

世界经济

2012 年 05 月 30 日

相关研究

关注希腊退出欧元区的风险

2012 年 5 月 15 日

警惕希、西黑天鹅

2012 年 5 月 10 日

警惕：希腊危机升级，风险资产大跌

2012 年 5 月 9 日

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下

2012 年 5 月 3 日

美国第一季度经济放缓，但 4 月 PMI 走强

2012 年 5 月 2 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

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>

西班牙告急！

——国际金融市场风险监控 2012 年 5 月 30 日

总体判断：

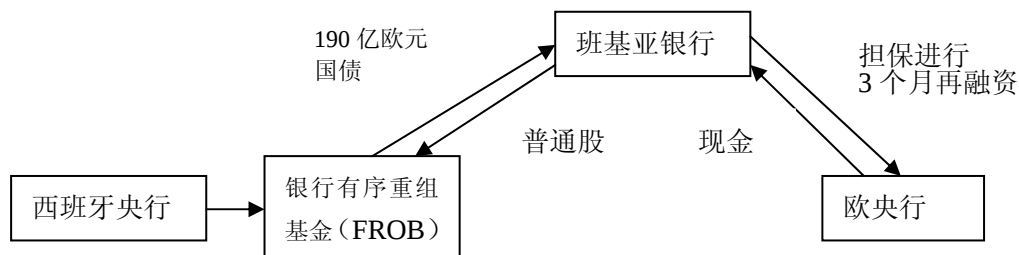
- 隔夜，避险情绪缓解，风险资产止跌企稳，只有西班牙股市下跌 2.3%，西班牙 10 年期国债收益率冲高至 6.45%，因西班牙政府注资 190 亿欧元救助班基亚（Bankia）银行的计划被欧央行否决，推高借贷成本，而希腊支持留在欧元区的第一大党重夺民调领先地位减少了希腊退出的忧虑。
- 正如我们上周五所预期，西班牙政府对银行的救助可能升级。继西班牙政府在 Bankia 母公司 BFA 的请求下，通过银行有序重组基金（FROB）将 44.65 亿欧元优先可转债转为普通股，因而成为 Bankia 母公司 BFA 的最大股东，以避免其因房地产方面的损失和其它贷款减记而遭挤兑或破产。5 月 27 日，西班牙政府决定再次向班基亚银行的股东 BFA 注资 190 亿欧元，使救助成本达到 234.65 亿欧元。这使人不得不怀疑该银行的风险敞口。
- 班基亚银行的风险敞口可能超过目前提出的融资需求。根据年报披露及欧洲银行监管局的数据，班基亚银行预期损失的金额可能高达 275 亿欧元，而目前提出的融资需求仅为 120 亿欧元，低于真实需求，未来还面临进一步提高资金需求。例如，重组计划中班基亚银行在开发商贷款和房地产资产方面的资金需求为 154 亿欧元，包括开发商相当于风险头寸的 38%；但实际上，开发商贷款和因违约而收回的房地产资产的可能损失比例高达 41%和 54%，意味着未来仍需资本注入。
- 西班牙政府面临更多的银行需要救助，不得不被迫向欧央行乃至三驾马车求援，但结果不容乐观。不仅是 BFA-班基亚集团需要救助，据称另外三家银行的融资需求超过 300 亿欧元，一方面被迫进行资产重组，另一方面向西班牙政府请求救助。根据国际金融协会（IIF）预计，西班牙银行额外的贷款损失为 2600 亿欧元，并且可能会出现存款外流，这是西班牙政府所难以承受的。今年 6 月，如果西班牙二级市场的融资成本，例如十年期国债收益率，不显著下降，西班牙政府将不得不向欧元区救助基金 EFSF 请求救助。而从目前来看，贷款成本上升的趋势还将延续，加上评级机构不断下调评级，例如 Egan-Jones 一个月内三次下调西班牙评级，目前已降至 B，展望负面，对于西班牙国债融资成本上升起到了推波助澜的作用。
- 关注：6 月 1 日 美国非农就业数据

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”。

1. 西班牙银行告急

西班牙政府对银行的救助可能升级。继西班牙政府在 Bankia 母公司 BFA 的请求下，通过银行有序重组基金（FROB）将 44.65 亿欧元优先可转债转为普通股，因而成为 Bankia 母公司 BFA 的最大股东，以避免其因房地产方面的损失和其它贷款减记而遭挤兑或破产。5 月 27 日，西班牙政府决定再次向班基亚银行的股东 BFA 注资 190 亿欧元，使救助成本达到 234.65 亿欧元。这使人不得不怀疑该银行的风险敞口。

