

2012 年 3 月 9 日

希腊顺利推进债务重组

——国际金融市场风险监测 2012 年 3 月 9 日

总体判断:

- I 隔夜避险情绪缓解, 风险资产小幅上涨, 因希腊债务减记谈判取得进展。
- I 由于希腊债务减记自愿参与率至少已超过 80%, 因此已经不会发生无序违约。唯一的细节问题是, 少部分没有自愿参与减记的债权人将被强制减记, 而他们可能将使用持有的 CDS 要求偿付, 但对市场来说这已经无伤大局, 因为欧盟与 IMF 的救援款将顺利发放, 3 月 20 日的到期债务问题将顺利解决。市场对希腊的关注已经转至其在 4 月举行的选举, 如现政府选举失利, 则可能使得希腊与欧盟的关系发生变化, 造成新的风险点。
- I 美国上周首次申请失业救济人数达到 36 万 2000 人, 相比上周上升了 8000 人, 四周移动平均数也上升 250 人到 35 万 5000 人。截止到 2 月 25 日的领取失业救济金总人数为 341 万 6 千人, 也比前一周人数增加了 10000 人。领取失业救济比例保持不变, 依然是 2.7%。这可能预示美国失业率大幅下滑的阶段已经过去, 2 月失业率很可能依然会维持在 8.3% 的水平, 但是就业参与率可能出现上升。
- I 然而失业率在今年降至联储预期下限 8.2% 已经是大概率事件, 随着最近通胀预期的上升, 美联储直接推进 QE 已经进一步减小。根据目前公布的数据, 美联储在下周的议息会议上很可能不会对 QE 做出任何明显暗示。但我们认为正在考虑中的冲销版 QE 很可能将成为今年美联储使用的政策工具。目前美联储资产负债表在 1 年以内的短期国债只有 1000 亿美元, 1 年至 5 年有近 6000 亿美元, 这使其进一步实施 OT 操作受到较大限制。冲销版 QE 措施的操作相对 OT 更为烦琐, 需要不断锁定资金, 一方面确实将压低长期利率刺激经济, 另一方面联储也会竭力避免短期利率的上升。而对于商品和股票市场来说, 投资者仍然认定联储该操作扩大资产负债表的事实, 对于联储内部来说却可以认为锁定资金不会造成通胀预期上升, 因此这是一个比较容易被接受的方案。

关注: 美国: 3 月 9 日: 2 月失业率 (预期 8.3%; 前期 8.3%)

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>

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”。

表 1：希腊债务违约的几种可能

签署自愿减记私营债权人占比	违约方式
90%	90%的私营债权人减记
75%-90%	启动 CAC，所有私营债券人减记，未签署者可能涉及 CDS 偿付
67%-75%	启动 CAC，希腊法下的私营债权人减记，未签署者可能涉及 CDS 偿付
66%以下	硬违约，必定涉及 CDS 偿付

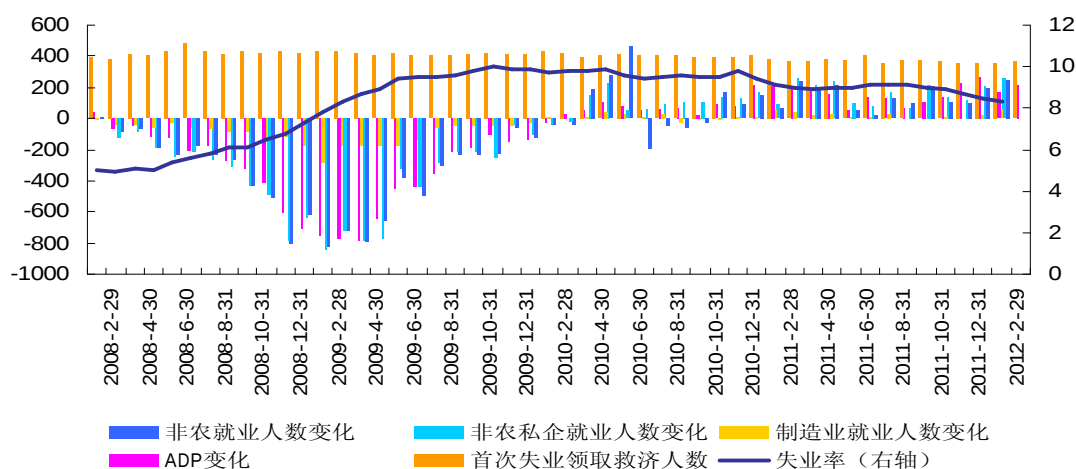
资料来源：申万研究

表 2：CDS 名义净额规模

主权	百万(美元)
意大利	22734.15
法国	22514.21
德国	19655.58
西班牙	14505.38
英国	12032.33
奥地利	5706.8
比利时	5530.88
葡萄牙	5221.99
美国	5059.79
爱尔兰	4020.17
荷兰	3472.81
希腊	3162.58
瑞典	2965.03
丹麦	2818.6
芬兰	2616.5
挪威	1061.06

