

2012 年 06 月 01 日

欧美经济、通胀下滑催生救市

——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 1 日

总体判断：

- 5 月，因欧债风险上升，避险情绪高涨，风险资产遭集体抛售。MSCI 全球股指下跌 9.2%，欧美股市、黄金均下跌超过 6%；而避险资产受到追捧，德、美、英 10 年期国债收益率均跌至历史新低，分别收报 1.2%、1.57% 和 1.61%。隔夜，避险情绪仍呈上升趋势，预计在欧洲救助措施和 6 月下旬希腊组阁完成之前，避险情绪难以得到根本缓解。
- 美国今年第一季度 GDP 环比年率从 2.19% 下调至 1.85%，下滑幅度增大，但不改变美国消费增强而投资减弱的趋势。此次下调，主要反映了企业去库存、政府消费和投资的拖累加大，但被固定资产投资的上调抵消了一部分，意味着今年上半年环比下行的趋势更明显。我们预计，二季度增速继续放缓，但随着下半年房地产市场的企稳回升，私人投资有望带动消费，将拉动经济增长。
- 美国劳动力市场堪忧，而且通胀加速下行，QE3 仍是大概率事件。隔夜公布的 5 月 ADP 非农私营企业新增就业 13.3 万，低于此前预期的 15 万，尽管好于 4 月 11.3 万。而且，5 月 20-26 日首次申领救济人数为 38.3 万，超过预期的 37 万人，意味着近期劳动力市场难改恶化趋势。我们预计，今晚美国劳工部公布的 5 月非农就业数据为 13.5 万人，低于市场预期的 15 万人，那么下半年推行 QE3 的概率将再度升至 70%，最快将于 6 月 20 日宣布。而且，4 月美国通胀也加速下滑 0.4 个百分点至 2.3%，接近 2% 这一目标水平，为推行 QE3 扫除了最大的障碍。
- 类似于美国的经济和通胀下滑，欧元区通胀压力减小，增大了推行宽松政策缓解银行业危机的概率。欧洲统计局预计 5 月欧元区通胀率将下降 0.2 个百分点至 2.4%，创 15 个月新低，这将使欧央行宽松空间增大。昨日，欧央行行长德拉吉呼吁，欧洲各国政府应建立泛欧存款担保计划，以及针对欧洲银行的解决方案和集中监督体系，从而在此基础上建立欧洲银行业联盟，从而救助深陷困境的边缘国家银行并强化监管。令人担忧的是，尽管希腊银行周一重获欧盟贷款 180 亿欧元，也正恢复在欧央行的再融资操作，但德拉吉称欧央行支持欧元区银行系统的能力已接近极限，未来需要立法者们做更多工作。我们认为，由于欧洲形势恶化，欧央行不得不采取进一步的流动性增强措施，如重启二级市场国债购买，利用 7 月 1 日启动的永久性的欧洲稳定机制（ESM）帮助银行资产重组，甚至不排除下半年降息的可能。
- 欧债危机目前有两大恶性循环难以化解，短期靠官方救助解银行业的燃眉之急，长期靠经济增长、结构调整解竞争力不足之危。
- 首先，欧洲银行业危机愈演愈烈，6 月将迎来风险的集中释放和官方大规模救助。由于银行处于严重的去杠杆过程中，一方面为了应对监管的需要而调整资产负债比，另一方面由于经济下滑使贷方还款能力减弱，从而不得不提高信贷标准，使信贷条件恶化，加上存款流失，最终导致信贷持续下滑，对经济的拖累愈发显著。这个负循环在不断加强自我反馈，依靠银行本身无法改变，只能依赖外部力量包括欧洲各国政府和“三驾马车”来救赎。
- 其次，从根本上来说，欧债危机是一场信用危机。竞争力不足导致偿债能力受到质疑，国家主权信用评级和银行评级纷纷被下调，加剧投资者的不信任，加上大量投机资本，加剧金融动荡；另一方面，企业和消费者缺乏信心，减少雇员、生产和消费，导致失业加剧，消费疲软，内需不足，从而加剧经济衰退，导致进一步的恶性循环。这个问题短期无法解决，只能依靠长期经济的内生增长和产业结构的逐步调整，欧洲政府积极的产业政策和宽松的货币环境将有利于这一进程的实现。

