

2012 年 3 月 2 日

欧美两重天

——国际金融市场风险监测 2012 年 3 月 2 日

总体判断:

- I 隔夜风险情绪上升,因西班牙、法国的借贷成本下降、且美国申领首次失业救济的人数创 4 年新低,但诸多不确定因素也给未来带来下行风险。
- I 欧洲失业率创历史新高,除希腊、西班牙、英国以外的欧洲制造业 PMI 继续回升。欧盟统计局公布,欧元区 and 欧盟的 1 月失业率分别为 10.7% 和 10.1%,连创 1999 年欧元诞生以来新高,青年失业率更高达 22.4%,各国分化依然明显,边缘国家最高,西班牙和希腊分别高达 23.3% 和 19.9%,奥地利受益于中学即开始实施的“二元职业教育体系”而维持最低的失业率,4%。另一方面,从 2 月制造业 PMI 来看,德、法、奥等低失业率的国家大多回到 50 上方,但隐忧在于:1、希腊因制造业急剧萎缩而大跌至历史新低 37.7;2、欧元区新订单继续下滑、3、英国也因订单减少、成本增加而从 1 月的 52 下滑至 51.2。这表明,欧元区经济不景气导致企业不愿增加雇员、扩大再生产,导致失业率上升。
- I 意大利 10 年期国债收益率自去年 8 月以来首次跌破 5%,而美国 5 年期国债收益率涨至今年新高,说明避险情绪下降。欧洲央行公布第二轮 LTRO 之后,意大利的融资压力减小,加之本周二 62.5 亿欧元国债顺利拍卖,意大利安度偿债高峰,且收益率继续下降。同时,希腊 10 年国债收益率也有所下行,首次跌破 20 欧分。
- I 美国就业市场继续复苏,但制造业 ISM 指数意外下降。美国首次申领失业救济金人数降至四年内最低水平,35.1 万人,好于市场预期的 35.5 万人。但长期失业问题和劳动力参与度下降的问题可能持续困扰美国。根据目前的各项劳动力市场数据,我们预计,2 月美国非农就业人数有望增加 20 万人左右,失业率降至 8.2%。2 月,尽管主要地区制造业调查数据均有上涨,但 ISM 制造业指数意外下降。ISM 成分也大多下降,成本上升最快,达 6 个百分点,反映去年 9 月以来的原材料上涨,以及近期油价飙升的影响,表明企业投入成本压力增加,唯一亮点在于出口订单指数上涨 4.5 个百分点至 59.5。
- I 美国 1 月消费环比上升 0.2%,但不及预期,且小于收入涨幅,0.3%。近 3 个月以来,美国实际消费支出增长缓慢,这符合我们对美国第一季度 GDP2.2%的判断。同时,油价上涨会导致成本拉动型的通胀以及消费者购买力的减弱,因此,美国第一季度通胀预计为高于预期。

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

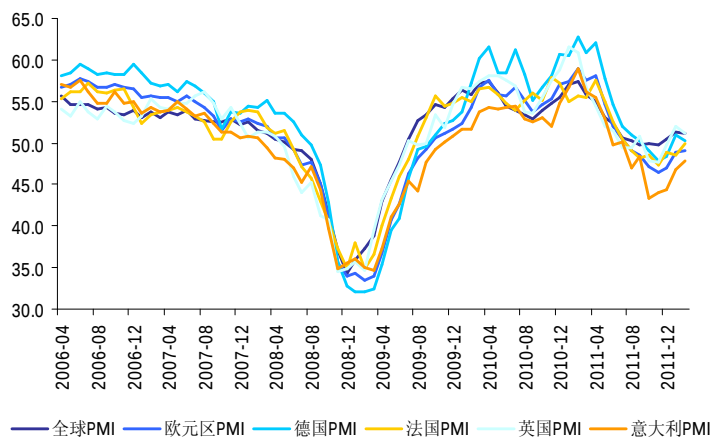
地址:上海市南京东路 99 号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

关注: 3 月 1-2 日 欧盟领导人峰会

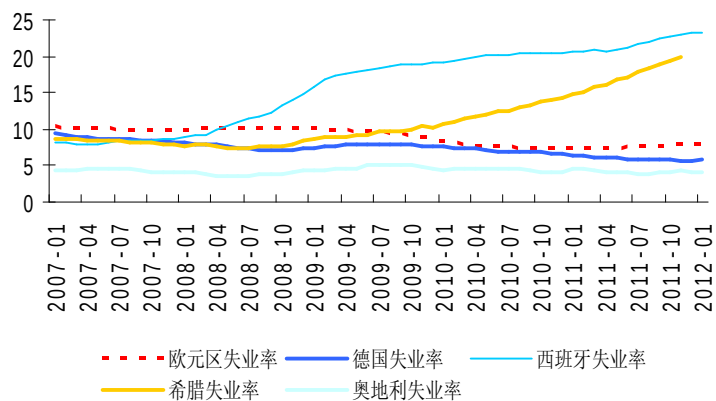
本公司不持有或交易股票及其衍生品,在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务;本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的,持有比例可能超过已发行股份的 1%,还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图：各国 PMI 制造业。