资料来源：Bloomberg, 申万研究

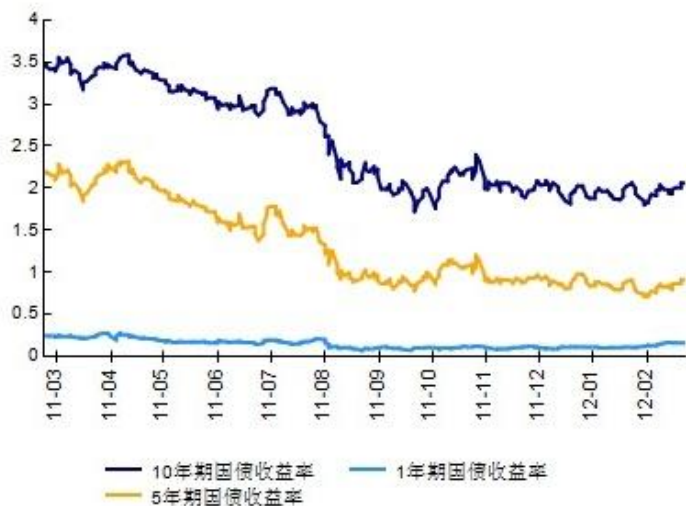
图 1：美国就业情况（千人）



资料来源：Bloomberg, 申万研究

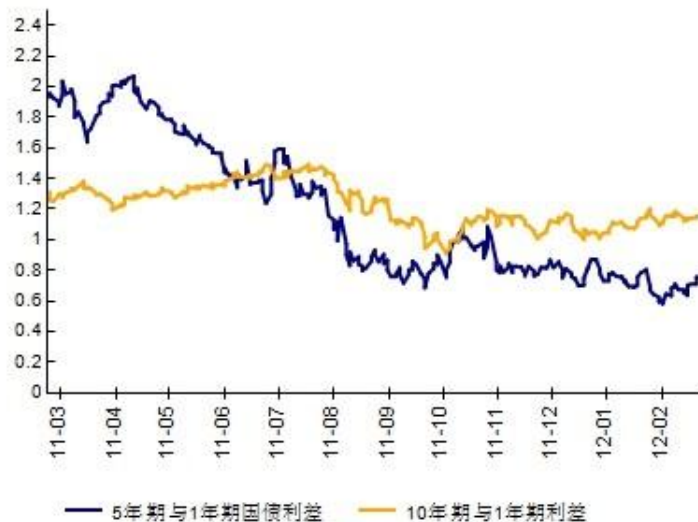
1. 希腊私人减记稳步进行，约 80% 以上私人债权人同意签署 PSI，美股商品上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



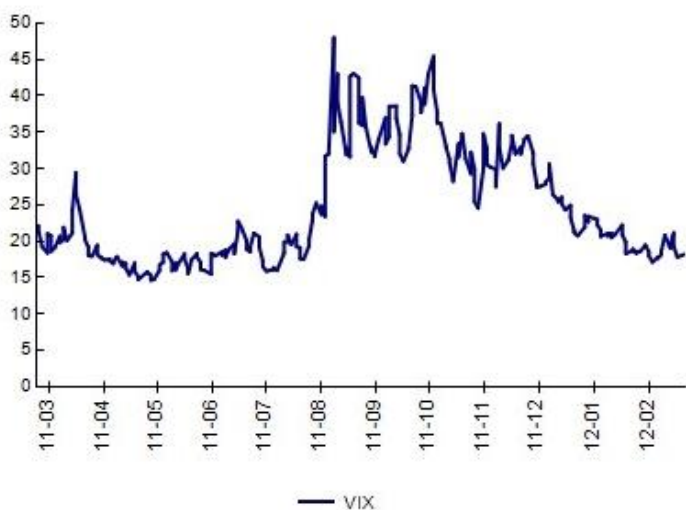
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所缓和。



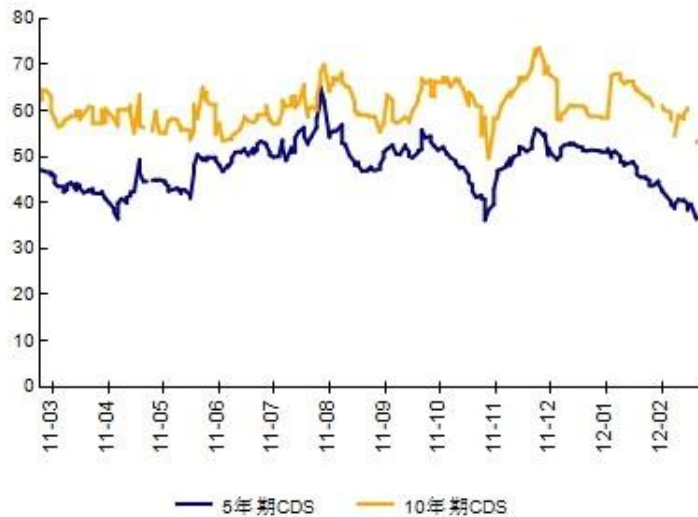
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数下降，显示股市波动风险有所减小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 下滑，对美国债务违约风险的担忧有所缓和，由于有消息传美国正考虑冲销版的 QE3。



