

2012 年 06 月 11 日

西班牙银行终获救助，下调美国二季度 GDP 增速至 1.7%

——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 11 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>

总体判断：

- 6 月 8 日，避险情绪略降，美国微涨而欧洲大多下跌，而西班牙股市大涨而国债收益率上升至 6.22%，因西班牙救助缓解危机但加重政府债务负担。
- 6 月 9 日，欧元集团宣布将为西班牙提供最高 1000 亿欧元的救助资金，推动西班牙银行重组。5 月以来，西班牙形势恶化，由于房地产泡沫导致的银行坏账率持续攀升，一、二级市场的融资成本均在 6% 以上，预计银行重组资金缺口至少为 400 亿欧元，单是救助班基亚银行即需新增资金 190 亿欧元。此次对西班牙的救助和此前救助希腊、爱尔兰和葡萄牙最大的不同点在于：（1）这是由欧元集团单独提供给金融实体的援助，而非“三驾马车”联合提供给国家政府的协议贷款，并未附加经济改革和财政条款，贷款的对价条件更宽松，IMF 只提供支持，该协议不会过多干涉西班牙政府的经济政策；（2）资金不直接提供给西班牙政府，而是贷款给其下属的银行有序重组基金(FROB)，只公布资金规模上限为 1000 亿欧元，具体数额根据本月公布的银行审计报告而定，最终作为公共债务进行偿还，体现了金融援助的针对性和灵活性，避免一刀切，有利于推进那些有资金需求的银行的资本重组进程，而不至于给各银行造成过大负担。我们认为，这次救助有利于缓解西班牙银行因坏账、挤兑带来的流动性风险，挽救脆弱的西班牙银行及其信誉，同时稳定西班牙的金融市场，促进西班牙经济逐步复苏，负面影响在于加重了欧盟资金压力和西班牙债务负担，无法阻止银行去杠杆的趋势。
- 我们下调美国二季度的 GDP 环比增速至 1.7%，主要因为越来越多的证据显示，美国二季度实际出口增速下降，且就业形势恶化，耐用品消费不振。美国 4 月贸易逆差虽然环比下降-4.9%，但仍高于预期，主要是对中国的赤字增加 14.8%，预计二季度净出口对 GDP 仍为负贡献。（1）实际出口疲软，环比下滑-0.8%，同比增速仅 4.1%，远低于去年 14.2% 的出口增速，商品出口降幅大于服务出口，其中资本品下滑最快。值得注意的是，美国对中国的逆差大幅上升，贡献了 4 月赤字增量的 64%，因为对华出口大幅减少-14%至 85 亿美元，而进口又增加 5%至 330 亿美元。而从前 4 个月的增速来看，美国对中国的出口同比仅增 4.3%，势头明显弱于前几年。这说明中国对美国的依赖减少，而出口优势更加明显，有助缓解中国对欧洲等其他区域的出口下滑。
- 美国 4 月批发商的销量和库存均呈加速增长，对第二季度美国 GDP 有正面贡献。（1）从销量来看，批发销量环比增长 1.1%，94% 的增量来自于非耐用品，特别是石油，近期销量加速。（2）从库存来看，批发库存环比增长 0.6%，主要是耐用品库存增加 1.1%，被非耐用品减少-0.1%抵消了 0.7%。库存增加最多的是机械，环比分别增长 2.4%，库销比达到 2.36%，为各类中最高；其次是汽车。总体来看，批发商库存上升，带动企业库存增加，对于二季度 GDP 的贡献增加，能抵消净出口对 GDP 的拖累，但预计二季度就业形势恶化，导致消费和投资增速放缓，政府消费和投资的贡献仍为负，因此，我们将美国二季度 GDP 增速从 1.9% 下调至 1.7%，2012 年 GDP 增速预计为 2%。

关注：6 月 14 日 美国 5 月 CPI

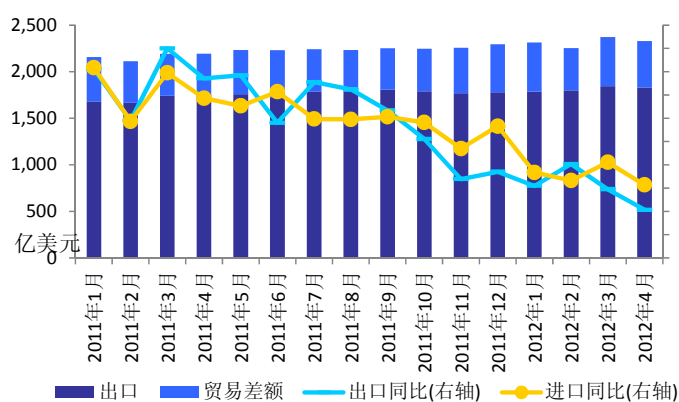
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 美国出口和就业疲软，下调二季度 GDP 增速

