

## 世界经济

2012 年 07 月 18 日

## 美国通胀持平，下半年 QE3 概率降低

——国际金融市场风险监控 2012 年 7 月 18 日

## 相关研究

避险情绪 7 日来首次下降，  
宽松政策预期加强  
2012 年 7 月 16 日

美国 5 月贸易和库存贡献减弱，  
下调美国二季度 GDP 增速至 1.5%  
2012 年 7 月 12 日

ESM 推迟出台，欧洲救助再起波澜  
2012 年 7 月 11 日

全球经济二季度加速下滑，  
未来有企稳迹象  
2012 年 7 月 9 日

提振欧洲信贷和经济，但下行风险犹在  
2012 年 7 月 6 日

欧洲经济现企稳迹象，欧央行降息箭在弦上  
2012 年 7 月 5 日

## 证券分析师

李慧勇 A0230203100029  
[lihy@swsresearch.com](mailto:lihy@swsresearch.com)  
谢伟玉 A0230512070007  
[xiewy@swsresearch.com](mailto:xiewy@swsresearch.com)

## 研究支持

钟嘉妮  
[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

## 联系人

钟嘉妮 (8621)23297484  
[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

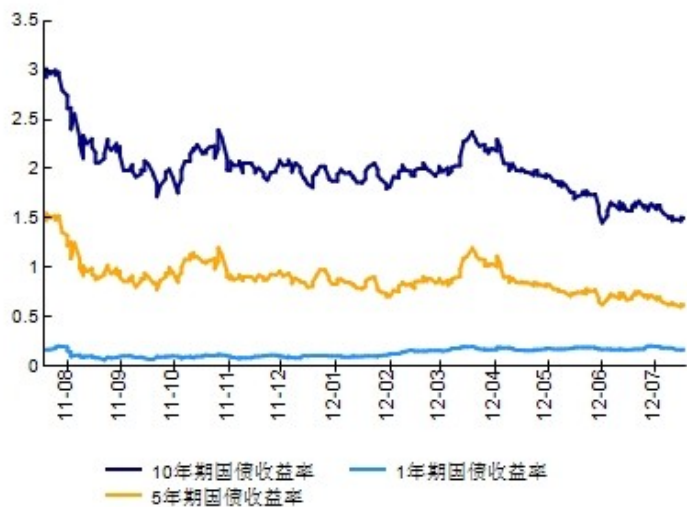
地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司  
<http://www.swsresearch.com>

## 总体判断：

- 隔夜风险情绪下降，风险资产大多下跌。美国 6 月工业产值数据好于预期且上市公司财报业绩喜人导致道指回升。而伯南克昨日仍未暗示宽松，金价应声下跌。
- 伯南克下半年货币政策证词时未暗示 QE3，进一步刺激概率仍低。伯南克承认，近几个月美国经济数据令人失望，就业进展仍非常缓慢，制造业也开始放缓，还面临美国财政悬崖和欧元区财政和银行危机传染可能带来的衰退，重申准备在价格稳定的情况下，如果有必要将采取行动，促进更强劲的经济复苏，并改善劳工市场，但未暗示任何具体措施，包括购买美国国债和 MBS、未来利率指引、贴现窗口，沟通工具，或削减超额准备金利息（IOER）、未来利率指引。关于非常规政策的效果，伯南克认为两轮量化宽松和两轮“扭曲操作”是有效的，解决了通缩问题，缓解了金融市场的紧张形势，前期促使劳动力市场改善但后期作用递减；对于进一步资产购买，他认为应慎用，但仍有空间。目前优先要做的是，控制美国赤字，并恢复金融业信心。
- 美国 6 月 CPI 持平，通胀得有效控制。美国 6 月消费者物价指数较上月持平，年通胀率维持于 1.7%。其中食品价格 6 月环比上升 0.2%；石油价格月环比下滑 2.0%，随着布伦特原油重回 105 每桶美元，七八月石油有望反弹。而除去这两项的美国核心 CPI 温和上涨 0.2%，年率维持 2.2% 不变，略高于美联储 2.0% 的通胀目标。但由于美国失业率走高，经济增长大幅放缓，我们预期美国今年下半年不会面临很大的通胀风险。意味着美联储将有更多空间施行宽松政策以刺激经济恢复。
- 目前来看，美国下半年推行 QE3 的概率降低，但因经济前景不佳而不排除额外刺激的可能性。由于 5、6 月美国 CPI 持续低于美联储的目标值 2%，加上美联储认为通胀风险相对较低、通缩风险适度，我们认为，促使进一步刺激的条件仍然存在，刺激政策的大门仍然敞开。但是，由于伯南克的表述非常鸽派，并未对具体刺激政策及其必要性做任何暗示，我们坚持 6 月中旬的观点，下半年推行 QE 的概率下降至 40%，是否推行取决于劳动力市场是否持续恶化、通胀是否继续下行，加上美国目前遇到的增长问题会否导致经济明显恶化。如果这三项的答案都是肯定的话，进一步刺激的概率会再度增加。
- 关注：7 月 18 日 美国 6 月新屋开工  
7 月 19 日 成屋销售

