

世界经济

2012 年 07 月 05 日

欧洲经济现企稳迹象，欧央行降息箭在弦上

——国际金融市场风险监控 2012 年 7 月 5 日

相关研究

全球号角已吹响，风险资产将受益

2012 年 6 月 19 日

希腊退出欧元区的风险大减，利好全球金融市场

2012 年 6 月 18 日

欧美通胀大幅下滑，希腊大选或将好于预期

2012 年 6 月 15 日

欧债危机拖累德国产出，美国经济二季度继续回落

2012 年 6 月 14 日

全球经济三季度复苏，四季度放缓

2012 年 6 月 12 日

西班牙银行终获救助，下调美国二季度 GDP 增速至 1.7%

2012 年 6 月 11 日

伯南克未暗示 QE3，推出时间或延后

2012 年 6 月 8 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：

- 7 月 4 日，风险资产略有下降，美股因独立日而休市，欧洲微跌，因投资者对于周四能否兑现欧央行降息和英国额外量化宽松的预期能否兑现表示谨慎。
- 欧元区 6 月服务业和综合 PMI 终值均上涨，符合我们月度观点，加上之前公布的 6 月制造业 PMI 持平，预示欧元区经济出现企稳迹象。不过，尽管欧元区 6 月制造业、服务业与综合产出较 5 月有所改善，但仍处于近三年来的低点，说明欧洲经济仍处于低迷的收缩期，但下滑速度明显减弱。
- 英国 6 月服务业 PMI 下跌，显示英国经济依然处于下滑轨道，增加了英国今天增加量化宽松规模的概率。英国 6 月服务业 PMI 终值由 5 月的 53.3 下降到 51.3，低于 52.9 的预期，触及 8 个月以来的低点。数据显示，英国服务业在第二季度仅增长约 0.2%，或在三季度继续放缓，使服务业增长停滞不前。由于服务业在英国经济中占较大比重，该数据的疲弱表现让人对英国的经济前景担忧加深。今日英国央行将公布利率决定，我们仍然预计英国央行将增加 500 亿英镑的额外资产购买规模以刺激经济增长，符合市场预期。
- 总体来看，欧元区的工业、服务和销售均出现了企稳反弹的迹象，预示着经济仍处于下滑趋势，但已接近底部，下跌空间有限。加上 6 月底欧盟峰会救市措施的提振，希腊的政治风险也已大大减小，今年来看欧债危机最坏的时候已经过去。
- 但是我们需要警惕的是，欧洲经济的两大重要风险仍存在，将制约第三季度的欧洲经济复苏。（1）欧洲各国的财政紧缩基调不变，甚至可能加大紧缩力度。意大利今年一季度财政赤字占 GDP 的比重高达 8%，创三年新高，导致意大利陷入衰退，经济加速下滑，GDP 同比萎缩-1.3%；法国今年将公共赤字占 GDP 的比重从 5.2%降至 4.5%，预计近期出台预算修正案，有望通过 75 亿欧元的增税措施，包括增加向富人征税，废除逾期的税收豁免，增加向银行、石油产品股票及公司分红征税；而西班牙在减赤 450 亿欧元的基础上，近期可能再推出总额最高达 300 亿欧元的预算削减方案，主要措施为削减公共开支、减少养老金和失业补贴和增税，实施时间可能为三年，以尽量将赤字占 GDP 的比重由去年的 8.9%降至 5.3%。（2）银行惜贷短期难以根本改变，加上欧央行收紧贷款标准，信贷紧缩对经济的拖累更大。本周二，欧洲央行宣布限制银行业可用作贷款抵押品的政府担保债券规模，并收紧贷款标准。这预示着欧洲银行业还将继续调整资产负债表，西班牙银行危机只是一个缩影，银行业危机还远未结束
- 展望今日的欧央行议息会议，降息仍是欧央行用来解决欧债危机的重要手段。我们预计，欧央行今日将降低作为基准的再融资利率 25 个基点至 0.75%，这与彭博上调查 83%的投资者预期是一致的。我们与市场不同的认识在于，不排除欧央行将隔夜存款利率从 0.25%降至 0 的可能性，以保证市场的流动性，加速欧债危机的解决进程。降低再融资利率可以有效降低贷款成本，刺激实体经济需求和信贷，提振欧洲低迷的信心，从而遏制经济加速衰退的势头；而将隔夜存款利率降至 0 相当于取消了银行间隔夜借贷的下限，鼓励银行将规模高达 8000 亿欧元的隔夜存款转为贷款，解决两轮 LTRO 未能解决的银行偏好隔夜存款而非信贷的问题。降息也将巩固欧盟峰会的积极成果。