关注：6 月 1 日 美国非农就业数据

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>

1. 美国一季度GDP增速下调，但趋势不变

美国今年第一季度 GDP 环比年率从 2.19% 下调至 1.85%，但不改变 GDP 及其组成部分的趋势。此次下调，主要反映了企业去库存、政府消费和投资的拖累加大，但被固定资产投资的上调抵消了一部分，意味着今年上半年环比下行的趋势更明显。我们预计，二季度增速继续放缓，但随着下半年房地产市场的企稳回升，私人投资有望带动消费，将拉动经济增长。

此次下调并未改变美国消费增强而投资减弱的趋势，但上调投资增速而下调消费增速缩小了两者的差距。从调整后的一季度数据来看，（1）个人消费加速增长，除了耐用品消费增速下调 1 个百分点至 14.3%、较去年第四季度 16.1% 的增速有所回落，其余均呈上升趋势，但值得注意的是，家庭服务消费的贡献有所下调，带动个人消费对 GDP 的贡献减少 0.14 个百分点，意味着消费者更趋谨慎；（2）投资仍呈回落趋势，但下滑幅度减小。除了住宅投资大幅上升，其余呈现全面回落趋势。投资方面的变动最大，软件设备投资和建筑投资的增速上调，带动固定资产投资上调 2 个百分点至 4.9%，对 GDP 正贡献 0.43 个百分点，但被去库存的拖累抵消掉 0.38 个百分点。（3）进口和出口增速均上调 1.8 个百分点，但因出口量大于进口量，净出口贡献略降；（4）政府消费和投资的增速下调-0.9 个百分点至-3.9%，导致对 GDP 的贡献减少-0.18 个百分点。

另外，去年第四季度的固定资产投资增速上调 1.5 个百分点，但库存的贡献略有减弱，出口增速则下调-1.6 个百分点，总体增速维持在 3%。

表 1.1 美国消费各项的贡献

	2011 年 4Q	2012 年 1Q	2012 年 1Q 贡献调整	增量贡 献
个人消费	1.47	1.90	-0.14	0.43
商品	1.29	1.44	-0.03	0.15
耐用品	1.16	1.05	-0.08	-0.11
机动车及零部件	0.83	0.54	-0.14	-0.29
家具及家用设备	0.15	0.16	-0.01	0.01
休闲品和车辆	0.27	0.24	0.10	-0.03
其他耐用品	-0.09	0.13	-0.01	0.22
非耐用品	0.13	0.38	0.03	0.25
食品饮料	-0.07	0.11	0.02	0.18
服装和鞋	0.08	0.13	-0.02	0.05
汽油和其他能源	-0.08	-0.06	0.08	0.02
其他非耐用品	0.19	0.21	-0.04	0.02
服务	0.19	0.47	-0.10	0.28
家庭服务消费	0.20	0.36	-0.12	0.16
非盈利机构提供给家庭的服务消费	-0.01	0.11	0.02	0.12

资料来源：美国经济分析局、申万研究

表 1.2 美国投资各项的贡献

	2011 年 4Q	2012 年 1Q	2012 年 1Q 贡献 调整	增量贡献
企业总投资	2.59	0.81	0.04	-1.78
固定资产	0.78	0.61	0.43	-0.17
非住宅	0.53	0.20	0.42	-0.33
建筑	-0.02	-0.09	0.26	-0.07
设备和软件	0.55	0.30	0.17	-0.25
信息处理软件和设备	0.35	0.14	0.12	-0.21
计算机和外围设备	0.10	-0.02	0.10	-0.12
软件	0.17	0.11	-0.05	-0.06
其它	0.07	0.05	0.07	-0.02
工业设备	0.22	-0.22	-0.05	-0.44
运输设备	0.19	0.23	0.05	0.04
其它设备	-0.21	0.15	0.05	0.36
住宅	0.25	0.41	0.01	0.16
库存变动	1.81	0.21	-0.38	-1.60
农业	0.01	-0.03	-0.03	-0.04
非农业	1.8	0.2	-0.4	-1.6

