

2012 年 3 月 15 日

全球通胀压力再起，希腊第二轮救助尘埃落定

——国际金融市场风险监测 2012 年 3 月 15 日

总体判断：

- **欧洲工业增长低于预期。**隔夜公布的季调后的 1 月欧盟和欧元区工业生产环比均增长 0.2%，低于预期值 0.5%；1 月欧元区工业生产同比下降 1.2%，欧盟同比下降 1%。这符合我们的预期，欧洲经济增长仍旧缓慢，今年第一季度很可能陷入衰退。
- **欧元集团批准对希腊的 1300 亿欧元第二轮救助，德国也批准为 ESM 注资 1900 亿欧元。**昨日，欧元集团宣布，希腊第二轮救助计划已通过各项法定程序，17 国均同意通过 EFSF 向希腊发放贷款。第一笔为 394 亿欧元，预计将于近期发放，以缓解 3 月 20 日希腊偿还 144 亿到期债务的压力。德国内阁也批准了德国对 5000 亿欧元永久性的救助基金——欧洲稳定机制（ESM）注资，拟注资金额中，1683 亿欧元按需通知即缴，217 亿欧元应付资金分批缴付，今年提供约 87 亿欧元，但需增加预算案。3 月 22 日的欧央行理事会上，可能讨论提高 ESM 上限的可能性。没有德国的反对，提高 ESM 上限的概率大大增加。
- **美国进出口价格均上升，经常账户赤字也增加。**美国 2 月份进口价格环比上升 0.4%，高于 1 月的 0.3%，但低于预期，除能源外的进口价格环比下降 0.1%，说明能源明显带来了上行压力，而食品价格环比下降 3%，是自 2009 年 2 月以来最大的降幅，凸显消费需求不足。而出口价格环比上升 0.4%，也高于 1 月的 0.2%。去年 4 季度，美国经常账户赤字为 1241 亿美元，环比上升 15%，为近三年最高水平。这与去年底美国经济快速复苏，周边国家需求不足，避险需求推升对美元资产的强烈需求有关。
- **日本经济有望加速增长。**昨日，日本央行小幅上调了对经济的评估，因工业生产和公共事业支出已开始显现经济将加速增长的迹象。日本工业产出和私人投资均有所上升，其中 1 月工业产出环比增长 1.9%，同比仍下跌-1.3%。私人消费有所上升，因政府补贴刺激了高能效汽车的需求，加上央行和政府对于灾后重建的支持，汽车生产能力增加。我们预计，日本工业产量未来几个月将持续上升，推动日本复苏。
- **印度 CPI 增速加速，为央行降息设下障碍。**印度 2 月 CPI 上升 6.95%，为近五个月以来首次加速上升，主要是由于汽油价格上升。印度央行面临控制物价上涨和通过宽松的货币政策来刺激疲软经济的两难困境，预计今天印度政府维持宽松政策不变。
- **关注：** 3 月 20 日：希腊 144 亿欧元债务到期
3 月 22 日：欧央行理事会、会员大会

相关研究

意大利衰退加剧，印度复苏好于预期
2012 年 3 月 13 日

希腊顺利推进债务重组
2012 年 3 月 9 日

希腊或将启动 CAC CDS 触发仍为悬念
2012 年 3 月 8 日

关注希腊无序违约的风险
2012 年 3 月 7 日

欧洲 PMI 重回收缩，美国服务业改善良好
2012 年 3 月 6 日

美威胁对伊朗动武，避险情绪上升
2012 年 3 月 5 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉
xiewy@swsresearch.com
陈果
chenguo@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告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告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”。