关注：7 月 5 日 欧央行和英国央行议息会议

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. 欧元区服务业PMI和零售均上涨，暗示欧元区经济有望企稳

欧元区 6 月服务业和综合 PMI 终值均上涨，符合我们月度观点，加上之前公布的 6 月制造业 PMI 持平，预示欧元区经济出现企稳迹象。其中，服务业产出指数由 46.7 上升至 47.1，略高于市场预期的 46.8；综合 PMI 由 46.0 上升至 46.4，高于 46.0 的初值。不过，尽管欧元区 6 月制造业、服务业与综合产出较 5 月有所改善，但仍处于近三年来的低点，说明欧洲经济仍处于低迷的收缩期，但下滑速度明显减弱。

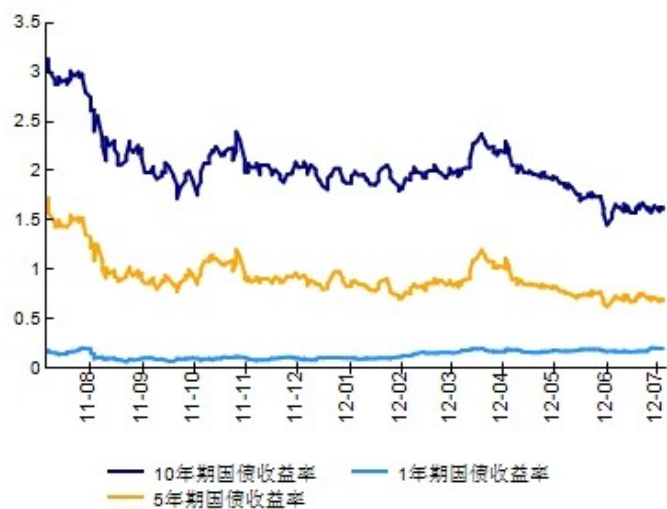
欧元区各国服务业有所分化，边缘国家有所企稳，但德国受到拖累而下滑。爱尔兰、法国和西班牙服务业 PMI 均上行，其中，爱尔兰的服务业和制造业都处于扩张状态；而法国 6 月服务业虽然收缩速度放缓，但与制造业一样仍处于收缩期，加上法国将给富人和大企业增税，这将限制消费开支和就业增长，使消费前景并不乐观。另一方面，意大利和德国服务业景气萎缩，德国 6 月服务业 PMI 更是创 3 年来新低，由 5 月的 51.8 下降到 49.9，不及 50.3 的市场预期，陷入收缩。6 月份德国综合产出指数终值也由 5 月的 49.3 跌至 48.1。在德国制造业产出水平连月下跌后，服务业也难免出现停滞甚至于下滑，德国私人部门产出疲弱，可见欧债危机的影响已波及到包括德国在内的核心国家。

近期欧元区需求下滑、企业削减成本，令失业率攀升至 5 月创 11.1% 的历史新高。而 6 月综合 PMI 数据显示就业指数由 5 月的 48.5 继续下跌到 48.3，再度说明欧元区就业状况还在持续恶化中。另一方面，数据也反映公司降低了产品价格，意味着欧元区通胀的压力随之降低。总的来说，受到政府削减预算导致消费性开支锐减等因素的影响，欧洲第二季度增速缓慢，市场信心大幅下滑。但随着欧洲经济和政治危机加深，欧洲未来经济恢复的也难以乐观。

欧元区 5 月零售销售月率提升。欧元区 5 月零售销售由 4 月的下降 1.4% 意外反弹到上升 0.6%，高于上升 0.3% 的预期，由于非食品类零售销售上升带动了整体指标实现反转。具体到各国家情况，则是法国(+1.2%)、西班牙(+1.2%)、爱尔兰(+1.7%) 和葡萄牙(+2.9%) 零售销售月率增长，对整体零售业的提振胜过德国零售数据下滑(-0.3%) 的拖累。总体而言，欧元区 5 月零售数据乐观有助于缓解市场悲观情绪。