资料来源：Bloomberg，申万研究

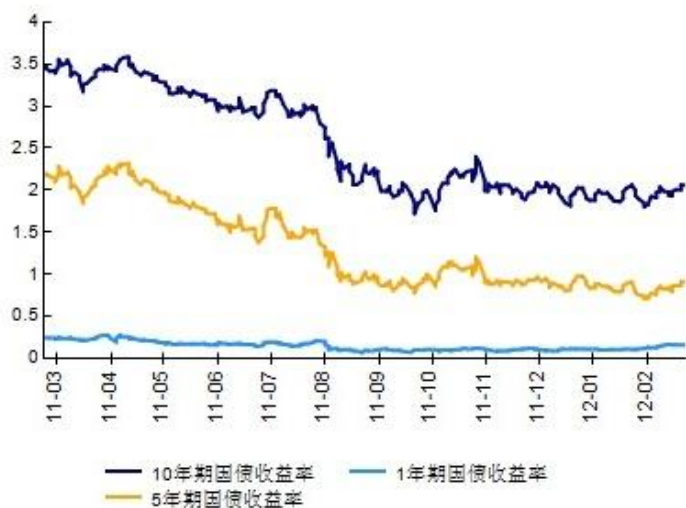
图：欧洲各国失业率。



资料来源：Bloomberg，申万研究

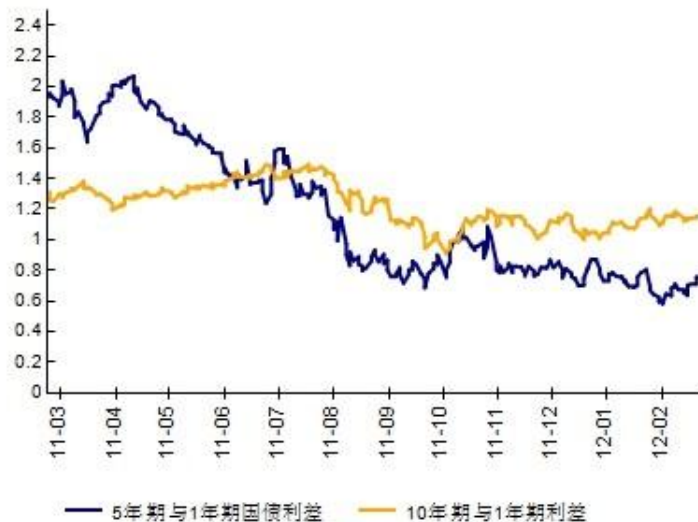
1. 美国 2 月领取失业救济人数创 4 年新低, 美股商品上涨

图 1: 美国国债收益率上涨, 对其需求增加。



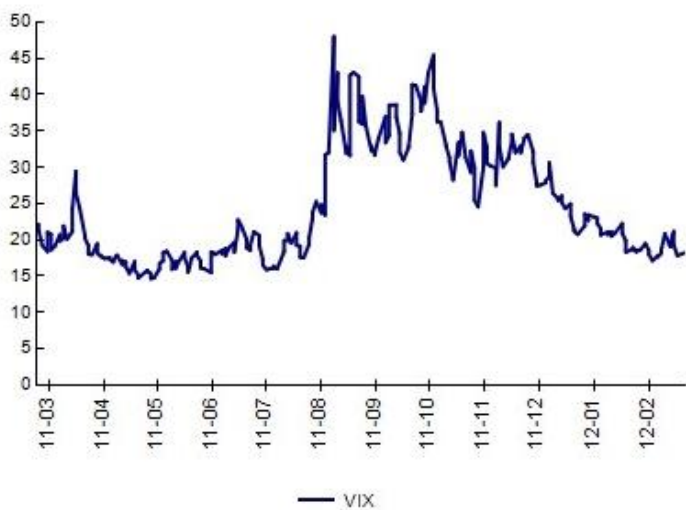
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 2: 美国国债利差上涨, 对长期经济形势担忧有所缓和。



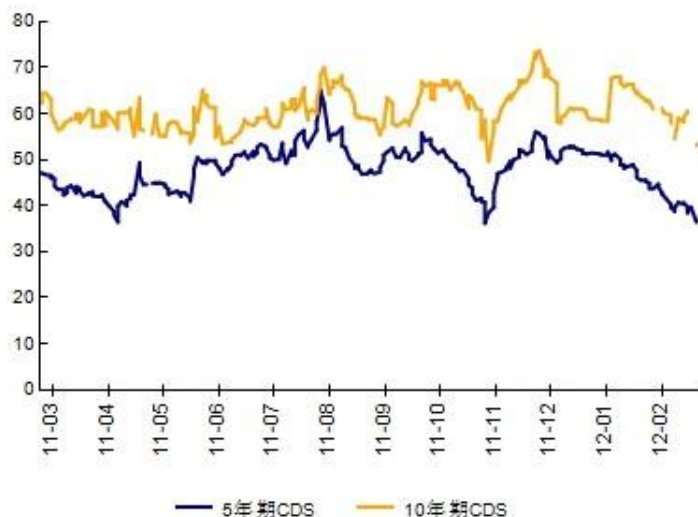
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 3: VIX 指数小幅回落, 显示股市波动风险有所减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 4: 美国 CDS 小幅下降, 对美国债务违约风险的担忧有所减小。