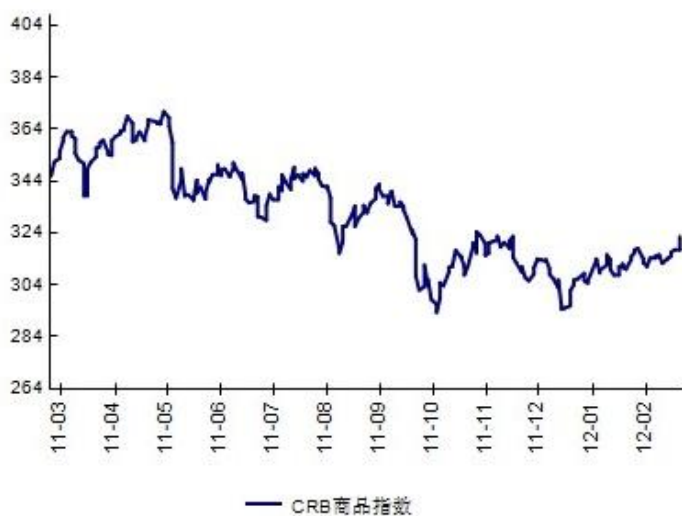
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于日本经常项目赤字超预期。



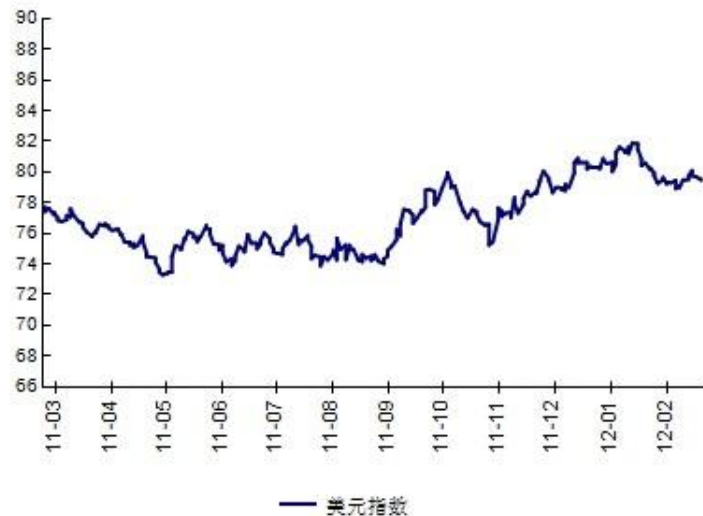
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于金属和原油价格受希腊私人减记逐步进行利好刺激上扬。



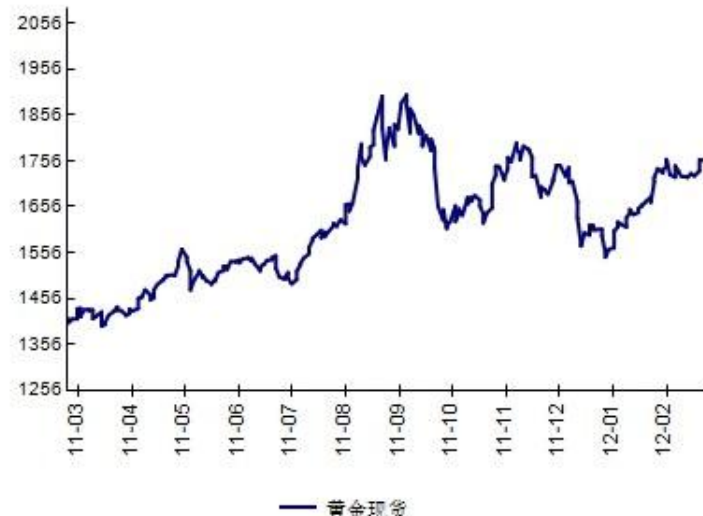
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下挫, 由于希腊私人减记正稳步进行, 对其避险需求减缓。