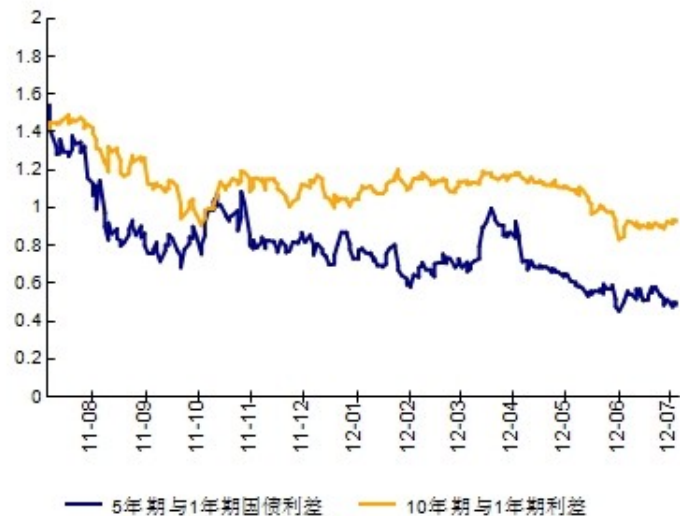
2. 美国独立日休市，美元小幅上行

图 1：美国国债收益率持平。



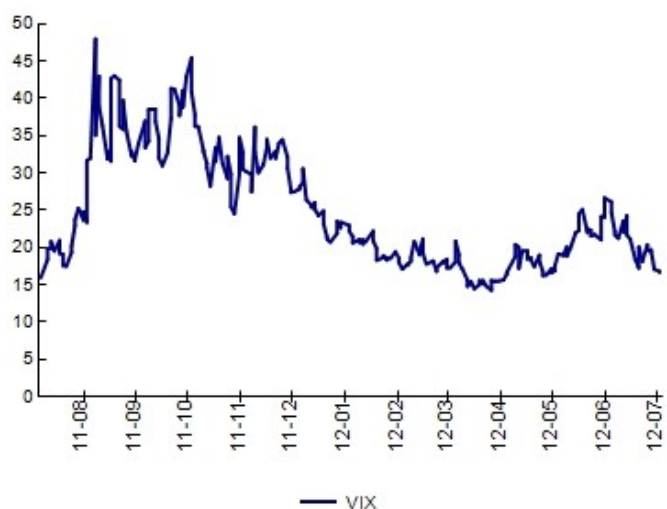
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差持平。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下跌，显示股市波动风险有所减弱。



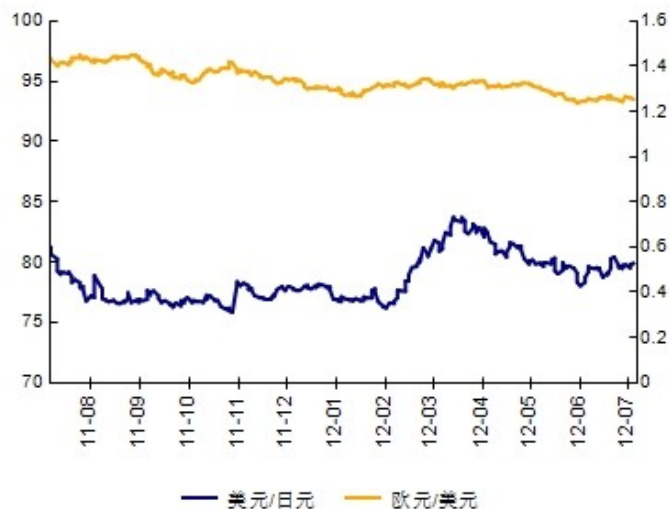
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 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：美元上涨，由于市场预期欧央行进一步宽松政策。