图 1.1、西班牙政府救助班基亚银行的方案



资料来源：Bloomberg，申万研究

根据年报披露及欧洲银行监管局的数据，班基亚银行预期损失的金额可能高达 275 亿欧元，而目前提出的融资需求仅为 120 亿欧元，低于真实需求，未来还面临进一步提高资金需求。例如，重组计划中班基亚银行在开发商贷款和房地产资产方面的资金需求为 154 亿欧元，包括开发商相当于风险头寸的 38%；但实际上，开发商贷款和因违约而收回的房地产资产的可能损失比例高达 41%和 54%，意味着未来仍需资本注入。

表 1.1、根据 2011 年压力测试的结果，班基亚银行可能损失的金额高达 275 亿欧元

	风险头寸 (亿欧元)	违约概 率	预期的损失金额 (亿欧元)	预期的损失比例
个人	935	10.80%	43.48	4.7%
住宅贷款	859	10%	34.36	4.0%
消费者	76	20%	9.12	12.0%
公司	871	37.60%	183.58	21.1%
开发建筑	324	75%	131.22	40.5%
大企业	250	10%	13.75	5.5%
中小企业	297	20%	38.61	13.0%
其他	122.55	5%	3.06	2.5%
总贷款	1928.55	22.50%	230.12	11.9%
已回购房地产资产	82.27	100%	44.43	54.0%
总风险头寸	2010.82	25.70%	274.55	13.7%

注：以上数据截至 2011 年底。

资料来源：公司年报、申万研究

表 1.2、BFA-Bankia 集团的资本需求

	BFA 集团对资本需求	其中班基亚银行的资本需求
开发商贷款和房地产资产	156	154
依法减记的开发商组合贷款和房地产资产	71	70
其他需减记的开发商组合贷款和房地产资产	30	29
压力测试：房贷组合的其他减记	55	55
投资者	39	19
上市投资者	16	6
非上市投资者	23	13
税收资产减记	27	0
合计资本需求	222	173
税收效应	-60	-52
资本缓冲金	28	19
总资本需求（根据 2012 年法律）	190	140
核心资本充足率达到 9.5%所需资本	190	120

资料来源：BFA、申万研究

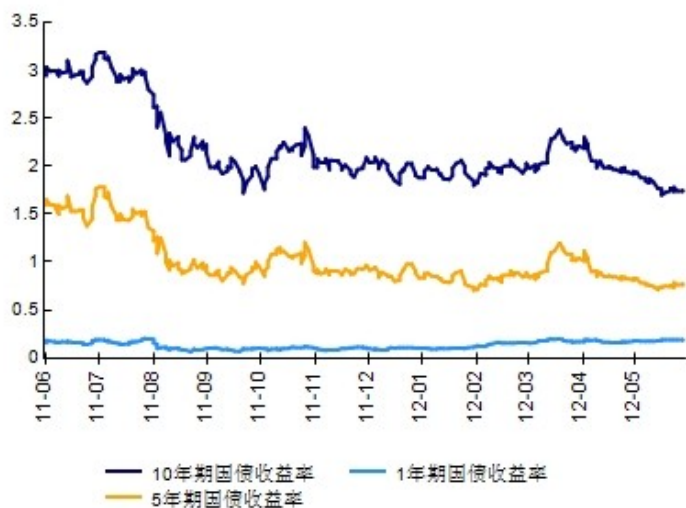
不仅是 BFA-班基亚集团需要救助，据称另外三家银行的融资需求超过 300 亿欧元，一方面被迫进行资产重组，另一方面向西班牙政府请求救助；而原本计划的将四家银行合并形成总资产达到 2700 亿欧元的西班牙第五大银行的方案也暂缓实施。目前来看，西班牙政府已囊中羞涩，今年 6 月，如果西班牙二级市场的融资成本——十年期国债收益率不显著下降，西班牙政府将不得不向欧元区救助基金 EFSF 请求救助。