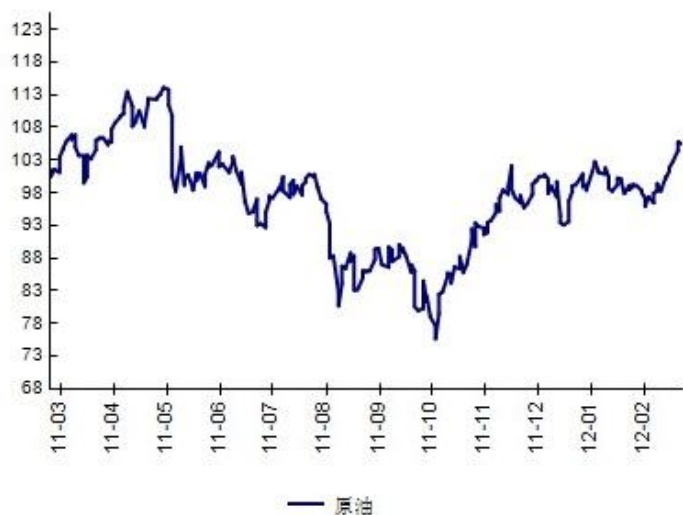
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格上涨, 由于欧央行和英国央行维持低利率来刺激经济增长。



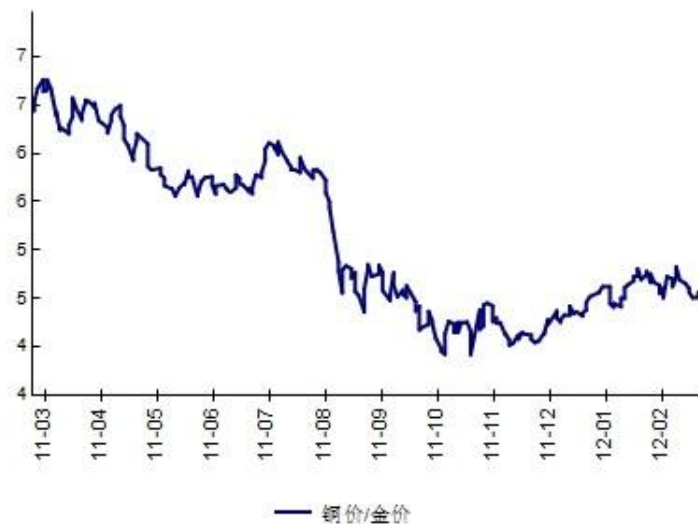
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格上升，由于德国工业产值上涨超预期，预期对原油需求会增加。



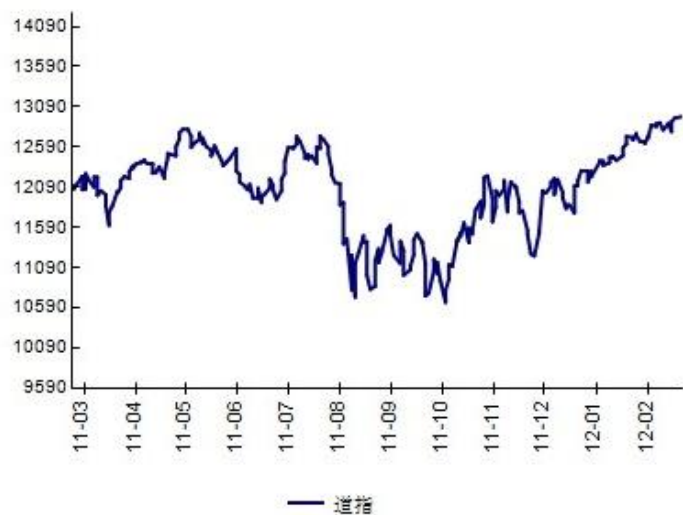
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上扬，由于希腊私人减记进行顺利且德国工业产值超预期导致铜、金价上涨。



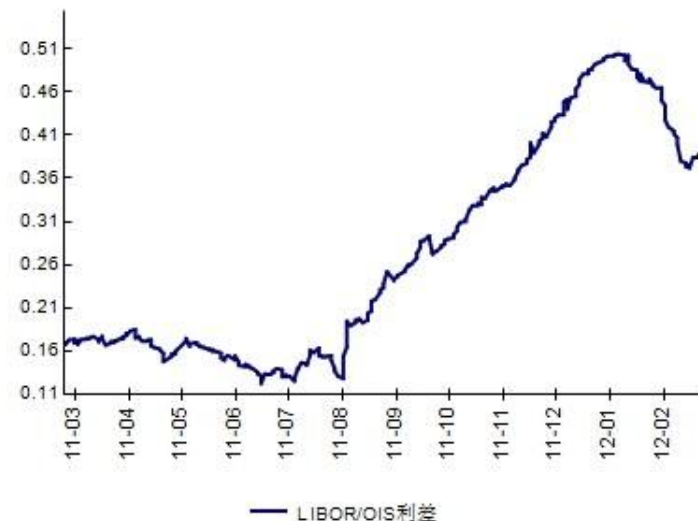
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于 85% 的私人债权人同意接受 PSI 计划。