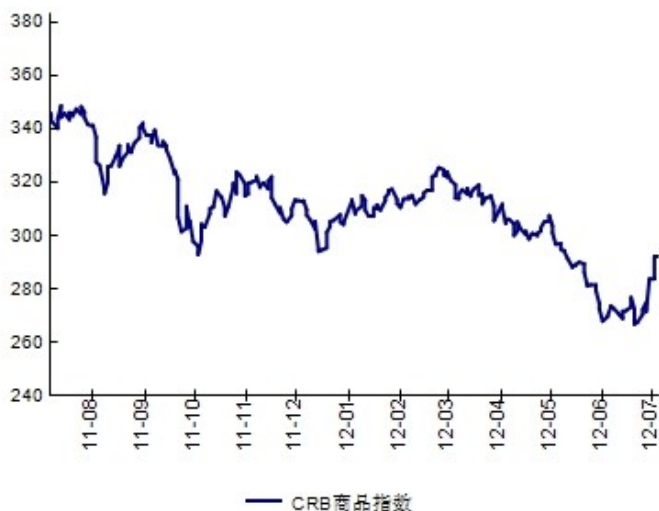
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数持平，对其避险需求没有变化。



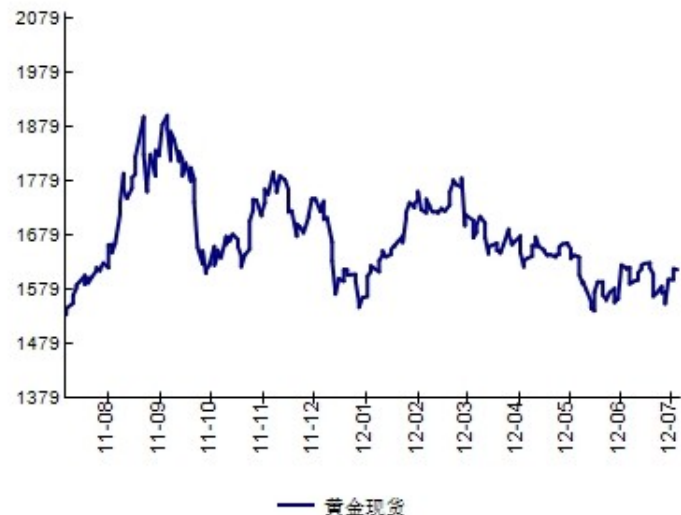
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格不变，由于金属价格下跌但原油上涨。



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。



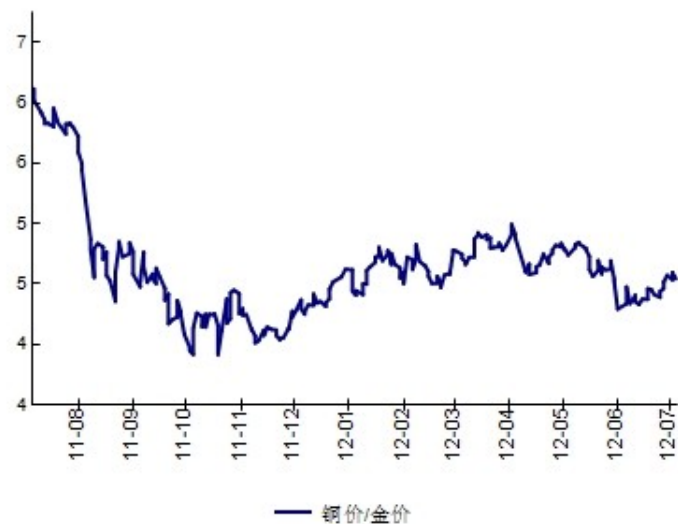
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格上涨, 由于市场预期 ECB 刺激, 投资者乐观情绪高涨。



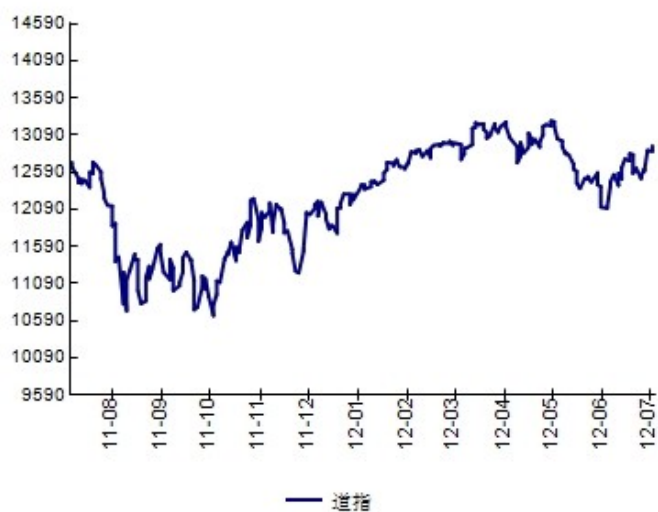
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比小幅下行, 由于欧洲数据堪忧。



