

2012 年 06 月 12 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>

全球经济三季度复苏，四季度放缓

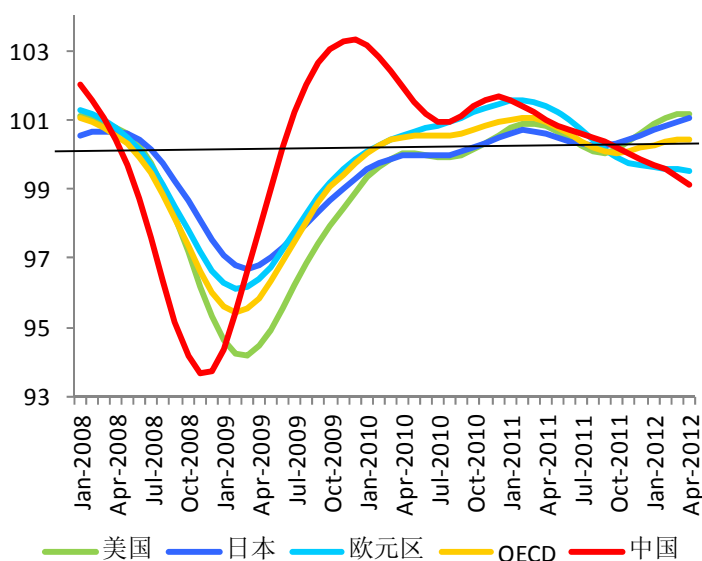
——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 12 日

总体判断：

- 6 月 11 日，避险情绪有所上升，风险资产由涨转跌，西班牙国债收益率再度升至 6.51%，因对西班牙救助的乐观情绪消退，转而担忧对西班牙债务负担加重的担忧和传染风险，。
- 6 月 11 日，经合组织（OECD）公布 4 月综合领先指标，显示全球经济呈缓慢复苏的趋势，尽管趋势向上但增速趋缓；分化仍然明显，验证了我们对二季度全球经济复苏有曲折、相对看好美日、看空欧洲和新兴市场的观点。
- 今年以来，全球经济呈现两个明显的分化趋势。1、发达经济体和新兴经济体经济增长趋势相反，发达经济体持续复苏，好于预期，但增速放缓；新兴经济体持续惯性下滑，符合预期。2、各经济体内部也分化明显。发达经济体中，美日韩德表现相对较好，而欧盟特别是意大利一直拖累最大；欧盟内部也略有分化，爱尔兰接受救助后近半年复苏势头良好，4 月斯洛伐克也是复苏最快的经济体，而东欧包括爱沙尼亚、斯洛文尼亚、捷克以及葡萄牙、意大利增速最慢；新兴经济体中，印尼、中国、印度均增长放缓，而巴西、南非增长相对较快。
- OECD 经济体仍呈复苏之势，但增速放缓。OECD34 国的领先指标显示，尽管 OECD 经济近 6 个月一直呈环比上升趋势，但最近 3 个月增速有所放缓，4 月增长 0.2% 至 100.46，已连续 28 周高于长期经济趋势。其中，美、日均高于 100 这一长期经济趋势水平，且呈上升趋势；欧洲整体下滑，特别是东欧下滑最快。相比于一季度 GDP，从 4 月各国对 OECD 的贡献率来看，韩国贡献最大，其次是日本，超过了一季度贡献最大的美国，因为美国二季度由于就业、消费疲软而环比回落；墨西哥由一季度的正贡献率第三变为负贡献率第三，说明经济出现较大下滑；拖累最大的仍是欧洲特别是意大利。
- 新兴经济体整体经济下滑。尽管 OECD 国家经济回升，但加上金砖五国和印尼这六个新兴市场后，全球领先指标已连续两月加速下滑，目前正好处于长期经济趋势水平。其中，中国已连续 16 个月下滑，近两月跌幅加剧，成了新兴市场最大的拖累，其次是印度和印尼；只有俄罗斯和南非经济增速高于长期趋势。需要警惕的是，除了中国、印度一路下滑，俄罗斯也首次出现了增速下滑的风险。印尼虽相对增速较快，一季度同比增长 6.3%，但去年四季度至今呈回落趋势。
- 总体上，根据 OECD 领先指标领先实体经济 6 个月的规律，我们预计，今年下半年全球经济预计呈触底企稳之势，在 6 月风险集中释放以后，只要欧洲不出现希腊退出等黑天鹅事件，随着新兴市场因外需恢复、内需提振而企稳，三季度全球有望企稳反弹，但因美国经济再度下滑，第四季度复苏趋势预计有所减弱。
- 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”。