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
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 21:3	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 1:30	首次失业人数	FE 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
03/02/2012 22:45	ISM 纽约	FEB	--	63.1	60.1
03/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	FEB	56.1	57.3	5 .8
03/05/2012 23:00	工厂订单	JAN	-1.5%	-1.0%	1.10%
03/07/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 2	--	-1.2%	-0.30%
03/07/2012 21:15	ADP 就业变动指数	FEB	215K	216K	170K
03/07/2012 21:30	非农生产力	4Q F	0.80%	0.9%	0.70%
03/07/2012 21:30	单位劳务成本	4Q F	1.20%	2.8%	1.20%
07-08 MAR	Revisions: ADP national Employment Report				
03/08/2012 04:00	消费者信用	JAN	\$10.450B	\$17.776B	\$19.308B
03/08/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	FEB	--	2.0%	38.90%
03/08/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	MAR	--	47.5	45.1
03/08/2012 21:30	首次失业人数	MAR 3	352K	362K	351K
03/08/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 25	3400K	3416K	3402K
03/08/2012 22:45	彭博消费者舒适度	MAR 4	-39	-36.7	-38.8

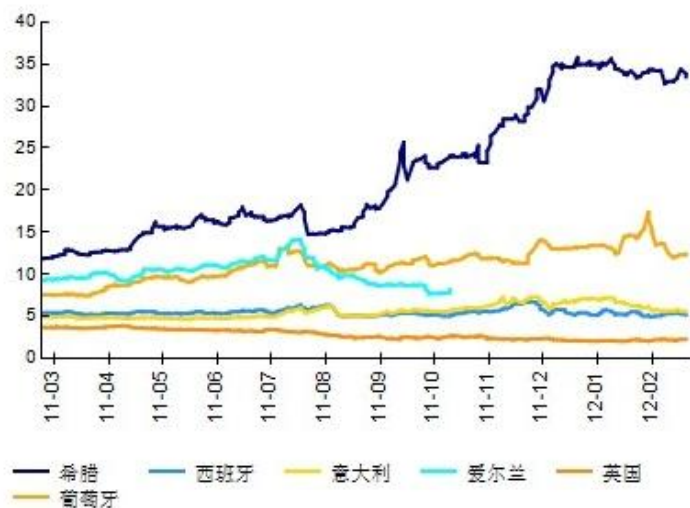
本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
07-08 MAR	Revisions: ADP national Employment Report				
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	210K	--	243K
03/09/2012 21:30	非农私企就业人数增减	FEB	225K	--	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	Change in Household Employ	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	-\$231.0B	--	-\$222.5B
03/13/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	FEB	--	--	93.9
03/13/2012 20:30	商品零售额	FEB	1.00%	--	0.40%
03/13/2012 20:30	除汽车外零售额	FEB	0.70%	--	0.70%
03/13/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	FEB	--	--	0.60%
03/13/2012 20:30	零售销售“对照小组”	FEB	0.60%	--	0.70%
03/13/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	MA	--	--	49.4
03/13/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	JAN	--	--	3376
03/13/2012 22:00	营运库存	JAN	0.60%	--	0.40%
03/14/2012 02:15	FOMC 利率决策	MAR 13	--	--	0.25%
03/14/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 9	--	--	-1.20%
03/14/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	FEB	0.60%	--	0.30%
03/14/2012 20:30	进口价格指数(同比)	FEB	--	--	7.10%
03/14/2012 20:30	经常项目结存	4Q	-\$114.0B	--	-\$110.3B
03/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	MAR	18.25	--	19.53
03/15/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	FEB	0.40%	--	0.10%
03/15/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	FEB	0.20%	--	0.40%

03/15/ 012 20:30	工业品出厂价格指数 (同比)	FEB	3.10%	--	4.10%
03/15/2012 20:30	出厂价指除食品与能 源(同比)	FEB	2.80%	--	3.00%