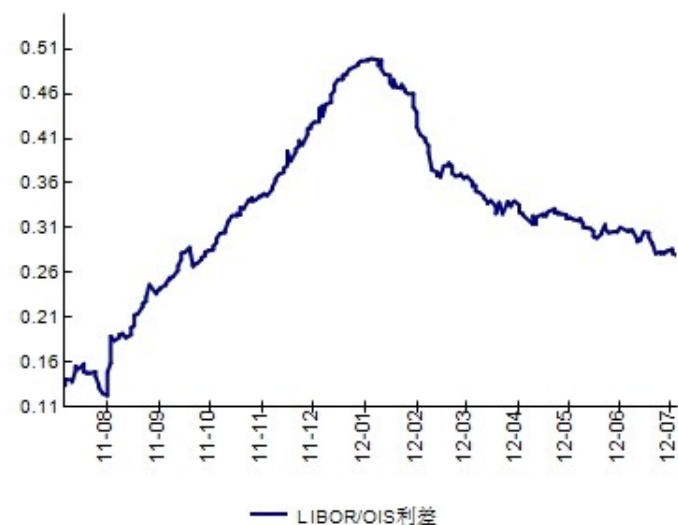
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指不变, 由于美国独立日休市。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差小幅下跌, 银行信贷压力有所减轻。



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
06/27/2012 20:30	耐用品订单	MAY	0.50%	1.10%	0.20%
06/27/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	MAY	0.70%	0.40%	-0.60%
06/27/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	MAY	1.90%	1.60%	-1.90%
06/27/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	MAY	--	0.40%	-1.40%
06/27/2012 22:00	待住宅销售量(月环比)	MAY	1.50%	5.90%	-5.50%
06/27/2012 22:00	待住宅销售 同比	MAY	9.90%	15.30%	14.70%
06/28/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q T	1.90%	1.90%	1.90%
06/28/2012 20:30	个人消费	1Q T	2.70%	2.50%	2.70%
06/28/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q T	1.70%	2.00%	1.70%
06/28/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q T	2.10%	2.30%	2.10%
06/28/2012 20:30	首次失业人数	JUN 23	385K	386K	387K
06/28/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 16	3280K	3296K	3299K
06/28/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 24	--	-36.1	-37.9
06/28/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	JUN	4	3	9
06/29/2012 20:01	密尔沃基采购经理指数	JUN	55.1	60.2	57.7
06/29/2012 20:30	个人收入	MAY	0.20%	0.20%	0.20%
06/29/2012 20:30	个人开支	MAY	0.00%	0.00%	0.30%
06/29/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	MAY	-0.20%	-0.20%	0.00%
06/29/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	MAY	1.50%	1.50%	1.80%
06/29/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	MAY	0.20%	0.10%	0.10%
06/29/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	MAY	1.80%	1.80%	1.90%
06/29/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	JUN	52.3	52.9	52.7
06/29/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUN F	74.1	73.2	74.1
07/02/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	JUN	52.9	52.5	52.9
07/02/2012 22:00	ISM 制造业	JUN	52	49.7	53.5
07/02/2012 22:00	ISM 支付价格	JUN	45.8	37	47.5
07/02/2012 22:00	建筑开支月环比	MAY	0.20%	0.90%	0.30%
07/03/2012 21:45	ISM 纽约	JUN	--	49.7	49.9
07/03/2012 22:00	工厂订单	MAY	0.10%	0.70%	-0.60%
07/04/2012 04:10	汽车总销售量	JUN	13.90M	14.05M	13.73M
07/04/2012 04:10	国内汽车销售量	JUN	10.89M	11.05M	10.75M

