

2012 年 3 月 23 日

欧元区难逃衰退，美国就业市场温和复苏

——国际金融市场风险监测 2012 年 3 月 23 日

总体判断：

- I 隔夜风险情绪下降，商品、股票继续下跌，因中国和欧洲的 PMI 低于预期。
- I 欧元区 3 月 PMI 下跌，德法也难以幸免，意味着欧元区经济收缩，今年一季度无疑将陷入衰退。昨日公布的欧元区 3 月 PMI 综合产出指数从 2 月的 49.3 下降到 48.7，为近三个月最低值，表明欧元区经济活动已经连续两个月紧缩，步入技术性衰退。欧元区制造业和服务业 3 月均出现下滑，制造业 PMI 跌至 47.7，其中产出指数从二月的 50.3 降至 48.8，跌至三个月新低；欧元区服务业 PMI 指数跌至 48.7，微幅下降至近四个月最低值。因为企业着重削减成本，已经连续三个月减少雇佣人数，工业生产有所停滞，导致制造业和服务业产出减少。
- I 德国 PMI 方面，3 月 PMI 综合产出指数从 53.2 降至 51.4，为近三个月最低值；制造业 PMI 更跌至 48.1，远低于预期的 51，陷入萎缩；服务业 PMI 为 51.8，也低于预期的 53.1，为近四个月最低值。这些指标下降的主要原因在于新工作的减少以及消费者需求疲弱。同时，成本上升压力加剧，导致商家通过打折方式来刺激消费的能力有所限制。
- I 法国 PMI 方面，3 月制造业 PMI 为 47.6，低于预期值 50.3，服务业 PMI 与上月持平，为 50，低于预期值 50.6。法国企业活动是近四个月以来首次下滑，同时企业用工人数也是自去年 9 月以来首次下降。预示着今年一季度法国增速放缓已成定局。
- I 英国 2 月零售销售低于预期。2 月英国零售销售环比下降 0.8%，同比上升 1%，均低于预期，而且，1 月环比和同比增速也下修至 0.3% 和 1.4%。尽管 2 月，英国通胀已降至 3.4%，为近 15 个月以来最低，房价也环比下降 0.5%，但是消费者信心低迷，从 1 月的 47 下滑至 44，大幅低于历史均值，而且申请失业金总人数 161.2 万人，创两年最高，截至 1 月的三个月平均工资则降至一年半新低，令家庭收入进一步承压，影响居民购买力。这一数据也导致英镑兑美元走低。
- I 美国上周申领救济人数创新低。昨日美国劳工部公布的数据显示，上周美国首次申领救济人数季调后为 34.8 万人，低于前一周修正值 35.3 万人，四周移动平均申领人数为 35.5 万人，继续下降。持续申领救济人数低于预期的 338 万人，实际值 335.2 万人，为 2008 年 8 月以来最低值。这显示美国就业市场维持温和复苏态势，符合我们对今年一季度 GDP 环比增速为 2.2% 的预测。
- I 关注： 3 月 25 日 中国香港大选

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

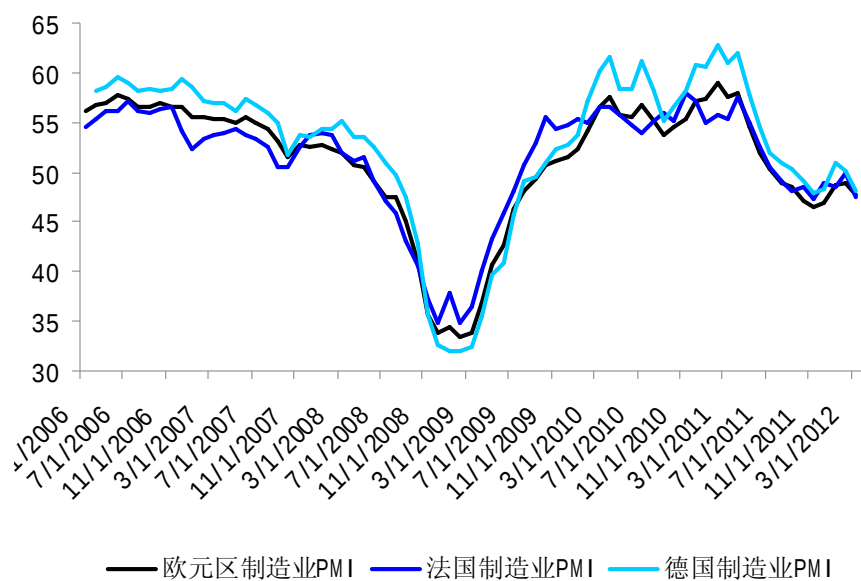
钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