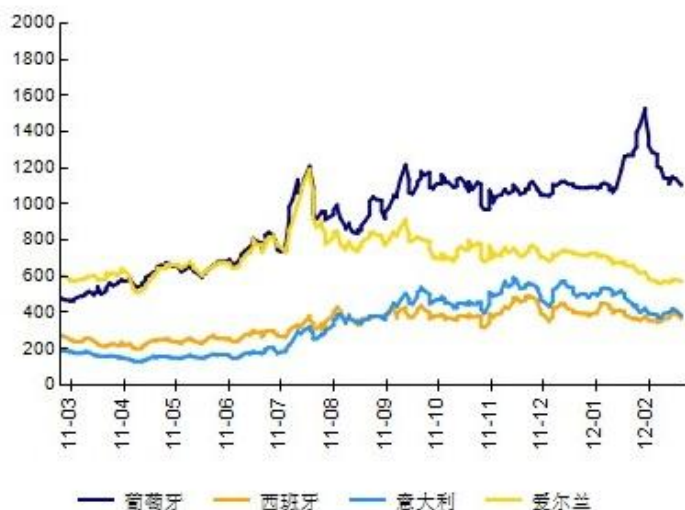
2. 欧央行维持低利率且德国工业产值增长超预期，欧股欧元上扬

图 13：除希腊和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减缓。



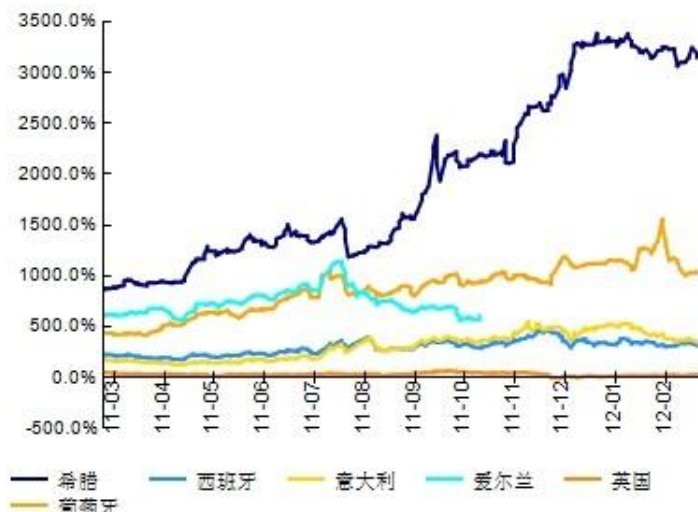
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均下降，由于希腊减记进展顺利。



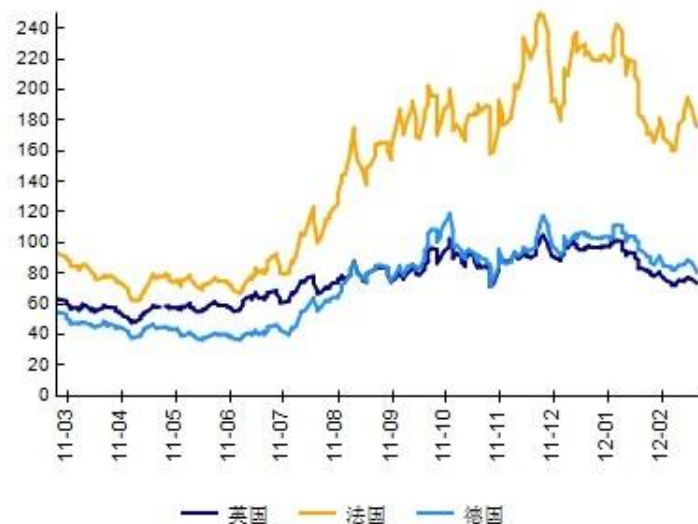
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除法国外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减弱。



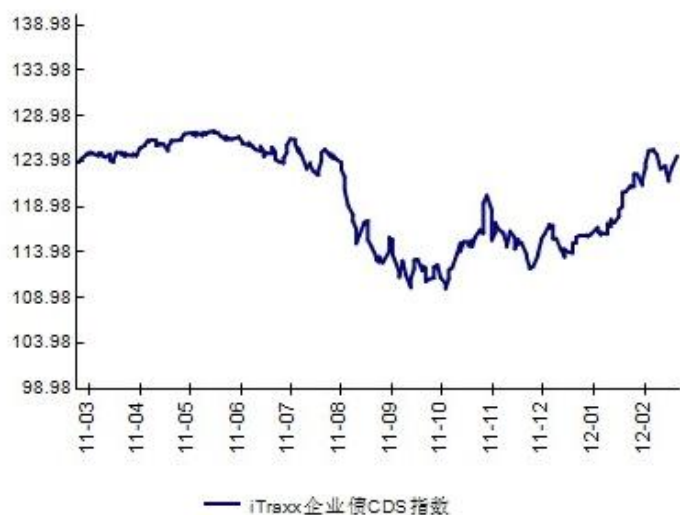
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均继续下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减轻。