资料来源：美国经济分析局、申万研究

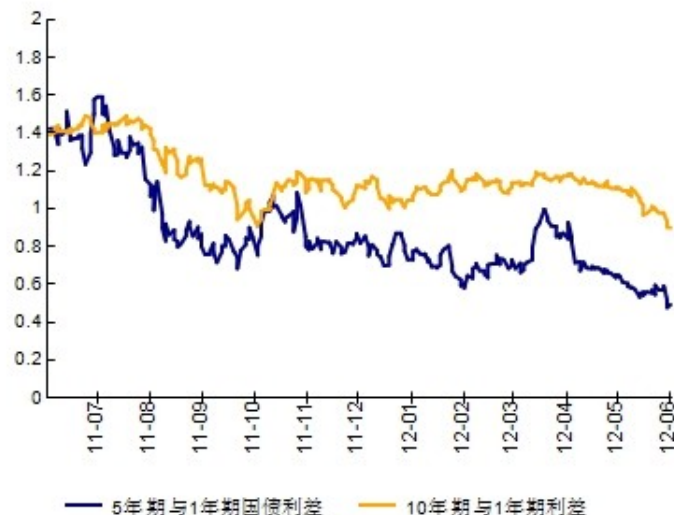
2. 美国近2日公布的就业和房产数据皆不如预期，美股商品持续下挫

图 1：美国国债收益率继续下滑，对经济形势担忧有所加剧。



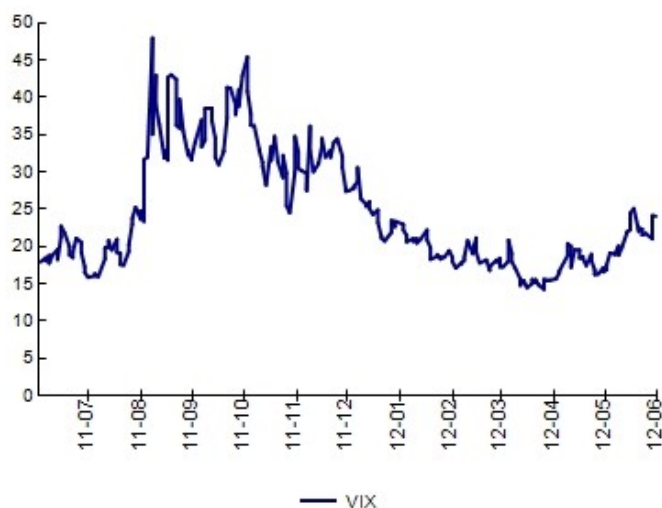
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



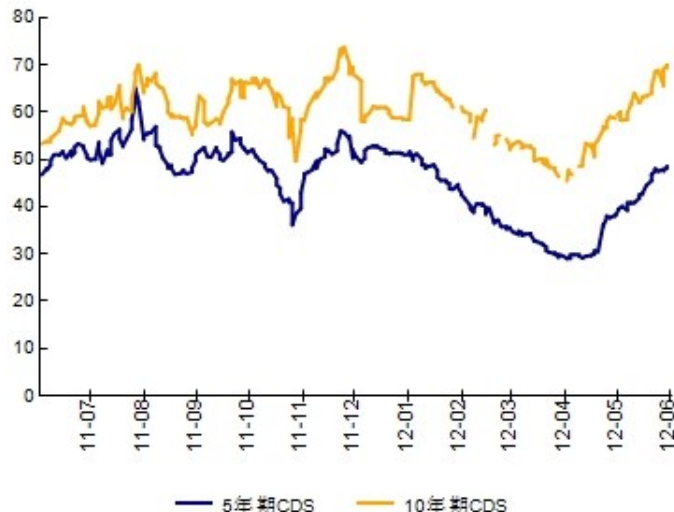
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅回落，显示股市波动风险有所减缓。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 下跌，对美国债务违约风险的担忧有所减轻。