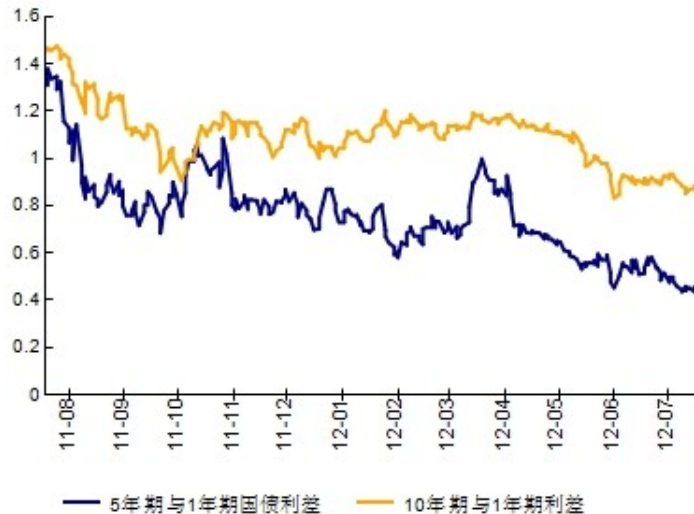
## 1. 美国工业产值超预期， 美股上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



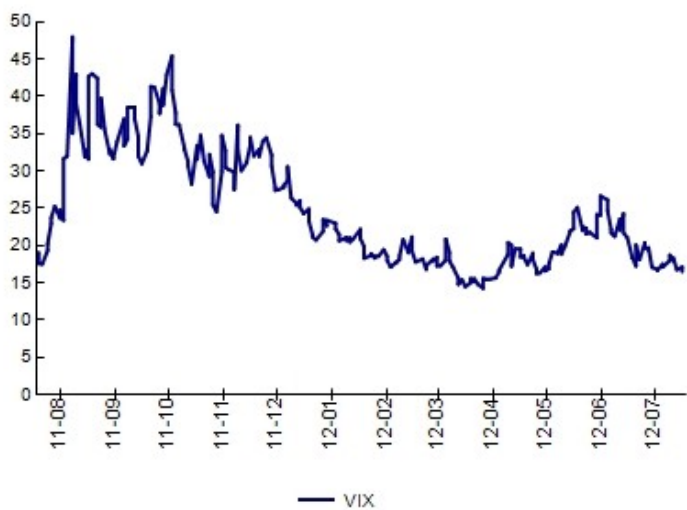
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减轻。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数回落，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 均小幅下滑，对美国债务违约风险的担忧有所减少。