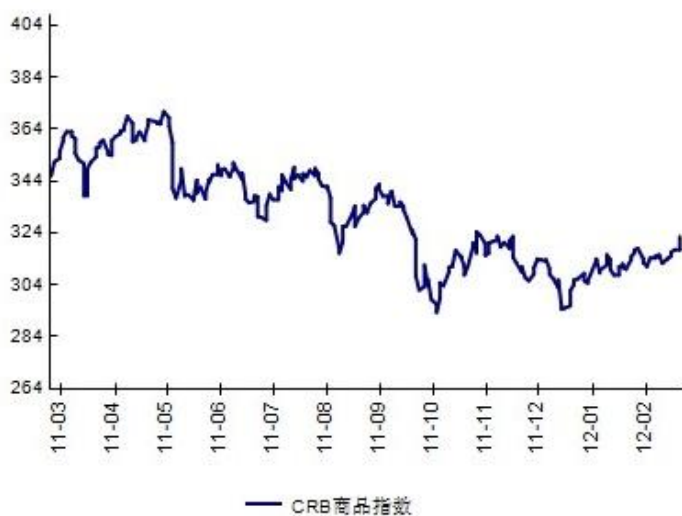
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 5: 美元对日元小幅下跌, 由于亚洲股市上涨削弱对美元的需求。



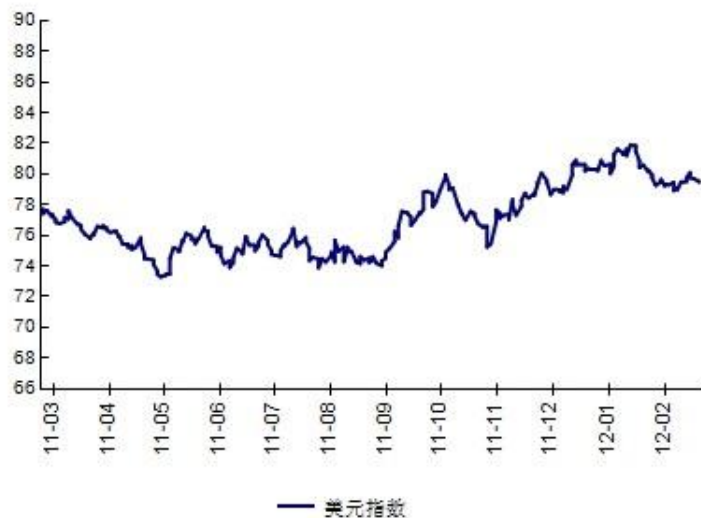
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于美国失业申请救济人数下降, 近期经济指标好于预期, 使得原油金属价格领涨。



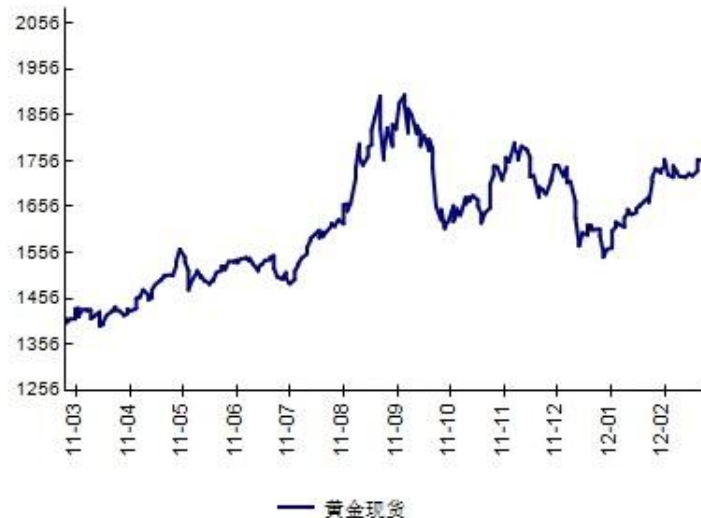
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅下跌, 由于美国失业申请救济人数达 4 年来新低, 对其避险需求减少。



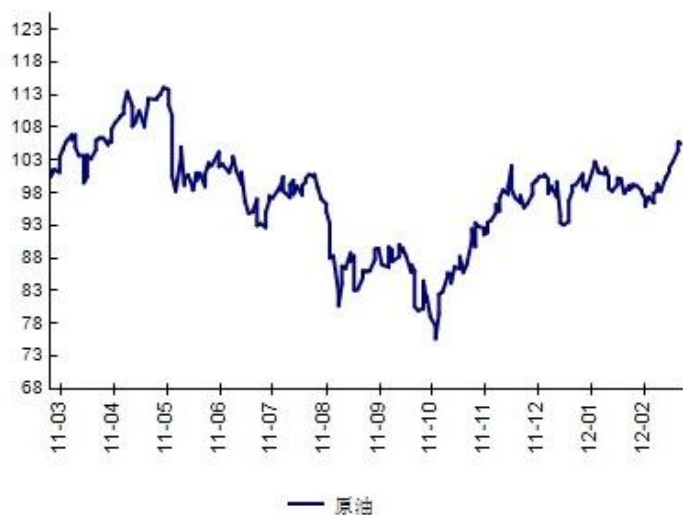
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格上升, 由于美国失业申请救济人数达 4 年来新低, 对其需求回暖。