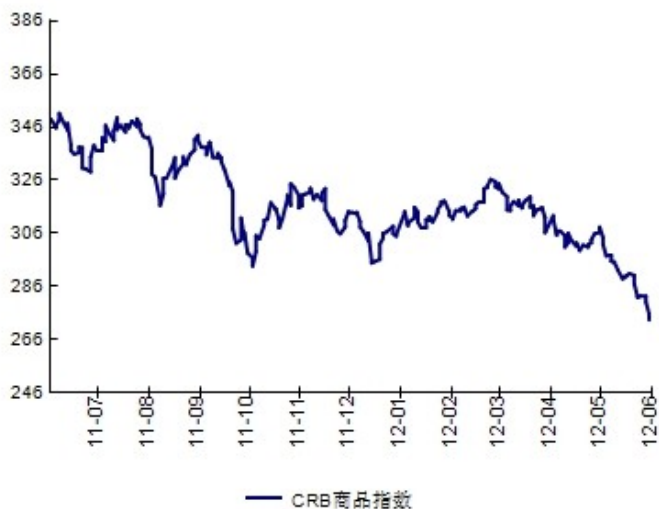
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续下挫, 由于美国 5 月就业数据均不如预期。



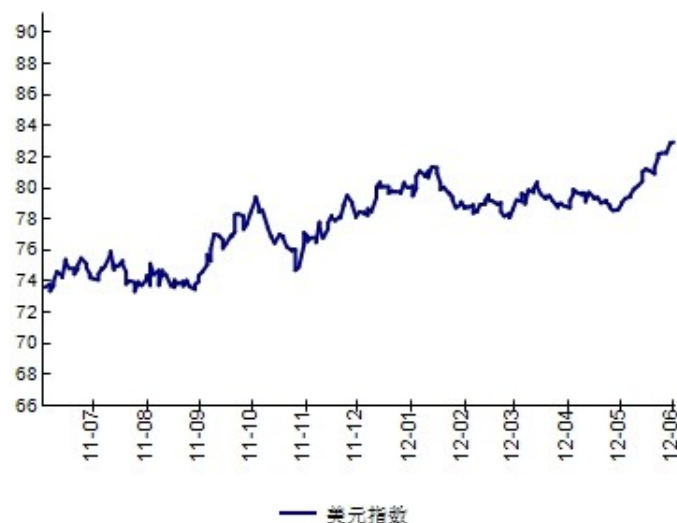
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格继续下滑, 由于欧债危机持续发酵且原油价格持续下滑。



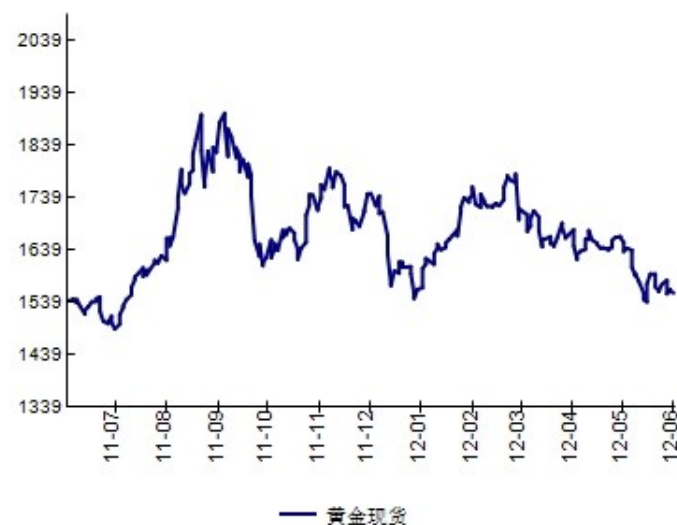
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅上升, 由于最新民调显示希腊左翼党再次领先支持欧洲救助的保守党派, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