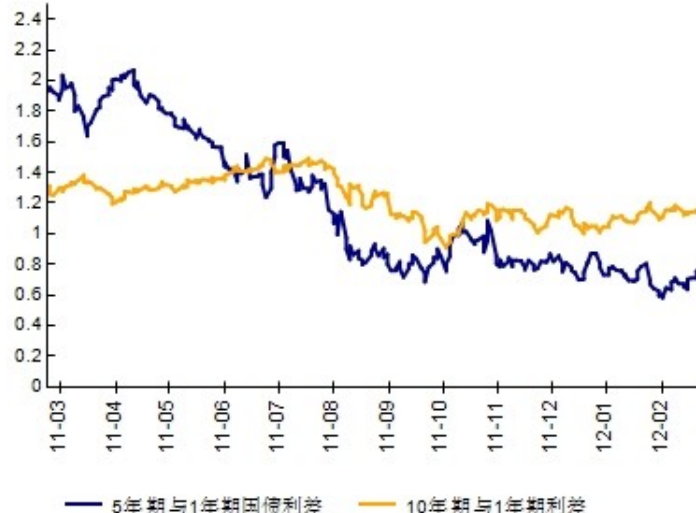
1. 德国经济景气指数创新高，美元美股小幅上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



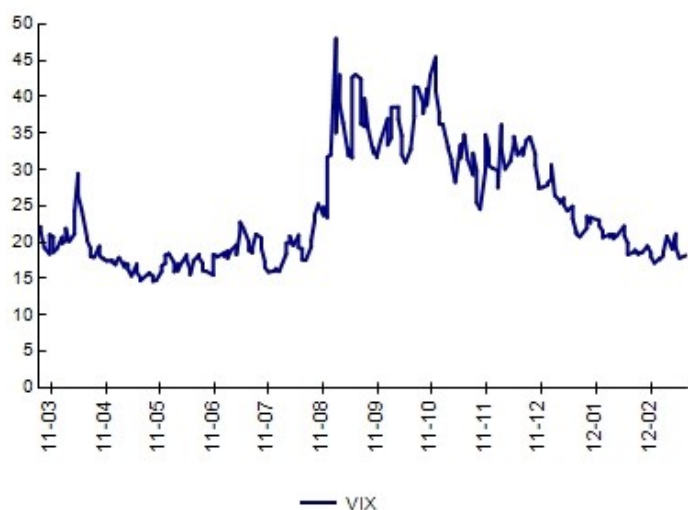
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减少。



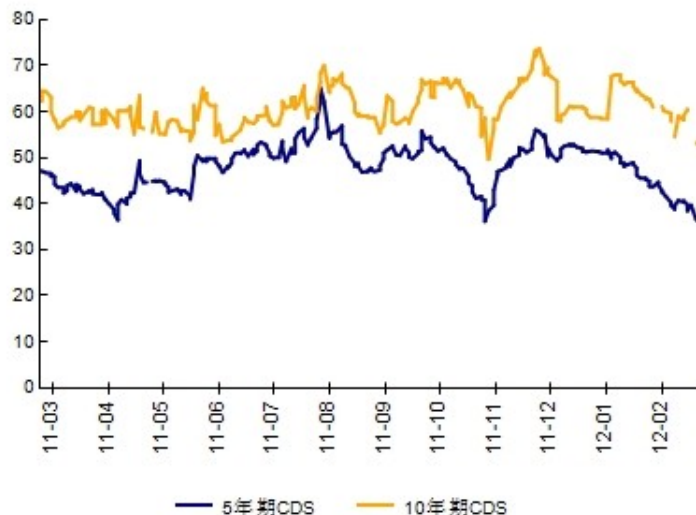
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下滑，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 继续下跌，对美国债务违约风险的担忧有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元上升, 由于市场乐观预期即将公布的区域性制造业指数和首次失业领取救济数据。

