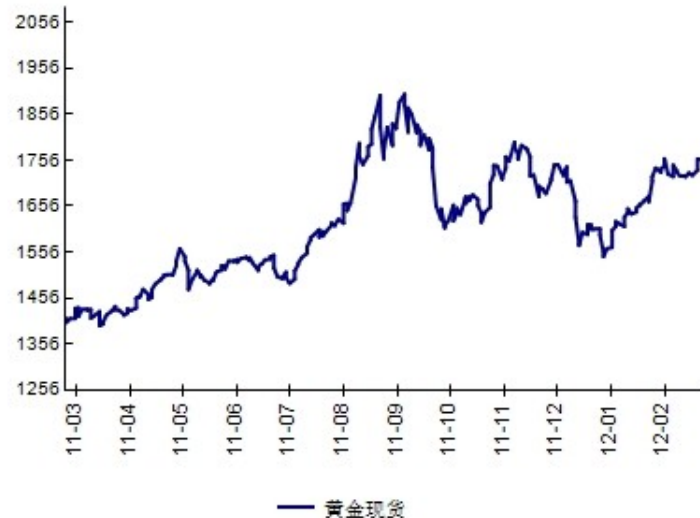
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数上升, 由于近期油价处于高位, 预期高油价会对经济增长起到抑制作用, 对避险资产需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



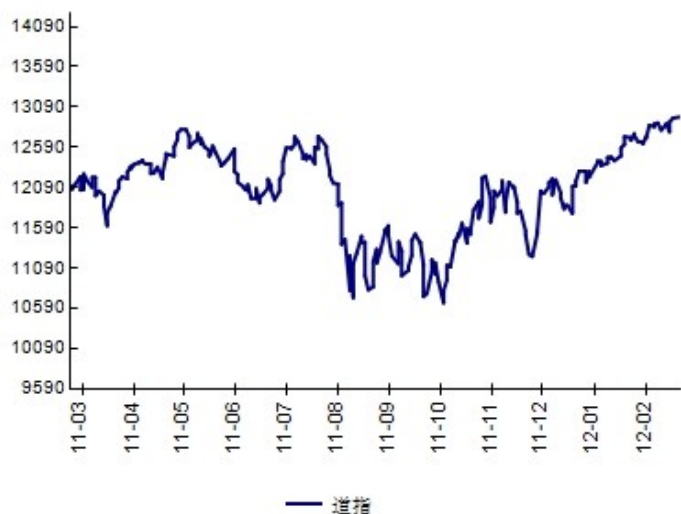
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格上涨势头偏弱，由于美国原油库存上涨。



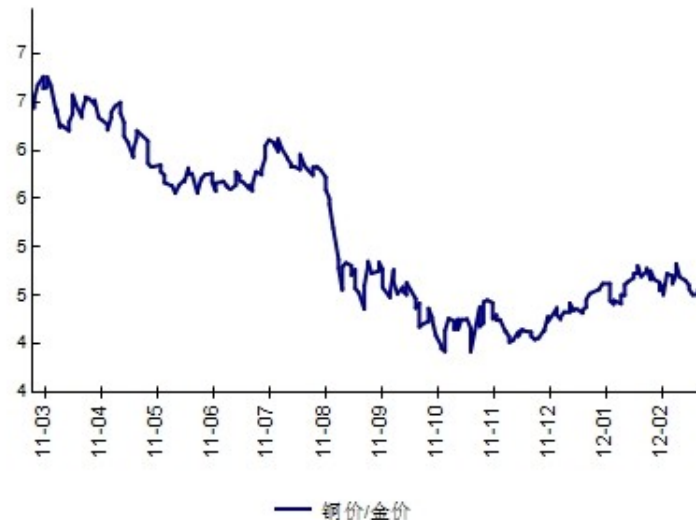
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅回落，由于预期高油价会抑制全球经济复苏，且欧洲 2 月制造业和服务业产出意外下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下滑，由于 Markit 报告称 2 月欧洲制造和服务业产出意外下跌，而 2 月中国制造业产也可能面临收缩导致铜价下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下跌，银行信贷压力有所减弱。