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”。

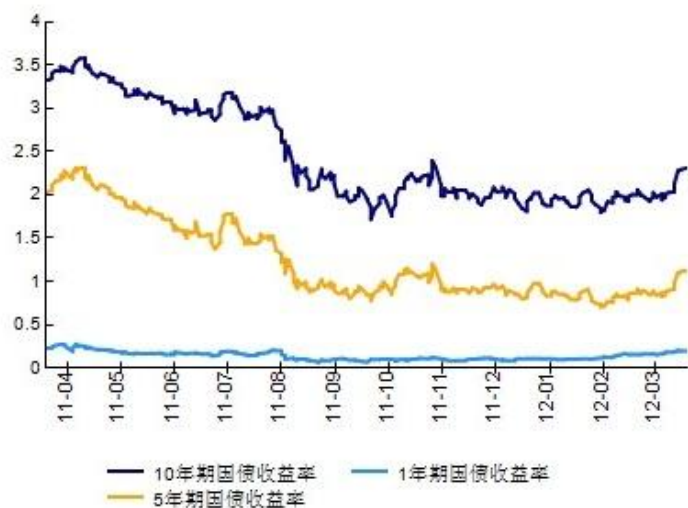
图：3月，欧元区和德法 PMI 均出现下滑。



资料来源：Bloomberg，申万研究

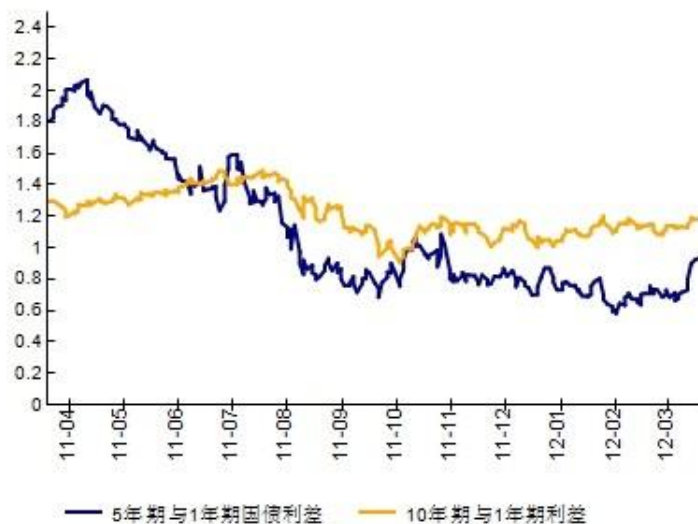
1. 中国 3 月汇丰制造业 PMI 初值下滑至 48.1， 风险资产续跌

图 1：美国国债收益率回升，对经济形势担忧有所减弱。



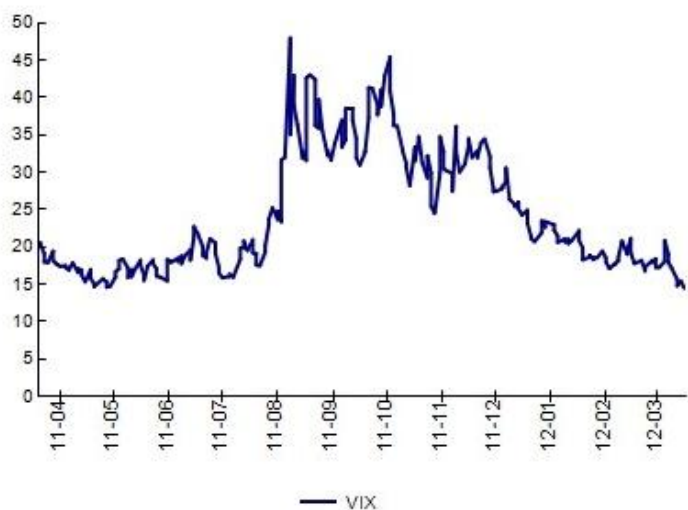
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减小。



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。



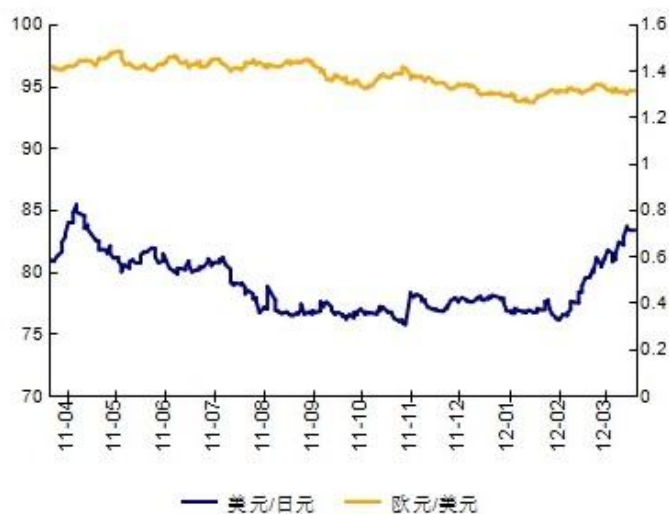
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 10 年期 CDS 小幅上涨，对美国长期债务违约风险的担忧有所增加。