图 1.1: 今年 4 月, 全球仍呈复苏趋势, 但增速继续放缓, 美日相对强劲, 欧洲和新兴市场下滑



资料来源: OECD, 申万研究

表 1.1、2012 年 4 月, 根据 GDP 测算的领先指标

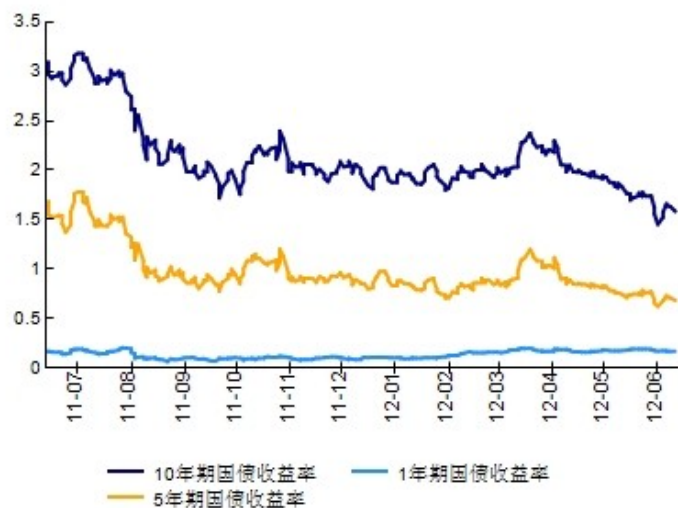
	2012 年 3 月	2012 年 4 月	增速	占 OECD GDP 的比重	对 OECD 国家 的贡献率
韩国	99.89	100.12	0.22%	3.6%	0.008%
日本	100.97	101.04	0.08%	10.3%	0.008%
美国	101.15	101.17	0.02%	34.9%	0.006%
英国	99.67	99.76	0.09%	5.2%	0.005%
德国	99.41	99.44	0.02%	7.3%	0.002%
加拿大	99.84	99.89	0.05%	3.2%	0.002%
智利	100.18	100.38	0.20%	0.7%	0.001%
斯洛伐克	99.28	99.64	0.36%	0.3%	0.001%
比利时	99.37	99.46	0.09%	0.9%	0.001%
奥地利	99.89	99.96	0.07%	0.8%	0.001%
以色列	100.19	100.25	0.06%	0.5%	0.000%
挪威	100.75	100.78	0.04%	0.6%	0.000%
匈牙利	99.58	99.45	-0.13%	0.4%	-0.001%
爱沙尼亚	97.97	96.81	-1.19%	0.1%	-0.001%
荷兰	99.60	99.53	-0.07%	1.6%	-0.001%
葡萄牙	97.56	97.37	-0.20%	0.6%	-0.001%
西班牙	100.68	100.63	-0.05%	3.2%	-0.002%
法国	99.62	99.58	-0.04%	5.0%	-0.002%
捷克	99.43	99.09	-0.34%	0.6%	-0.002%
墨西哥	101.42	101.35	-0.06%	3.9%	-0.002%
印尼	99.33	99.07	-0.26%	2.7%	-0.007%