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
02/15/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 10	- -	-1.00%	7.50%
02/15/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	FEB	15	19.53	13.48
02/15/2012 21:30	Revisions: Consumer Price Index				
02/15/2012 22:00	净 TIC 流量总计	DEC	- -	\$87.1B	\$48.6B
02/15/2012 22:00	长期净 TIC 流量	DEC	\$45.0B	\$17.9B	\$59.8B
02/15/2012 22:15	工业产值	JAN	0.70%	0.00%	0.40%
02/15/2012 22:15	设备使用率	JAN	78.60%	78.50%	78.10%
02/15/2012 23:00	NAHB 住宅市场指数	FEB	26	29	25
02/16/2012 03:00	Minutes of FOMC Meeting				
02/16/2012 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	JAN	0.40%	0.10%	-0.10%
02/16/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	JAN	0.20%	0.40%	0.30%
02/16/2012 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	JAN	4.10%	4.10%	4.80%
02/16/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	JAN	2.70%	3.00%	3.00%
02/16/2012 21:30	首次失业人数	FEB 11	365K	348K	358K
02/16/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 4	3495K	3426K	3515K
02/16/2012 21:30	新宅开工指数	JAN	675K	699K	657K
02/16/2012 21:30	房屋开工(月环比)%	JAN	-3.40%	1.50%	-4.10%
02/16/2012 21:30	建筑许可	JAN	680K	676K	679K
02/16/2012 21:30	建筑许可(月环比)%	JAN	0.60%	0.70%	-0.10%
02/16/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 12	-42	-39.8	-41.7
02/17/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	JAN	0.30%	0.20%	0.00%
02/17/2012 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	JAN	0.20%	0.20%	0.10%
02/17/2012 21:30	消费价格指数(同比)	JAN	2.80%	2.90%	3.00%
02/17/2012 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	JAN	2.20%	2.30%	2.20%
02/17/2012 21:30	消费价格指数-无季节调整	JAN	226.573	226.665	225.672
02/17/2012 21:30	CPI 核心指数 经季调	JAN	- -	227.684	227.166
02/17/2012 23:00	领先指标	JAN	0.50%	0.40%	0.40%
02/21/2012 21:30	芝加哥联储全美活动指数	JAN	0.21	0.22	0.17
02/22/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 17	- -	-4.5%	-1.00%
02/22/2012 23:00	Revisions: Existing Home Sales				

02/22/2012 23:00	现房销售	JAN	4.66M	4.57M	4.61M
02/22/2012 23:00	旧宅销售 月环比	JAN	1.1%	4.3%	5.00%

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
02/23/2012 21:30	首次失业人数	FEB 18	355K	--	348K
02/23/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 11	3455K	--	3426K
02/23/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 19	--	--	-39.8
02/23/2012 23:00	住宅价格指数 月环比	DEC	0.10%	--	1.00%
02/23/2012 23:00	House Price Purchase Index QoQ	4Q	0.20%	--	0.20%
02/24/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	FEB	9	--	7
02/24/2012 22:55	密执安大学消费者信心	FEB F	73	--	72.5
02/24/2012 23:00	新建住宅销售	JAN	315K	--	307K
02/24/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	JAN	2.60%	--	-2.20%
02/27/2012 23:00	待建住宅销售量(月环比)	JAN	1.50%	--	-3.50%
02/27/2012 23:00	待建住宅销售 同比	JAN	--	--	4.40%
02/27/2012 23:30	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	FEB	15.9	--	15.3
02/28/2012 21:30	耐用品订单	JAN	-1.00%	--	3.00%
02/28/2012 21:30	耐用消费品（除运输类）	JAN	0.00%	--	2.10%
02/28/2012 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	JAN	0.50%	--	2.90%
02/28/2012 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	JAN	--	--	2.90%
02/28/2012 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	DEC	-0.50%	--	-0.70%
02/28/2012 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	DEC	-3.60%	--	-3.67%