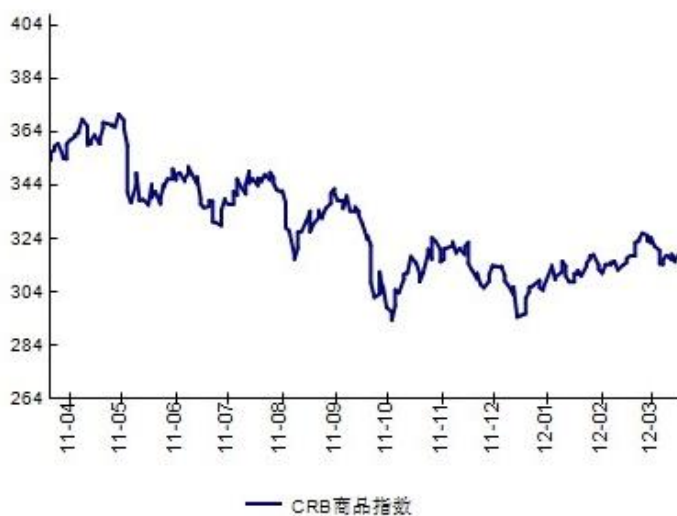
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续下滑, 由于中国经济增速放缓预期亚洲股市将下行, 对日元避险需求增加。



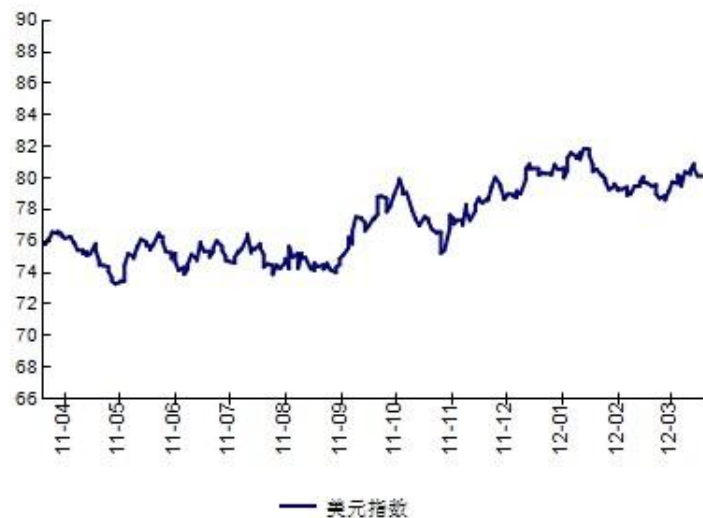
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于欧元区和中国汇丰中国的制造业 PMI 均不如预期, 呈现收缩状况。



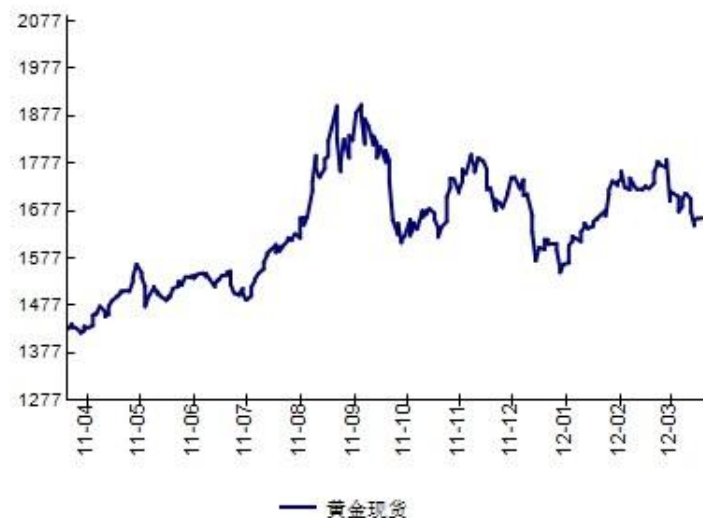
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅上涨, 由于美国房产销售数据不如预期, 欧元区制造业 PMI 收缩, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格回升, 但仍是处于下行, 由于德国和中国制造业 PMI 不如预期, 推高美元需求, 对贵金属避险需求有所减弱。