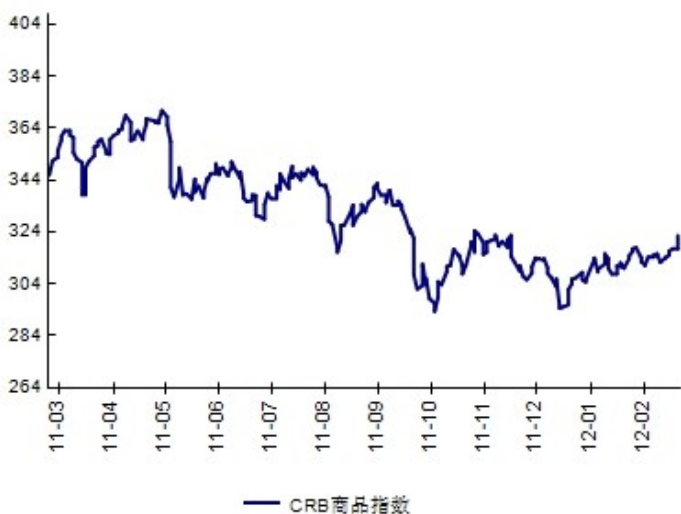


图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

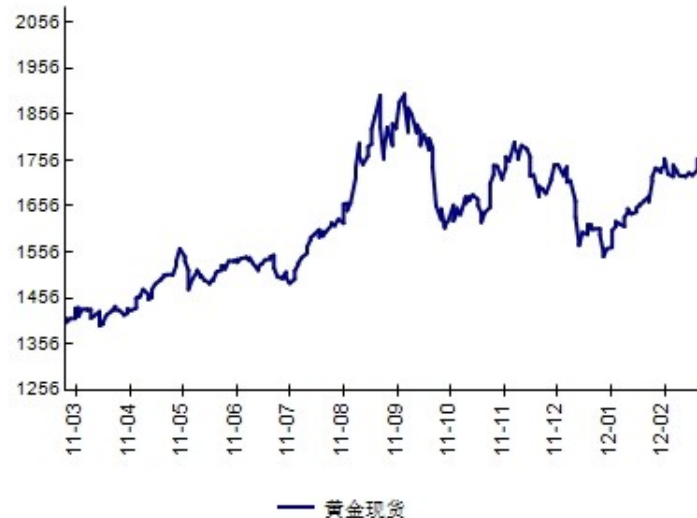
图 7: 大宗商品价格小幅回落, 由于金属价格下滑所致。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 由于中国经济增速放缓且德国内阁批准为 ESM 注资, 对其避险需求有所减小。



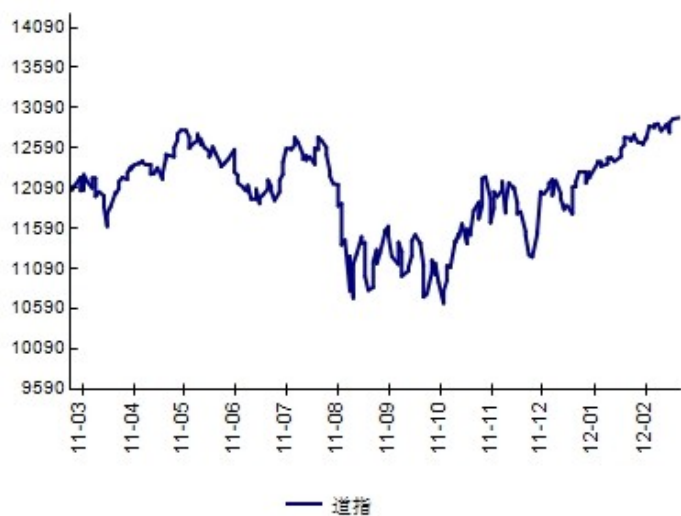
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格回升, 由于伊朗原油产量处于低位, 沙特撤出在叙利亚的使馆人员。



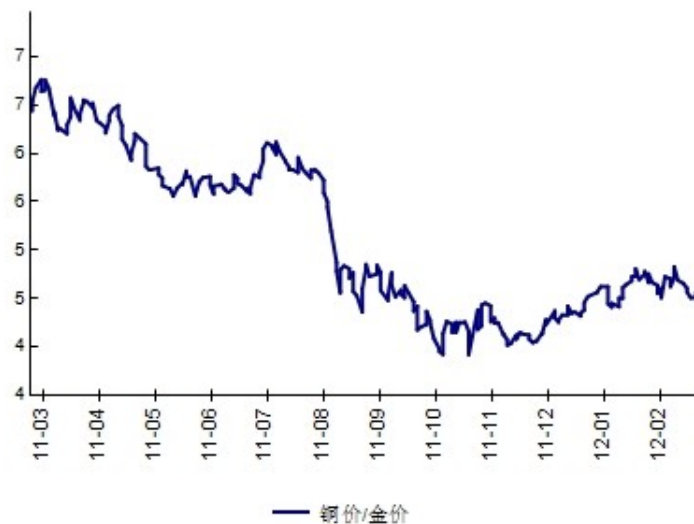
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 由于德国经济景气指数创新高。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下降, 由于温家宝表示房价仍然处于高位, 将继续严格控制房地产市场导致铜价大幅下滑。