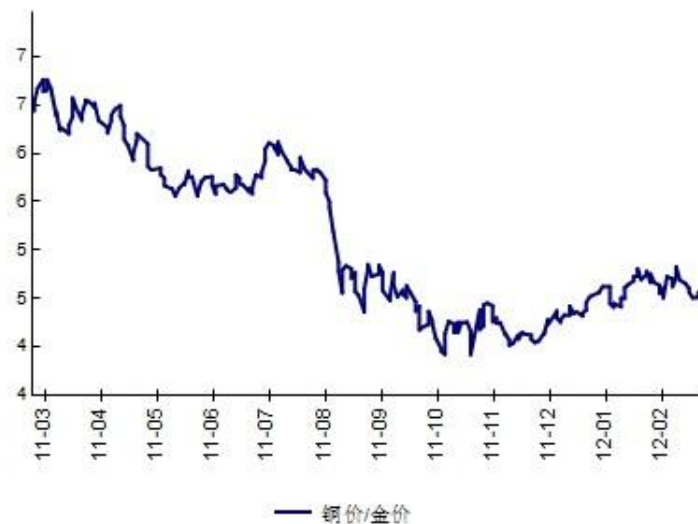
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格继续上升, 由于近期美国各项经济指标复苏好于预期, 伊朗局势未见好转。



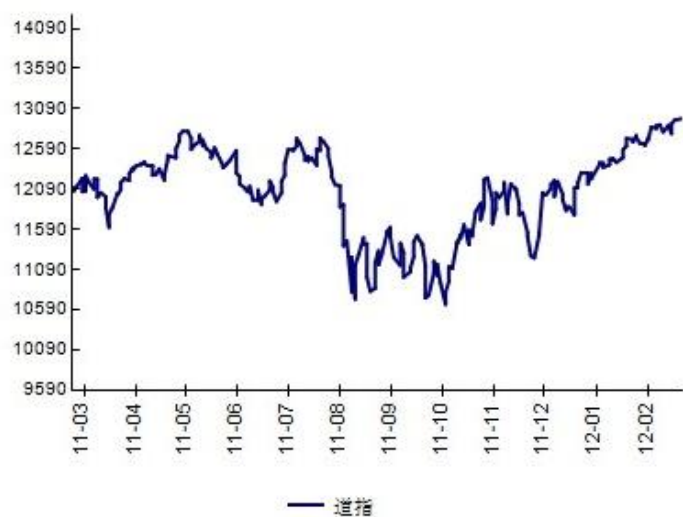
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比上涨, 由于中国 2 月 PMI 制造业为 51 导致预期铜需求会回暖促使铜价回升。



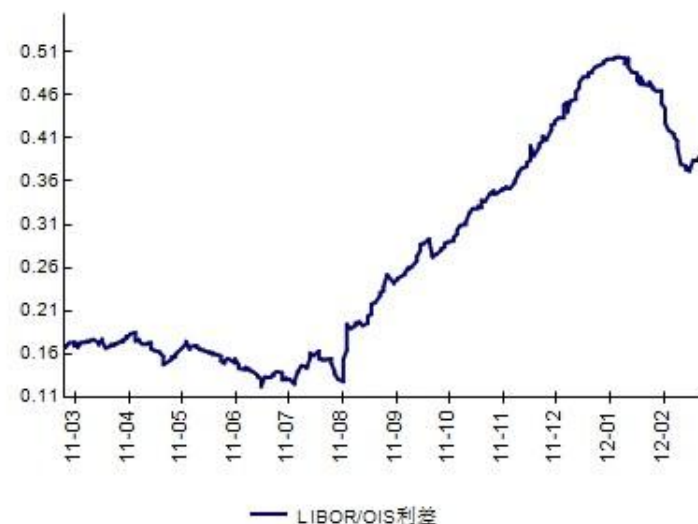
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 由于美国失业申请救济人数达 4 年来新低。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差上涨, 银行信贷压力有所增加。



