

2012 年 4 月 6 日

西班牙不是下一个“希腊”

——国际金融市场风险监测 2012 年 4 月 6 日

总体判断：

- 隔夜，避险情绪仍然浓厚，美元指数攀升至 80 上方；除了大宗商品恢复性反弹，其他风险资产大多下跌，对欧债的担忧超过了美国首次申请失业金人数降至四年新低的利好，而西班牙十年期国债收益率创年内新高 5.75%。
- 英国央行维持 0.5% 的银行利率不变，并保持 3250 亿英镑的资产购买规模不变，而今年 2 月英国央行曾增加 500 亿资产购买量，主要因为英国 1 月 CPI 大幅回落至 3.6%，给扩大宽松政策提供空间，而 2 月 CPI 再度升至 4%，为央行目标的两倍，增大宽松政策带来的通胀压力，而经济复苏又面临削减公共开支的挑战，坚持减税、减赤的财政紧缩政策。从数据来看，隔夜公布的英国 2 月制造业产出环比下降-1%，远超出市场预期的-0.1%，而去年四季度失业率已达到 8.4%，是 1995 年以来最高失业率；通胀高企、经济低迷也使家庭消费缩水，导致经济前景不佳。但是，英国央行需要更低的通胀、更差的经济数据来支持进一步宽松。值得注意的是，英国将发展人民币离岸市场列入财政预算的重点之一，对中国的重视程度可见一斑。
- 美国首次申请失业金人数降至四年新低。截至 3 月 31 日的一周内，季调后的首次申请失业金人数为 35.7 万人，即使前一周数字下调 6000 人至 36.3 万，依然呈下降趋势，4 周移动值为 36.175 万人，较上周也下降 4,250 人。据此，我们认为今晚公布的美国 3 月非农就业人数有望增加 21 万人，失业率维持原来的判断——降至 8.2%，就业市场依然改善。不过，隐忧犹在，劳动力参与度若不能有效提高，长期失业问题若不能加大政策支持力度，仍然会导致居民收入增至缓慢、储蓄率持续下降，不能有效启动消费，而且失业率难以进一步下降。
- 目前，欧债关注的焦点在于西班牙。隔夜，西班牙 10 年期国债收益率自去年 12 月以来首次突破 5.75%，与德国国债利差也突破 400 基点，意味着西班牙融资情况的恶化。西班牙去年四季度 GDP 环比下跌-0.3%，赤字占 GDP 的 8.5%，今年一季度预计将陷入衰退，而今年以来公共财政重组的压力，糟糕的经济数据也预示西班牙产出收缩、衰退加深，这让西班牙金融市场承压，股市今年至今逆势下跌 10.6%，国债收益率也一路上扬。
- 近期西班牙的导火索在于——3 月 13 日欧元区财长会议要求西班牙进一步**削减 2012 年预算**，将赤字占 GDP 的目标比例削减 0.5 个百分点至 5.3%，仍高于此前 4.4% 的目标，2013 年进一步降至 3%。此后，西班牙国债收益率持续攀升，已接近 6% 这一不可持续的水平。迫于欧盟压力，西班牙 3 月 30 日不得不大幅修正预算，将政府开支削减 16.9%，增加公司税收入 17.8%，从而减少赤字 270 亿欧元，占 GDP 的 2.5%。作为代价，西班牙 GDP 预计今年将收缩-1.7%。