OECD 欧洲	99.66	99.64	-0.02%	36.7%	-0.007%
意大利	99.24	99.07	-0.18%	4.2%	-0.007%
巴西	98.69	98.96	0.27%		
爱尔兰	101.53	101.78	0.25%		
芬兰	98.45	98.58	0.13%		
瑞士	99.30	99.42	0.12%		
南非	101.17	101.28	0.11%		
卢森堡	99.39	99.45	0.06%		
丹麦	99.41	99.47	0.05%		
土耳其	99.61	99.63	0.03%		
OECD	100.44	100.46	0.02%		
瑞典	99.94	99.94	0.01%		
希腊	98.46	98.46	0.00%		
新西兰	101.00	100.98	-0.02%		
欧元区	99.58	99.55	-0.03%		
OECD+新兴 6 国	100.05	100.01	-0.04%		
俄罗斯	101.79	101.71	-0.07%		
波兰	100.20	100.05	-0.16%		
印度	98.18	98.01	-0.17%		
中国	99.37	99.12	-0.26%		
斯洛文尼亚	100.81	100.43	-0.38%		

资料来源：OECD、申万研究

1. 市场担忧西班牙银行业危机引发主权债务危机，避险情绪上扬

图 1：美国国债收益率下降，对经济形势担忧有所增加。



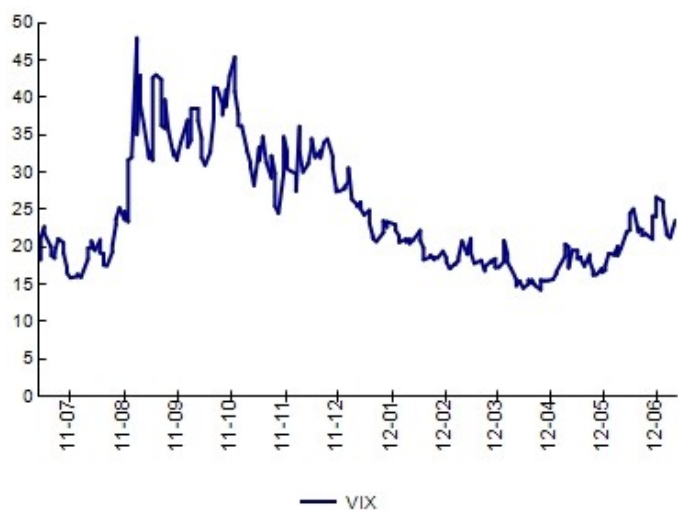
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下滑，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 CDS 均小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



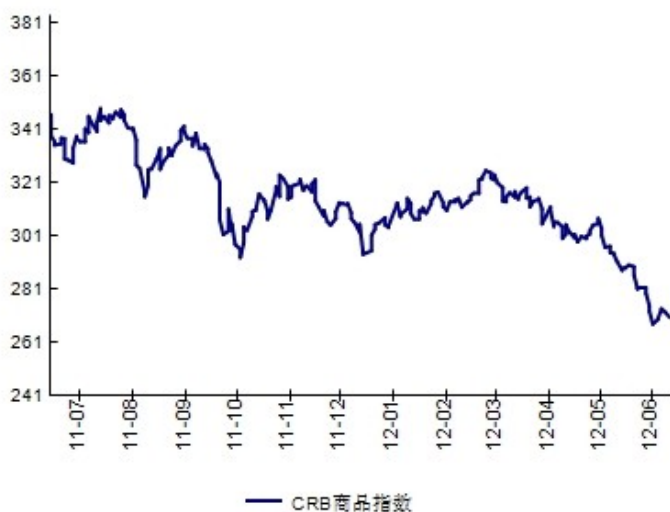
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元下降, 由于西班牙政府为银行业寻求 1000 亿欧元的救助, 对日元避险需求增加。



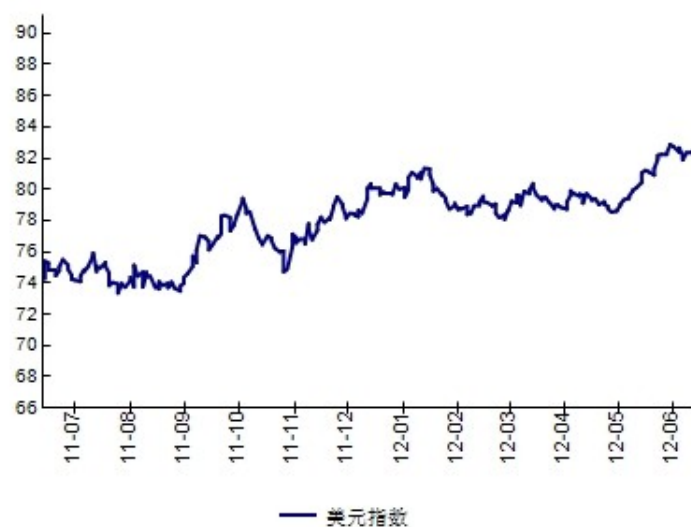
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于气候原油导致部分能源和农产品价格下跌所致。