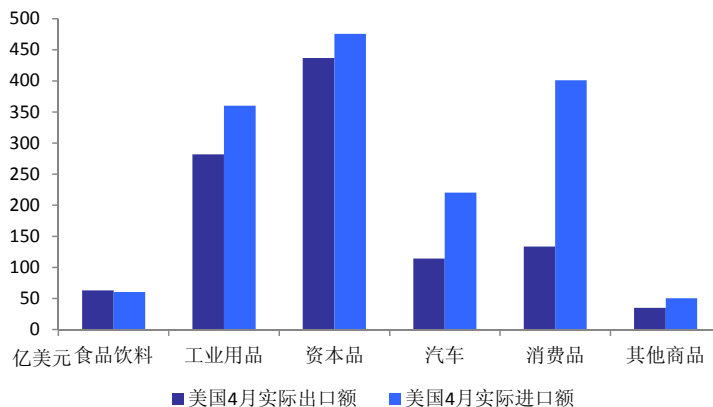
越来越多的迹象显示，今年二季度，美国实际出口增速下降，且就业形势恶化，导致消费和投资增速放缓，耐用品消费不振，政府消费和投资的贡献仍为负，整体上抵消了加库存带来的正贡献。

美国 4 月贸易逆差从高位回落，进出口均减少，其中进口特别是商品进口减少更多。4 月，美国贸易赤字环比下降 4.9%，至 501 亿美元，仍高于预期，主要是对中国的赤字增加 14.8%，预计二季度净出口对 GDP 仍为负贡献。（1）从进出口实际增速来看，出口疲软，环比下滑 0.8%，同比增速仅 4.1%，远低于去年 14.2% 的出口增速，商品出口降幅大于服务出口；而进口环比下滑 1.7%，同比增速为 6.2%，跌幅和减少金额均高于进口，特别是商品进口环比下滑 2%。（2）从进出口类别来看，资本品进口和出口环比下滑最快，但同比均有所上升；消费品对逆差贡献仍然最大，达 55%，但趋势好转，因出口增加而进口减少；食品饮料出口环比增速最快，抵消了 0.6% 的逆差；进口同比增速最快的是汽车、零部件和引擎。（3）从国别来看，根据非季调的数据，对赤字减少贡献最大的是欧盟，占美国贸易赤字 17%，而 4 月美国对欧盟的进出口均减少 11%。美国对中国的逆差大幅上升，占比最高，达 38%，而且贡献了 4 月赤字增量的 64%。主要是美国对华出口大幅减少 14% 至 85 亿美元，而进口又增加 5% 至 330 亿美元。对贸易逆差增量贡献第二的是韩国，进口大增 15% 而出口锐减 14%。而从前 4 个月的增速来看，美国对中国的出口同比仅增 4.3%，势头明显弱于前几年。这说明中国对美国的依赖减少，而出口优势更加明显，有助缓解中国对欧洲等其他区域的出口下滑。另一方面，这也反映了今年第二季度，美国实际出口增速下滑，导致净出口对 GDP 的贡献减弱。

图 7：今年 4 月，美国季调后的贸易逆差下降 4.9%，主要因出口下滑的速度超过进口。图 8：今年 4 月，美国未季调的各项商品进出口额中，资本品仍占比最高，而消费品逆差最大