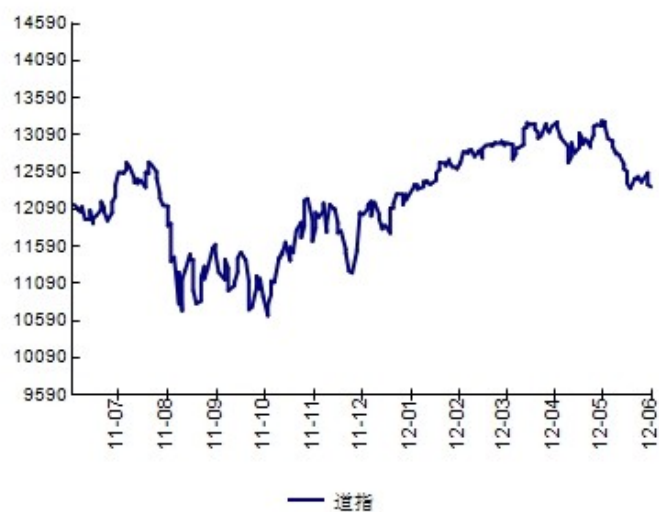
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于美国首次失业人数和 ADP 就业变动皆不如预期。



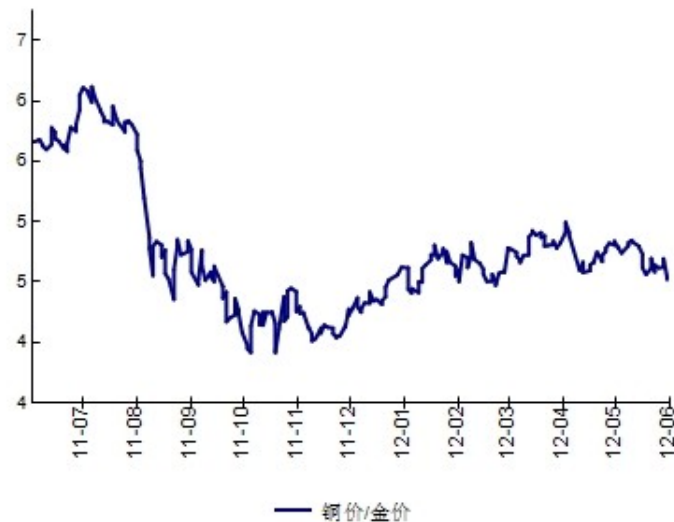
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指继续下挫, 由于美国 5 月就业数据不如预期。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下跌, 由于美国就业数据不如预期且房产数据也不理想。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下降, 银行信贷压力有所缓和。



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
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
05/30/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 25	--	-1.30%	3.80%
05/30/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	APR	0.00%	-5.50%	4.10%
05/30/2012 22:00	待定住宅销售 同比	APR	22.00%	14.70%	10.80%
05/31/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	MAY	--	66.70%	11.20%
05/31/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	JUN	53.4	57.7	52.9
05/31/2012 20:15	ADP 就业变动指数	MAY	150K	133K	119K
05/31/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q S	1.90%	1.90%	2.20%
05/31/2012 20:30	个人消费	1Q S	2.90%	2.70%	2.90%
05/31/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q S	1.50%	1.70%	1.50%
05/31/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q S	2.10%	2.10%	2.10%
05/31/2012 20:30	首次失业人数	MAY 26	370K	383K	370K
05/31/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 19	3250K	3242K	3260K
05/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAY	56.8	52.7	56.2
05/31/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 27	--	-39.3	-42

