

2012 年 3 月 27 日

从伯南克讲话看美国劳动力市场

——国际金融市场风险监测 2012 年 3 月 27 日

相关研究

美国新屋销售环比下滑，但房地产市场逐步企稳
2012 年 3 月 26 日

欧元区难逃衰退，美国就业市场温和复苏
2012 年 3 月 23 日

美国成屋销量下滑，英国对富人和企业减税
2012 年 3 月 22 日

美国新屋开工下降，风险资产遭抛售
2012 年 3 月 21 日

美国经济数据背后的隐忧
2012 年 3 月 20 日

美国 2 月 CPI 低于预期
2012 年 3 月 19 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

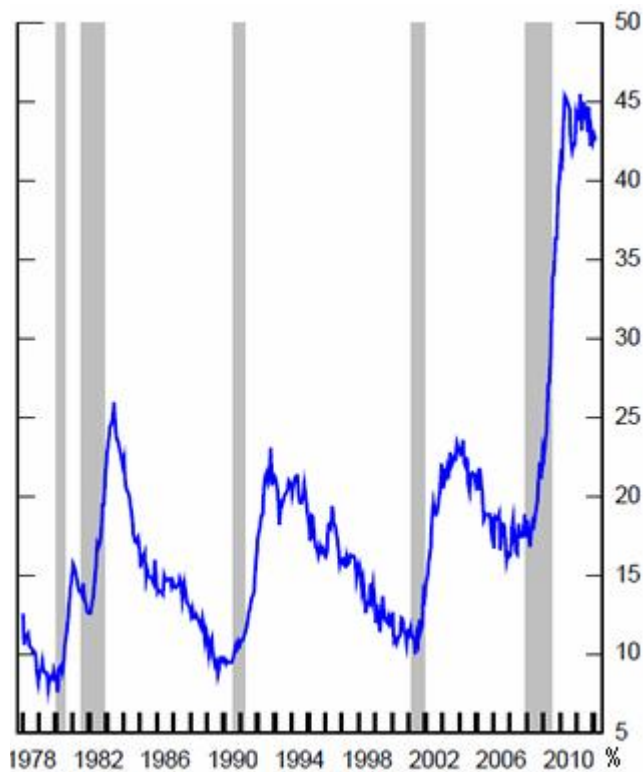
<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

- I 隔夜，风险情绪上涨，主要因伯南克关于劳动力市场的讲话提振了投资者对美国宽松货币政策的信心。
- I 众所周知，劳动力市场是美联储最关心的问题之一，特别是在通胀整体下行的趋势性，失业率能否有效下降成了经济复苏的关键。伯南克认为，前期劳动力市场改善，可能反映 2008 年底至 2009 年全年的非正常大量裁员出现修复，但这种修复从某种程度上来说已经结束。但是，就业市场远没有回归正常，例如，工作的劳动力人数和总小时数仍明显低于危机前的水平，而 8.3% 的失业率仍远高于长期可持续的水平。
- I 对于美国失业高企的根本原因，伯南克认为主要是周期性现象，结构性因素只能解释小部分以及暂时性的失业人数增加；对于长期失业问题，他认为，周期性和结构性因素无疑对长期失业有一定影响，但总需求持续疲软可能是主要原因。基于这个判断，他强调：“美联储的宽松货币政策，通过为需求和复苏提供支持，随着时间推移，应当对降低长期失业也有所帮助”。他还强调，如果失业率下降太慢，长期失业者会发现其技术与劳动力附加值难以进一步提高，这可能将周期性问题转变为结构性问题。
- I 而我们认为，失业率高企是经济增长低于潜在产出值，需求不足导致企业无法消化过剩的劳动力，加之政府紧缩裁员加剧了公共部门失业问题，但长期失业的本质是结构性失业。长期失业人群的技能难以满足日益更新的劳动力市场需求，而且长期持续没有收入，耗尽储蓄，也无法自费学习新技能来脱贫或求职，陷入恶性循环，导致劳资双方不匹配的想象持续。本轮长期失业率大幅攀升（图 1），与 2008 年次贷危机酿下的苦果也有关系，例如，房地产行业出现大量失业，导致失业率大幅上升，而这些人不愿或难以转变工作技能或参加再培训，成为构成长期失业的一部分人群。如果政府对这部分人群不予以重视，不进行再教育或再培训，那么，结构性因素导致的长期失业问题将长期存在。从图 2 可知，长期失业人群再就业的概率最低，危机后平均概率仅为 10.1%。另外，经济合作与发展组织也将长期失业归结于结构性失业。
- I 参与度低是美国劳动力市场的另一问题。由于许多失业者因各种原因，放弃找工作，而不再计入积极找工作的人口，则不计入失业率。2008 年危机后，参与度急剧下降，今年已降至 63.9%（见图 3），这也是前期失业率下降的一个原因。如何帮助失业人口重拾信心，也是解决美国就业问题的重要内容。
- I 关注： 3 月 27 日 美国标普席勒 20 城房价指数