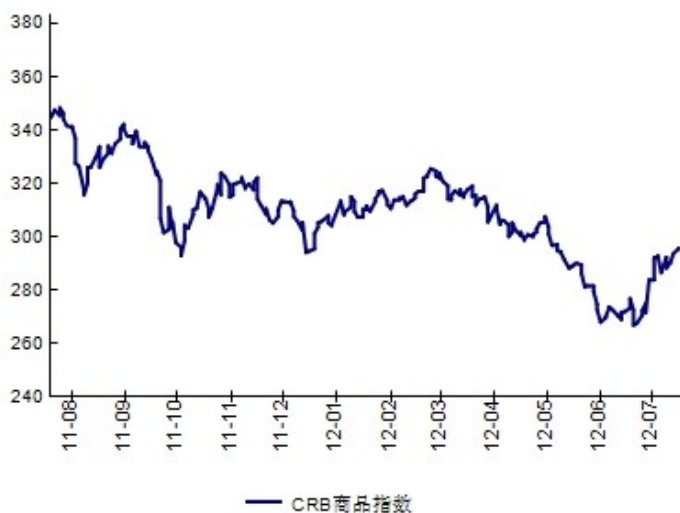
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对日元继续下跌，由于近期美国经济数据较为疲弱。 图 6：美元指数小幅下挫，对其避险需求减少。