资料来源：OECD，申万研究



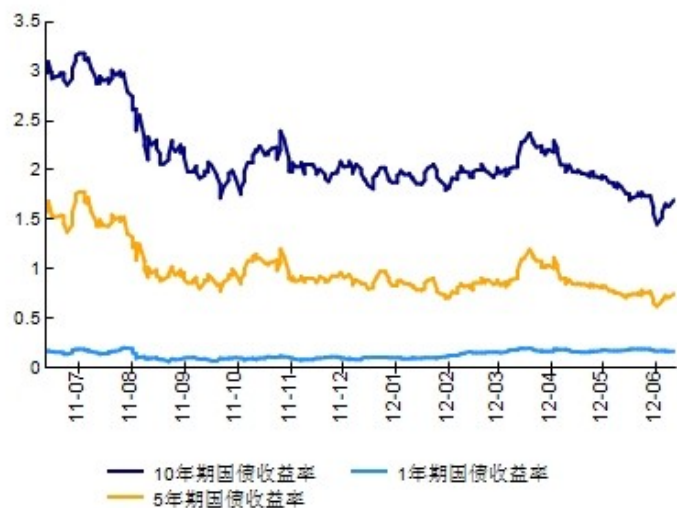
资料来源：OECD，申万研究

美国公布了4月批发商的销量和库存情况，均较3月加速增长，对第二季度美国GDP有正面贡献。（1）从销量来看，批发销量环比增长1.1%，94%的增量来自于非耐用品，特别是石油，近期销量加速，而耐用品中杂货销量仍环比下滑最快，但跌速有所减缓。（2）从库存来看，批发库存环比增长0.6%，主要是耐用品库存增加1.1%，被非耐用品减少-0.1%抵消了0.7%。库存增加最多的是机械，环比分别增长2.4%，同比增长更达17.7%，库销比达到2.36%，为各类中最高；其次是汽车，同比增长22.1%。环比来看，去库存最多的是药品；同比下滑最快的则是农产品，跌幅达-13.3%。

总体来看，批发商库存上升，带动企业库存增加，加上房地产投资有望加速，企业总投资对于二季度GDP的贡献增加，抵消了净出口对GDP的拖累，但预计二季度就业形势恶化，耐用品消费下滑，政府消费和投资的贡献仍为负，因此，我们将美国二季度GDP增速从1.9%下调至1.7%，2012年GDP增速预计为2%。

2. 美国4月贸易逆差收窄但仍高于预期，商品下跌

图1：美国10年期国债收益率小幅下滑，对长期经济形势担忧有所增加。



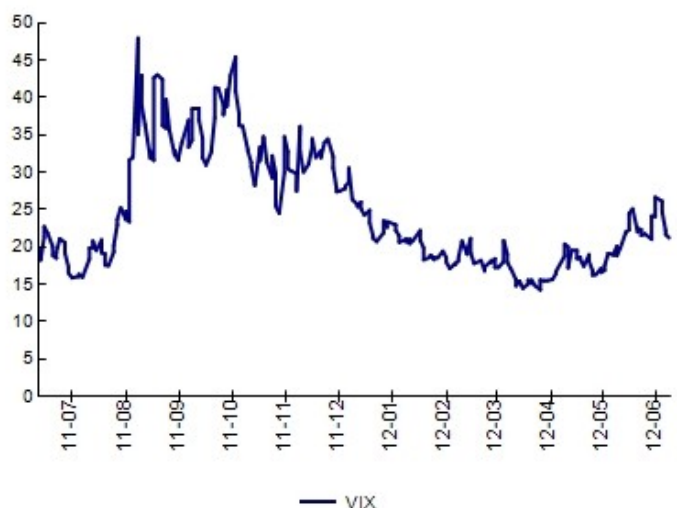
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国10年期国债利差下降，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指数下跌，显示股市波动风险有所减弱。



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。



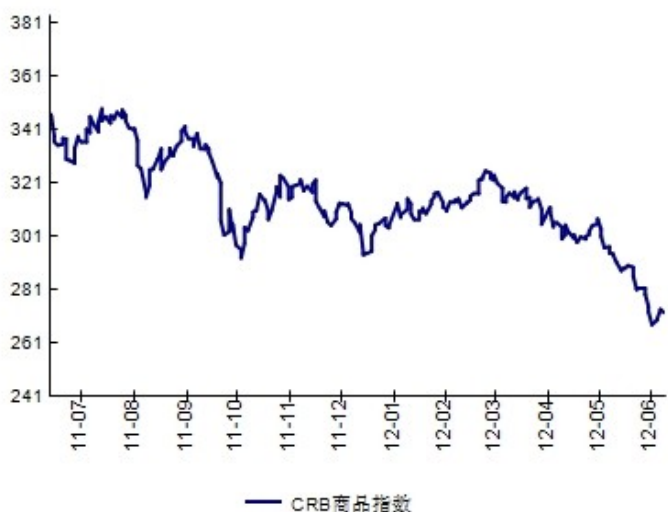
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元下跌, 由于美国 4 月贸易逆差虽然较上月有所收敛, 但是仍高于预期。