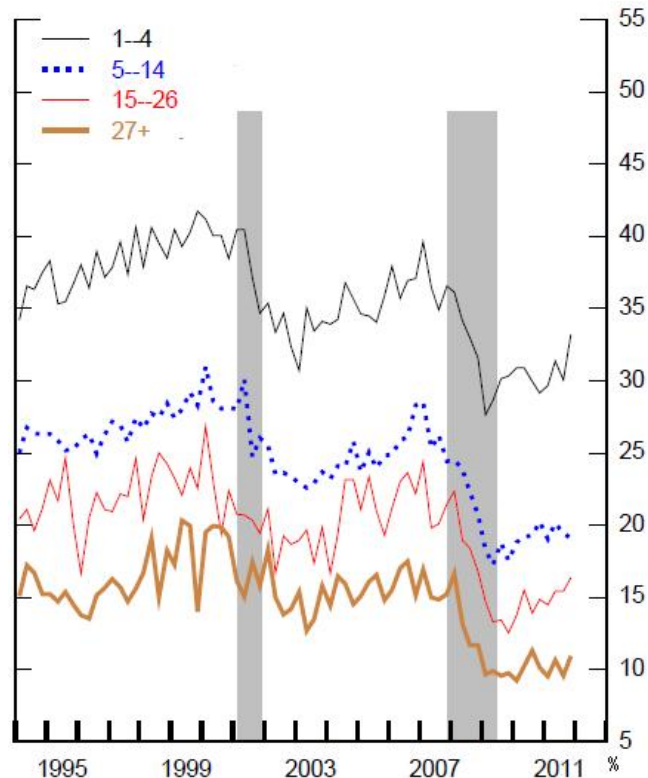
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图 1：失业 27 周以上长期失业人数占总失业人数的比重



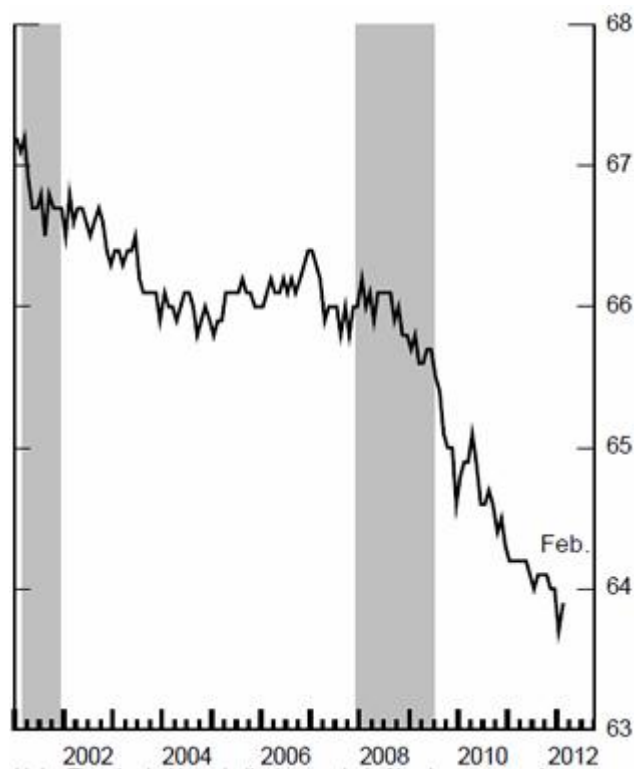
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：不同失业周数的人群再就业的概率