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
05/31/2012 22:00	ICSC Chain Store Sales ex Drug Stores Rose 4% in May				
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	164K	--	130K
06/01/2012 20:30	制造业就业人数增减	MAY	15K	--	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%
06/01/2012 20:30	个人收入	APR	0.30%	--	0.40%
06/01/2012 20:30	个人开支	APR	0.30%	--	0.30%
06/01/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	APR	0.10%	--	0.20%
06/01/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	APR	1.90%	--	2.10%
06/01/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	APR	0.20%	--	0.20%
06/01/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	APR	1.90%	--	2.00%
06/01/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	MAY	--	--	53.9
06/01/2012 22:00	ISM 制造业	MAY	53.8	--	54.8
06/01/2012 22:00	ISM 支付价格	MAY	57	--	61
06/01/2012 22:00	建筑开支月环比	APR	0.40%	--	0.10%
06/02/2012 05:00	汽车总销售量	MAY	14.50M	--	14.38M
06/02/2012 05:00	国内汽车销售量	MAY	11.20M	--	11.12M
06/04/2012 21:45	ISM 纽约	MAY	--	--	61.2
06/04/2012 22:00	工厂订单	APR	0.30%	--	-1.50%
06/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAY	53.8	--	53.5
06/06/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 1	--	--	-1.30%
05/31/2012 22:00	ICSC Chain Store Sales ex Drug Stores Rose 4% in May				
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	164K	--	130K

3. 希腊左翼党在民调中再次领先，退欧风险再起，欧元下跌

图 13: 除葡萄牙和希腊外，其他欧猪五国国债收益率均小幅回落。图 14: 除西班牙、英国和法国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪依然存在。



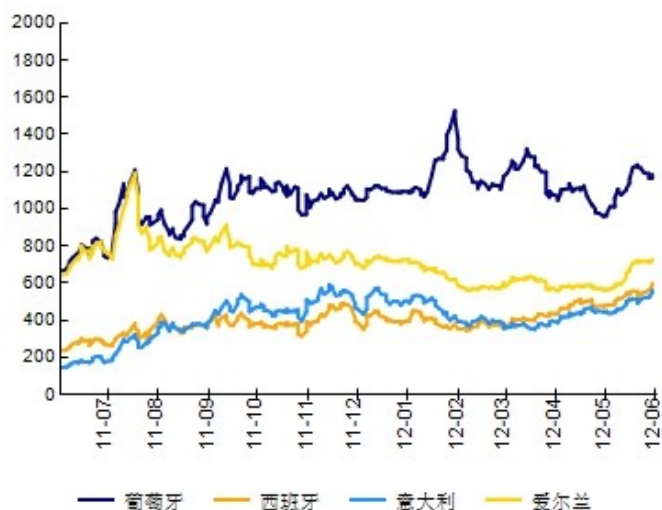
资料来源: Bloomberg, 申万研究



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 15: 欧猪五国 CDS 均上涨，由于西班牙银行体系危机。