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
07/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 29	--	--	-7.10%
07/05/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	JUN	--	--	66.70%
07/05/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者 前景指数	JUL	--	--	46.1
07/05/2012 20:15	ADP 就业变动指数	JUN	100K	--	133K
07/05/2012 20:30	首次失业人数	JUN 30	385K	--	386K
07/05/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 23	3300K	--	3296K
07/05/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUL 1	--	--	-36.1
07/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	JUN	53	--	53.7
05-06 JUL	ICSC 连锁店销售 同比	JUN	--	--	1.70%
07/06/2012 20:30	非农就业人数增减	JUN	90K	--	69K
07/06/2012 20:30	非农私企就业人数增减	JUN	100K	--	82K
07/06/2012 20:30	制造业就业人数增减	JUN	8K	--	12K
07/06/2012 20:30	失业率	JUN	8.20%	--	8.20%
07/06/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有 员工	JUN	0.20%	--	0.10%
07/06/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员 工	JUN	1.70%	--	1.70%
07/06/2012 20:30	周平均工时 所有员工	JUN	34.4	--	34.4
07/06/2012 20:30	家庭调查就业变动	JUN	--	--	422
07/06/2012 20:30	就业不足率 (U6)	JUN	--	--	14.80%
07/10/2012 03:00	消费者信用	MAY	\$8.500B	--	\$6.515B
07/10/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度 指数	JUN	--	--	94.4
07/10/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度 指数	JUL	--	--	46.7
07/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	MAY	--	--	3416
07/11/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUL 6	--	--	--
07/11/2012 20:30	贸易余额	MAY	-\$48.5B	--	-\$50.1B
07/11/2012 22:00	批发库存	MAY	0.30%	--	0.60%
07/12/2012 02:00	FOMC 会议纪要				
07/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	JUN	-1.60%	--	-1.00%
07/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	JUN	--	--	-0.30%
07/12/2012 20:30	首次失业人数	JUL 7	--	--	--
07/12/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 30	--	--	--

3. 关注欧央行会议，欧元欧股下行

图 13：除意大利和西班牙外，其他欧猪五国国债收益率均下跌，对经济担忧情绪加大。



图 14：除希腊外，其他国国债利差均上涨，对由于德国 6 月服务业呈萎缩态势导致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：欧猪五国 CDS 均上涨。



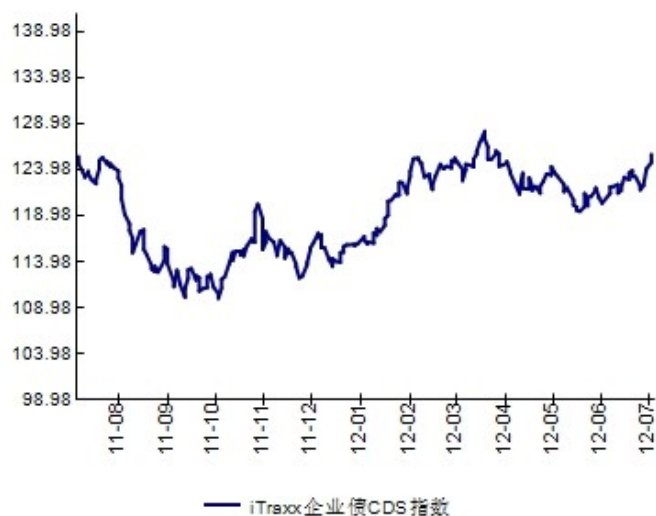
图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

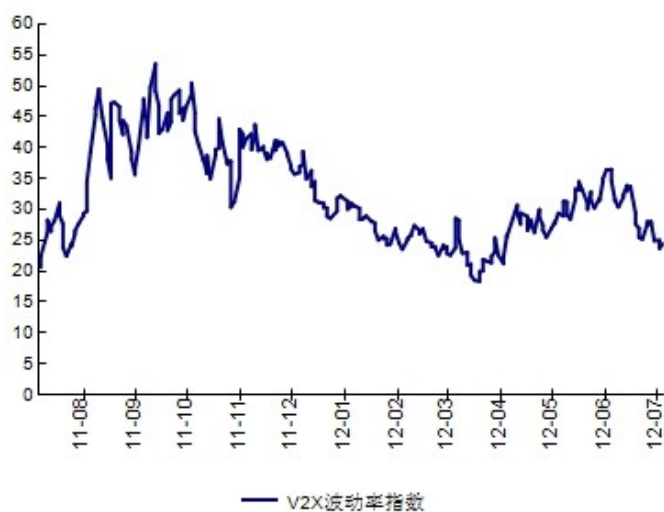
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 未更新。