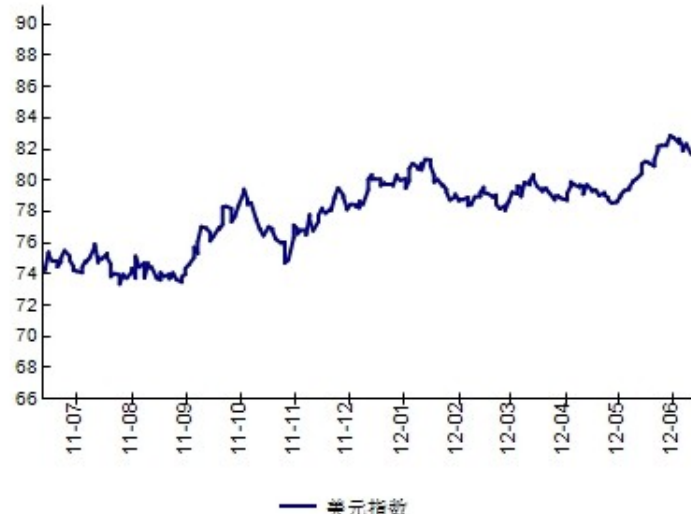
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下挫, 由于美国 4 月贸易逆差高于预期, 金属和原油价格下跌。



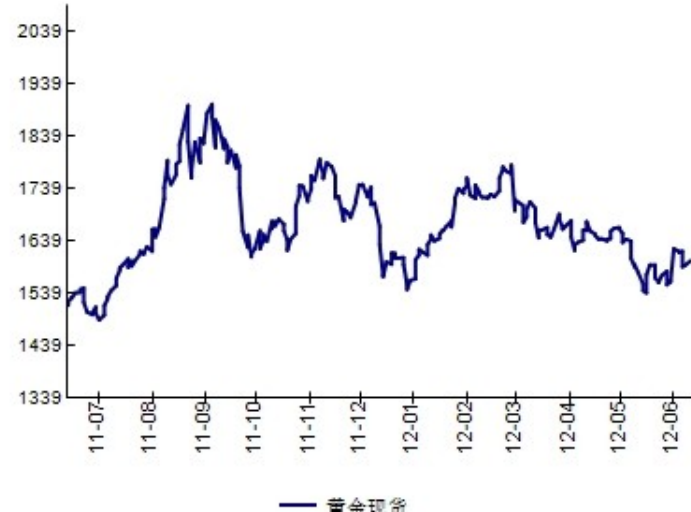
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数上涨, 由于西班牙政府向欧元区寻求 1000 亿欧元的救助, 对其避险需求增加。



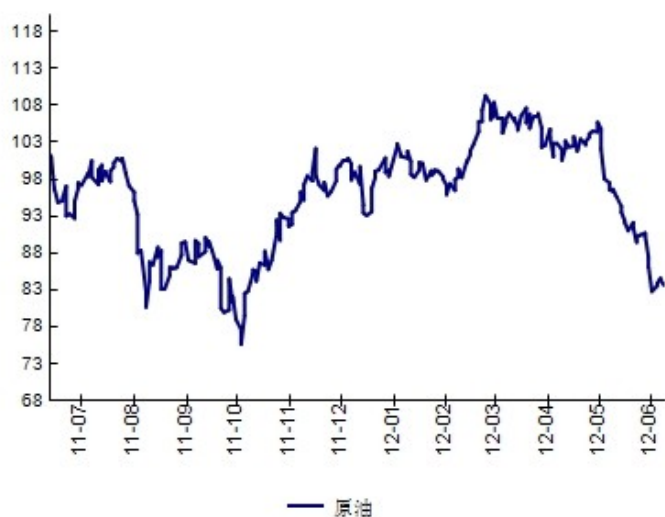
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上涨, 由于西班牙政府向欧元区寻求 1000 亿欧元的救助, 对其避险需求有所增加。



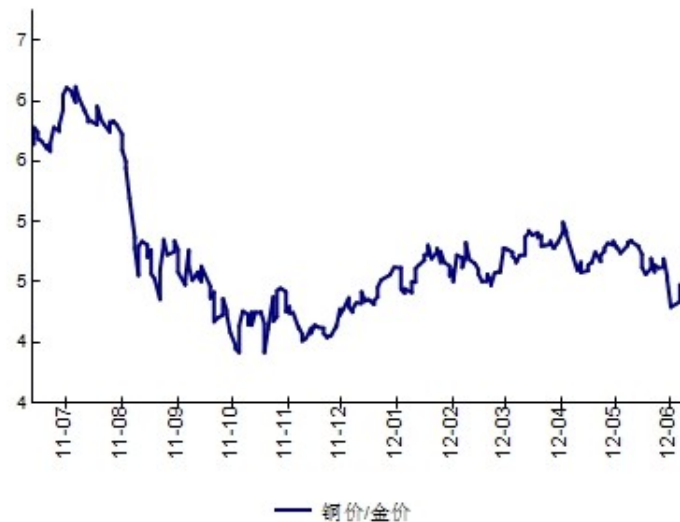
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格微跌，由于美国 4 月贸易逆差高于预期。