资料来源：Bloomberg，申万研究

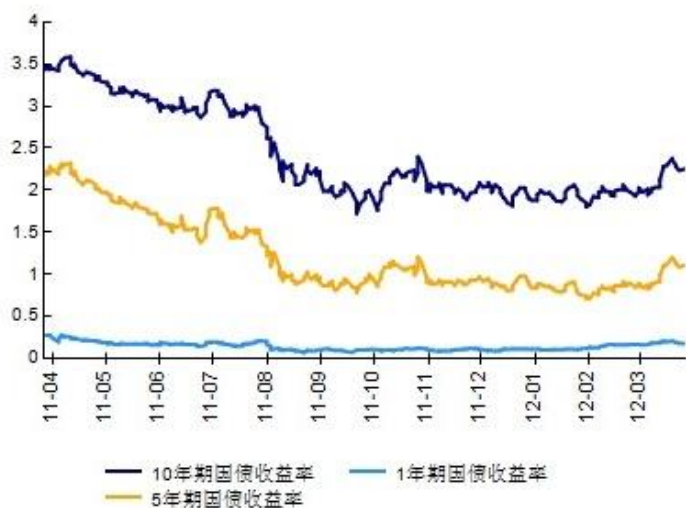
图 3：劳动力参与度持续下降



资料来源：Bloomberg，申万研究

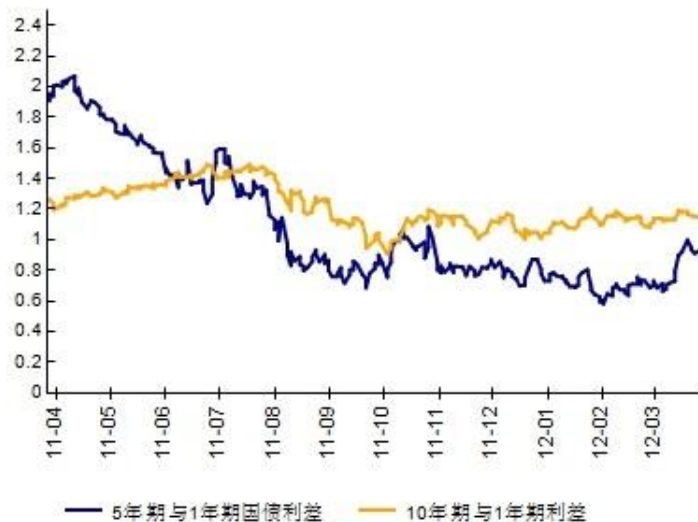
1. 伯南克讲话加大 QE3 可能性，美股商品回升

图 1：美国国债收益率回升，对经济形势担忧有所减弱。



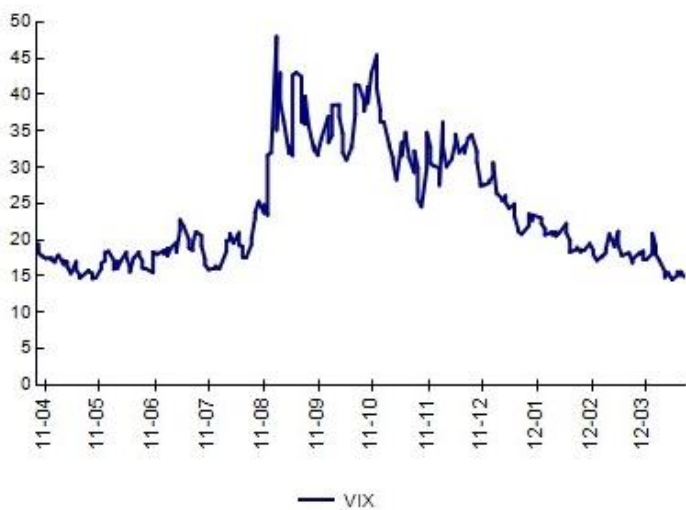
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数下滑，显示股市波动风险有所减小。



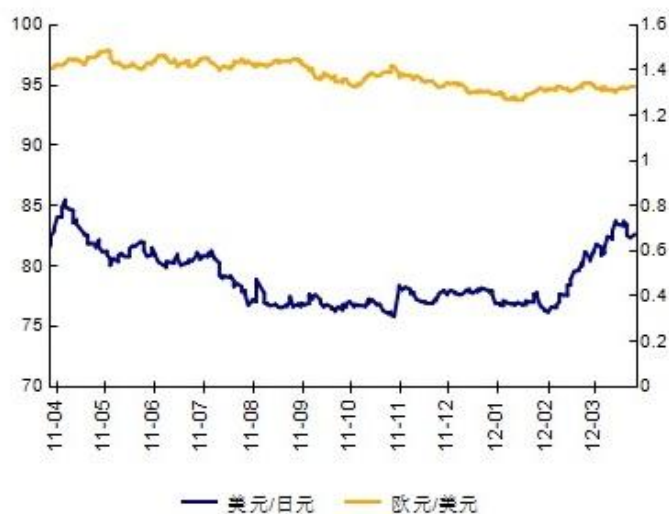
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 继续下降，对美国债务违约风险的担忧有所减弱。



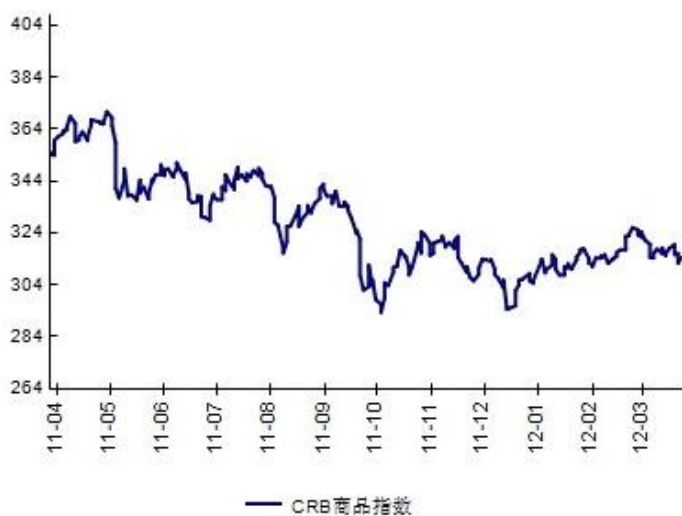
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元上升, 由于美国房产数据虽环比低于预期但是同比改善。



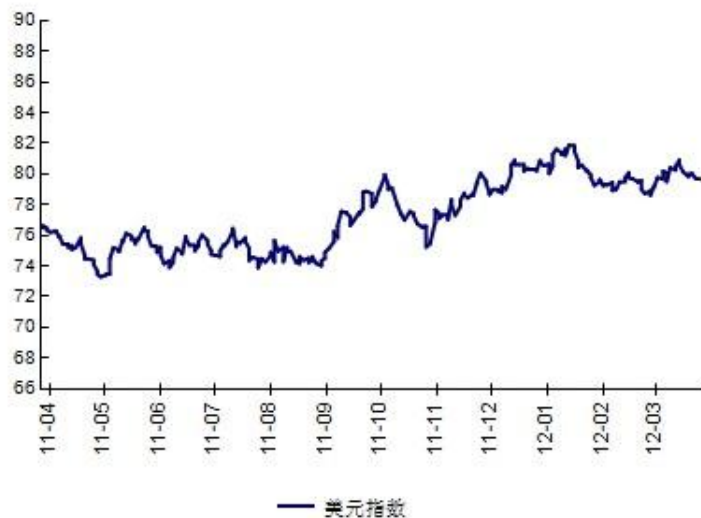
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上升, 由于 QE3 的概率加大推高商品价格。