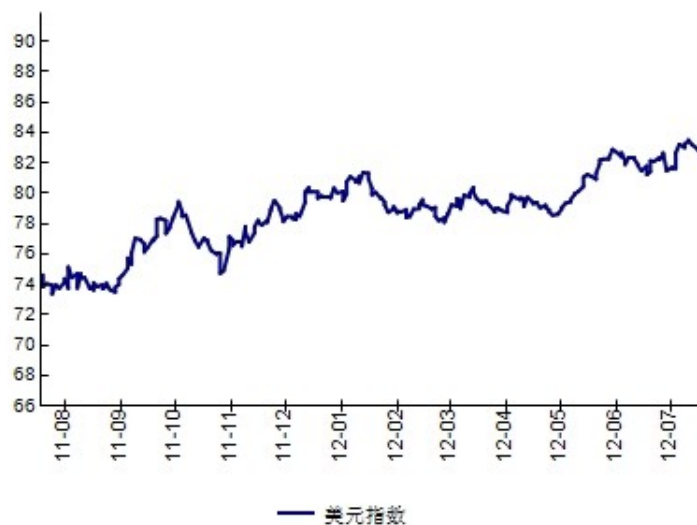


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于金属价格下滑。

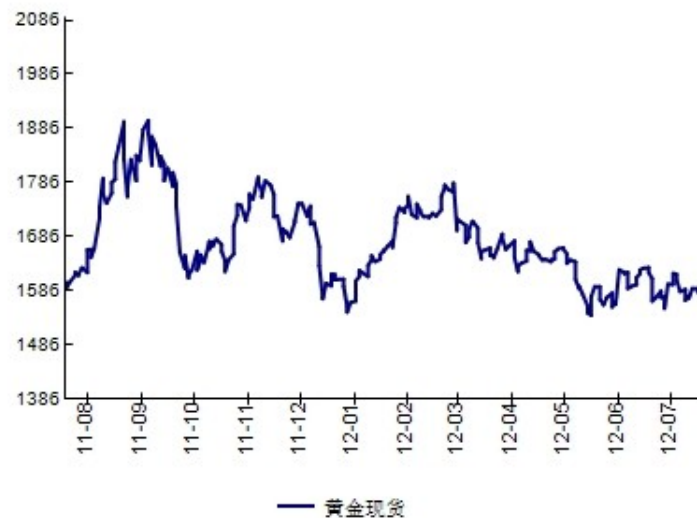


资料来源：Bloomberg，申万研究



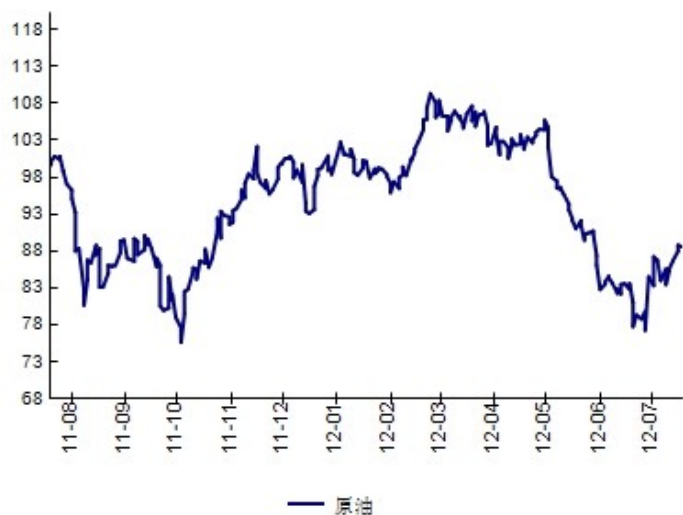
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格下跌，由于伯南克对美联储施行进一步宽松的态度不明朗，导致金价下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格上涨, 由于市场担忧伊朗问题恶化, 期待美联储采取更多刺激政策。



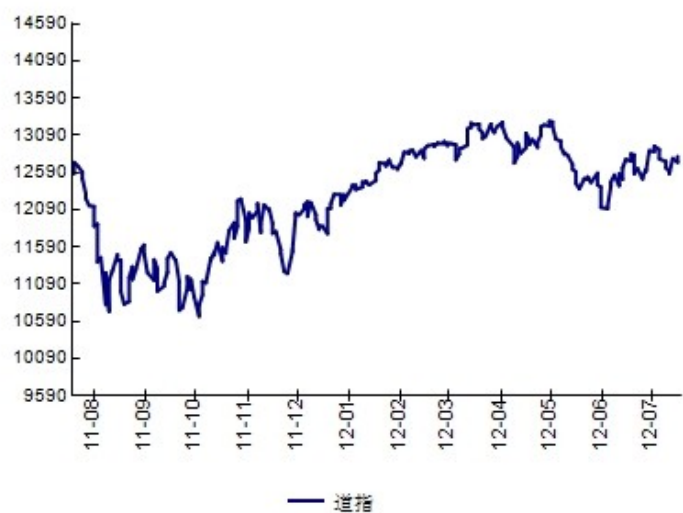
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下滑, 由于近期经济数据疲弱导致铜价下跌。



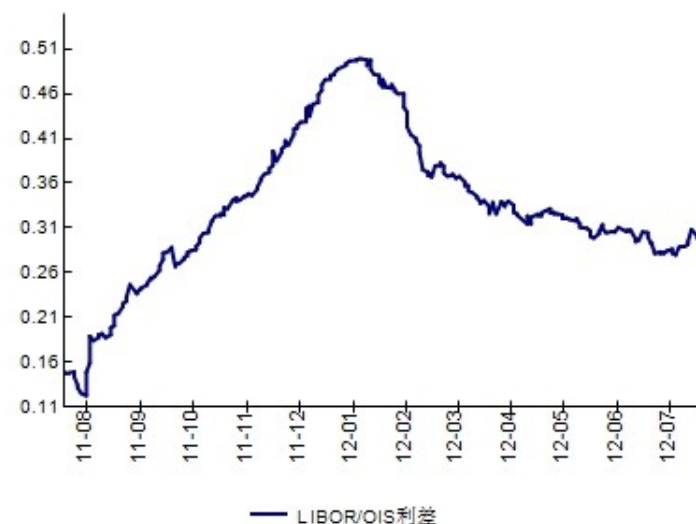
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指上涨, 由于伯南克表示若劳动力市场再不景气, 央行将采取措施提振经济, 且美国 6 月工业产值高出预期。