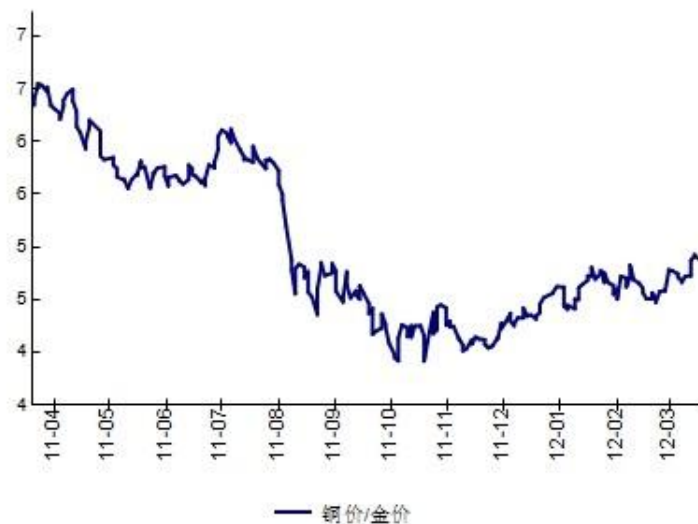
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格大幅回落, 由于预期中国和欧元区的制造业和工业生产将放缓。



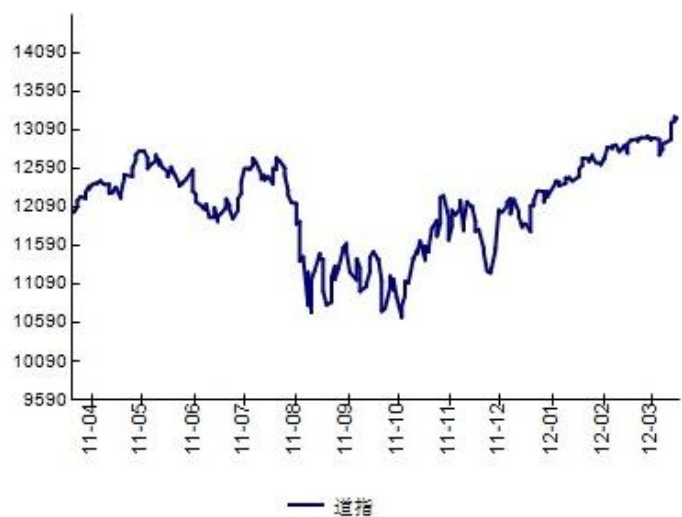
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下滑, 由于中国和欧元区 3 月制造业 PMI 初值均低于 50 且弱于预期, 导致铜价大幅下跌近 2%。



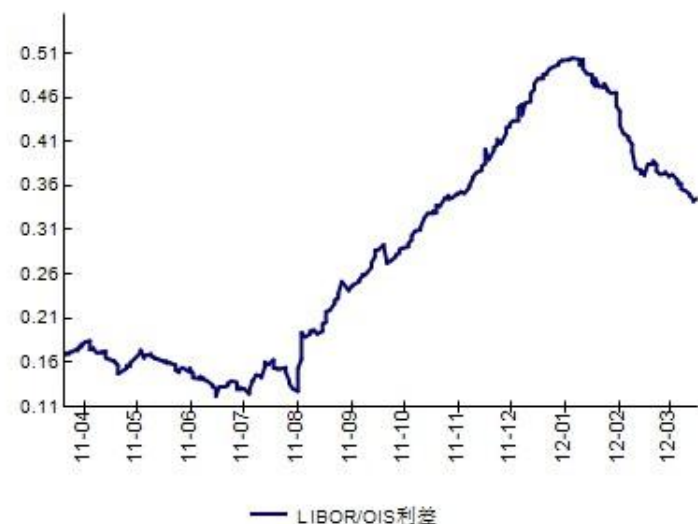
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指继续下挫, 由于中国和欧元区制造业 PMI 低于 50, 处于收缩状态。



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
03/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	JAN	\$40.0B	\$18.8B	\$87.1B
03/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	JAN	\$38.5B	\$101.0B	\$17.9B
03/15/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAR 11	-36	-33.7	-36.7
03/15/2012 22:00	费城联储商业前景指数	MAR	12	12.5	10.2
03/16/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	FEB	0.40%	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%	0.10%	0.20%
03/16/2012 20:30	居民消费价格(同比)	FEB	2.90%	2.90%	2.90%
03/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	FEB	2.20%	2.20%	2.30%
03/16/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	FEB	227.954	227.663	226.665
03/16/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	FEB	--	227.907	227.684
03/16/2012 21:15	工业产值	FEB	0.40%	0.00%	0.00%
03/16/2012 21:15	设备使用率	FEB	78.80%	78.70%	78.50%
03/16/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAR P	76	74.3	75.3
03/19/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	MAR	30	28	29
03/20/2012 20:30	新宅开工指数	FEB	700K	698K	699K
03/20/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	FEB	0.10%	-1.1%	1.50%
03/20/2012 20:30	建筑许可	FEB	686K	717K	676K
03/20/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	FEB	0.50%	5.1%	0.70%
03/21/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 16	--	-7.4%	-2.40%
03/21/2012 22:00	现房销售	FEB	4.61M	4.59M	4.57M
03/21/2012 22:00	旧宅销售 月环比	FEB	0.90%	-0.9%	4.30%
03/22/2012 20:30	首次失业人数	MAR 17	350K	348K	351K
03/22/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 10	3380K	3352K	3343K
03/22/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAR 18	--	-34.9	-33.7
03/22/2012 21:45	彭博经济预期	MAR	--	1	-7
03/22/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	JAN	0.30%	0.00%	0.70%
03/22/2012 22:00	领先指标	FEB	0.60%	0.70%	0.40%