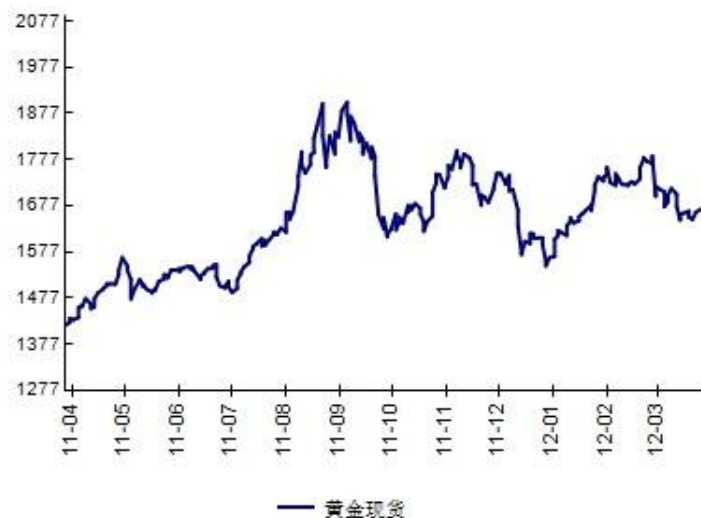
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下降, 由于伯南克称适度的货币政策仍然需要增加 QE3 的可能性, 对其避险需求减小。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格大幅上升, 由于伯南克称为了提振就业市场, 适度的货币政策仍然需要, 市场预期 QE3 可能性加大。



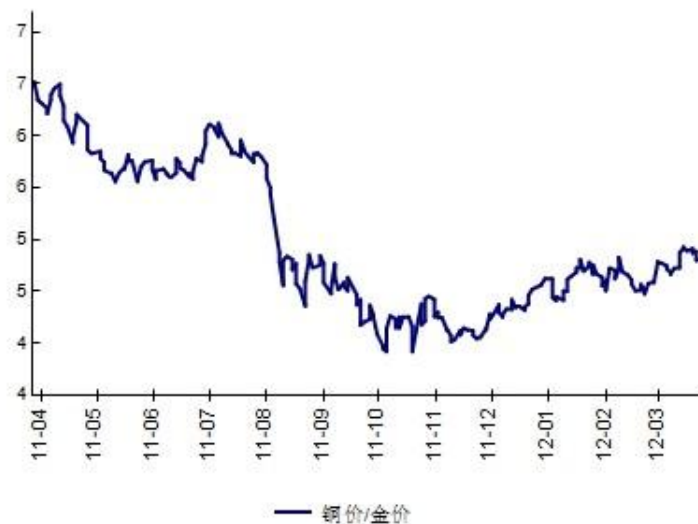
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格回升, 由于伯南克表示利率将继续保持低位来刺激经济增长, 导致市场预期原油需求会上升。



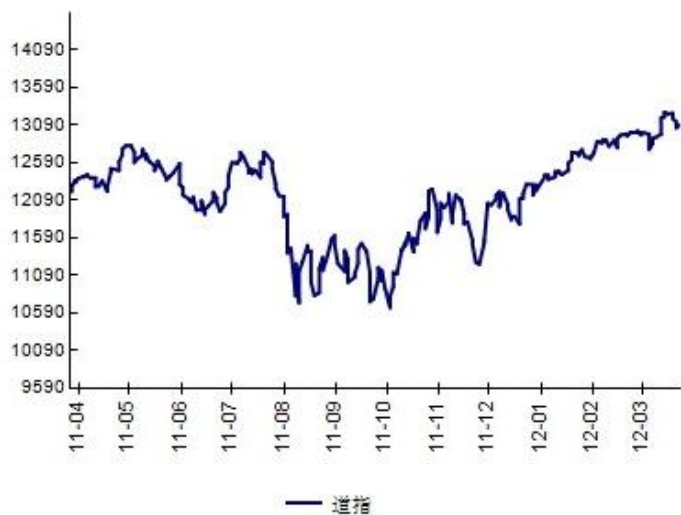
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比上涨, 由于伯南克讲话加大 QE3 的可能性导致铜价回升。



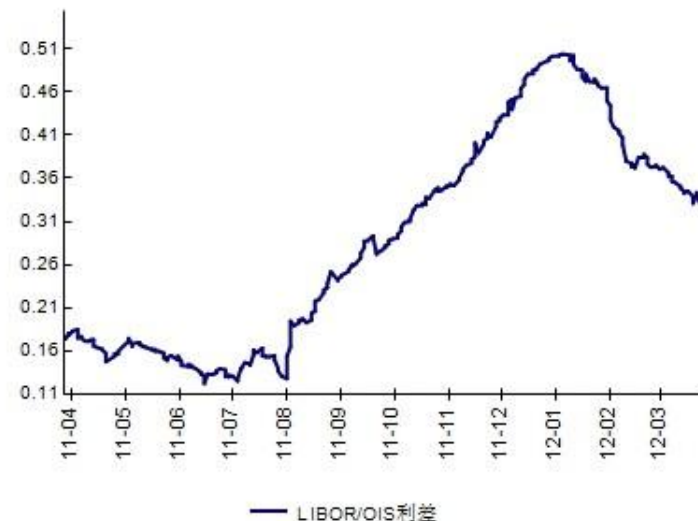
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指上涨, 由于伯南克称为了提振就业市场, 适度的货币政策仍然需要, 市场预期 QE3 可能性加大。