2. 希腊评级遭惠誉下调至垃圾级C，欧元欧股下跌

图 13：除西班牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上升，由于希腊被惠誉下调至垃圾评级。



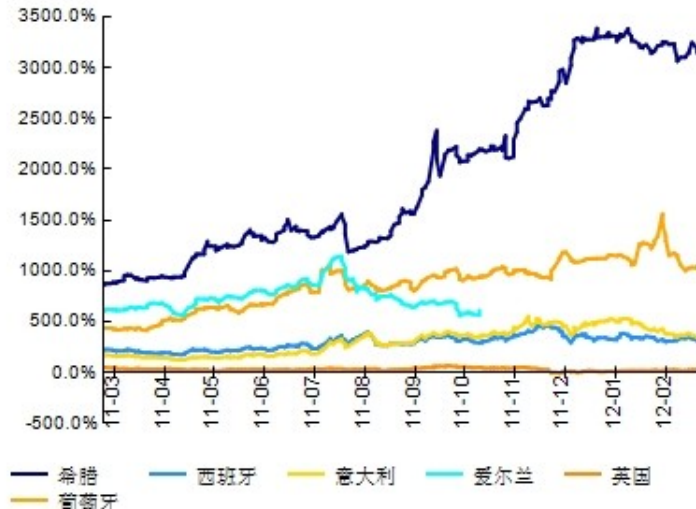
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，由于欧洲 2 月制造业和服务业产出意外下滑。



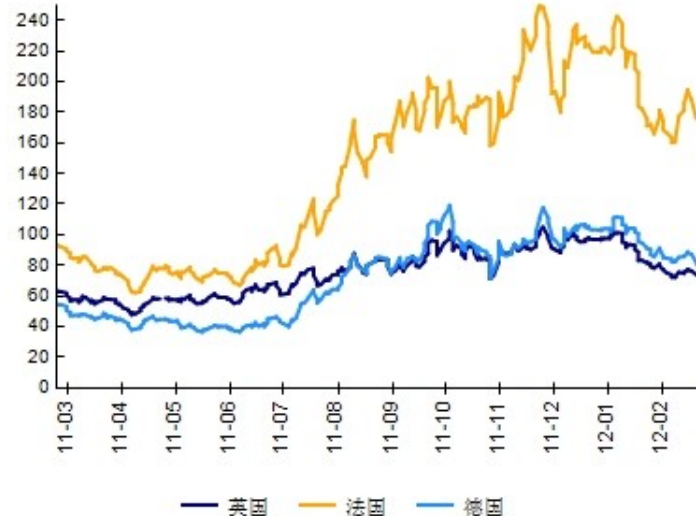
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



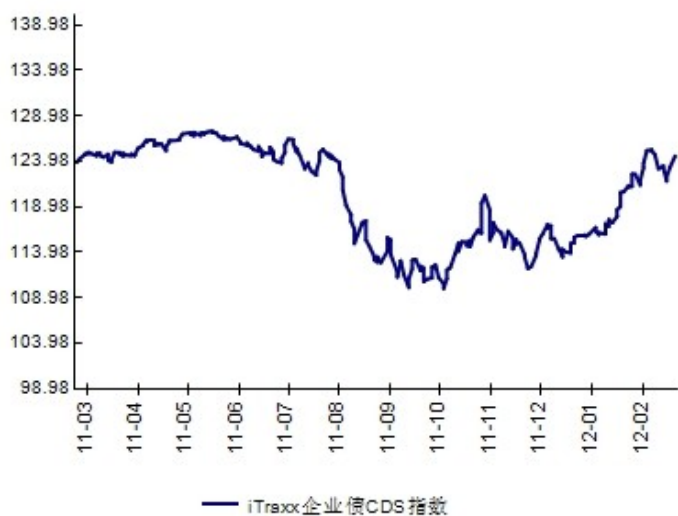
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



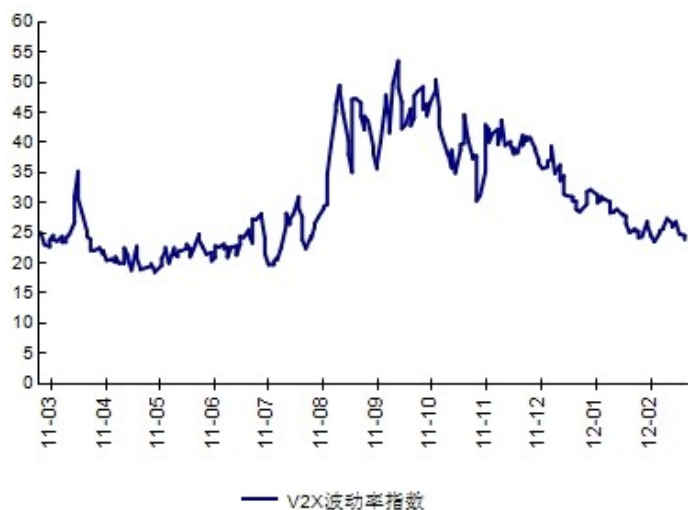
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下滑, 对企业违约风险情绪减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回升, 股市波动风险增加。