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
03/23/2012 22:00	新建住宅销售	FEB	325K	--	321K

03/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	FEB	1.30%	--	-0.90%
03/26/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	FEB	--	--	0.22
03/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	FEB	0.90%	--	2.00%
03/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	FEB	--	--	10.30%
03/26/2012 22:30	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	MAR	16	--	17.8
03/27/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	JAN	-0.30%	--	-0.50%
03/27/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	JAN	-3.80%	--	-3.99%
03/27/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	JAN	135.8	--	136.71
03/27/2012 22:00	消费者信心	MAR	70.4	--	70.8
03/27/2012 22:00	里士满联储制造业指数	MAR	18	--	20
03/28/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 23	--	--	-7.40%
03/28/2012 20:30	耐用品订单	FEB	2.90%	--	-4.00%
03/28/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	FEB	1.50%	--	-3.20%
03/28/2012 20:30	非国防资本货物订单 (飞机除外)	FEB	--	--	-4.50%
03/28/2012 20:30	非国防资本货物出货 (飞机除外)	FEB	--	--	-3.10%
03/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	4Q T	3.00%	--	3.00%
03/29/2012 20:30	个人消费	4Q T	2.10%	--	2.10%
03/29/2012 20:30	GDP 价格指数	4Q T	0.90%	--	0.90%
03/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	4Q T	1.30%	--	1.30%
03/29/2012 20:30	首次失业人数	MAR 24	--	--	348K
03/29/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 17	--	--	3352K
03/29/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAR 25	--	--	-34.9
03/29/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	MAR	--	--	13

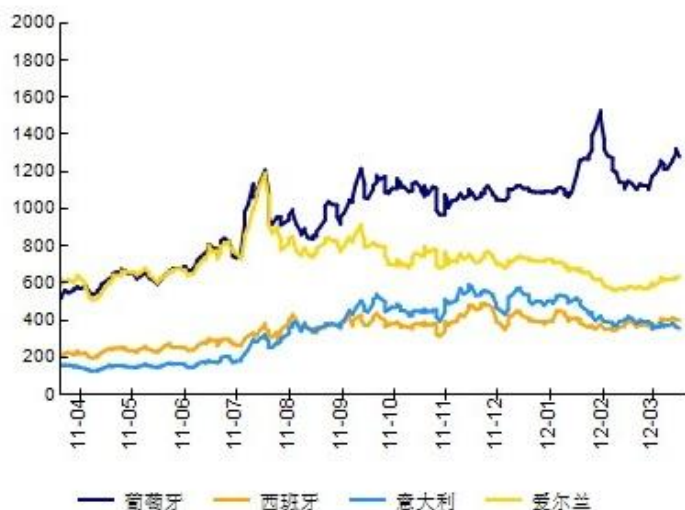
2. 欧元区 3 月制造业 PMI 初值跌至 47.7，欧股欧元 下跌

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均上涨。西班牙国债收益率近 5.5%，对经济担忧情绪加大。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊和葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



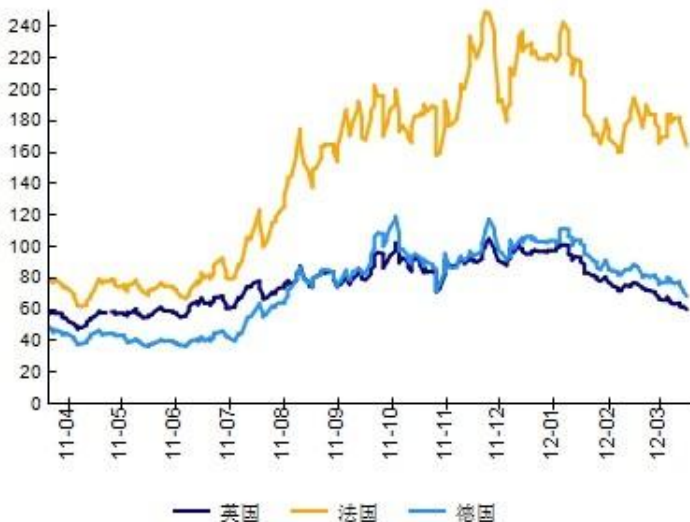
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差均上涨，由于德国法国的工厂订单意外下滑拖累欧元区制造业 2 月 PMI 终值不如预期，对经济担忧情绪有所增加。