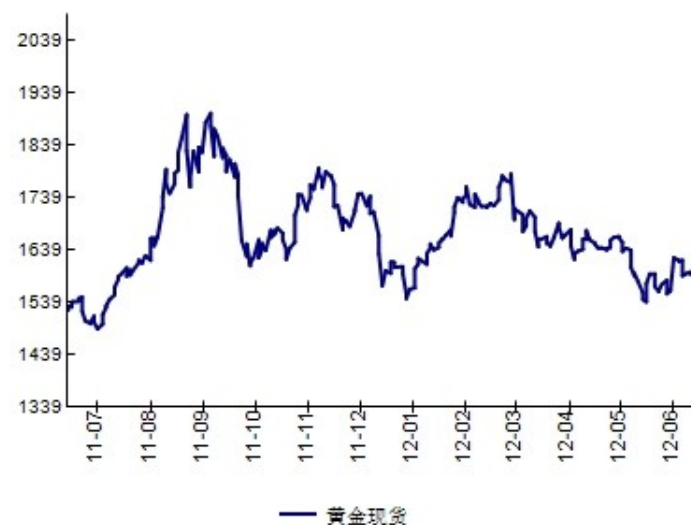
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数上扬, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格微涨, 由于欧元区同意向西班牙提供 1000 亿欧元的救助, 对其避险需求有所增加。



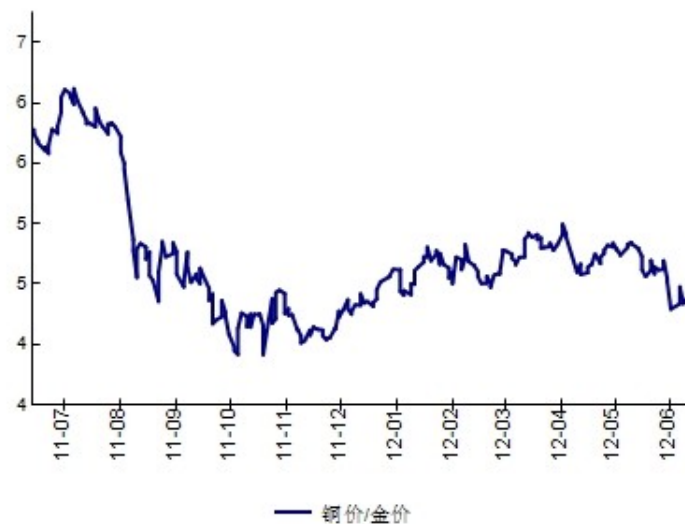
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格大幅下跌，由于 OPEC 可能提供原油产量限定标准。



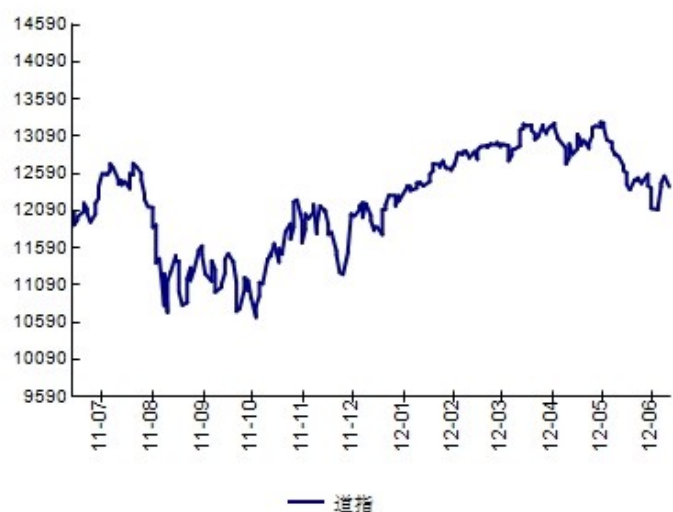
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，由于中国 5 月进出口增速大幅超预期导致铜价反弹。