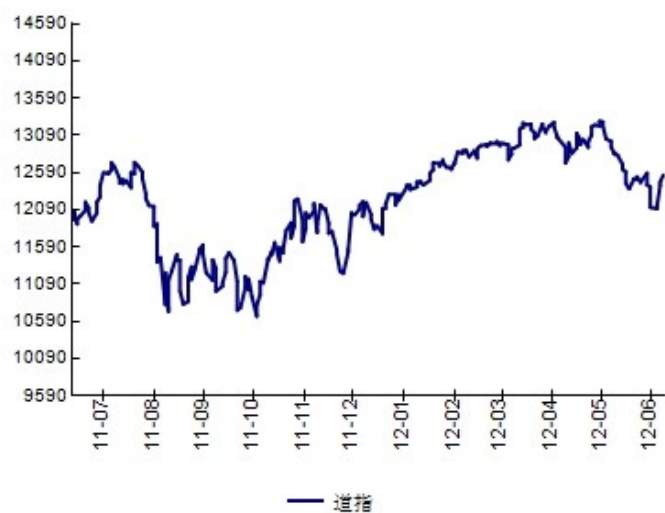
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比大幅下滑，由于美国 4 月贸易逆差高于预期导致铜价下降。



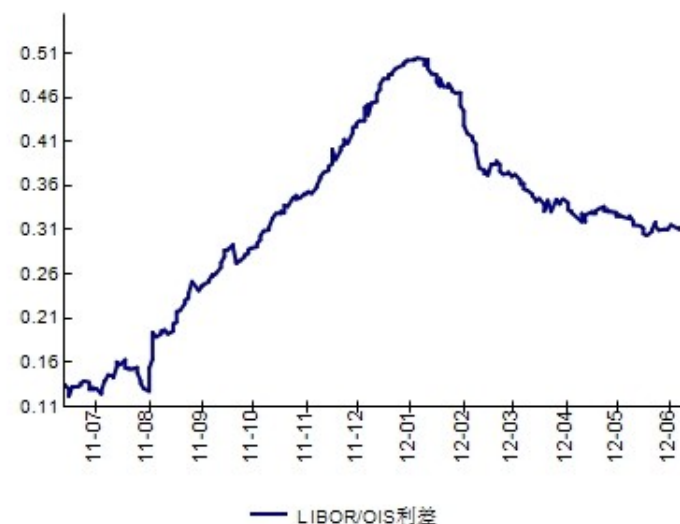
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于西班牙向欧元区寻求 1000 亿欧元的救助，市场预期欧元区领导人将同意救助。



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
06/01/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	MAY	1.80%	1.70%	1.80%
06/01/2012 20:30	周平均工时 所有员工	MAY	34.5	34.4	34.5
06/01/2012 20:30	家庭调查就业变动	MAY	--	422	-169
06/01/2012 20:30	就业不足率 (U6)	MAY	--	14.80%	14.50%
06/01/2012 20:30	个人收入	APR	0.30%	0.20%	0.40%
06/01/2012 20:30	个人开支	APR	0.30%	0.30%	0.30%
06/01/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	APR	0.10%	0.00%	0.20%
06/01/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年比)	APR	1.90%	1.80%	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%	0.10%	0.20%
06/01/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	APR	1.90%	1.90%	2.00%
06/01/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	MAY	--	54	53.9
06/01/2012 22:00	ISM 制造业	MAY	53.8	53.5	54.8
06/01/2012 22:00	ISM 支付价格	MAY	57	47.5	61
06/01/2012 22:00	建筑开支月环比	APR	0.40%	0.30%	0.10%
06/02/2012 05:00	汽车总销售量	MAY	14.50M	13.73M	14.38M
06/02/2012 05:00	国内汽车销售量	MAY	11.20M	10.75M	11.12M
06/04/2012 21:45	ISM 纽约	MAY	--	49.9	61.2
06/04/2012 22:00	工厂订单	APR	0.20%	-0.60%	-1.50%
06/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAY	53.4	53.7	53.5
06/06/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 1	--	1.30%	-1.30%
06/06/2012 20:30	非农生产力	1Q F	-0.80%	-0.90%	-0.50%
06/06/2012 20:30	单位劳务成本	1Q F	2.10%	1.30%	2.00%
06/07/2012 02:00	联储黄皮书				
06/07/2012 20:30	首次失业人数	JUN 2	378K	377K	383K
06/07/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 26	3250K	3293K	3242K
06/07/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 3	--	-37.6	-39.3
06/07/2012 21:49	加拿大皇家银行消费者前景指数	JUN	--	46.1	47.6
06/07/2012 23:41	ICSC 连锁店销售 同比	MAY	--	1.70%	0.60%
06/08/2012 03:00	消费者信用	APR	\$11.000B	\$6.515B	\$21.355B
06/08/2012 20:30	Annual Revisions: Trade				
06/08/2012 20:30	贸易余额	APR	-\$49.5B	-\$50.1B	-\$51.8B
06/08/2012 22:00	批发库存	APR	0.40%	0.60%	0.30%