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

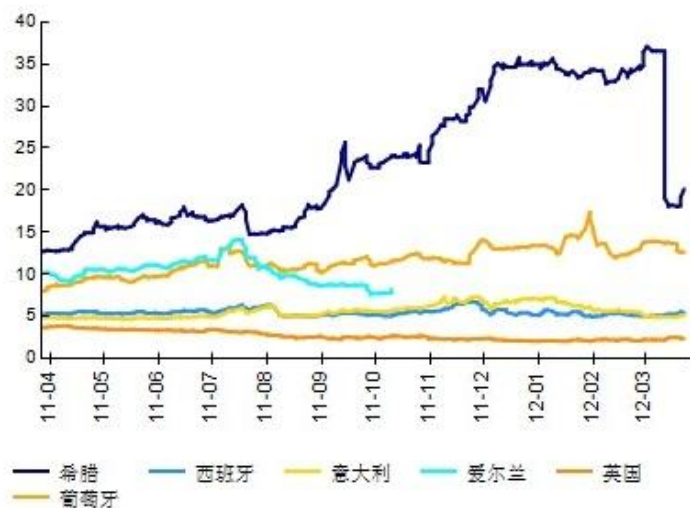
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
03/16/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	FEB	0.40%	0.40%	0.20%
03/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	FEB	0.20%	0.10%	0.20%
03/16/2012 20:30	居民消费价格(同比)	FEB	2.90%	2.90%	2.90%
03/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	FEB	2.20%	2.20%	2.30%
03/16/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	FEB	227.954	227.663	226.665
03/16/2012 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%
03/23/2012 22:00	新建住宅销售	FEB	325K	313K	321K
03/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	FEB	1.30%	-1.60%	-0.90%
03/26/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	FEB	0	-0.09	0.22
03/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	FEB	1.00%	-0.50%	2.00%
03/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	FEB	9.70%	13.90%	10.30%
03/26/2012 22:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	MAR	17	10.8	17.8

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
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	70.1	--	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	3.00%	--	-4.00%
03/28/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	FEB	1.70%	--	-3.20%
03/28/2012 20:30	非国防资本货物订单（飞机除外）	FEB	1.50%	--	-4.50%
03/28/2012 20:30	非国防资本货物出货（飞机除外）	FEB	0.90%	--	-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	350K	--	348K
03/29/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 17	3350K	--	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	--	13
03/30/2012 20:30	个人收入	FEB	0.40%	--	0.30%
03/30/2012 20:30	个人开支	FEB	0.60%	--	0.20%
03/30/2012 20:30	PCE Deflator (MoM)	FEB	0.30%	--	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	FEB	2.30%	--	2.40%
03/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	FEB	0.10%	--	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	FEB	1.90%	--	1.90%
03/30/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAR	63	--	64
03/30/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAR F	74.6	--	74.3

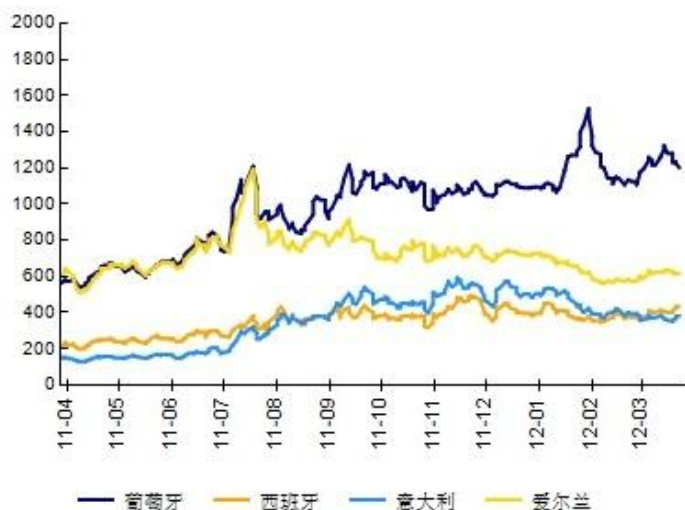
2. 德国 3 月企业景气指数超预期，欧股欧元上涨

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



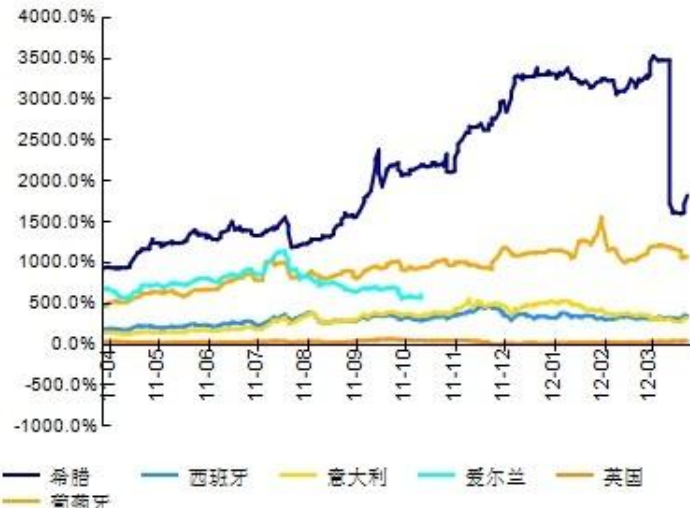
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下挫，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