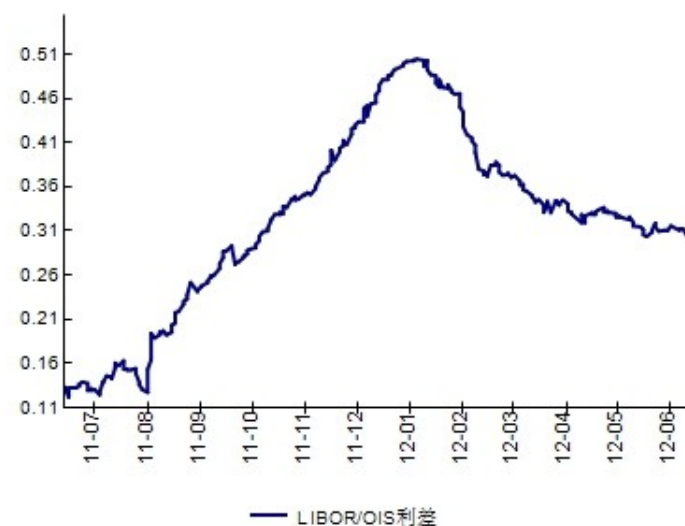
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下挫，虽然欧元区同意救助西班牙银行业使股指反弹上扬，但是由于市场担心其银行业危机将促发其主权债务危机且希腊政局不明导致股价回落。



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弱。



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

2. 对欧元区同意援助西班牙银行业的乐观情绪转淡，欧股欧元回落

图 13：除西班牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均回落。由于西班牙因银行业危机而向欧元区寻求援助导致其国债收益率上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊和葡萄牙外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



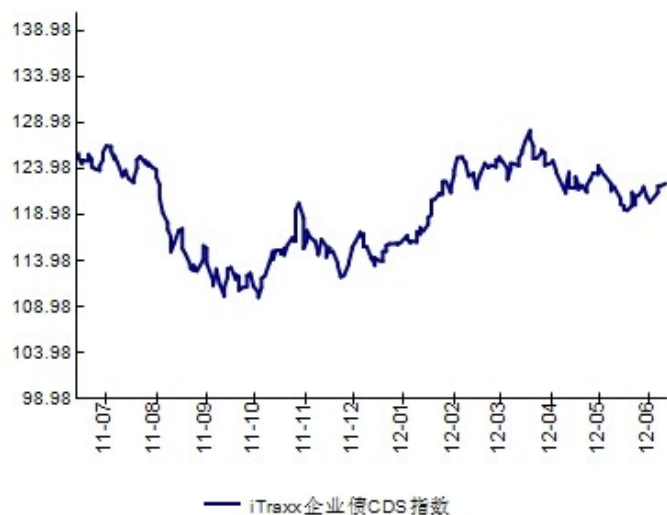
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，由于欧元区同意援助西班牙银行业，但市场担心银行业危机引发主权债务危机，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



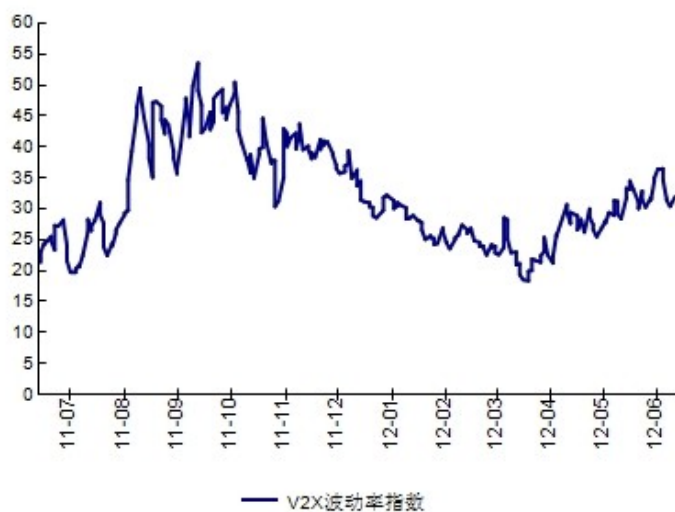
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