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
02/28/2012 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	DEC	-0.35%	-0.50%	-0.70%
02/28/2012 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	DEC	-3.65%	-3.99%	-3.67%
02/28/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	4Q	-4.30%	-4.03%	-3.90%
02/28/2012 22:00	标普/CS 住宅价格指数	DEC	137.11	136.71	138.49
02/28/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数	4Q	--	125.67	130.39
02/28/2012 23:00	消费者信心	FEB	63	70.8	61.1
02/28/2012 23:00	里士满联储制造业指数	FEB	14	20	12
02/29/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 24	--	-0.30%	-4.50%
02/29/2012 21:30	GDP 季环比(年度化)	4Q S	2.80%	3.00%	2.80%
02/29/2012 21:30	个人消费	4Q S	2.00%	2.10%	2.00%
02/29/2012 21:30	GDP 价格指数	4Q S	0.40%	0.90%	0.40%
02/29/2012 21:30	核心个人消费支出 季环比	4Q S	1.10%	1.30%	1.10%
02/29/2012 22:45	芝加哥采购经理指数	FEB	61	64	60.2
02/29/2012 23:00	密尔沃基采购经理指数	FEB	58.8	58.6	58.4
03/01/2012 03:00	联储黄皮书				
03/01/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	MAR	--	0.30%	45.1
03/01/2012 21:30	个人收入	JAN	0.40%	0.20%	0.50%
03/01/2012 21:30	个人开支	JAN	0.40%	2.40%	0.00%
03/01/2012 21:30	个人消费性支出平减指数(年比)	JAN	2.30%	0.20%	2.40%
03/01/2012 21:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	JAN	0.20%	1.90%	0.20%
03/01/2012 21:30	个人消费性支出核心指数(年比)	JAN	1.80%	351K	1.80%
03/01/2012 21:30	首次失业人数	FEB 25	355K	3402K	351K
03/01/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 18	3418K	-38.8	3392K
03/01/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 26	--	-0.10%	-38.4
03/01/2012 23:00	建筑开支月环比	JAN	1.00%	52.4	1.50%
03/01/2012 23:00	ISM 制造业	FEB	54.5	61.5	54.1
03/01/2012 23:00	ISM 支付价格	FEB	58	6.70%	55.5
01-02 MAR	ICSC 连锁店销售 同比	FEB	3.50%	15.03M	4.80%
03/02/2012 06:00	汽车总销售量	FEB	14.00M	11.70M	14.13M

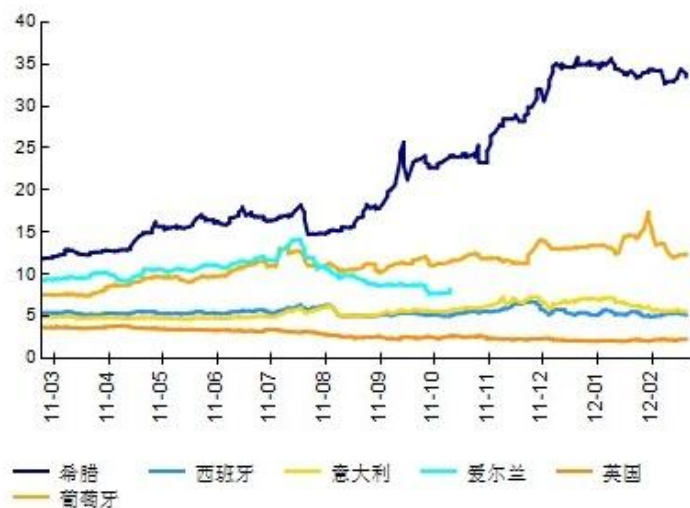
03/02/2012 06:00	国内汽车销售量	FEB	11.00M	0.30%	11.05M
------------------	---------	-----	--------	-------	--------

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
03/02/2012 22:45	ISM 纽约	FEB	--	--	--
03/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	FEB	56.1	--	56.8
03/05/2012 23:00	工厂订单	JAN	-0.90%	--	1.10%
03/07/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 2	--	--	-0.30%
03/07/2012 21:15	ADP 就业变动指数	FEB	200K	--	170K
03/07/2012 21:30	非农生产力	4Q F	0.80%	--	0.70%
03/07/2012 21:30	单位劳务成本	4Q F	1.20%	--	1.20%
07-08 MAR	Revisions: ADP national Employment Report				
03/08/2012 04:00	消费者信用	JAN	\$12.000B	--	\$19.308B
03/08/2012 20:30	挑战者企业裁员人数同比	FEB	--	--	38.90%
03/08/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	MAR	--	--	45.1
03/08/2012 21:30	首次失业人数	MAR 3	--	--	--
03/08/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 25	--	--	--
03/08/2012 22:45	彭博消费者舒适度	MAR 4	--	--	-38.8
03/09/2012 21:30	贸易余额	JAN	-\$49.0B	--	-\$48.8B
03/09/2012 21:30	非农就业人数增减	FEB	206K	--	243K
03/09/2012 21:30	非农私企就业人数增减	FEB	215K	--	257K
03/09/2012 21:30	制造业就业人数增减	FEB	22K	--	50K
03/09/2012 21:30	失业率	FEB	8.30%	--	8.30%
03/09/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	FEB	0.20%	--	0.20%
03/09/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	FEB	2.00%	--	1.90%
03/09/2012 21:30	周平均工时 所有员工	FEB	34.5	--	34.5
03/09/2012 21:30	Chg in Hhold Empl w/Pop	FEB	--	--	847
03/09/2012 21:30	就业不足率 (U6)	FEB	--	--	15.10%
03/09/2012 23:00	批发库存	JAN	0.60%	--	1.00%
03/13/2012 02:00	预算月报	FEB	--	--	--