由此看来，西班牙形势恶化，需要一定程度的救助来维持金融市场稳定。针对西班牙国债收益率攀升至 6.45%，未来可能的救助包括：欧央行在二级市场购买债券（SMP, security market programme），并由“三驾马车”提供一定资金，支持西班牙在本国实行财政和银行整顿，以及结构性改革。历史上已有先例，2011 年 8 月，为救助意大利、西班牙主权债市场，压低其国债收益率以降低融资成本，欧央行曾动用 SMP 通过二级市场购买了总计约 1000 亿欧元的两国政府债券，旨在维持金融市场稳定，改善货币政策的传导，避免两国缺乏融资能力、陷入更严重的财政困境。如果西班牙的国债市场再度出现收益率大幅上升并持续上升并接近 7% 这一不可能持续融资的水平，那么欧央行可能重启暂停已久的 SMP 购买该国二级市场政府债券。

综上所述，目前来看，政府救助银行业的措施实施并不顺利，而欧央行拒绝为班基亚银行提供担保融资，西班牙银行救助行动陷入僵局。长期来看，随着形势恶化，欧央行乃至三驾马车很可能不得不参与救助。

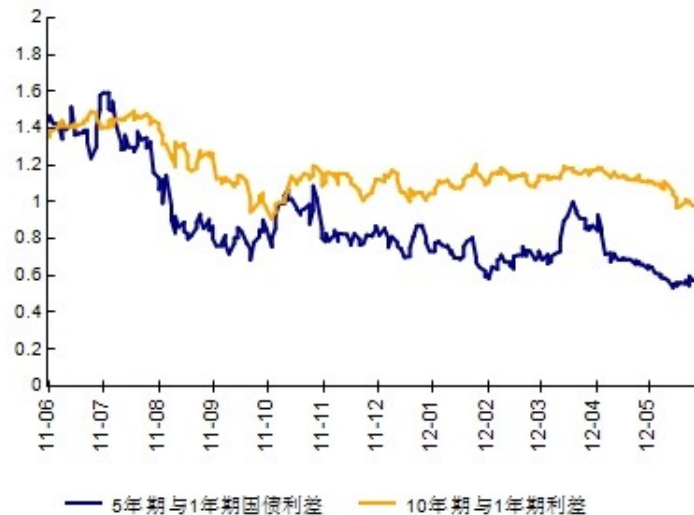
2. 美国住宅价格下滑速度放缓，美元美股上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



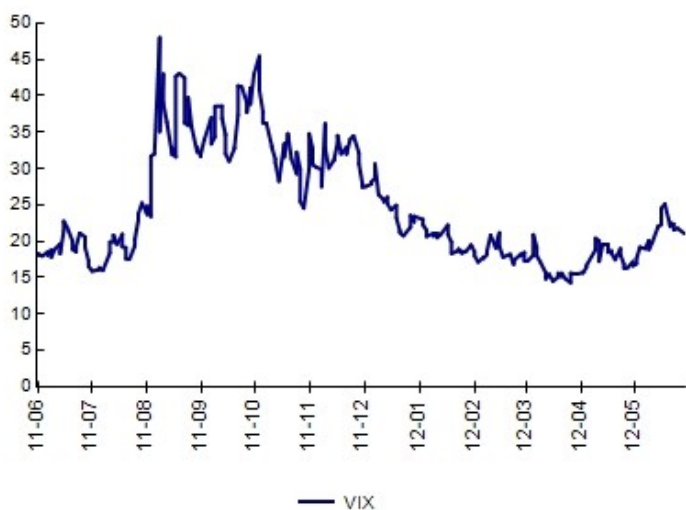
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 指数小幅下降，显示股市波动风险有所减轻。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 10 年期 CDS 上扬，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: 美元上升, 由于美国 CS 住宅价格指数同比数据好于市场预期。