相关研究

从伯南克讲话看美国劳动力市场
2012 年 3 月 27 日

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

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

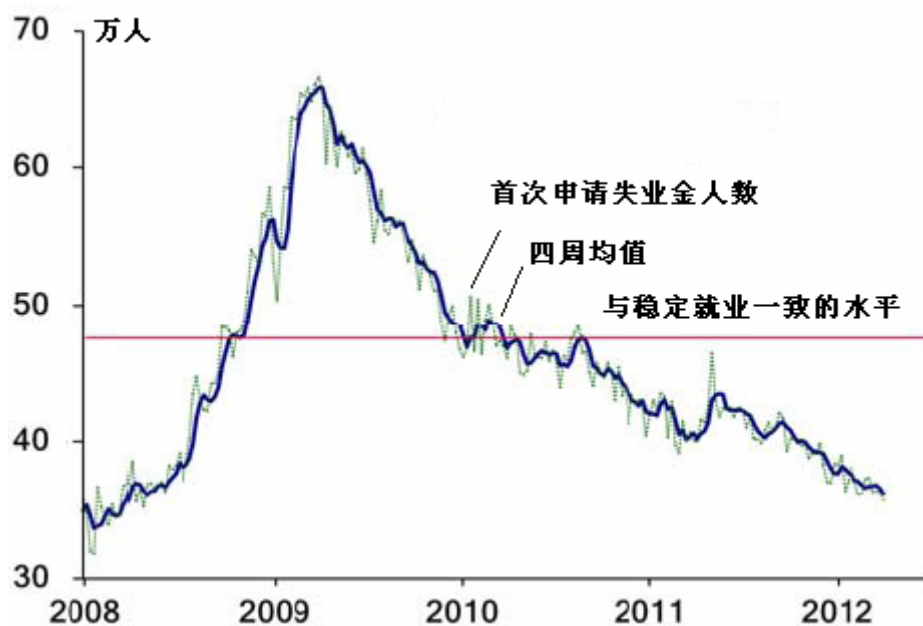
<http://www.swsresearch.com>

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”。

- 我们认为，作为欧猪五国之一，西班牙的问题由来已久，经济衰退和债务、赤字高企是不争的事实，但是，西班牙不会成为下一个“希腊”，原因在于：
 - 1、西班牙融资机制健全，短期因财政紧缩这一事件冲击导致的认购兴趣下降并不妨碍其畅通的融资功能，预计西班牙今年仍发行 368 亿欧元中长期债券，我们预计以后的拍卖将有所改善，应密切关注。
 - 2、即使西班牙 10 年期国债收益率攀升至 6% 以上，和已接受救助的葡萄牙、爱尔兰 10 年期国债收益率分别高达 12% 和 8% 以上，尚有较大空间，短期不会影响融资；但如果持续高于 6%，IMF、欧盟和欧央行“三驾马车”不会对这一欧洲第五大经济体袖手旁观，将采取资产购买计划(SMP)和有限担保等方式进行救助，西班牙局势将恢复至可控状态，作为主导方的德国近期对于欧洲救助的态度已经软化，救助西班牙的阻力减小；
 - 3、尽管西班牙债务占 GDP 的比重预计从去年的 68.5% 上升至今年的 79.8%，但是大部分债务都是由不同的政府项目和机构进行贷款担保，并非国债的形式，所以并不会造成主权债务的显著增加。但是，需要警惕的是，利息支出预计占 GDP 的 2.75%，这对于西班牙本已疲弱的经济和高企的债务无异于一个沉重的负担。

关注： 4月6日 美国3月非农就业数据、失业率

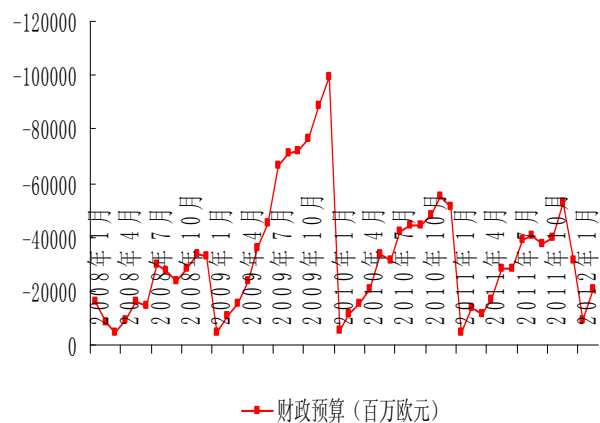
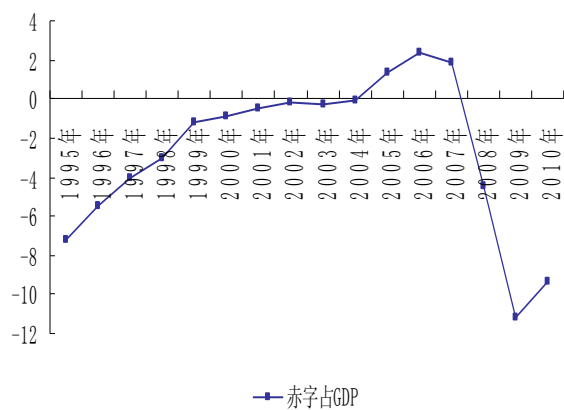
图 1: 美国首次申请失业金人数



资料来源：美国劳工部、申万研究

图 2: 西班牙赤字占 GDP (%)

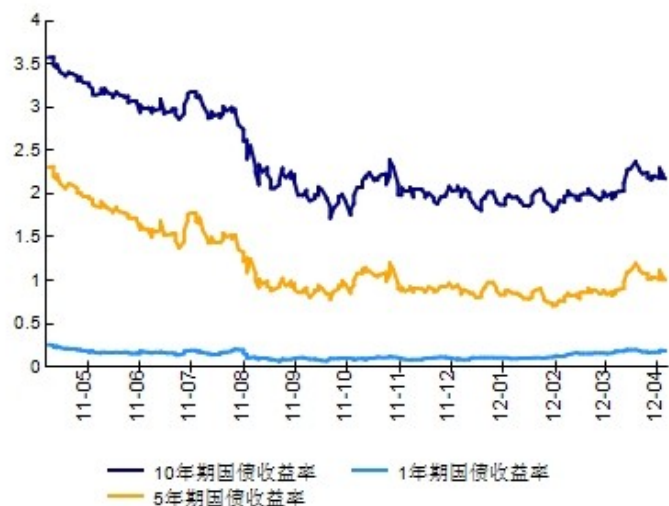
图 3: 西班牙财政预算 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg、申万研究