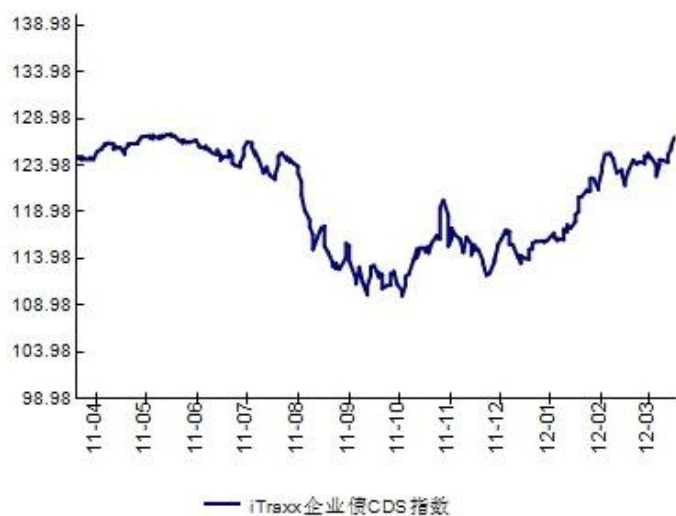
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



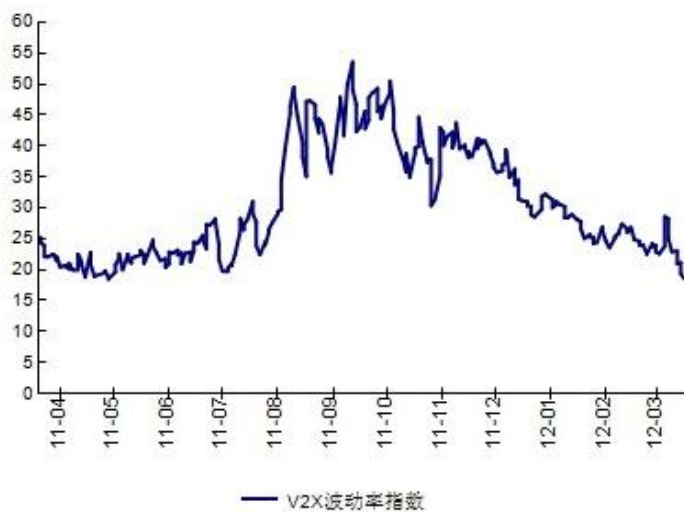
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 回落，但是仍处于高位，对企业违约风险情绪依然存在。



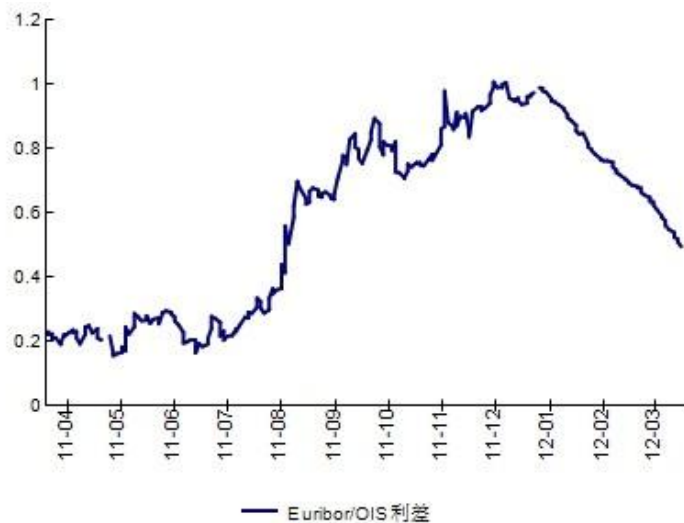
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动上升，股市波动风险增加。



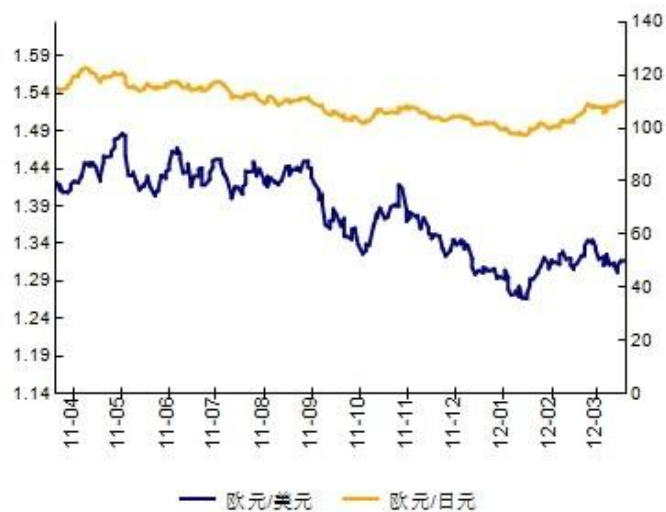
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差继续下滑，显示银行信贷压力减小。