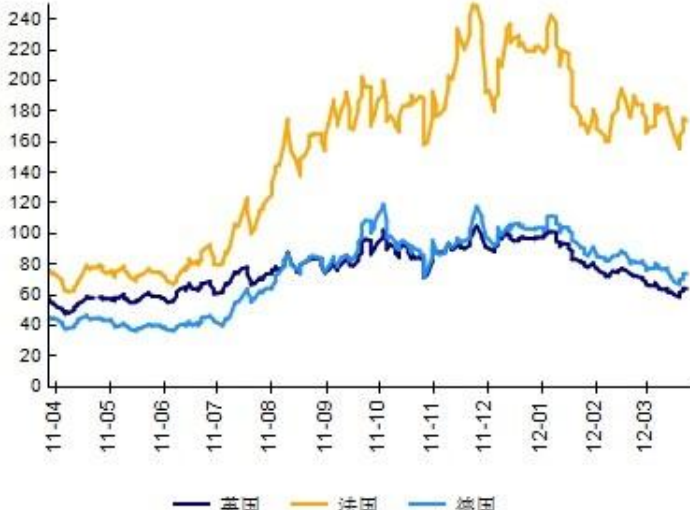
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊外，其他国国债利差均回落，对经济担忧情绪有所缓和。



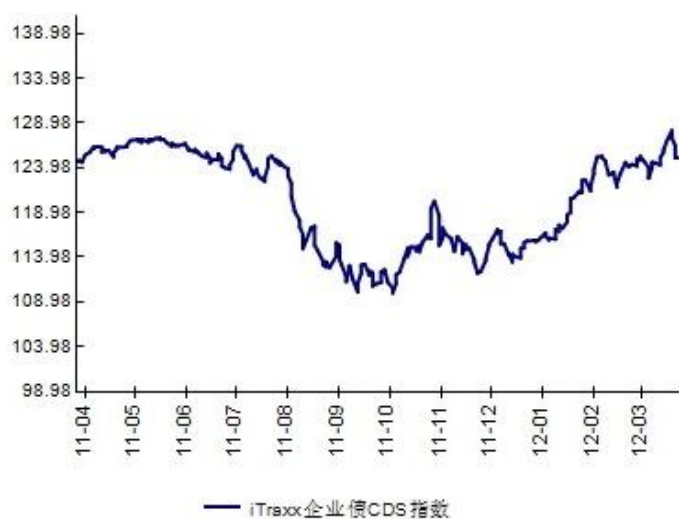
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，由于德国 3 月企业景气指数意外攀升，对债务违约风险担忧情绪有所减少。



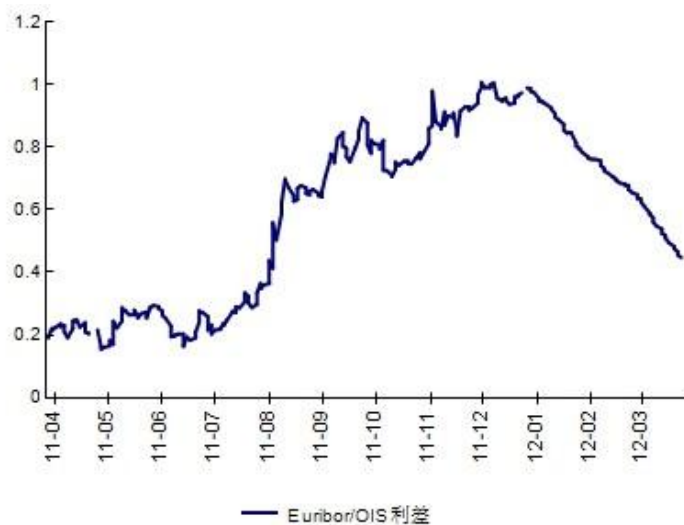
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



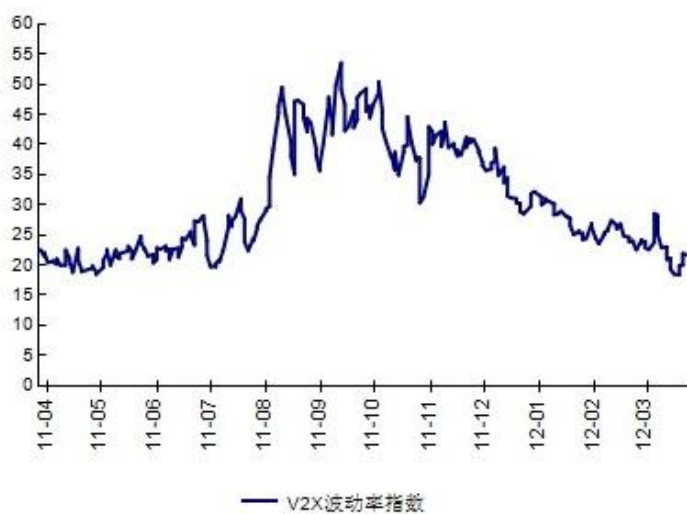
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差下滑, 显示银行信贷压力减轻。