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少。



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
03/08/2012 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	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	51K
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
07-08 MAR	Revisions: ADP national Employment Report				
03/09/2012 21:30	贸易余额	JAN	-\$49.0B	-\$52.6B	-\$48.8B
03/09/2012 21:30	非农就业人数增减	FEB	210K	227K	243K
03/09/2012 21:30	非农私企就业人数增减	FEB	225K	233K	257K
03/09/2012 21:30	制造业就业人数增减	FEB	24K	31K	50K
03/09/2012 21:30	失业率	FEB	8.30%	8.30%	8.30%
03/09/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	FEB	0.20%	0.10%	0.20%
03/09/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	FEB	2.00%	1.90%	1.90%
03/0 /201 21:30	周平均工时 所有员工	FEB	34.5	34.5	34.5
03/09/2012 21:30	Change in Household Employ	FEB	--	428	847
03/09/2012 21:30	就业不足率 (U6)	FEB	--	14.90%	15.10%
03/09/2012 23:00	批发库存	JAN	0.60%	0.40%	1.00%
03/13/2012 02:00	预算月报	FEB	-\$229.0B	-\$231.7B	-\$222.5B
03/13/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	FEB	94.5	94.3	93.9
03/13/2012 20:30	商品零售额	FEB	1.10%	1.10%	0.40%
03/13/2012 20:30	除汽车外零售额	FEB	0.70%	0.90%	0.70%
03/13/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	FEB	0.50%	0.60%	0.60%
03/13/2012 20:30	零售销售“对照小组”	FEB	0.50%	0.50%	0.70%
03/13/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	MAR	50	47.5	49.4
03/13/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	JAN	3334	3459	3376
03/13/2012 22:00	营运库存	JAN	0.50%	0.70%	0.40%
03/14/2012 02:15	FOMC 利率决策	MAR 13	0.25%	0.25%	0.25%
03/14/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指	MAR 9	--	-2.4%	-1.20%

03/14/2012 20:30	数 进口价格指数(月环比)	FEB	0.60%	0.4%	0.30%
03/14/2012 20:30	进口价格指数(同比)	FEB	5.80%	5.5%	7.10%
03/14/2012 20:30	经常项目结存	4Q	-\$115.0B	-\$124.1B	-\$110.3B

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
03/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	MAR	17.5	--	19.53
03/15/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	FEB	0.50%	--	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%
03/15/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	FEB	3.30%	--	4.10%
03/15/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	FEB	2.90%	--	3.00%
03/15/2012 20:30	首次失业人数	MAR 10	357K	--	362K
03/15/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 3	3408K	--	3416K
03/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	JAN	\$40.0B	--	\$87.1B
03/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	JAN	\$38.5B	--	\$17.9B
03/15/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAR 11	-36	--	-36.7
03/15/2012 22:00	费城联储商业前景指数	MAR	12	--	10.2
03/16/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	FEB	0.40%	--	0.20%
03/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	FEB	0.20%	--	0.20%
03/16/2012 20:30	居民消费价格(同比)	FEB	2.90%	--	2.90%
03/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	FEB	2.20%	--	2.30%
03/16/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	FEB	227.972	--	226.665
03/16/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	FEB	--	--	227.684
03/16/2012 21:15	工业产值	FEB	0.40%	--	0.00%
03/16/2012 21:15	设备使用率	FEB	78.80%	--	78.50%
03/16/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAR P	76	--	75.3
03/19/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	MAR	30	--	29
03/20/2012 20:30	新宅开工指数	FEB	695K	--	699K
03/20/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	FEB	-0.60%	--	1.50%
03/20/2012 20:30	建筑许可	FEB	685K	--	676K
03/20/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	FEB	0.40%	--	0.70%