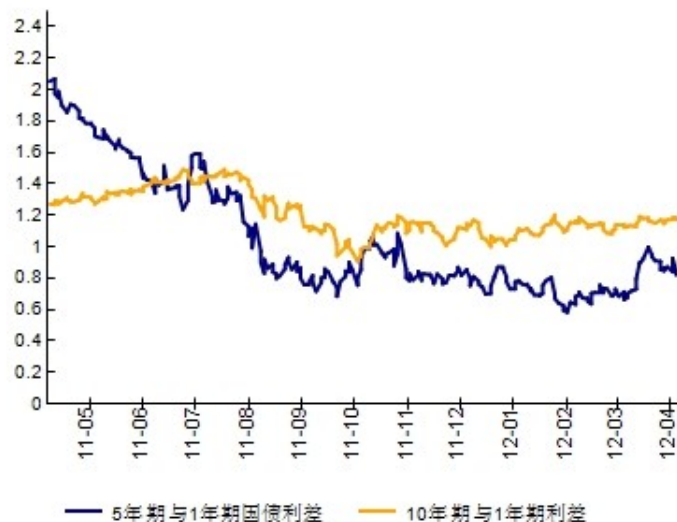
1. 3 月首次失业人数继续下滑，受西班牙和意大利国债收益率飙升，美股继续下挫

图 1：美国国债收益率继续下滑，对经济形势担忧有所增加。



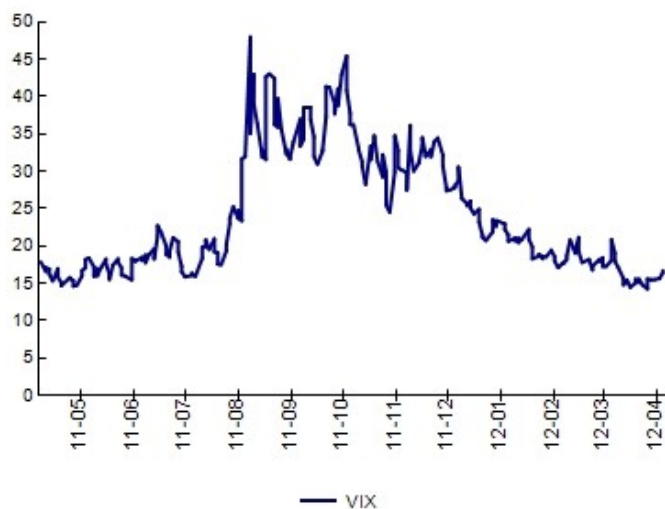
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



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 5 年期 CDS 小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



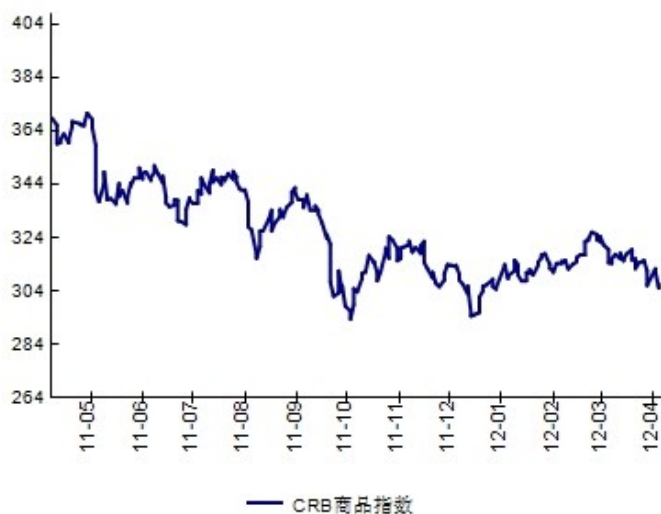
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元下滑, 由于担心欧债危机而对日元需求上升。



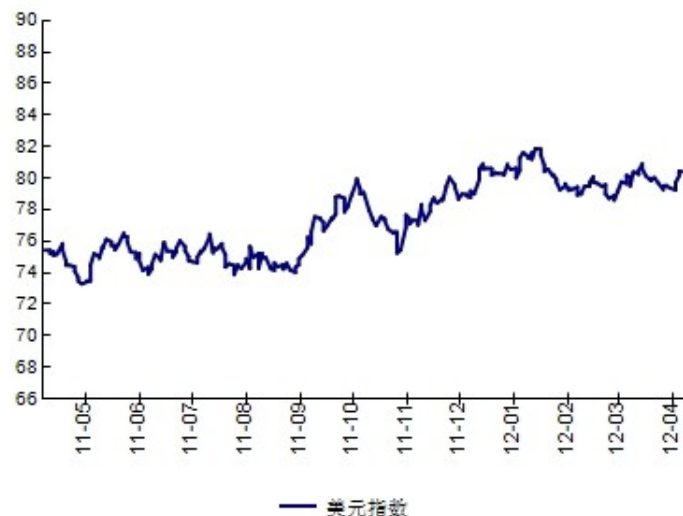
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格回升, 由于 3 月首次失业人数和领取救济人数均持续下滑, 创 4 年来新低。