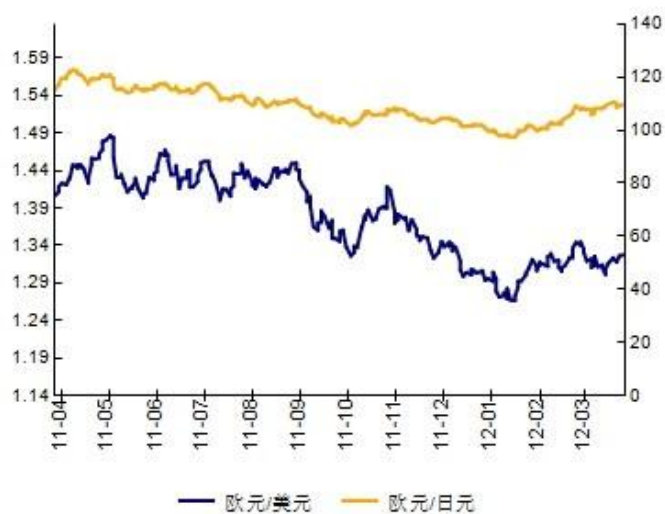
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下跌, 股市波动风险缓和。



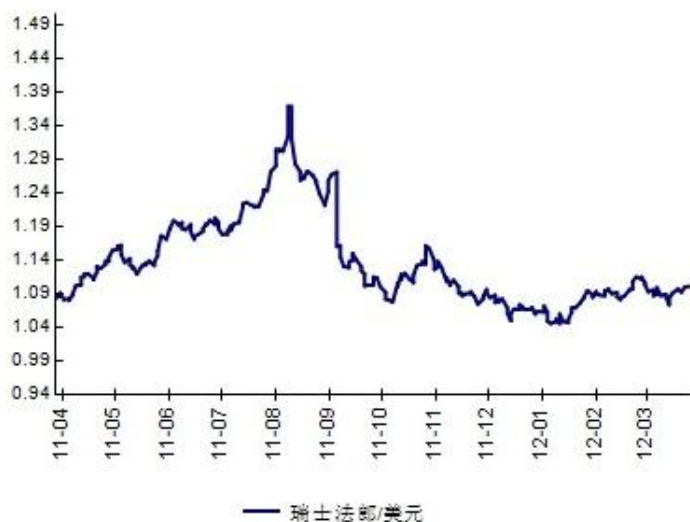
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上涨, 由于伯南克称为提振就业市场, 适度的货币宽松是需要的。



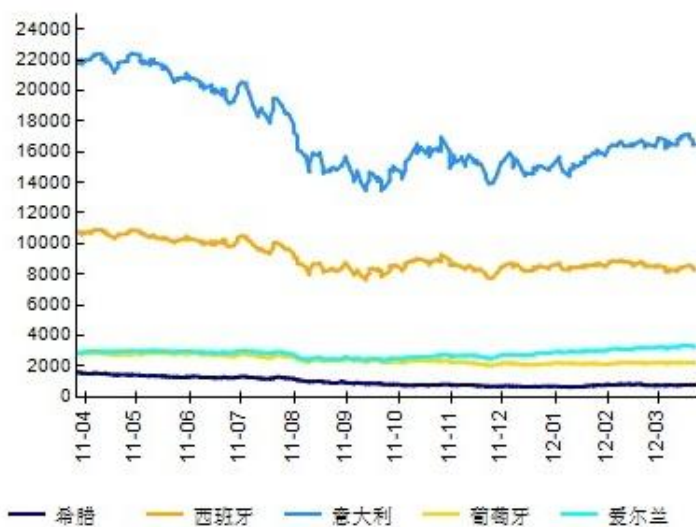
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上涨, 对美元的避险需求有所减弱。



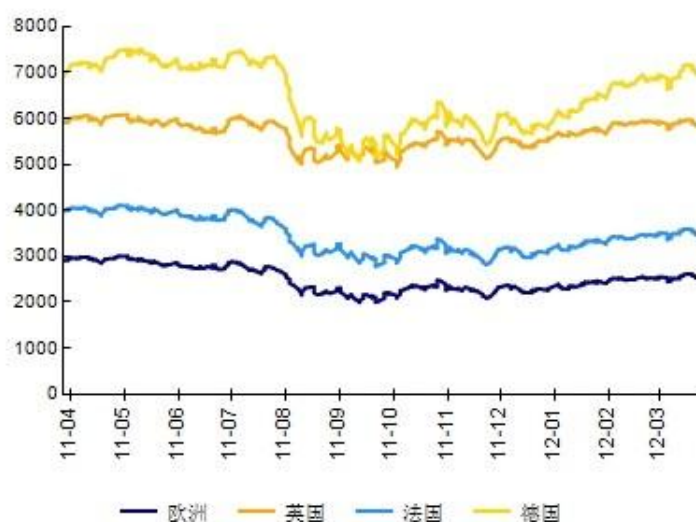
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和希腊外, 其他欧猪五国股市均回升。