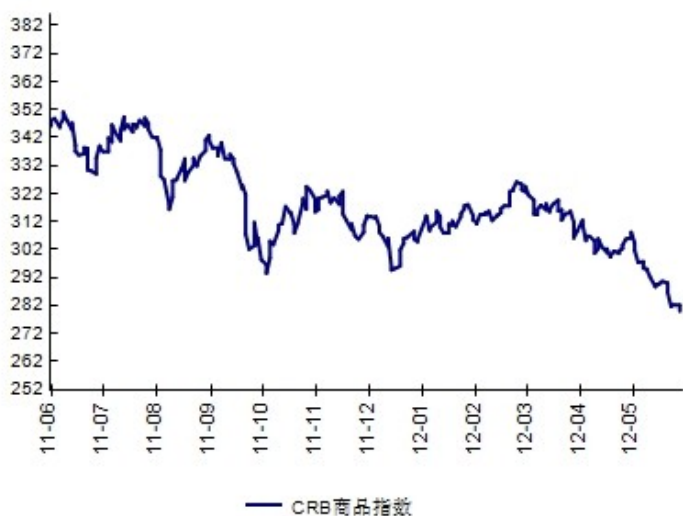


图 6: 美元指数继续上升, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

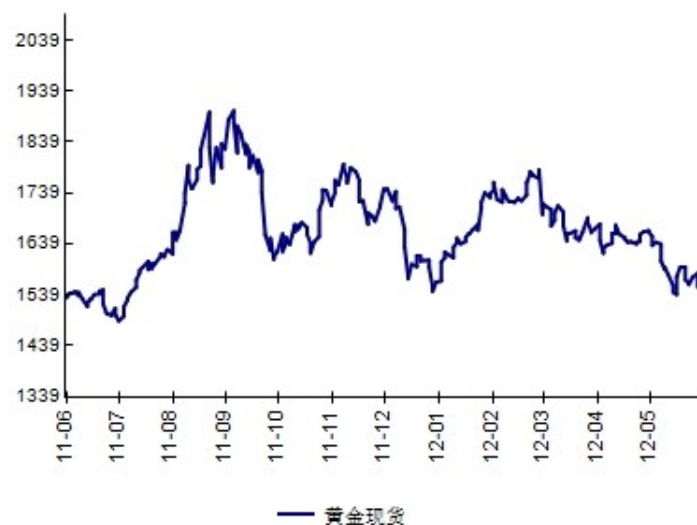
图 7: 大宗商品价格下降, 由于金属和原油价格下滑。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格继续下滑, 由于民调显示希腊民众希望其留在欧元区, 对其避险需求有所减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格微跌，由于上周库存增加了 80 万桶。



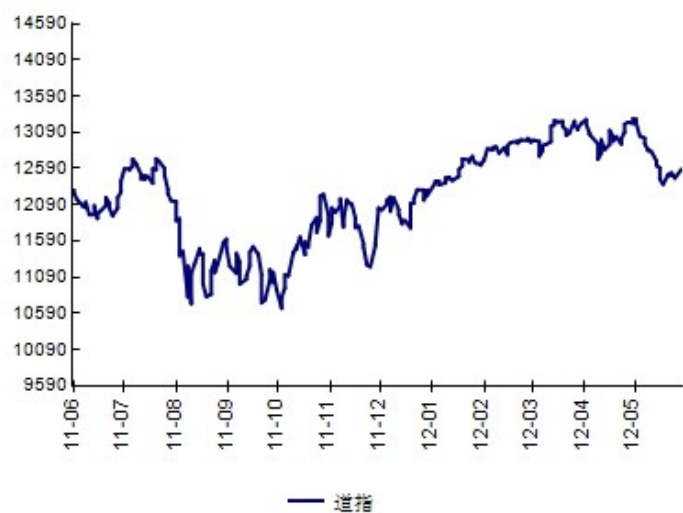
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，铜价因中国仍未有大幅刺激政策来提振经济而小幅下滑。



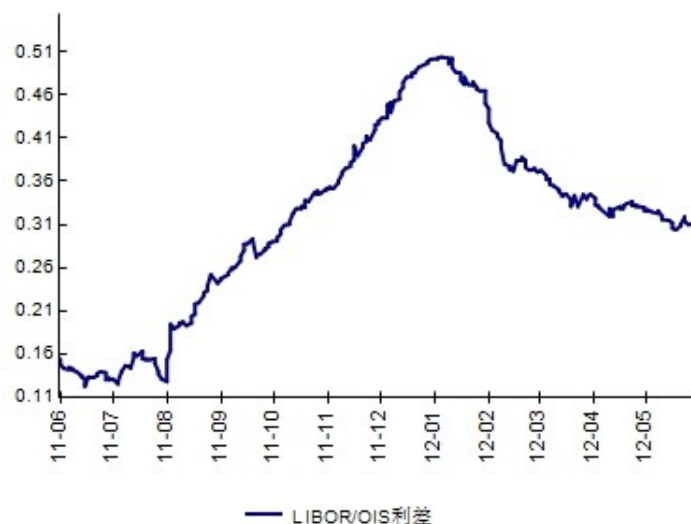
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于美国 CS 房价指数下滑速度放缓，同比数据好于预期且民调显示希望希腊留在欧元区。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差与上一日持平。