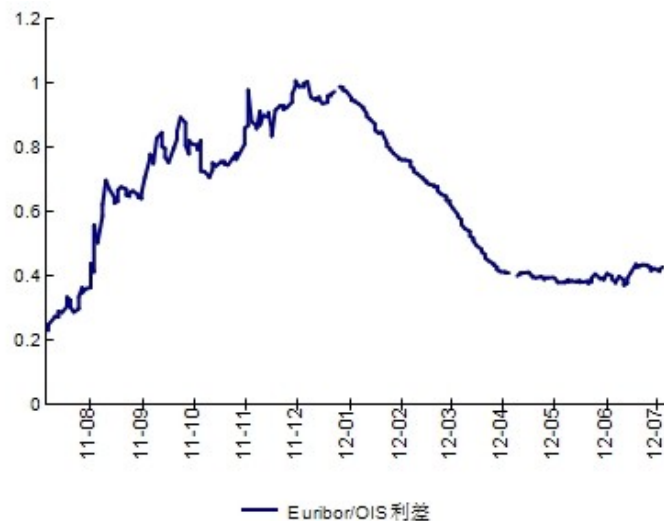
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回升, 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。



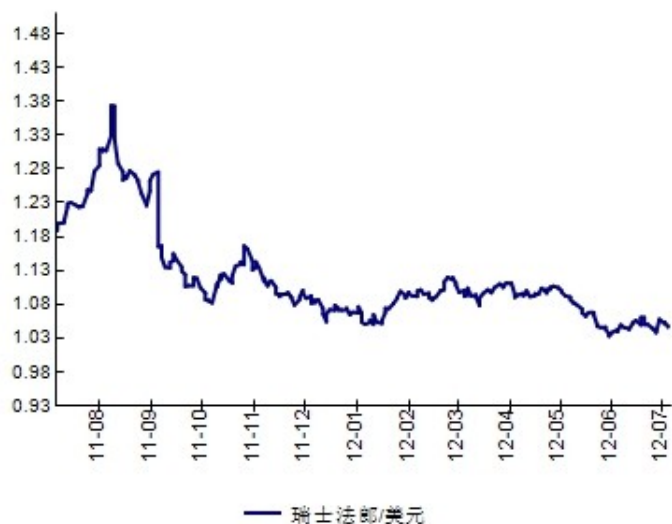
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对美元下跌, 由于欧元区公布的数据疲弱, 市场预期欧央行将下调利率打压欧元。



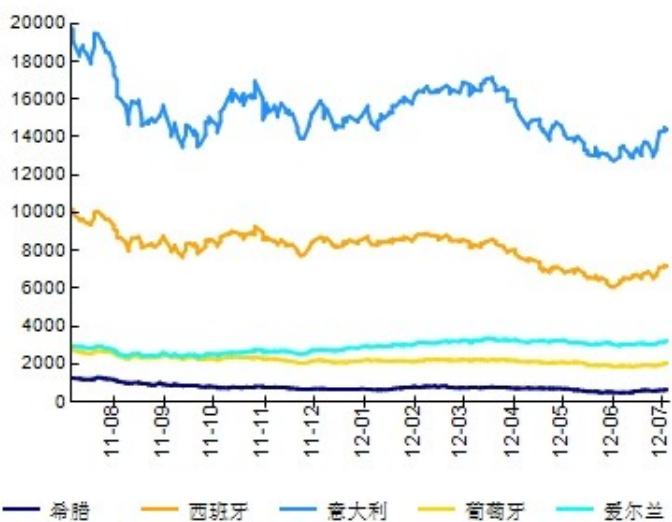
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



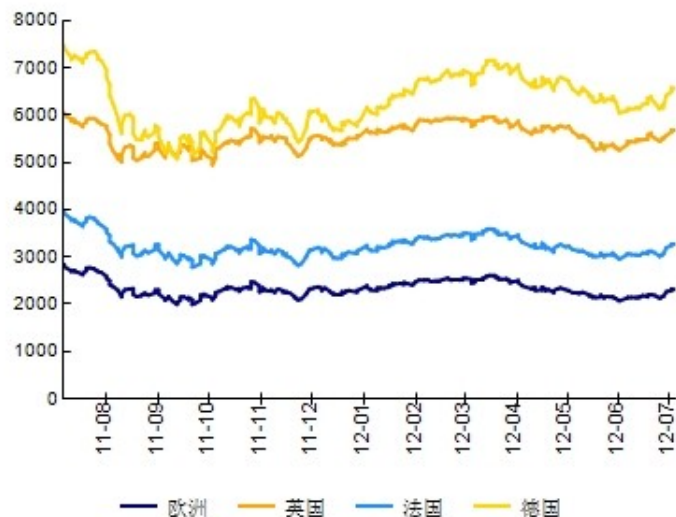
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和意大利外, 其他欧猪五国股市均回升。