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      |
|------------------|-----------------|--------|----------|----------|----------|
| 07/11/2012 20:30 | 贸易余额            | May    | -\$48.6B | -\$48.7B | -\$50.1B |
| 07/11/2012 22:00 | 批发库存            | May    | 0.30%    | 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    | -1.80%   | -2.7%    | -1.00%   |
| 07/12/2012 20:30 | 进口价格指数(同比)      | Jun    | -1.50%   | -2.6%    | -0.30%   |
| 07/12/2012 20:30 | 首次失业人数          | Jul 7  | 370K     | 350K     | 374K     |
| 07/12/2012 20:30 | 持续领取失业救济人数      | Jun 30 | 3300K    | 3304K    | 3306K    |
| 07/12/2012 21:45 | 彭博消费者舒适度        | Jul 8  | --       | -37.5    | -37.5    |
| 07/13/2012 02:00 | 预算月报            | Jun    | -\$60.0B | -\$59.7B | -\$43.1B |
| 07/13/2012 20:30 | 工业品出厂价格指数(月环比)  | Jun    | -0.40%   | 0.10%    | -1.00%   |
| 07/13/2012 20:30 | 出厂价指除食品与能源(月环比) | Jun    | 0.20%    | 0.20%    | 0.20%    |
| 07/13/2012 20:30 | 工业生产者出厂价格(同比)   | Jun    | 0.20%    | 0.70%    | 0.70%    |
| 07/13/2012 20:30 | 出厂价指除食品与能源(同比)  | Jun    | 2.60%    | 2.60%    | 2.70%    |
| 07/13/2012 21:55 | 密歇根大学消费者信心      | Jul P  | 73.5     | 72       | 73.2     |
| 07/16/2012 20:30 | 纽约州制造业调查指数      | Jul    | 4        | 7.39     | 2.29     |
| 07/16/2012 20:30 | 商品零售额           | Jun    | 0.20%    | -0.50%   | -0.20%   |
| 07/16/2012 20:30 | 除汽车外零售额         | Jun    | 0.00%    | -0.40%   | -0.40%   |
| 07/16/2012 20:30 | 零售销售排除汽车与汽油     | Jun    | 0.20%    | -0.20%   | -0.10%   |
| 07/16/2012 20:30 | 零售销售“对照小组”      | Jun    | 0.20%    | -0.10%   | 0.00%    |
| 07/16/2012 22:00 | 营运库存            | May    | 0.20%    | 0.30%    | 0.40%    |
| 07/17/2012 20:30 | 消费价格指数 (月环比)    | Jun    | 0.00%    | 0.00%    | -0.30%   |
| 07/17/2012 20:30 | 消费价指除食品与能源(月环比) | Jun    | 0.20%    | 0.20%    | 0.20%    |
| 07/17/2012 20:30 | 居民消费价格(同比)      | Jun    | 1.60%    | 1.70%    | 1.70%    |
| 07/17/2012 20:30 | 消费价指除食品与能源(同比)  | Jun    | 2.20%    | 2.20%    | 2.30%    |
| 07/17/2012 20:30 | 消费价格指数-无季节调整    | Jun    | 229.547  | 229.478  | 229.815  |
| 07/17/2012 20:30 | CPI 核心指数 经季调    | Jun    | --       | 229.916  | 229.446  |
| 07/17/2012 21:00 | 净 TIC 流量总计      | May    | --       | \$101.7B | -\$20.5B |
| 07/17/2012 21:00 | 长期净 TIC 流量      | May    | \$41.3B  | \$55.0B  | \$25.6B  |
| 07/17/2012 21:15 | 工业产值            | Jun    | 0.30%    | 0.40%    | -0.10%   |
| 07/17/2012 21:15 | 设备使用率           | Jun    | 79.20%   | 78.90%   | 79.00%   |
| 07/17/2012 21:15 | 制造业(SIC)产值      | Jun    | --       | 0.70%    | -0.40%   |
| 07/17/2012 22:00 | NAHB 住宅市场指数     | Jul    | 30       | 35       | 29       |