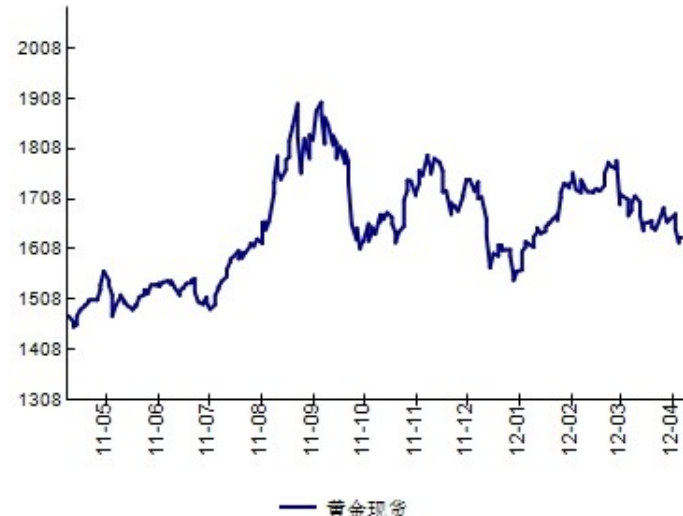
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 由于西班牙和意大利借贷成本飙升, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上升, 由于西班牙 10 年国债收益率飙升, 对其避险需求有所增加。



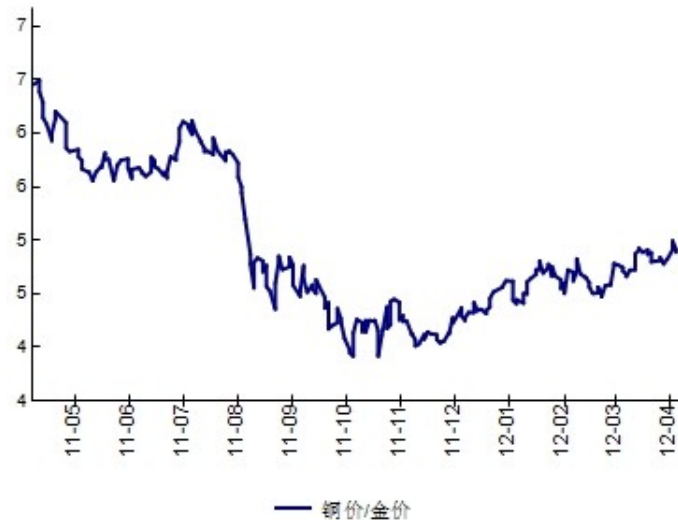
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅反弹上涨, 由于 3 月首次失业人数和领取救济人数均持续下滑, 创 4 年来新低。



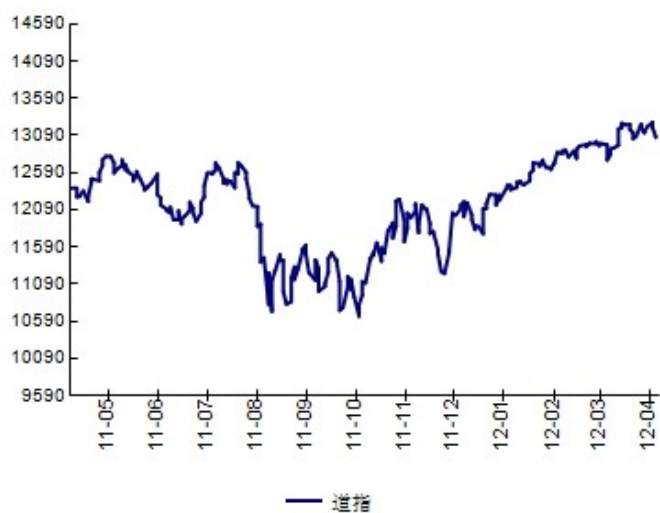
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比与上一日持平, 由于美国失业数据继续下滑导致铜价小幅回升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅下挫, 由于西班牙和意大利国债收益率飙升且 QE3 可能性降低。



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缓。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