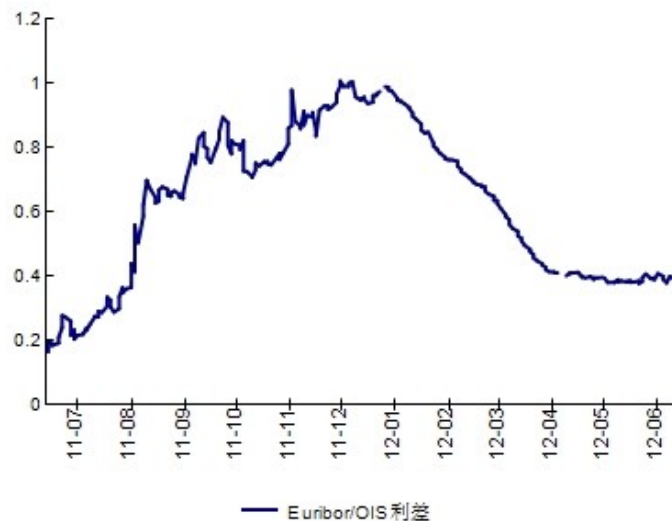
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上涨, 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减轻。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下挫, 由于欧元区同意向西班牙银行业提供 1000 亿欧元援助。



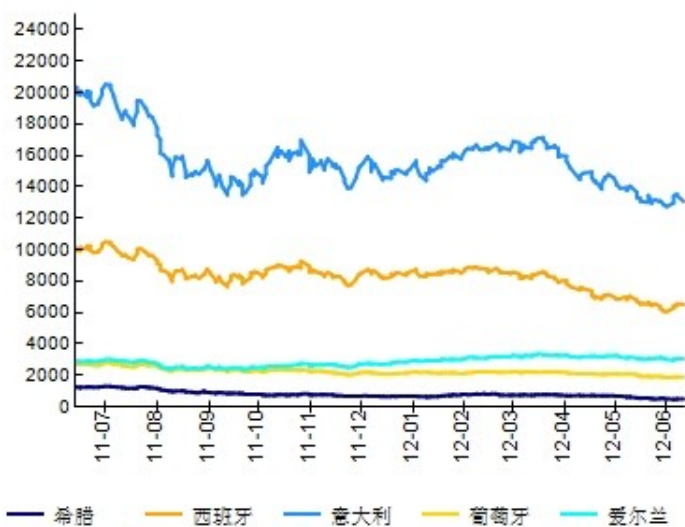
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



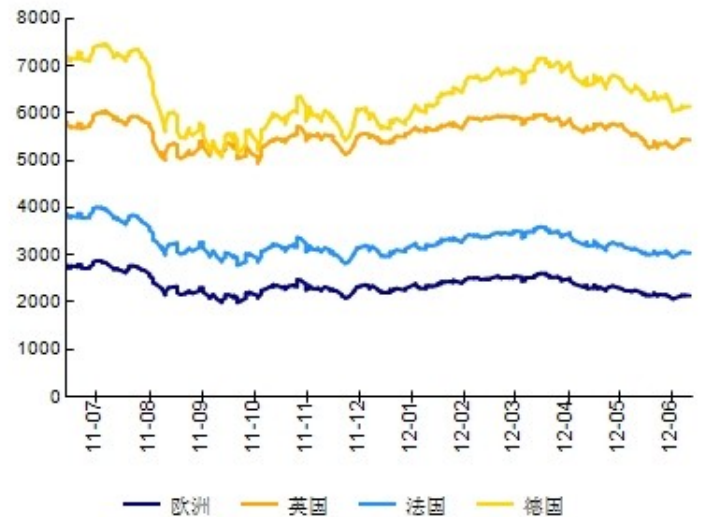
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均下挫。