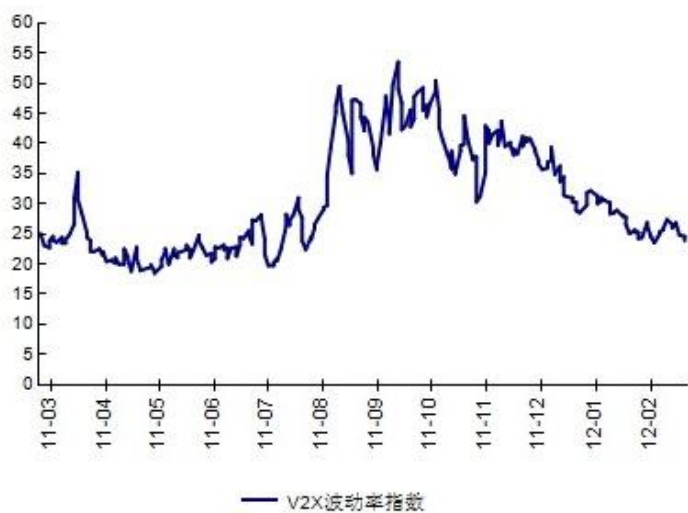
资料来源：Bloomberg，申万研究

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：欧洲市场波动继续下挫，股市波动风险缓和。



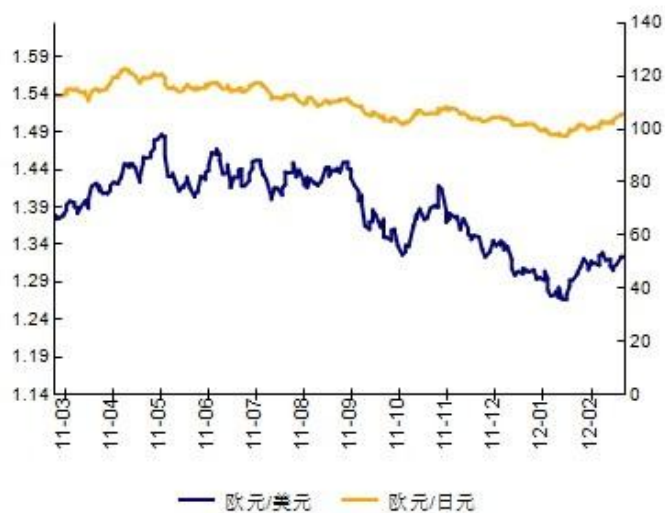
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差小幅下跌，显示银行信贷压力有所减少。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元上升，由于德国工业产值增长超预期，希腊减记谈判稳步进展。



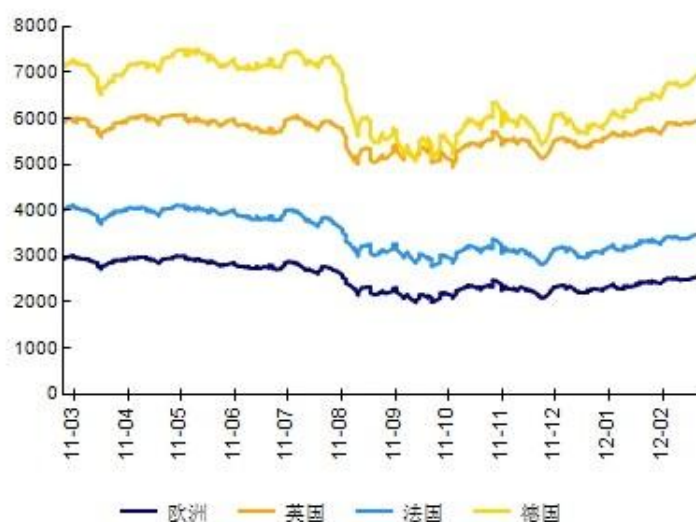
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对其避险需求有所回落。



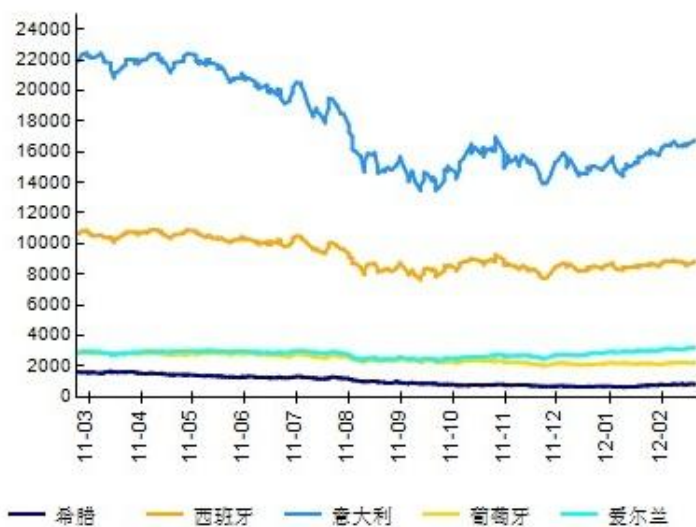
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于欧央行维持低利率且德国工业产值增长超预期。