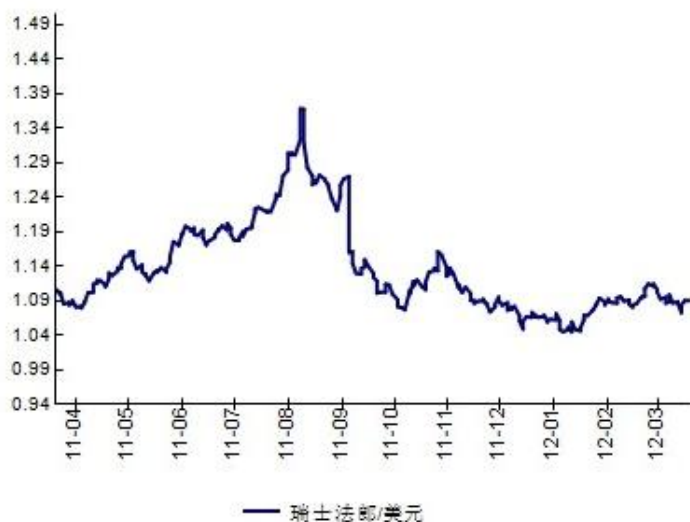
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元下跌，由于欧元区 3 月制造业 PMI 下滑至 47.7，远低于市场预期。



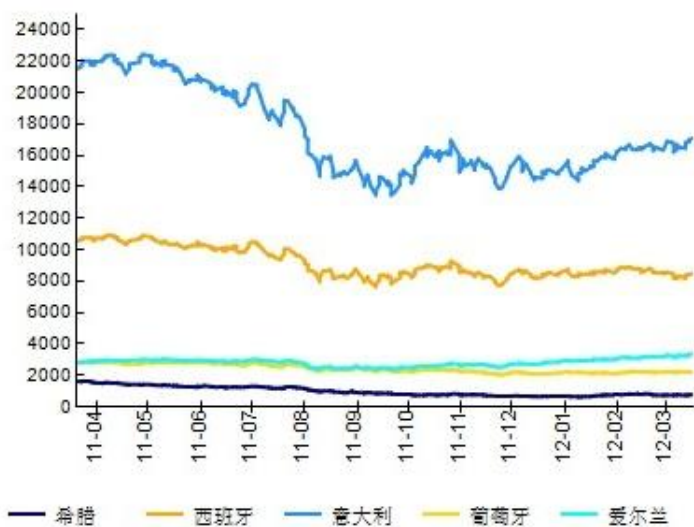
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



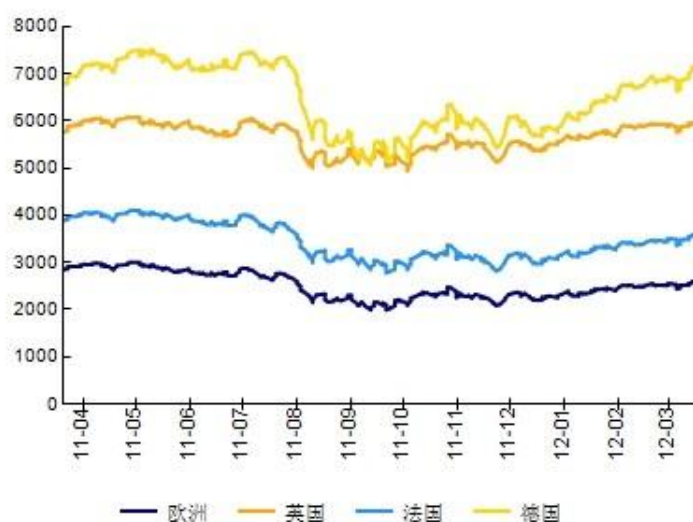
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下挫。