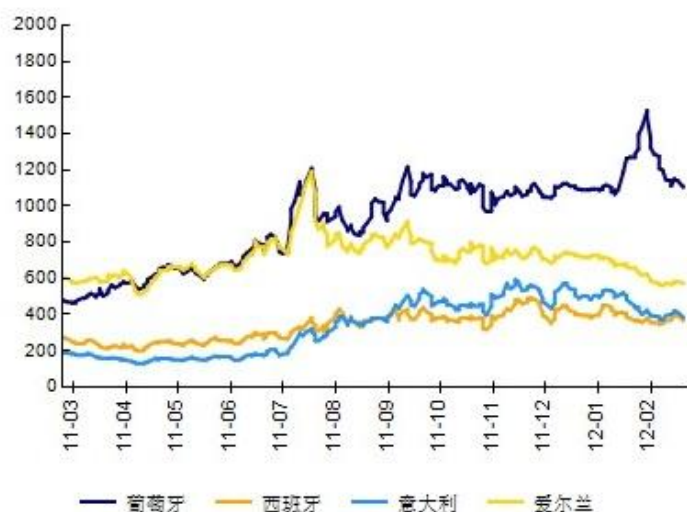
2. 第二轮 LTRO 达 5295 亿欧元，葡萄牙 10 年期国债 价格跌破面值一半，欧核心股欧元下跌

图 13：除西班牙和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。葡萄牙国债价格跌至面值的 50% 以下。



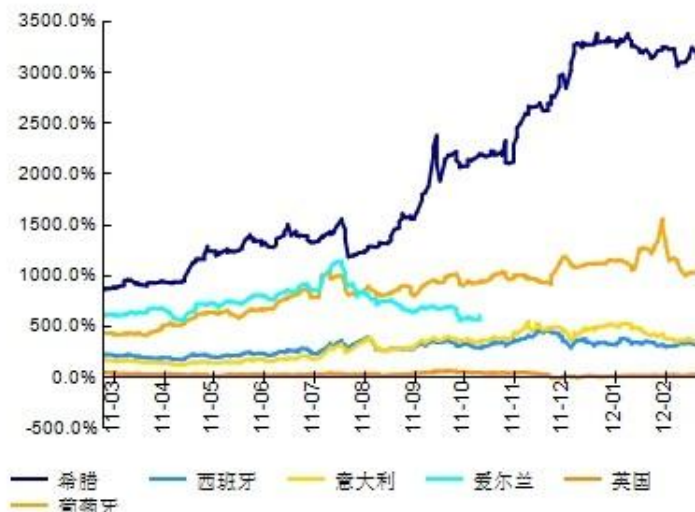
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除西班牙和意大利外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



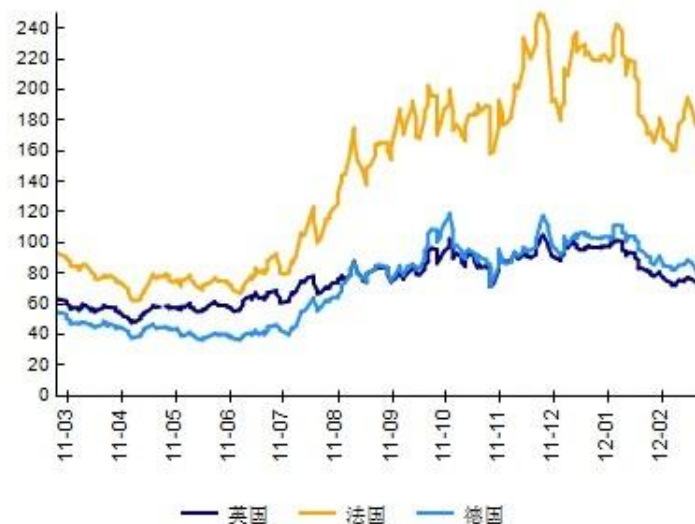
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除西班牙、意大利和法国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



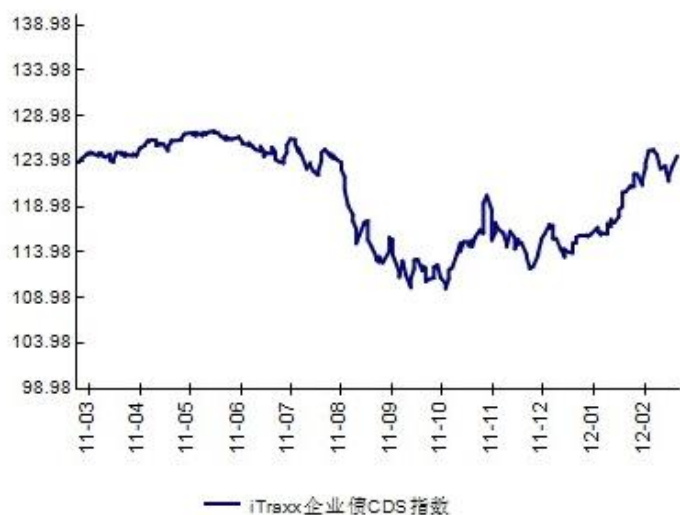
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，由于第二轮 LTRO 共 5295.3 亿欧元，对债务违约风险担忧情绪有所减少。