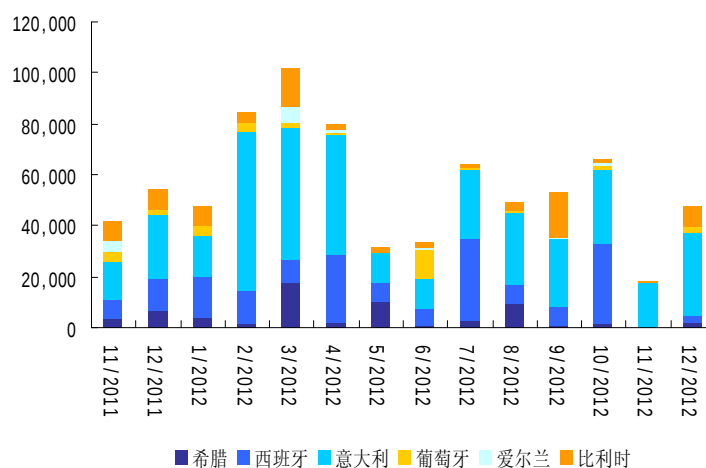
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上扬, 由于希腊私人债务减记谈判顺利。



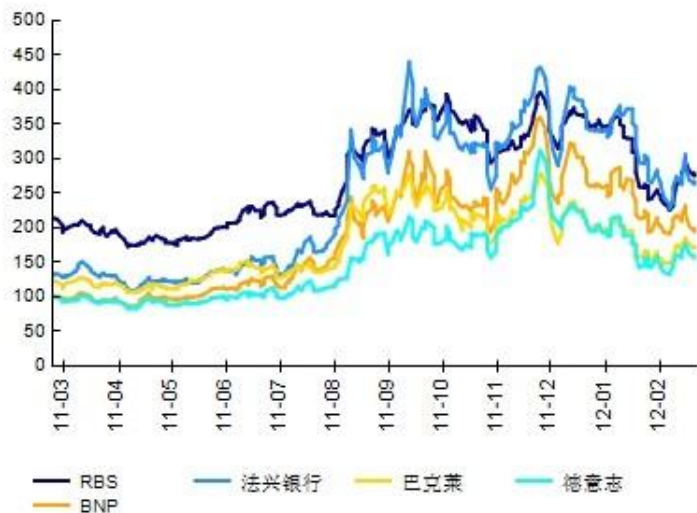
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



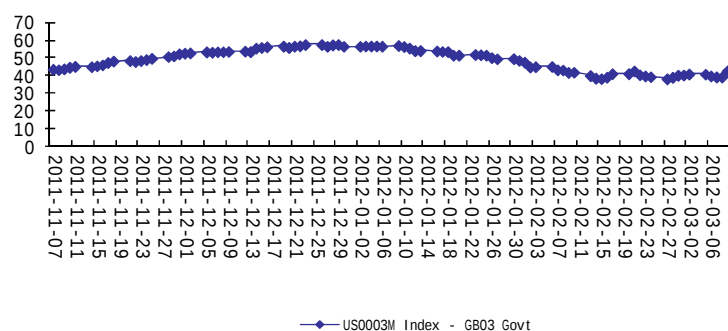
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均回落。



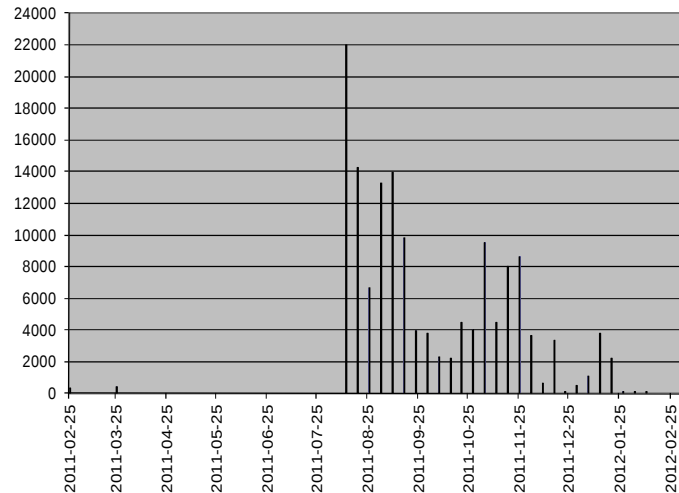
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 回落, 资金趋松。



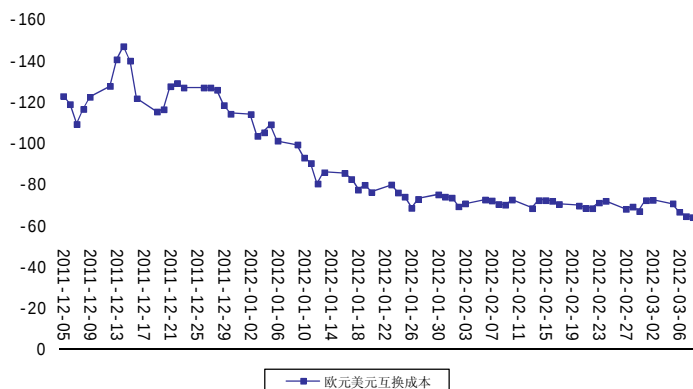
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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: 欧元互换成本下跌。



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	12-03-02	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			
	11-06-01	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。