近一周已公布的经济数据

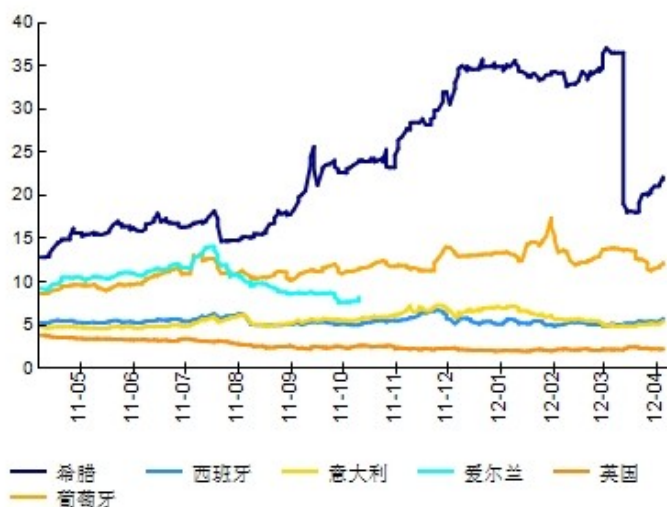
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
03/30/2012 20:30	个人开支	FEB	0.60%	0.80%	0.20%
03/30/2012 20:30	PCE Deflator (MoM)	FEB	0.30%	0.30%	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年比)	FEB	2.30%	2.30%	2.40%
03/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	FEB	0.10%	0.10%	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	FEB	1.90%	1.90%	1.90%
03/30/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAR	63	62.2	64
03/30/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAR F	74.5	76.2	74.3
03/30/2012 22:00	Revisions: Wholesale Trade Sales, Inventories				
03/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	MAR	58	51.8	58.6
03/31/2012 00:00	Revisions: Industrial Production				
04/02/2012 22:00	建筑开支月环比	FEB	0.60%	-1.10%	-0.10%
04/02/2012 22:00	ISM 制造业	MAR	53	53.4	52.4
04/02/2012 22:00	ISM 支付价格	MAR	63	61	61.5
04/03/2012 21:45	ISM 纽约	MAR	--	67.4	63.1
04/03/2012 22:00	工厂订单	FEB	1.50%	1.30%	-1.00%
04/04/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
04/04/2012 05:00	汽车总销售量	MAR	14.60M	14.32M	15.03M
04/04/2012 05:00	国内汽车销售量	MAR	11.30M	11.09M	11.70M
04/04/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 30	--	4.80%	-2.70%
04/04/2012 20:15	ADP 就业变动指数	MAR	206K	209K	216K
04/04/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAR	56.8	56	57.3
04/05/2012 19:30	挑战者企业裁员人数同比	MAR	--	-8.80%	2.00%
04/05/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	APR	--	46.6	47.5
04/05/2012 20:30	首次失业人数	MAR 31	355K	357K	359K
04/05/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 24	3350K	3338K	3340K
04/05/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 1	--	-31.4	-34.7
05-06 APR	ICSC 连锁店销售 同比	MAR	--	4.10%	6.70%

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
04/06/2012 20:30	非农就业人数增减	MAR	205K	--	227K
04/06/2012 20:30	非农私企就业人数增	MAR	215K	--	233K
04/06/2012 20:30	减	MAR	20K	--	31K
04/06/2012 20:30	制造业就业人数增减	MAR	8.30%	--	8.30%
04/06/2012 20:30	失业率	MAR	0.20%	--	0.10%
04/06/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所	MAR	1.90%	--	1.90%
04/06/2012 20:30	有员工	MAR	34.5	--	34.5
04/06/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有	MAR			
04/06/2012 20:30	员工	MAR			
04/06/2012 20:30	周平均工时 所有员工	MAR			
04/06/2012 20:30	Change in Household	MAR	--	--	428
04/06/2012 20:30	Employ	MAR	--	--	14.90%
04/06/2012 20:30	就业不足率 (U6)	MAR			
04/07/2012 03:00	消费者信用	FEB	\$12.000B	--	\$17.776B
04/10/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程	MAR	95	--	94.3
04/10/2012 19:30	度指数	MAR			
04/10/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程	APR	--	--	47.5
04/10/2012 22:00	度指数	APR	--	--	3459
04/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	FEB	--	--	0.40%
04/10/2012 22:00	批发库存	FEB	0.50%	--	0.40%
04/11/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指	APR 6	--	--	4.80%
04/11/2012 20:30	数	APR 6	--	--	0.40%
04/11/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	MAR	0.90%	--	0.40%
04/11/2012 20:30	进口价格指数(同比)	MAR	4.10%	--	5.50%
04/12/2012 02:00	联储黄皮书				
04/12/2012 02:00	预算月报	MAR	-\$210.0B	--	--
04/12/2012 20:30	贸易余额	FEB	-\$52.0B	--	-\$52.6B
04/12/2012 20:30	工业品出厂价格指数	MAR	0.30%	--	0.40%
04/12/2012 20:30	(月环比)	MAR			
04/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能	MAR	0.20%	--	0.20%
04/12/2012 20:30	源(月环比)	MAR			
04/12/2012 20:30	工业生产者出厂价格	MAR	3.00%	--	3.30%
04/12/2012 20:30	(同比)	MAR			
04/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能	MAR	2.80%	--	3.00%
04/12/2012 20:30	源(同比)	MAR			
04/12/2012 20:30	首次失业人数	APR 7	355K	--	357K
04/12/2012 20:30	持续领取失业救济人	MAR 31	--	--	3338K
04/12/2012 20:30	数	MAR 31	--	--	
04/12/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 8	--	--	-31.4
04/13/2012 20:30	消费价格指数 (月环	MAR	0.30%	--	0.40%
04/13/2012 20:30	比)	MAR			