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
18-19 MAY	Revisions: Durable Goods Benchmarks 芝加哥联储全美活动指数				
05/21/2012 20:30	数	APR	--	0.11	-0.29
05/22/2012 22:00	里士满联储制造业指数	MAY	11	4	14
05/22/2012 22:00	现房销售	APR	4.61M	4.62M	4.48M
05/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	APR	2.90%	3.40%	-2.60%
05/23/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 18	--	3.80%	9.20%
05/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	MAR	0.30%	1.80%	0.30%
05/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	1Q	0.10%	0.60%	-0.10%
05/23/2012 22:00	新建住宅销售	APR	335K	343K	328K
05/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	APR	2.10%	3.30%	-7.10%
05/24/2012 20:30	耐用品订单	APR	0.20%	0.20%	-4.20%
05/24/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	APR	0.80%	-0.60%	-1.10%
05/24/2012 20:30	非国防资本货物订单（飞机除外）	APR	0.80%	-1.90%	-0.80%
05/24/2012 20:30	非国防资本货物出货（飞机除外）	APR	-1.00%	-1.40%	2.60%
05/24/2012 20:30	首次失业人数	MAY 19	370K	370K	370K
05/24/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 12	3250K	3260K	3265K
05/24/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	MAY	--	53.9	--
05/24/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 20	--	-42	-43.6
05/24/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	MAY	5	9	3
05/25/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAY F	77.8	79.3	77.8
05/29/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	MAR	0.20%	0.09%	0.15%
05/29/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	MAR	-2.60%	-2.57%	-3.49%
05/29/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	1Q	-3.05%	-1.92%	-4.03%
05/29/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	MAR	134.4	134.1	134.2
05/29/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	1Q	--	123.33	125.67
05/29/2012 22:00	消费者信心	MAY	69.6	64.9	69.2
05/29/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	MAY	3	-5.1	-3.4

本周将公布的经济数据

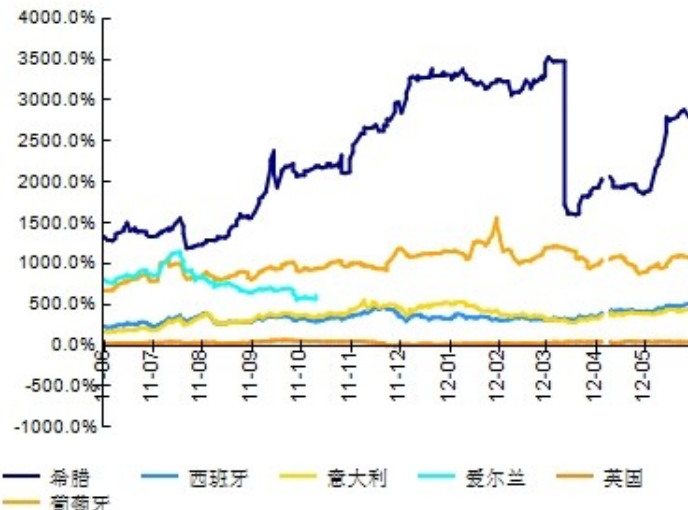
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
05/30/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 25	--	--	3.80%
05/30/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	APR	0.00%	--	4.10%
05/30/2012 22:00	待定住宅销售 同比	APR	22.00%	--	10.80%
05/31/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	MAY	--	--	11.20%
05/31/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	JUN	--	--	47.6
05/31/2012 20:15	ADP 就业变动指数	MAY	150K	--	119K
05/31/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q S	1.90%	--	2.20%
05/31/2012 20:30	个人消费	1Q S	2.90%	--	2.90%
05/31/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q S	1.50%	--	1.50%
05/31/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q S	2.10%	--	2.10%
05/31/2012 20:30	首次失业人数	MAY 26	370K	--	370K
05/31/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 19	3250K	--	3260K
05/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAY	56.8	--	56.2
05/31/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 27	--	--	-42
05/31/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	MAY	53.4	--	52.9
05/31/2012 06/01	ICSC 连锁店销售 同比	MAY	--	--	0.60%
06/01/2012 20:30	非农就业人数增减	MAY	150K	--	115K
06/01/2012 20:30	非农私企就业人数增减	MAY	160K	--	130K
06/01/2012 20:30	制造业就业人数增减	MAY	16K	--	16K
06/01/2012 20:30	失业率	MAY	8.10%	--	8.10%
06/01/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	MAY	0.20%	--	0.00%
06/01/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	MAY	1.80%	--	1.80%
06/01/2012 20:30	周平均工时 所有员工	MAY	34.5	--	34.5
06/01/2012 20:30	家庭调查就业变动	MAY	--	--	-169
06/01/2012 20:30	就业不足率(U6)	MAY	--	--	14.50%