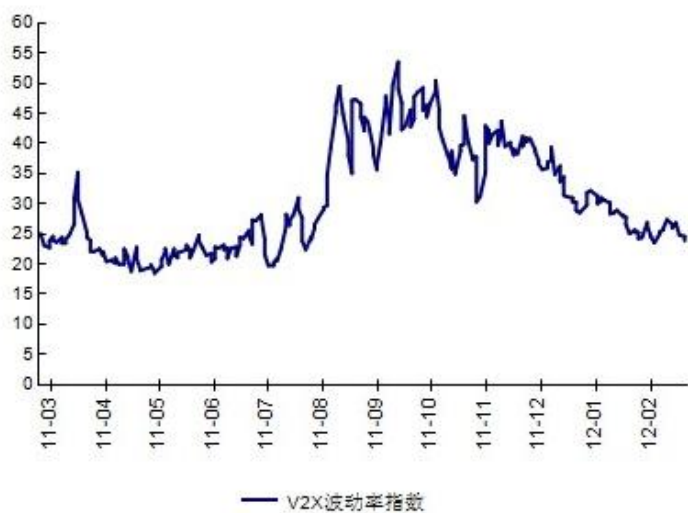
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 下跌，对企业违约风险情绪减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动上升，股市波动风险增加。



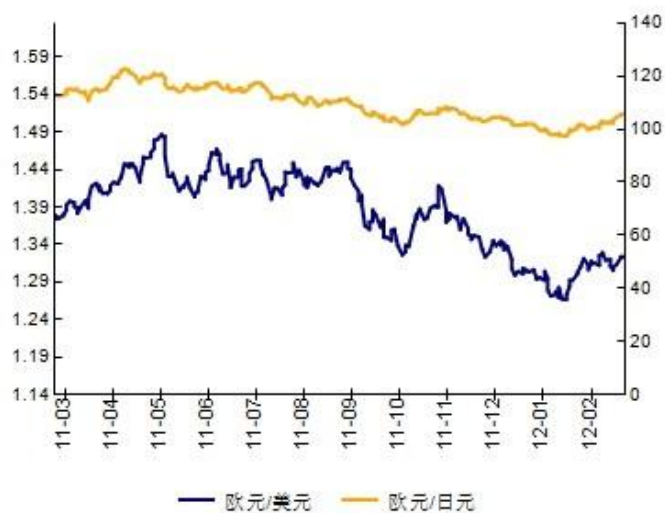
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差小幅下降，显示银行信贷压力有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元下跌，由于葡萄牙 10 年期国债价格低至面值一半以下，促使欧央行购买其国债。



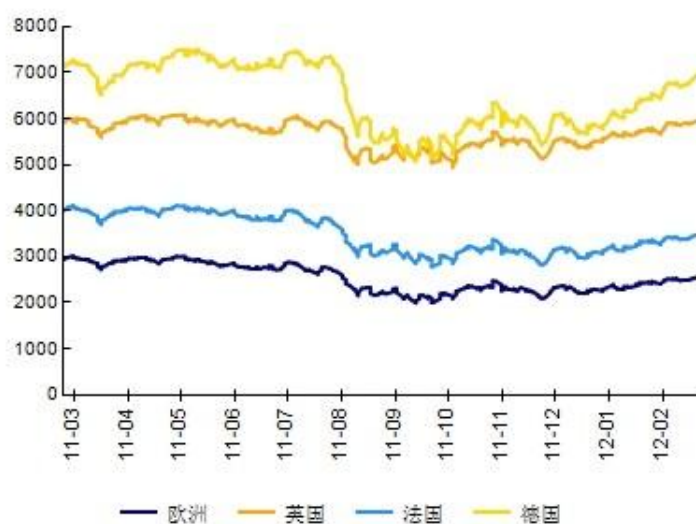
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对美元的避险需求有所减少。



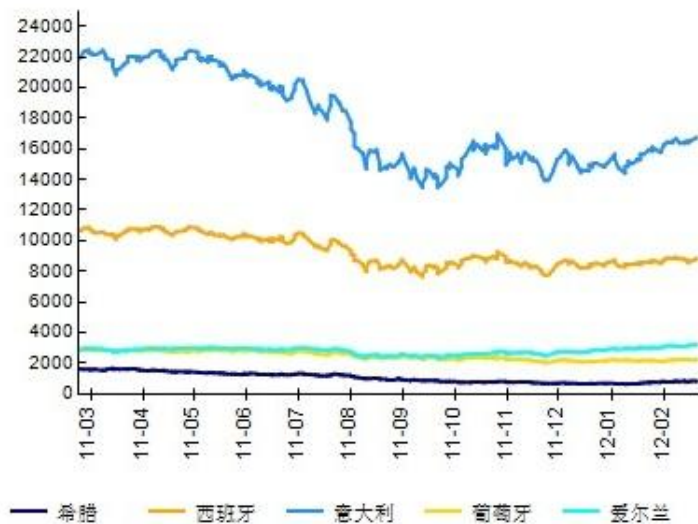
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 第二轮 LTRO 的宣布是股价有所上涨, 但后期因伯南克讲话中无美国货币宽松信号导致欧洲核心股市下滑。