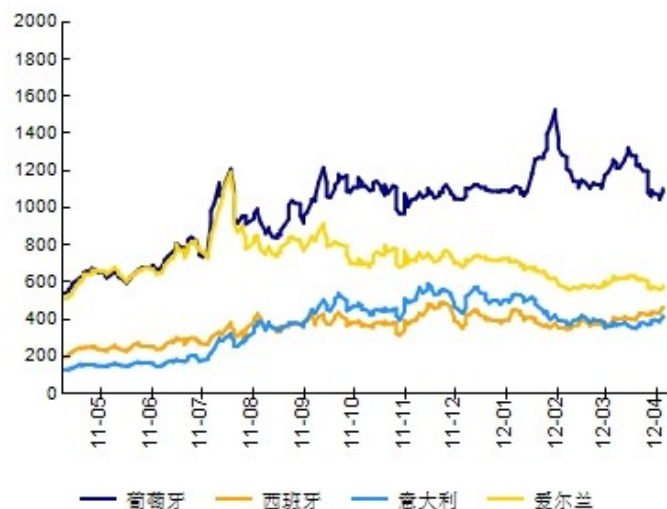
2. 德国工业产值下滑超预期，欧元德国股市下跌

图 13：除希腊和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



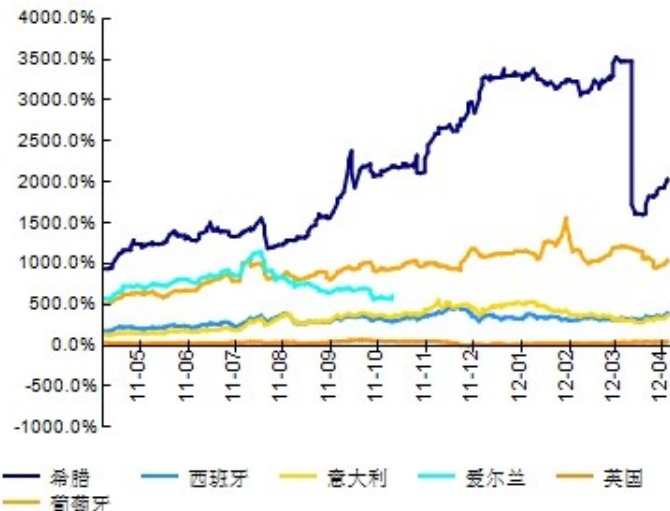
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，由于西班牙和意大利国债收益率飙升。



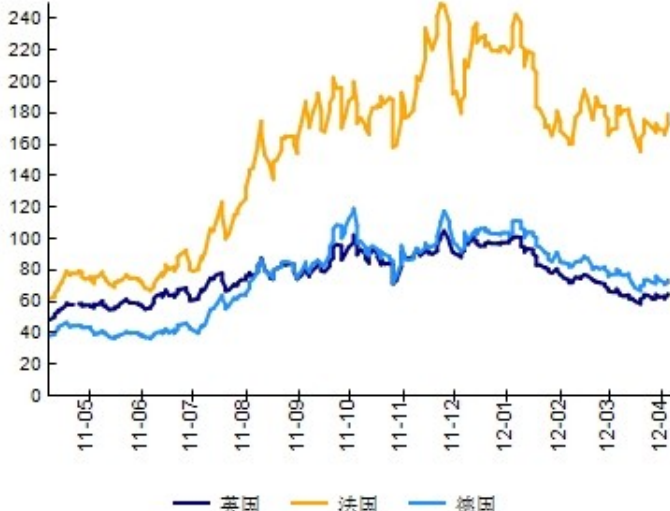
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊和英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



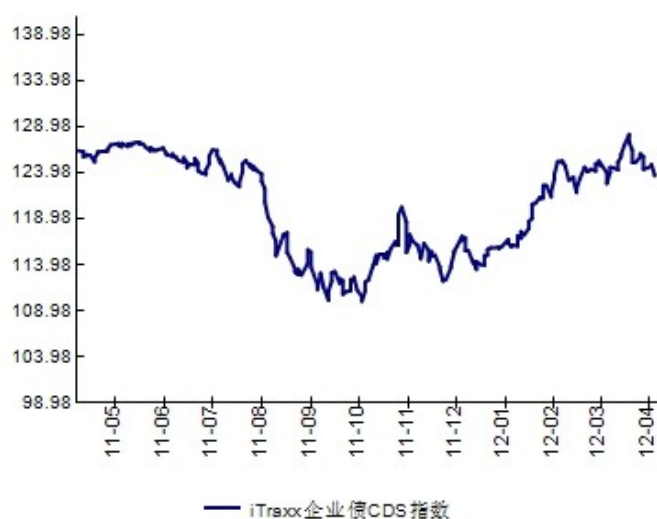
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，由于德国工业产出下滑超预期，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