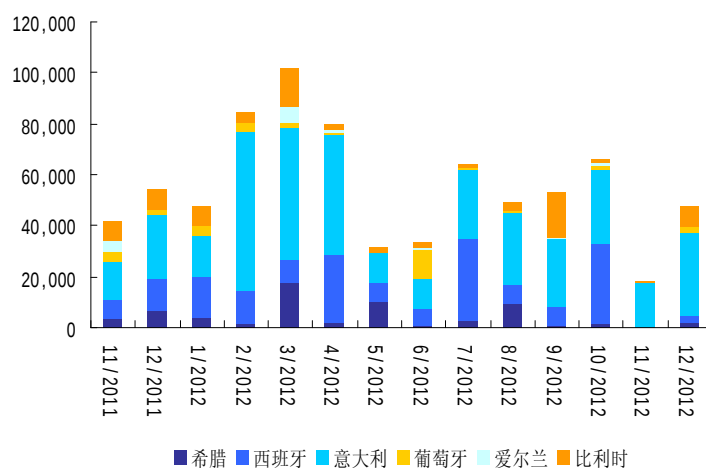
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于德国 3 月企业景气指数意外上扬且伯南克讲话加大 QE3 概率。



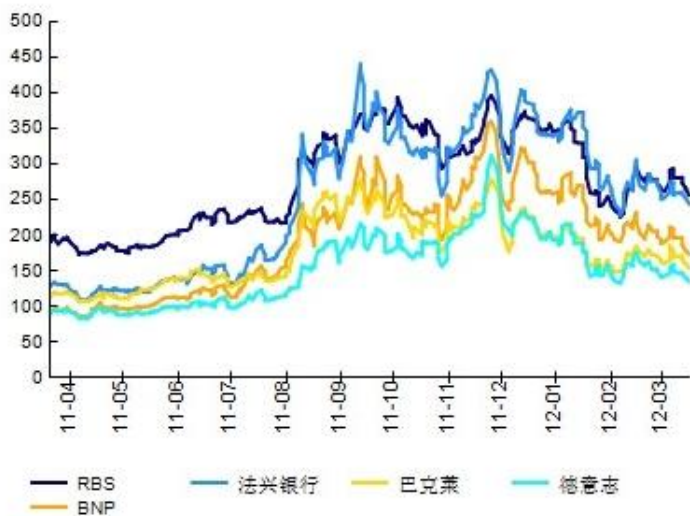
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



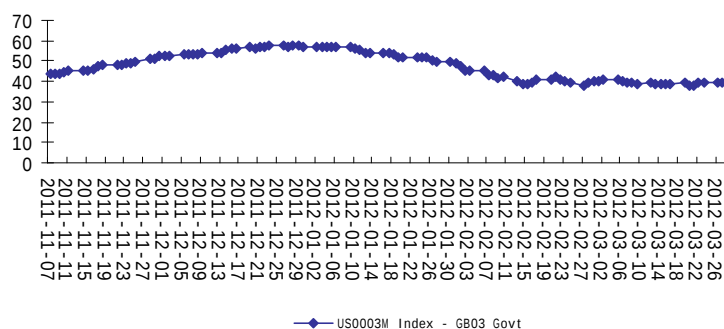
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均回落。



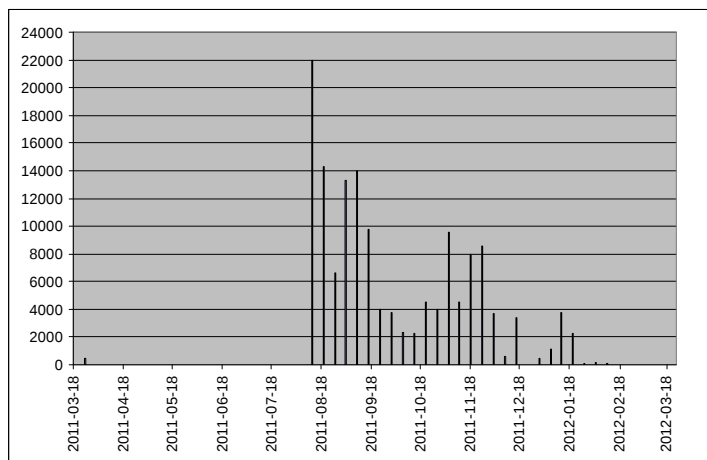
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 下降, 资金趋松。



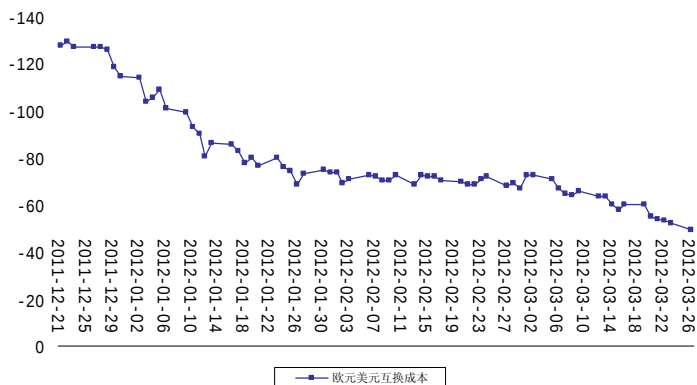
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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

		应付利息			
到期日	国家	未偿还(千)	(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	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。