图 16: 除英国外，其他核心国 CDS 均上涨，由于希腊左翼党在民调中再度领先支持欧洲救助的各保守党派，对希腊退欧的风险加大。

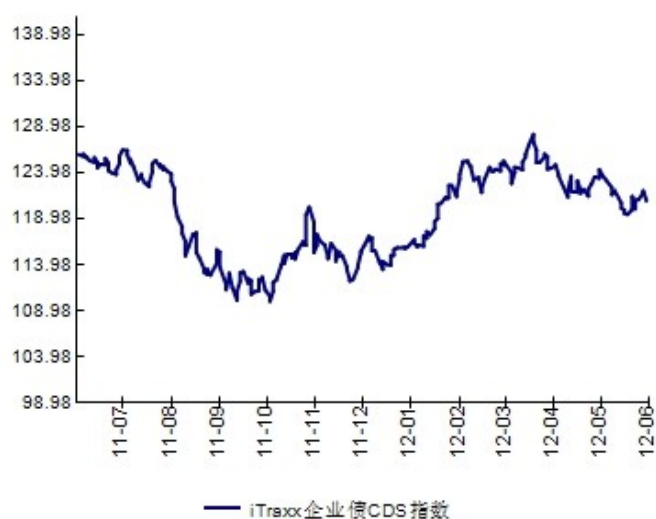


资料来源: Bloomberg, 申万研究



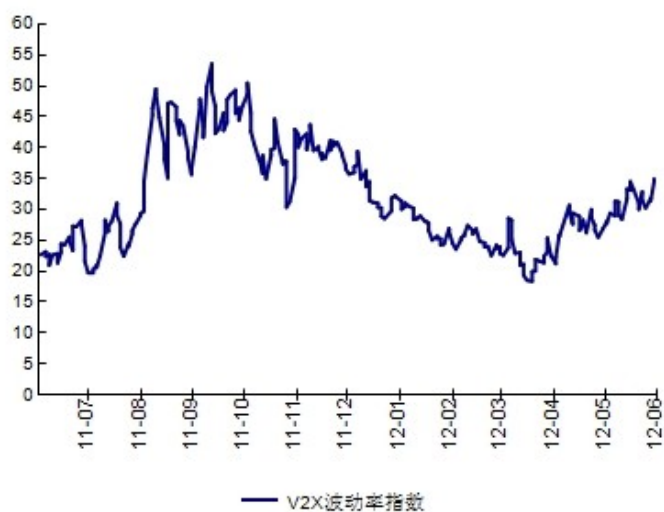
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 17: 企业债 CDS 下滑, 对企业违约风险情绪减弱。



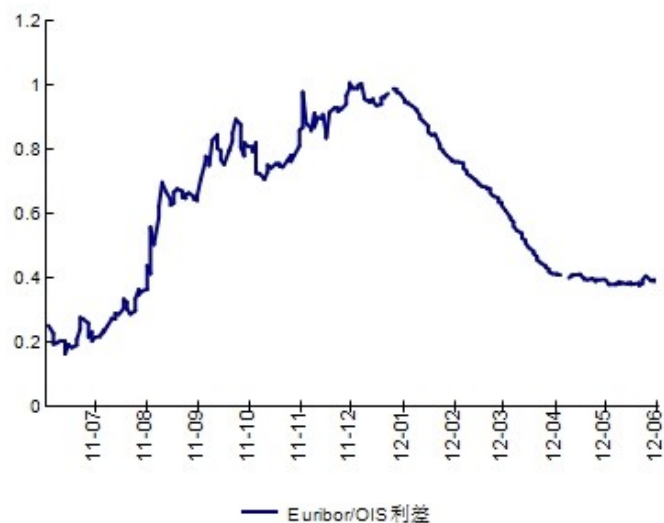
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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 利差小幅下降, 显示银行信贷压力有所缓和。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元继续下跌, 由于希腊左翼党在民调中再度领先支持欧洲救助的各保守党派, 对希腊退欧的风险加大。



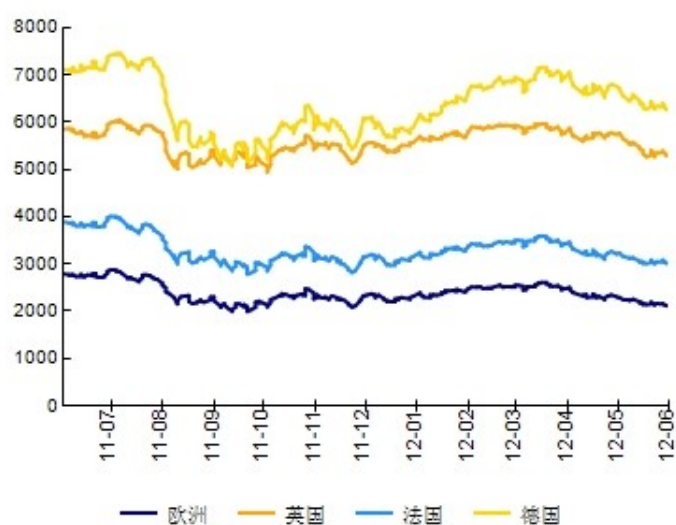
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