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减小。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元昨日上涨今日下跌, 由于欧洲 2 月制造业和服务业产出下跌。

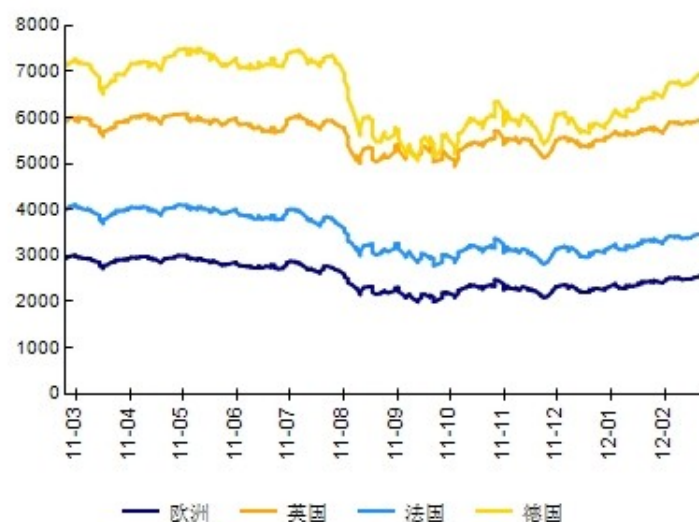


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于 2 月欧洲服务业和制造业产出意外下滑。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙意大利外, 其他欧猪五国股市均回落, 由于希腊评级遭下调。

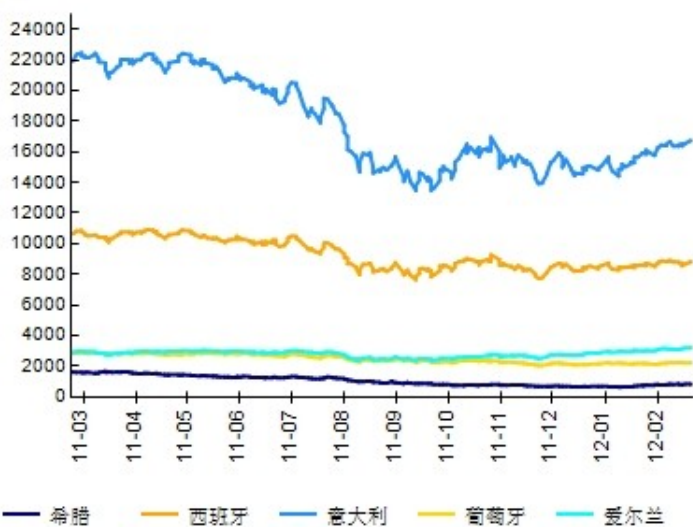
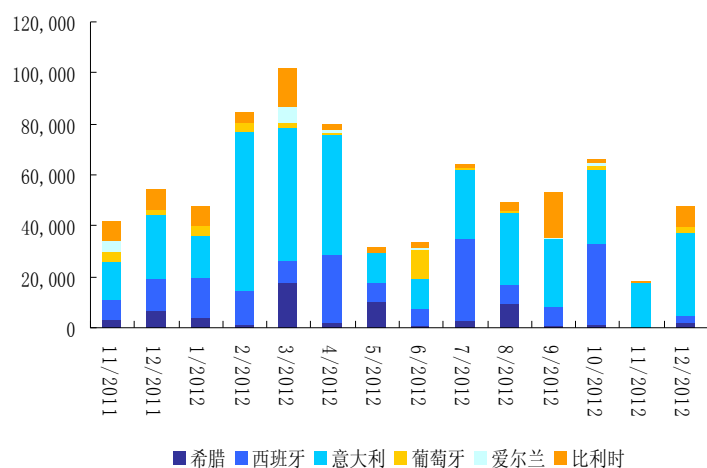