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
06/12/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	MAY	94	--	94.5
06/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	MAY	-1.00%	--	-0.50%
06/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	MAY	-0.60%	--	0.50%
06/12/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	JUN	47.3	--	48.5
06/13/2012 02:00	预算月报	MAY	-\$125.0B	--	-\$57.6B
06/13/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 8	--	--	1.30%
06/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	MAY	-0.60%	--	-0.20%
06/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	MAY	0.20%	--	0.20%
06/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	MAY	1.20%	--	1.90%
06/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	MAY	2.80%	--	2.70%
06/13/2012 20:30	商品零售额	MAY	-0.20%	--	0.10%
06/13/2012 20:30	除汽车外零售额	MAY	0.00%	--	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	MAY	0.40%	--	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAY	0.30%	--	0.40%
06/13/2012 22:00	营运库存	APR	0.30%	--	0.30%
06/14/2012 20:30	Annual Revisions: Current Account				
06/14/2012 20:30	经常项目结存	1Q	-\$132.0B	--	-\$124.1B
06/14/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	MAY	-0.20%	--	0.00%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	MAY	0.20%	--	0.20%
06/14/2012 20:30	居民消费价格(同比)	MAY	1.80%	--	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	MAY	2.20%	--	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	MAY	229.771	--	230.085
06/14/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	MAY	229.328	--	228.984
06/14/2012 20:30	首次失业人数	JUN 9	375K	--	377K
06/14/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 2	3270K	--	3293K
06/14/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 10	--	--	-37.6
06/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	JUN	13.5	--	17.09

3. 西班牙向欧元区求助，欧股欧元上升

图 13：除葡萄牙和英国外，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：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙、法国和英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



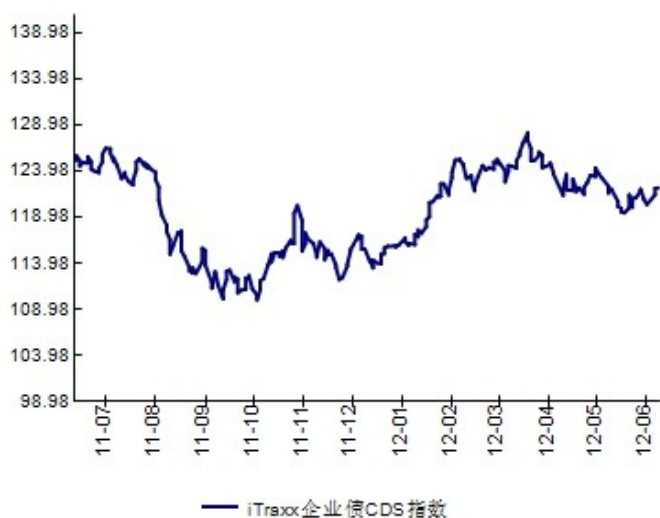
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



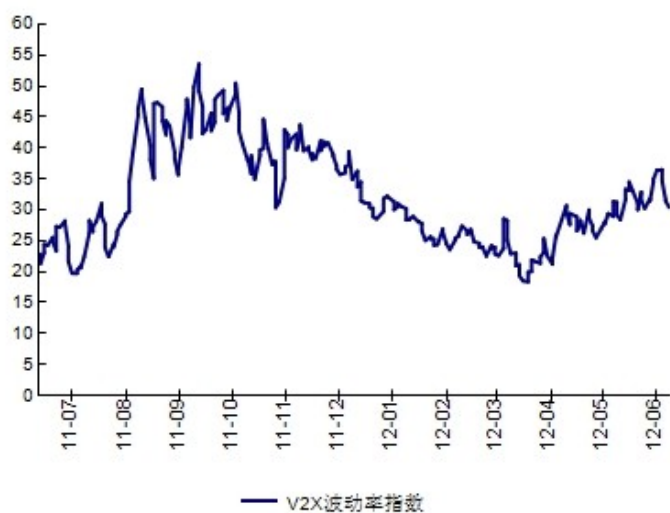
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