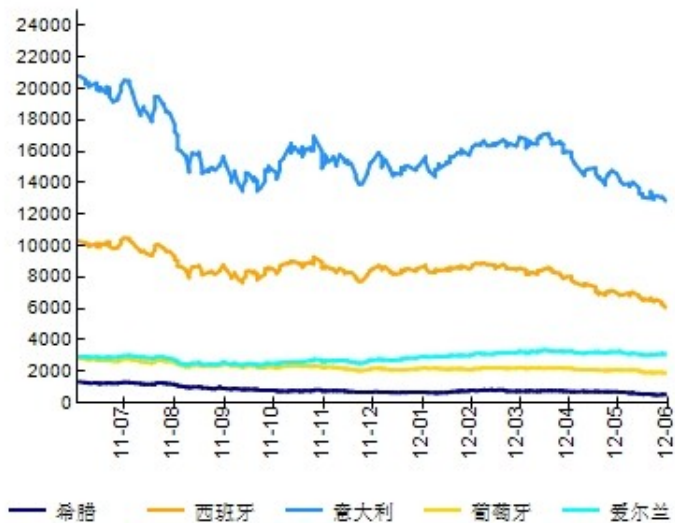
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除德国外, 其他欧洲股市均微涨。



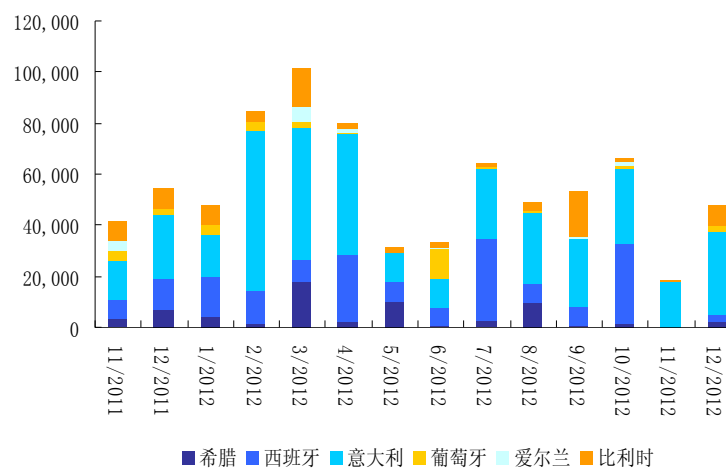
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和意大利外, 其他欧猪五国股市均下挫。



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



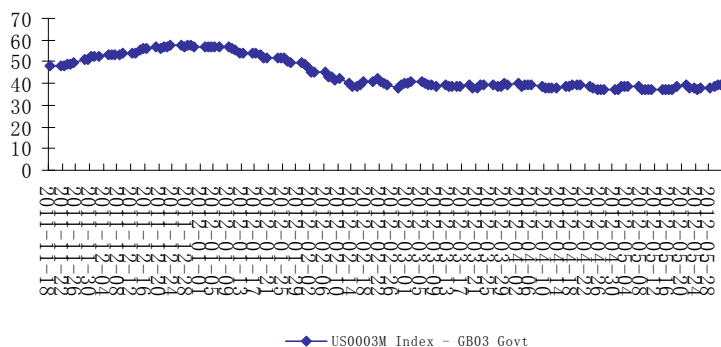
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除 BNP 和巴克莱外, 其他银行 CDS 均回落。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 与上一日持平。



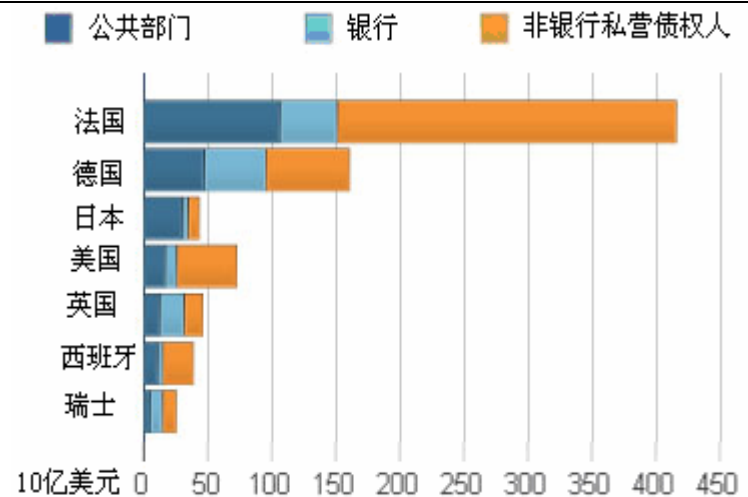
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本回落。



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。