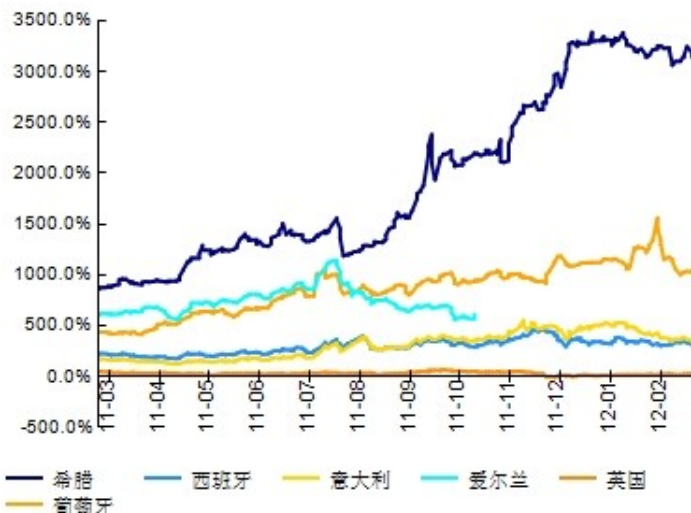
2. 德国内阁批准为ESM注资，德法两国股市上涨

图 13：除希腊和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。由于希腊获准得到第二轮救助资金使其国债收益率下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均下降，由于德国经济景气指数创新高导致德国国债收益率上扬。



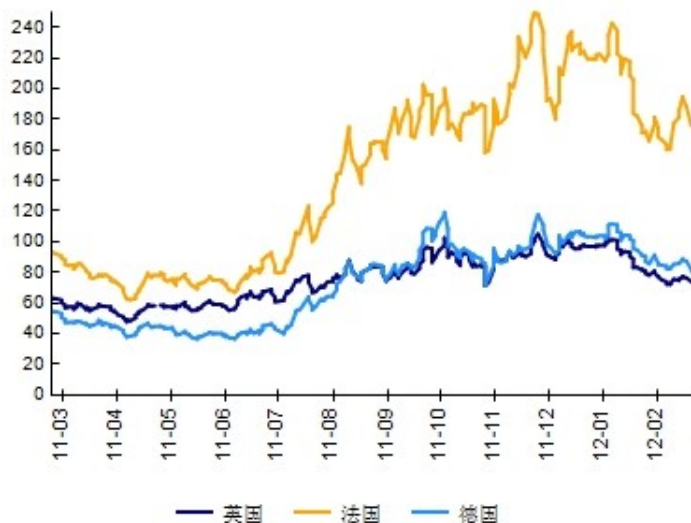
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



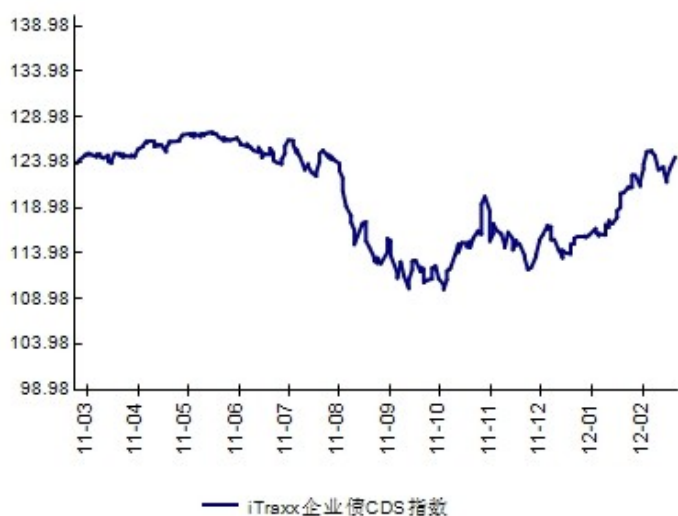
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减小。



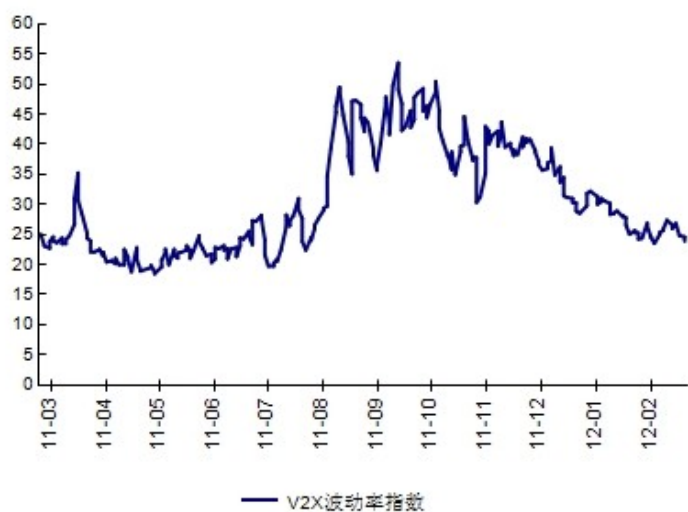
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 利差小幅下跌, 显示银行信贷压力有所缓和。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元上涨, 由于德国内阁批准为 ESM 注资且其经济景气指数创新高。