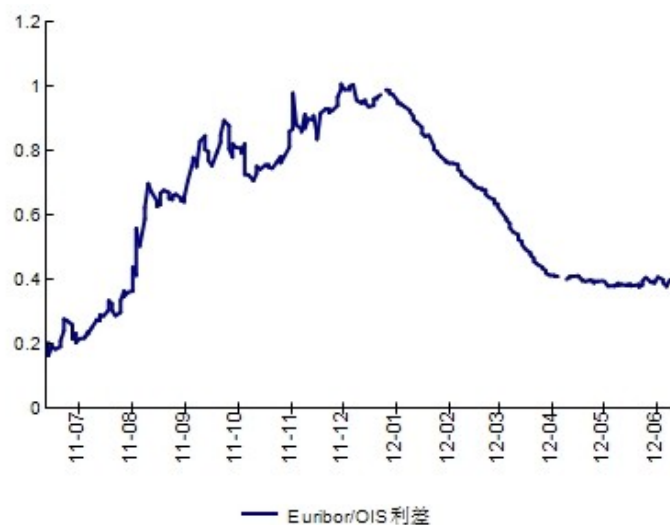
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下滑, 股市波动风险缓和。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS利差小幅上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对美元上升, 由于西班牙向欧元区寻求救助, 市场预期欧元区成员国同意注资。



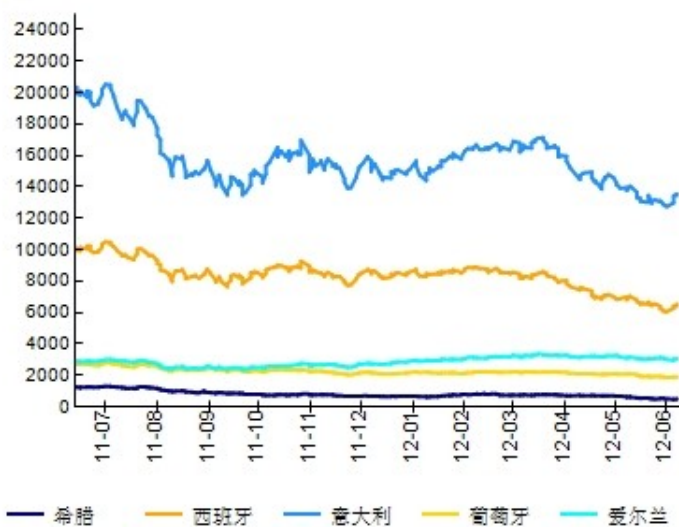
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



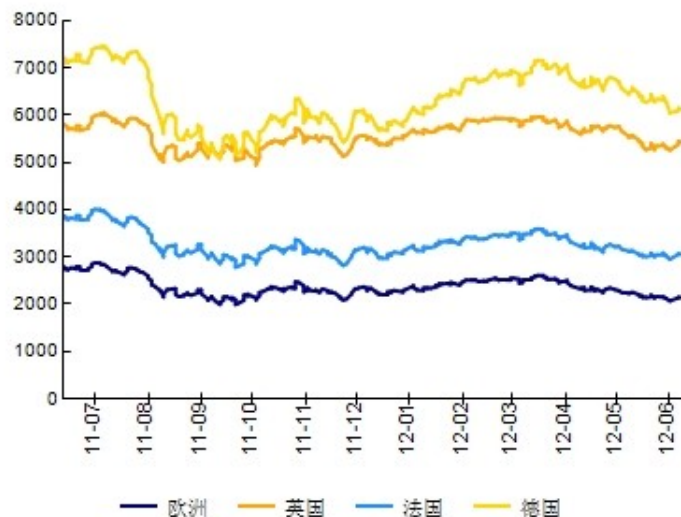
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙外, 其他欧猪五国股市均回升, 由于西班牙向欧元区寻求救助, 市场预期该求助将被同意。