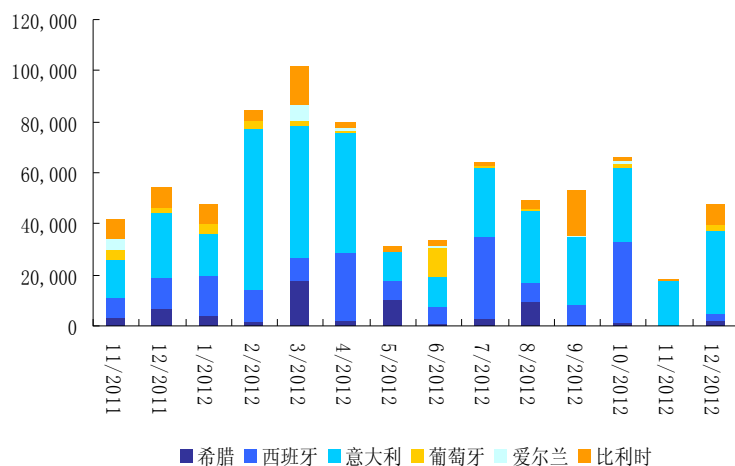
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于欧元区 5 月零售销售不及预期, 服务业前景不乐观。



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



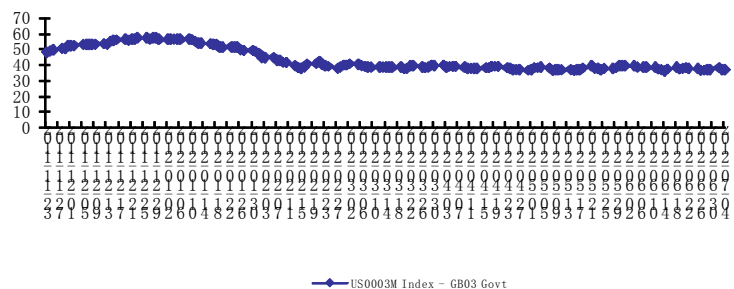
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均上涨。



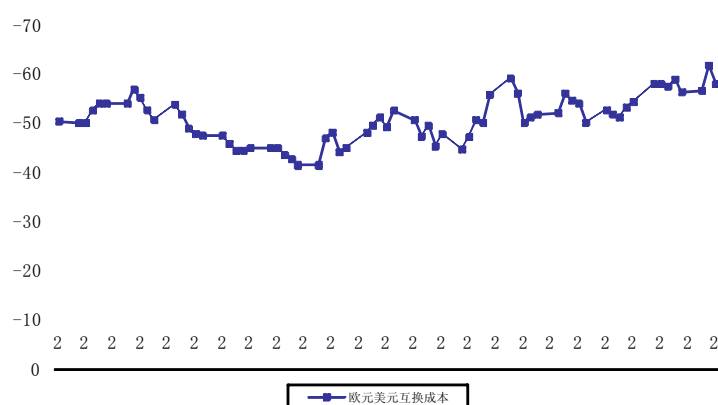
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 下跌, 资金趋宽松。



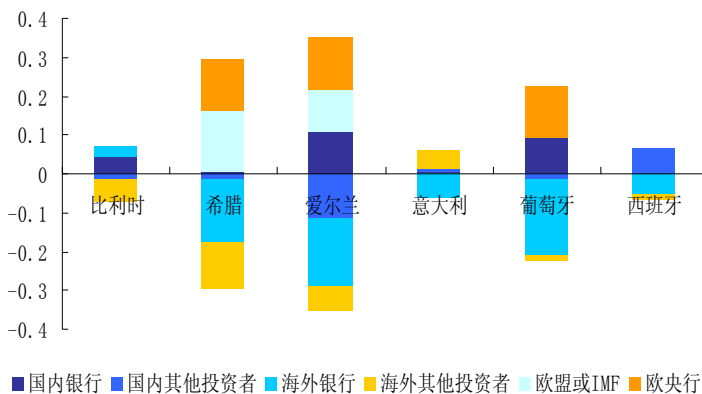
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本下降。



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
				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	12-06-13	BAA3	负面	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。