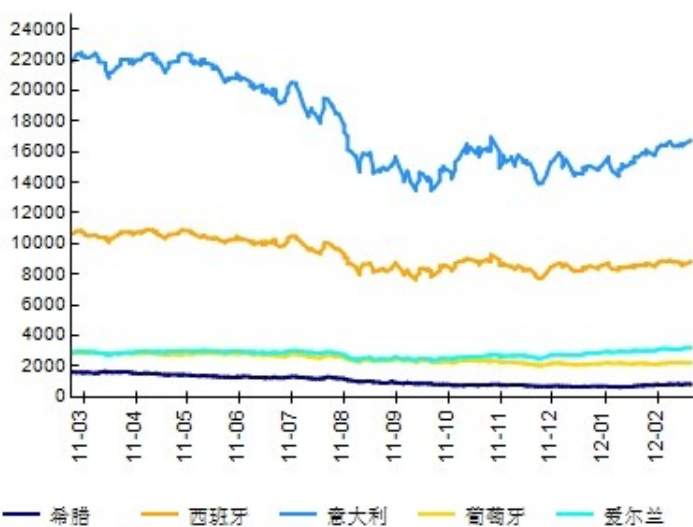
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



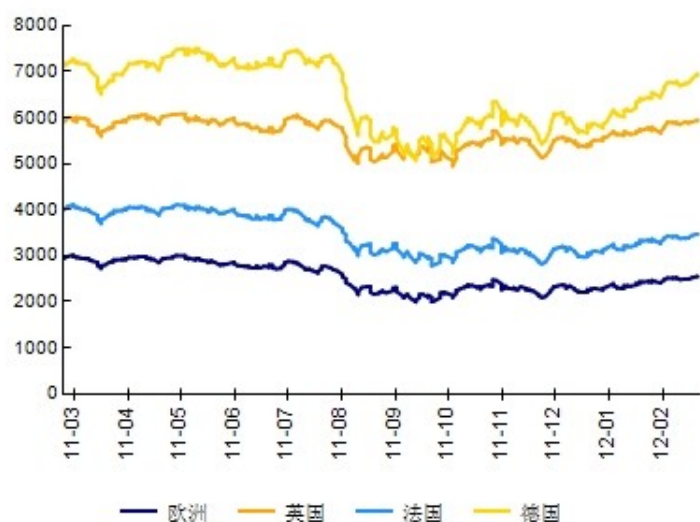
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙和爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均上升。



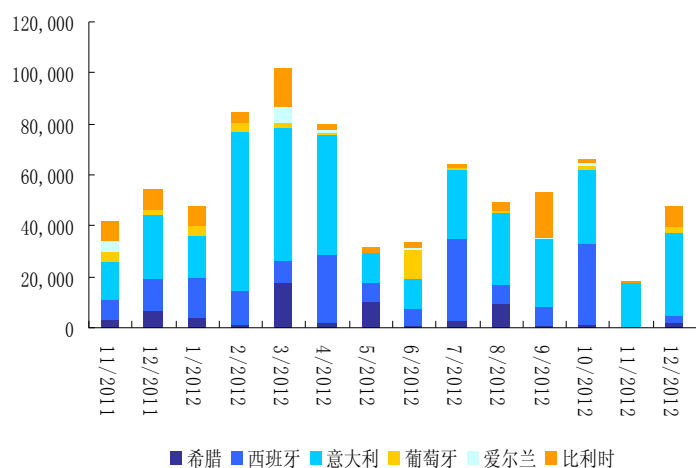
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 其他欧洲股市均小幅上涨, 由于惠誉将英国评级展望下调为负面。