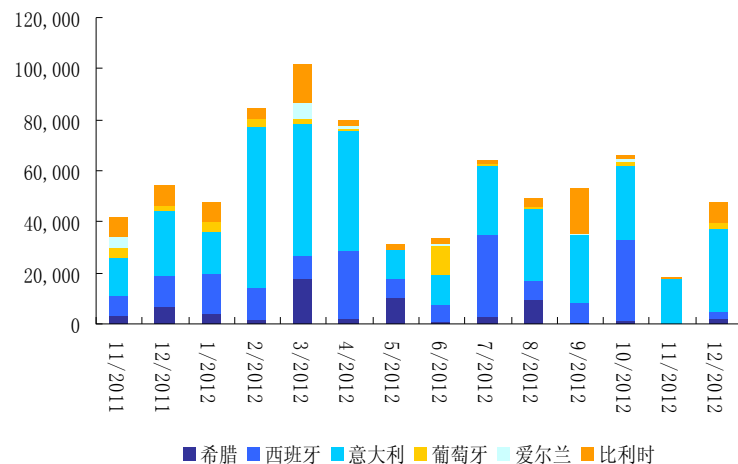
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除德国外, 其他欧洲股市均小幅下跌, 由于投资者认为欧元区向西班牙银行业提供的援助无法缓解欧债危机的恶化。



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



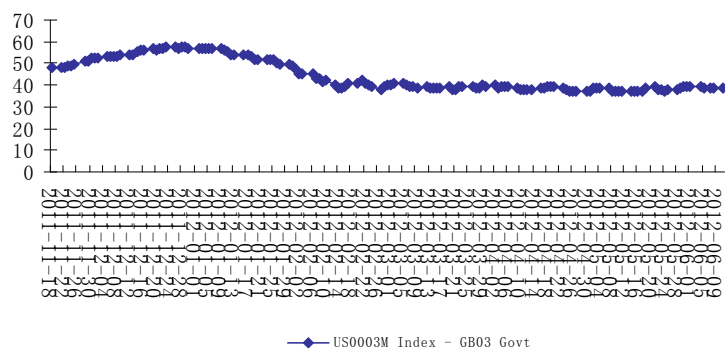
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上扬。



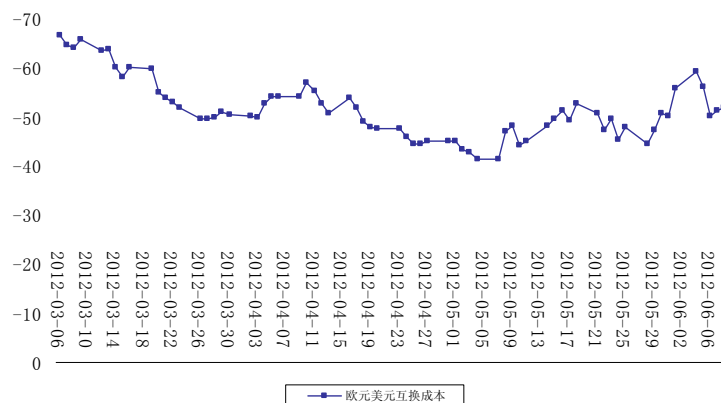
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 与上一日持平。



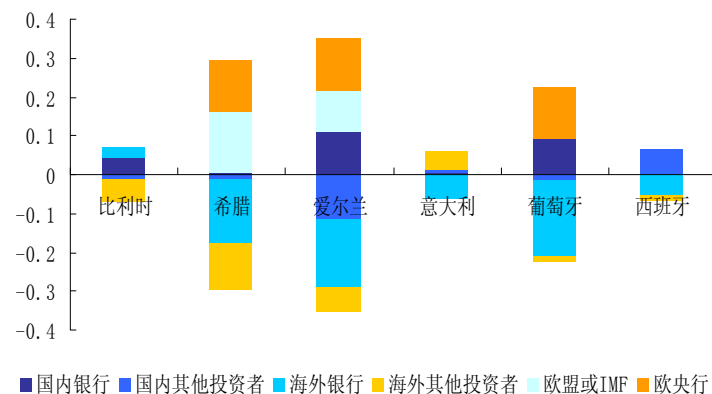
资料来源：申万研究

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。