3. 民调显示希腊民众希望希腊留在欧元区，欧股上涨

图 13：除葡萄牙和西班牙外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。图 14：除葡萄牙、西班牙和法国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪加大。



资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除西班牙外，其他欧猪五国 CDS 均回落。



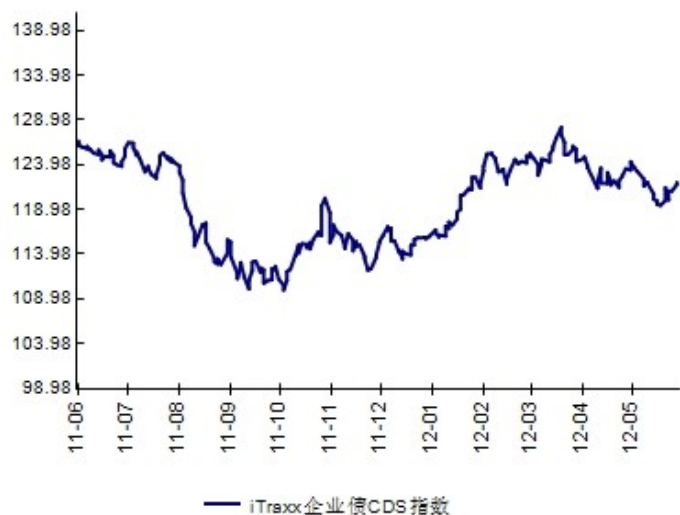
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，由于民调显示希腊民众希望希腊留在欧元区，对债务违约风险担忧情绪有所缓和。



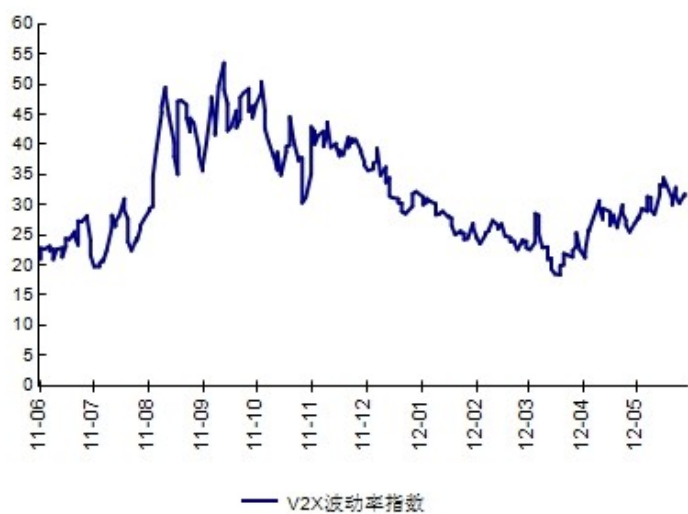
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



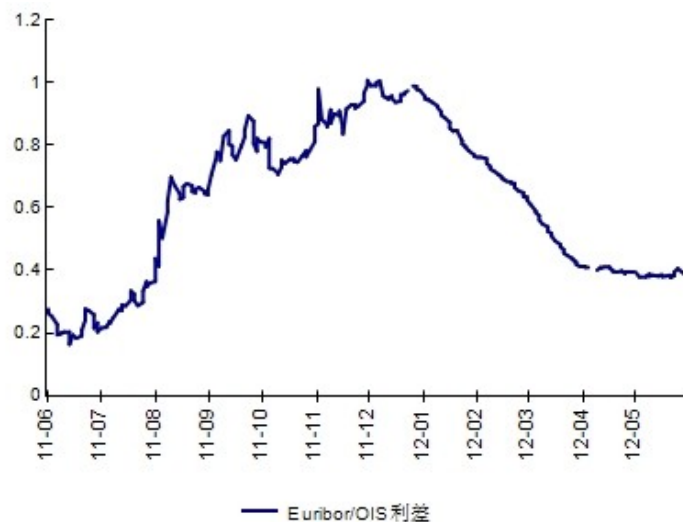
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下降, 由于希腊 4 大银行获得 EFSF 的救助款, 显示银行信贷压力有所减轻。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元持续下跌, 由于近期德国等核心国经济数据不理想。