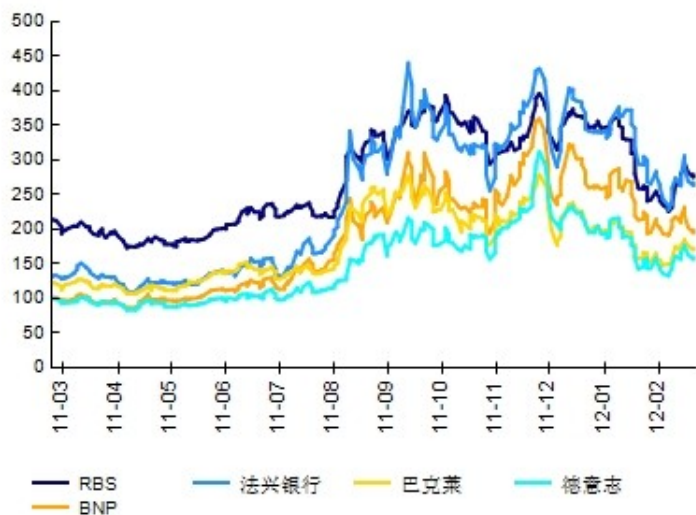
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



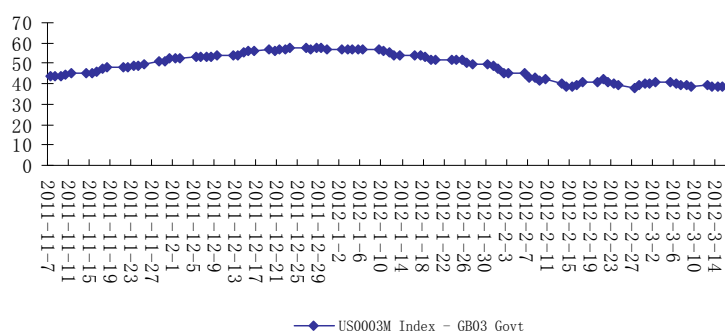
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均继续下跌。



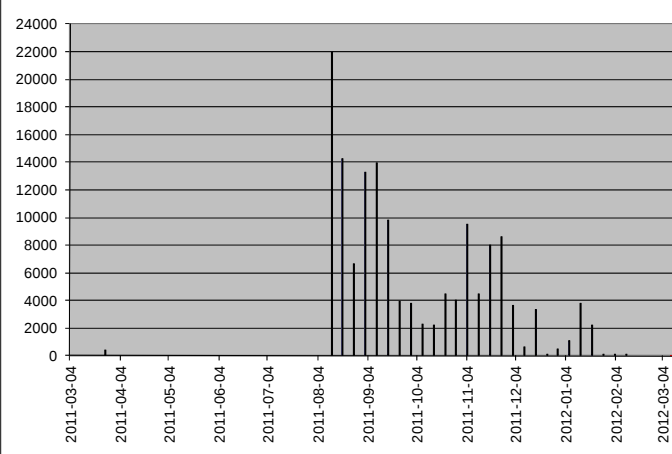
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 上升, 资金趋紧。



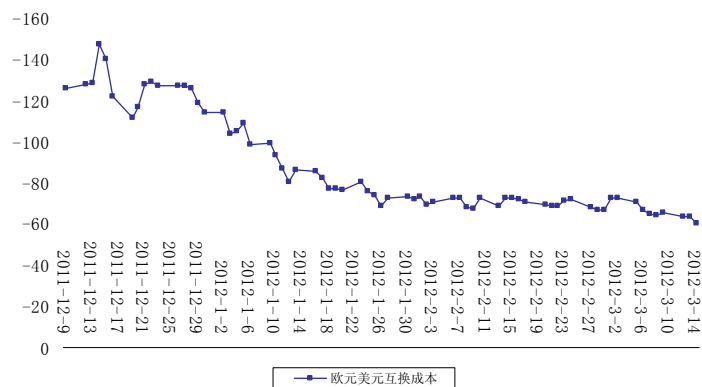
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 上周欧央行购买债券 2,700 万。(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

到期日	国家	应付利息		本息和(亿)	货币
		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。