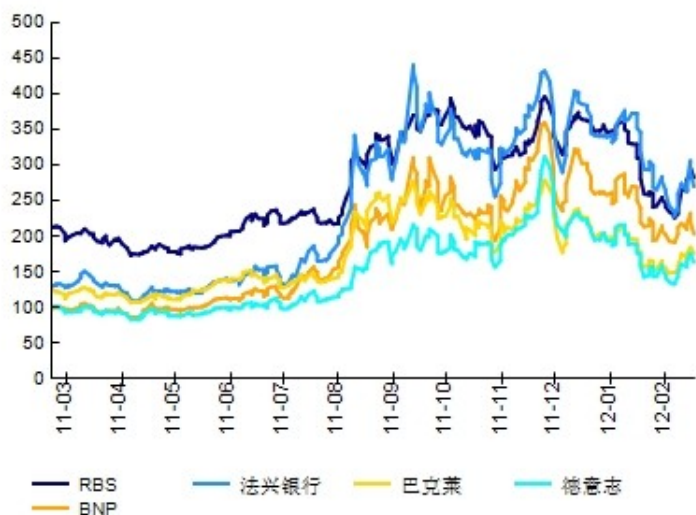
图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



资料来源: Bloomberg, 申万研究

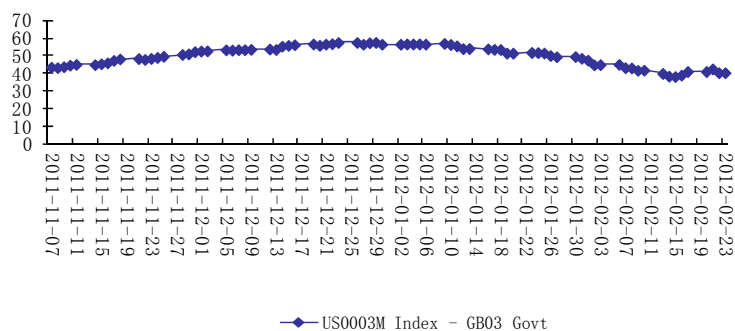
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均小幅上升, 由于欧洲 2 月制造业和服务业的产出下滑。



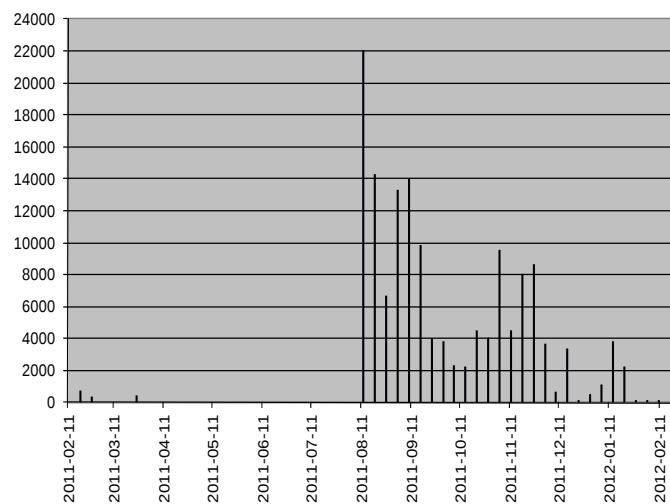
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 小幅下跌, 资金趋松。



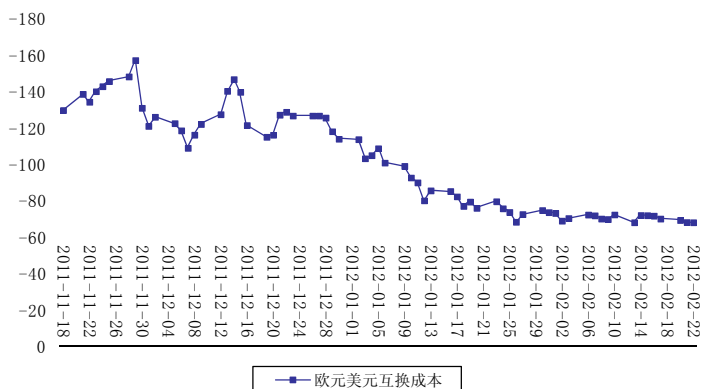
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 上周欧央行并未购买债券。(单位: 百万欧元)



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 欧元互换成本回落。



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)

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)	5 年 CDS	标普	穆迪	惠誉	10 年赤字/GDP%	2010 年		季度 GDP 环比
							政府债务/GDP%	GDP 同比	
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

到期日	国家	未偿还(千)	应付利息 (千)	本息和(亿)	货币
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	12-02-22	C	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

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。