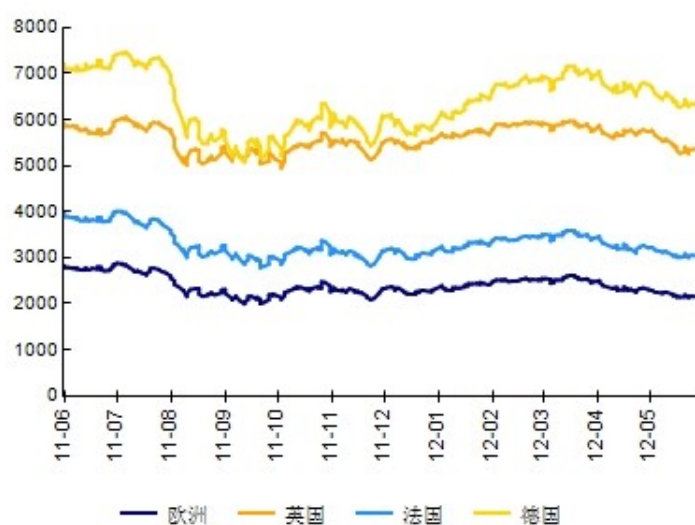


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



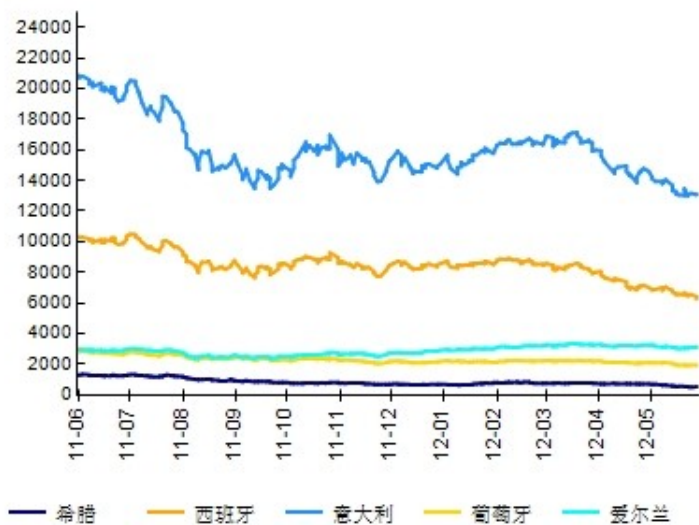
图 22: 欧洲股市均上涨, 由于美国房产数据企稳。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

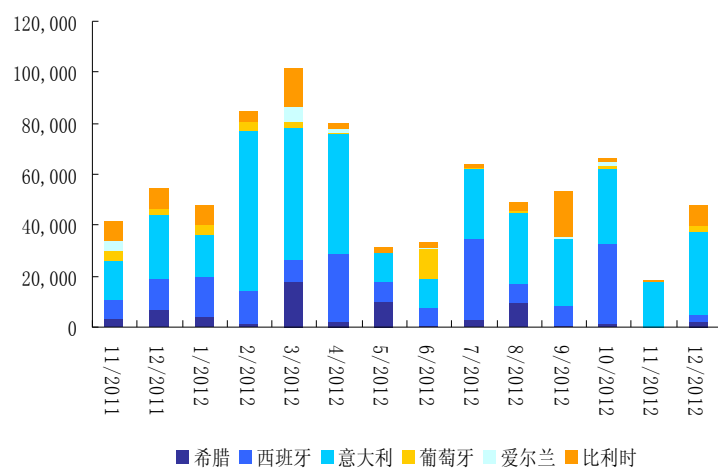
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和葡萄牙外, 其他欧猪五国股市均回升, 由于民调显示希望希腊留在欧元区。