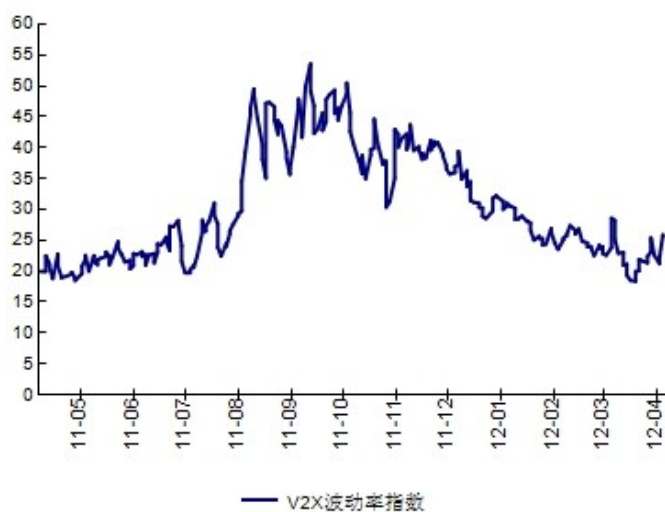
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减弱。



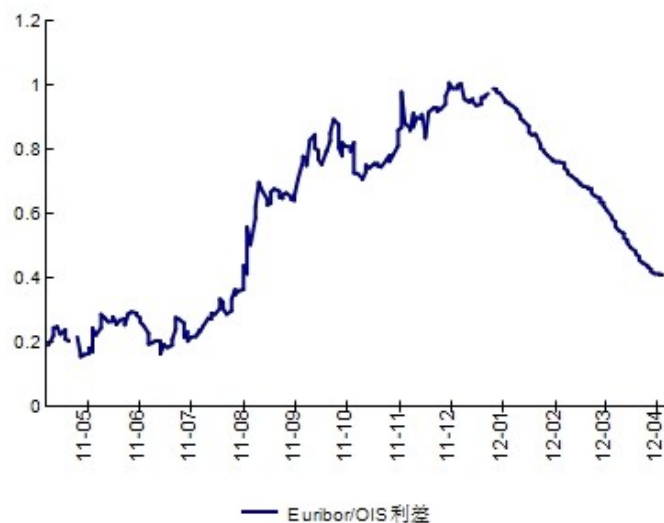
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回落, 股市波动风险减轻。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下滑, 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, 由于西班牙和意大利国债收益率飙升, 且德国的工业产出下滑超预期。

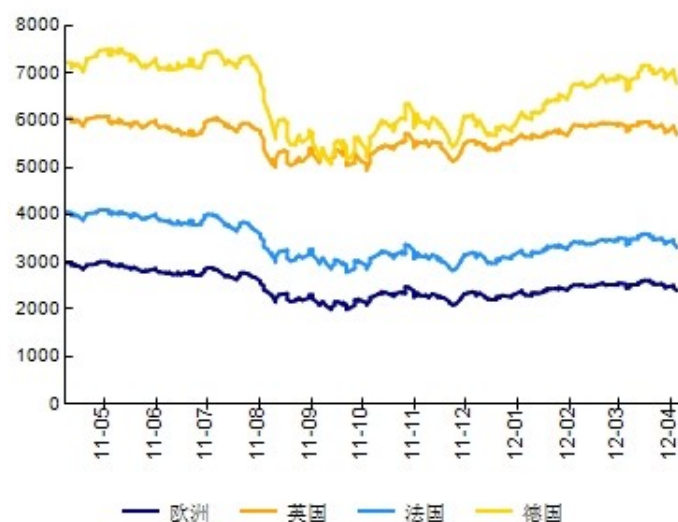


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。

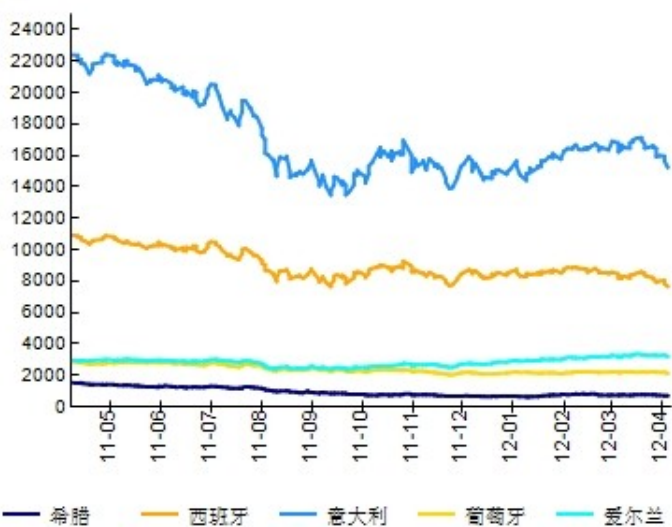


图 22: 除德国, 其他欧洲股市受美国失业数据持续下滑而小幅回升。德国股价由于工业产出下滑超预期而下挫。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