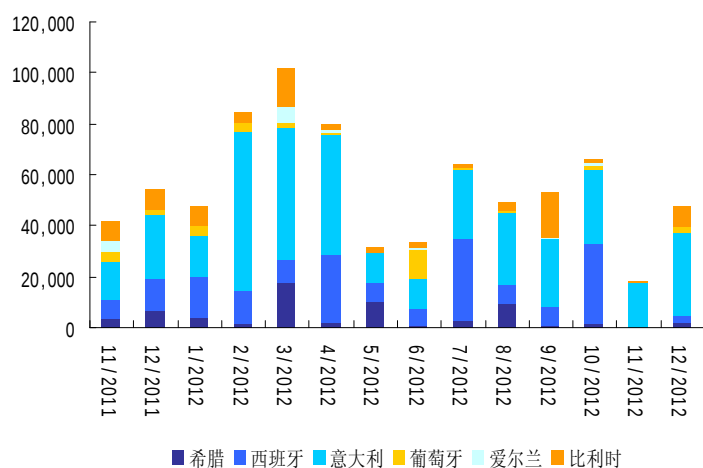
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于欧元区 3 月制造业 PMI 初值意外下滑, 远低于市场预期。



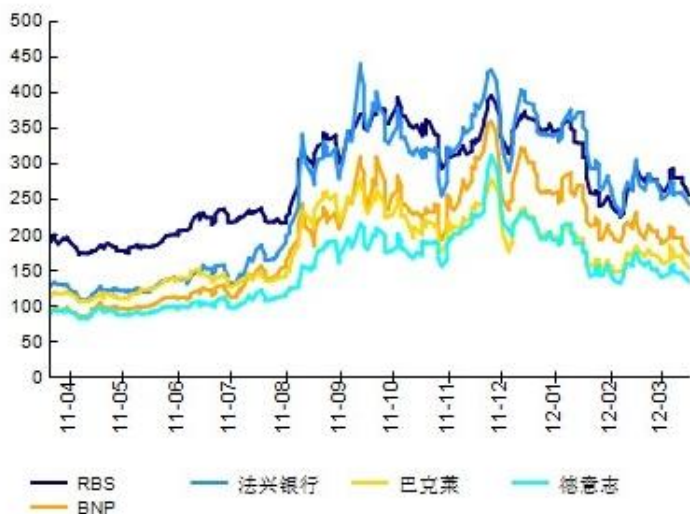
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



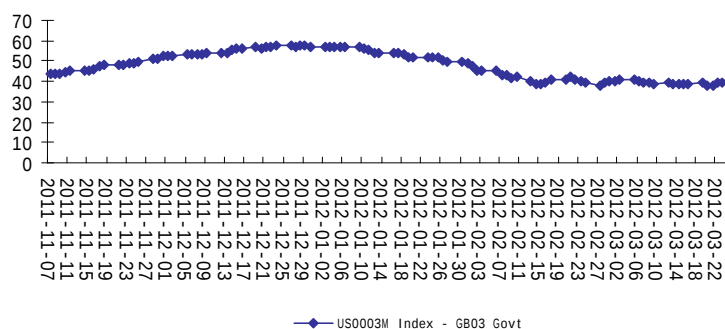
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均上涨。



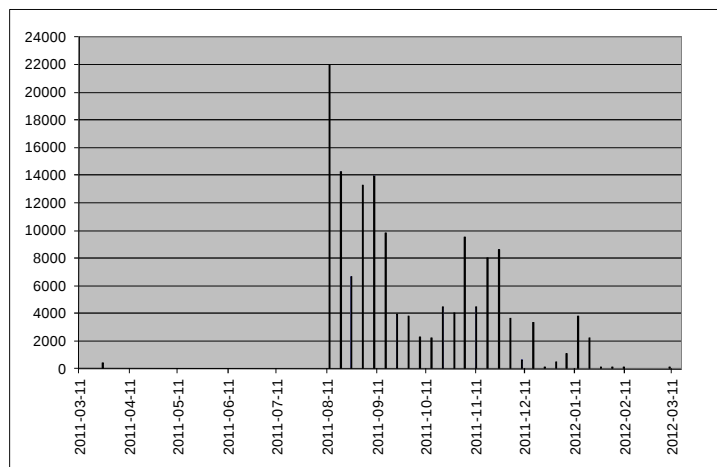
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 上升, 资金趋紧。



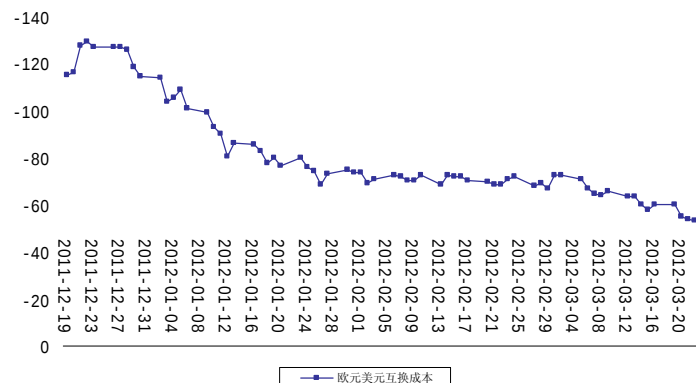
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 上周欧央行购买债券为 0。(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。