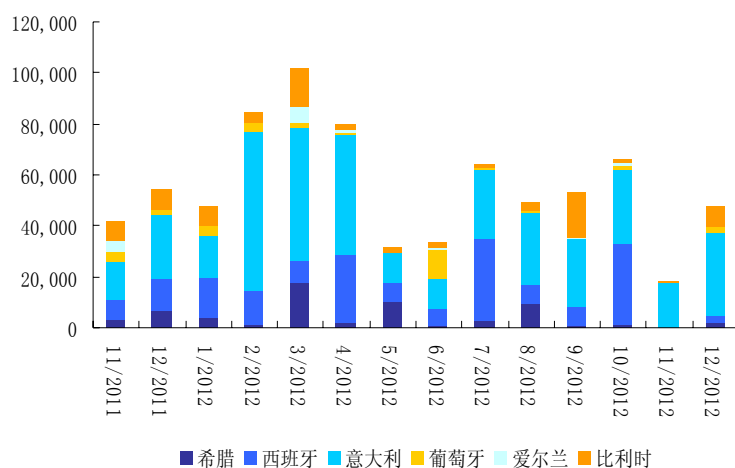
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于欧央行表示若经济继续恶化将采取更多的刺激政策。



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

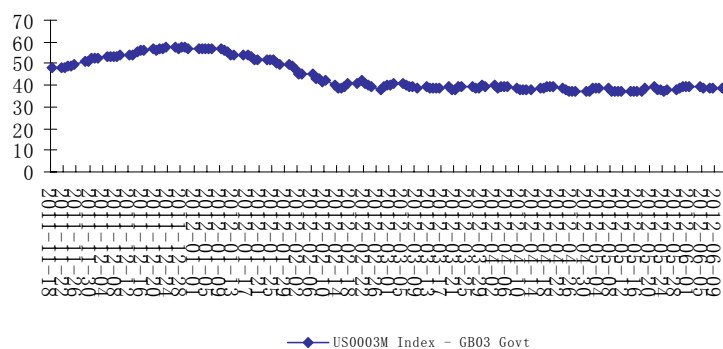
2.

图 25: 除德意志银行外, 其他银行 CDS 均下降。



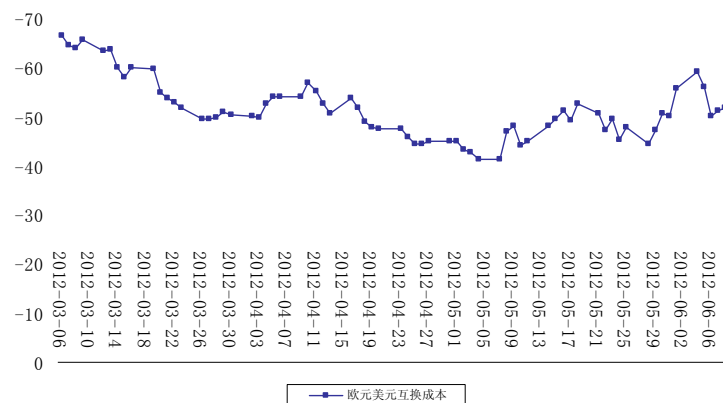
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 与上一日持平。



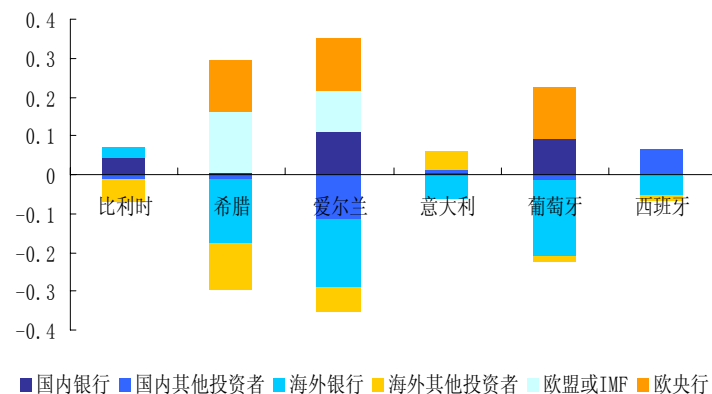
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本上涨。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 2011Q1 与 2010Q1 主权债务持有者份额占比变动, 海外持有者份额下降



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 6-12 月欧元区大事日程

6 月 6 日	欧央行公布利率决议；欧洲委员会讨论银行危机解决方案
6 月 10 日	法国议会第一轮选举
6 月 12 日	希腊拍卖短期债券
6 月 13 日	德国审批 ESM 和财政紧缩公约的截止日期
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 17 日	希腊大选
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事会议、欧元集团会议及财长会议
6 月 28-29 日	欧洲议会季度会议 IMF 审查葡萄牙，希腊 100 亿欧元援助发放期；银行 9%一级核心资本充足率
6 月底	达标的截止日期
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

资料来源：bloomberg、申万研究

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
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
葡萄牙				11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
				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	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	01-12-13	AAA	正面	09-01-12	AAA*-	负面			
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。