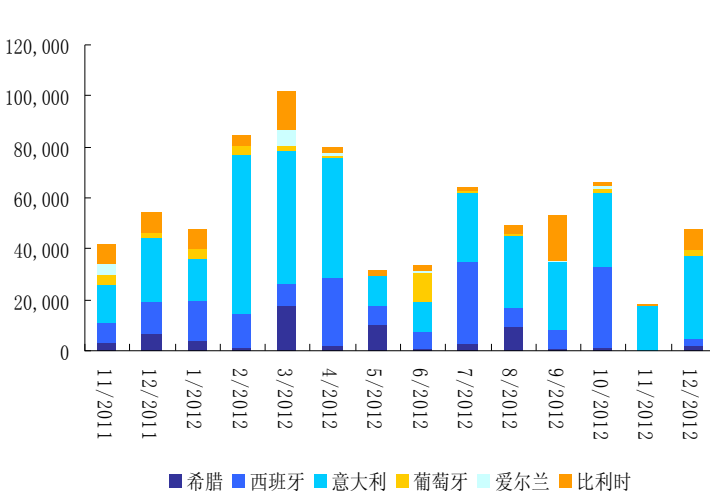
图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均继续下跌, 由于西班牙和意大利国债收益率飙升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

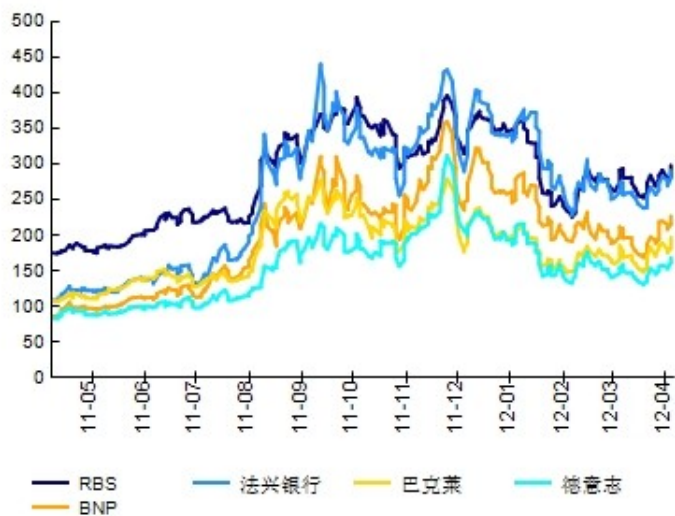
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



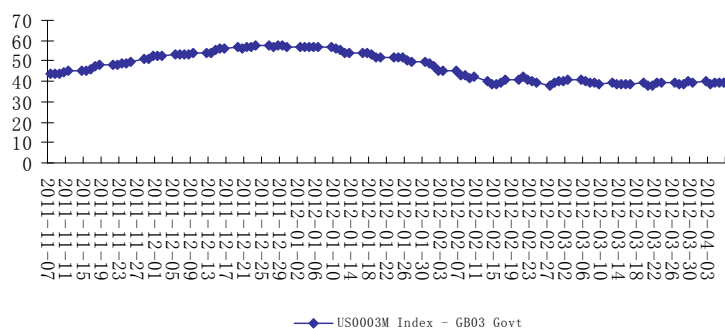
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 继续上涨, 由于西班牙和意大利国债收益率飙升。



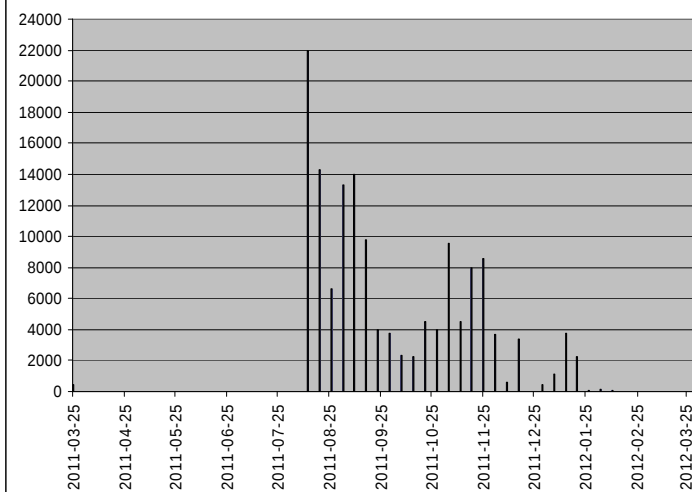
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 与上一日持平, 资金仍趋紧。



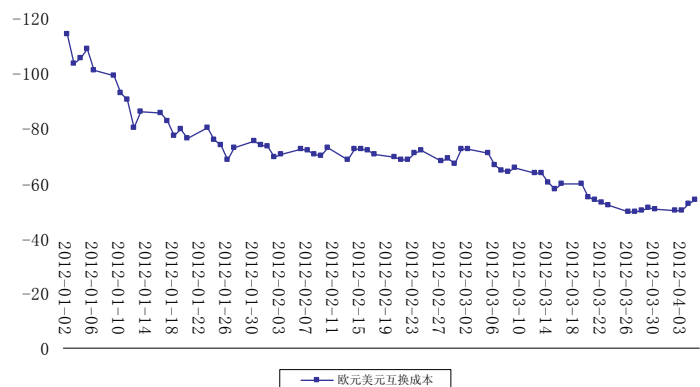
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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: 欧元互换成本上涨。



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)

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	2010年 赤字 /GDP%	2010年 政府债 务/GDP%	GDP 同比	季度 GDP 环 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
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。