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



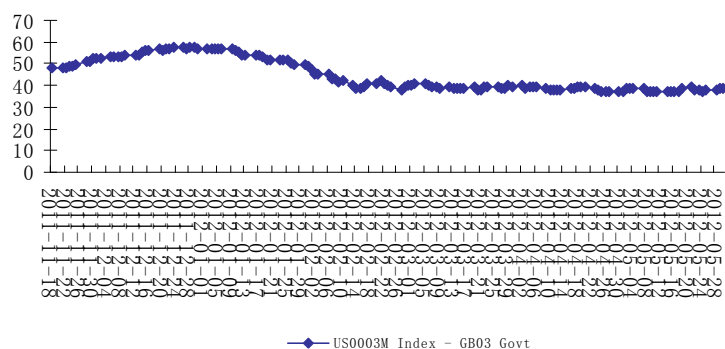
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均回落。



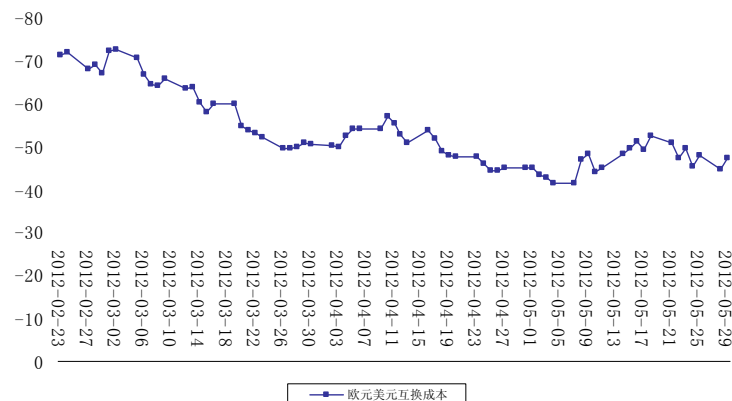
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 上升, 资金趋紧。



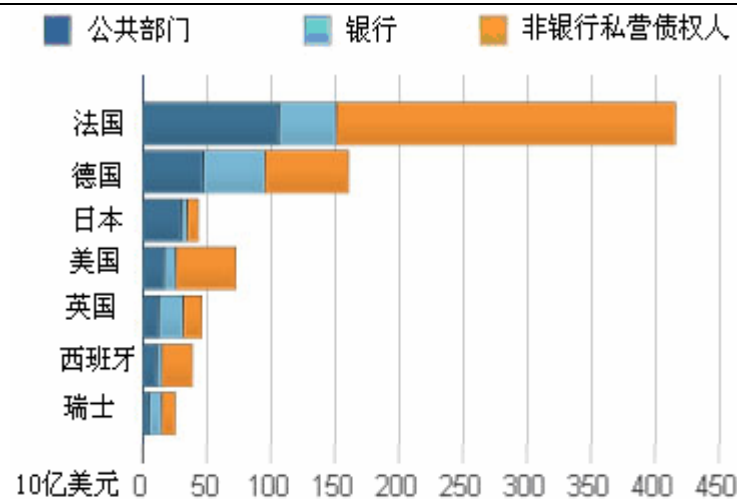
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本上涨。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

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: 截至2011-12银行业所持其他国债务(单位: 亿美元)(prelim)

	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		2239.28	278.78	37.11	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39
希腊	7.22	443.53	133.55	21.86	9.69	105.37	44.55	9.35	904.73
爱尔兰	218.61	274.62	953.29	154.57	78.44	1273.80	443.03	186.45	3304.32
意大利	123.88	3323.45	1339.54		309.70	593.56	365.88	305.07	6451.33
葡萄牙	27.65	217.60	302.08	31.83	759.51	209.40	45.27	12.00	1640.06
西班牙	131.23	1147.02	1460.96	277.26		831.29	458.50	216.91	5129.44
德国	138.33	2099.96		2344.34	544.89	1877.55	1752.37	1318.49	10946.39
法国	583.91		1748.62	430.13	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39

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				12-05-02	CCC	稳定	12-5-17	CCC	负面
	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	11-07-13	CCC	负面
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	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
	11-05-09	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	10-12-21	BBB*-	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	09-12-08	BBB+	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-10-22	A-	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	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				12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
				09-01-19	AA+	负面			

	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。本报告清晰准确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。