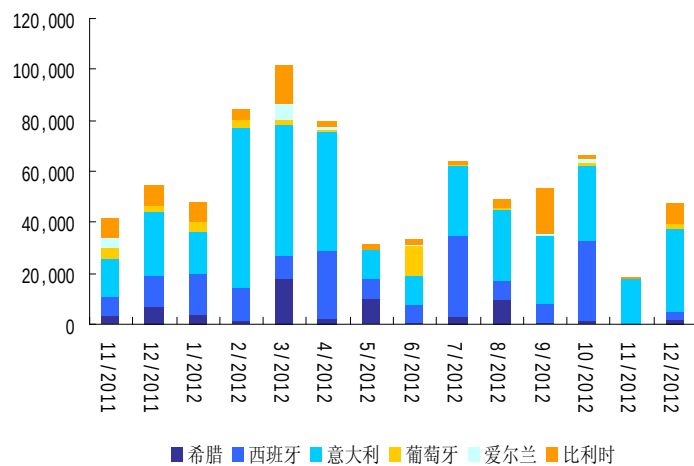
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均回升, 由于第二轮 LTRO 共有 800 家银行参与竞标, 借款总额大 5295.3 亿欧元。



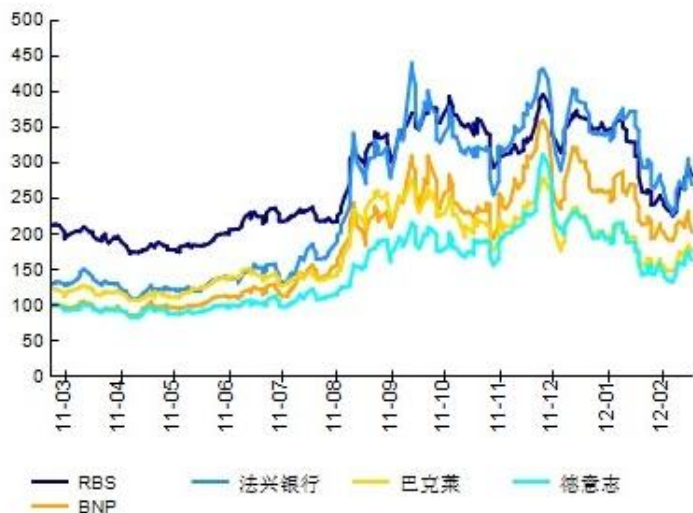
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



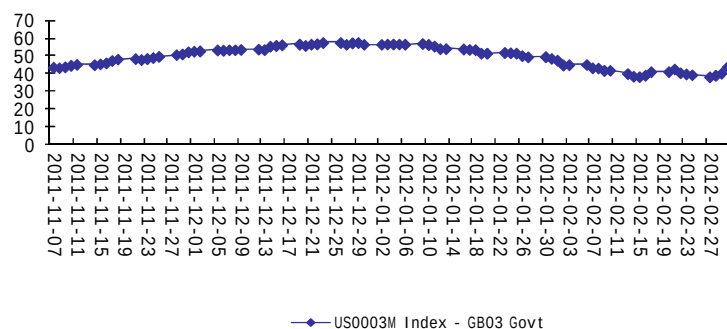
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均下降, 由于第二轮 LTRO 达 5295.3 亿欧。



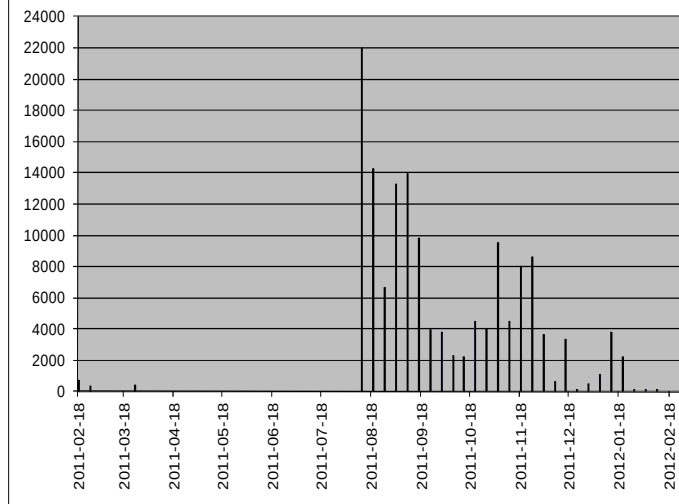
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 小幅上涨, 资金趋紧。



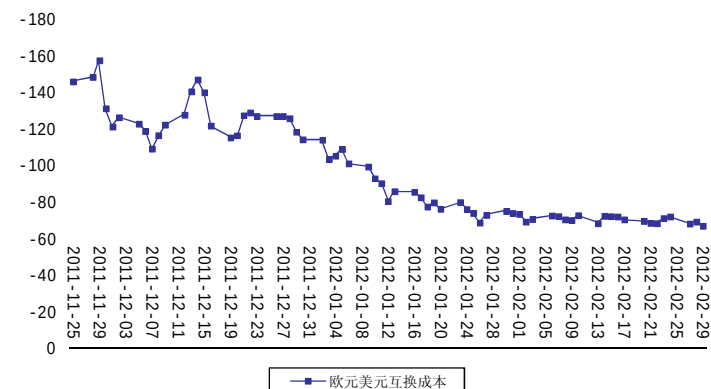
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 上周欧央行仍未购买债券。(单位: 百万欧元)



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 欧元互换成本下降。



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

		应付利息		本息和(亿)	货币
到期日	国家	未偿还(千)	(千)		
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				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			
	11-06-01	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。