### 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    |
|------------------|------------------|--------|--------|-----|--------|
| 07/18/2012 19:00 | MBA 抵押贷款申请指数     | Jul 13 | --     | --  | -2.10% |
| 07/18/2012 20:30 | 新宅开工指数           | Jun    | 745K   | --  | 708K   |
| 07/18/2012 20:30 | 房屋开工(月环比)%       | Jun    | 5.20%  | --  | -4.80% |
| 07/18/2012 20:30 | 建筑许可             | Jun    | 765K   | --  | 780K   |
| 07/18/2012 20:30 | 建筑许可(月环比)%       | Jun    | -2.40% | --  | 7.90%  |
| 07/19/2012 02:00 | 联储黄皮书            |        |        |     |        |
| 07/19/2012 20:30 | 首次失业人数           | Jul 14 | 365K   | --  | 350K   |
| 07/19/2012 20:30 | 持续领取失业救济人数       | Jul 7  | 3300K  | --  | 3304K  |
| 07/19/2012 21:45 | 彭博消费者舒适度         | Jul 15 | --     | --  | -37.5  |
| 07/19/2012 21:45 | 彭博经济预期           | Jul    | --     | --  | -11    |
| 07/19/2012 22:00 | 费城联储商业前景指数       | Jul    | -8     | --  | -16.6  |
| 07/19/2012 22:00 | 现房销售             | Jun    | 4.62M  | --  | 4.55M  |
| 07/19/2012 22:00 | 旧宅销售 月环比         | Jun    | 1.50%  | --  | -1.50% |
| 07/19/2012 22:00 | 领先指标             | Jun    | -0.10% | --  | 0.30%  |
| 07/23/2012 20:30 | 芝加哥联储全美活动指数      | Jun    | --     | --  | -0.45  |
| 07/24/2012 20:58 | Markit 美国 PMI 初值 | Jul    | --     | --  | 52.9   |
| 07/24/2012 22:00 | 里士满联储制造业指数       | Jul    | --     | --  | -3     |
| 07/24/2012 22:00 | 住宅价格指数 月环比       | May    | --     | --  | 0.80%  |
| 07/25/2012 19:00 | MBA 抵押贷款申请指数     | Jul 20 | --     | --  | --     |
| 07/25/2012 22:00 | 新建住宅销售           | Jun    | 370K   | --  | 369K   |
| 07/25/2012 22:00 | 新建住宅销售 月环比       | Jun    | 0.30%  | --  | 7.60%  |
| 07/26/2012 20:30 | 耐用品订单            | Jun    | 0.50%  | --  | 1.10%  |
| 07/26/2012 20:30 | 耐用消费品(除运输类)      | Jun    | 0.00%  | --  | 0.40%  |
| 07/26/2012 20:30 | 非国防资本货物订单(飞机除外)  | Jun    | --     | --  | 1.60%  |
| 07/26/2012 20:30 | 非国防资本货物出货(飞机除外)  | Jun    | --     | --  | 0.40%  |
| 07/26/2012 20:30 | 首次失业人数           | Jul 21 | --     | --  | --     |
| 07/26/2012 20:30 | 持续领取失业救济人数       | Jul 14 | --     | --  | --     |
| 07/26/2012 21:45 | 彭博消费者舒适度         | Jul 22 | --     | --  | --     |
| 07/26/2012 22:00 | 待定住宅销售量(月环比)     | Jun    | 1.00%  | --  | 5.90%  |
| 07/26/2012 22:00 | 待定住宅销售 同比        | Jun    | --     | --  | 15.30% |
| 07/26/2012 23:00 | 堪萨斯城联储制造业活动指数    | Jul    | --     | --  | 3      |
| 07/27/2012 20:30 | GDP 季环比(年度化)     | 2Q A   | 1.50%  | --  | 1.90%  |
| 07/27/2012 20:30 | 个人消费             | 2Q A   | --     | --  | 2.50%  |
| 07/27/2012 20:30 | GDP 价格指数         | 2Q A   | 1.60%  | --  | 2.00%  |
| 07/27/2012 20:30 | 核心个人消费支出 季环比     | 2Q A   | --     | --  | 2.30%  |

## 2. 市场关注伯南克证词，欧元欧股涨跌不一

图 13：除西班牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减轻。



图 14：除西班牙和英国外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除西班牙与意大利外，其他欧猪五国 CDS 均下降。

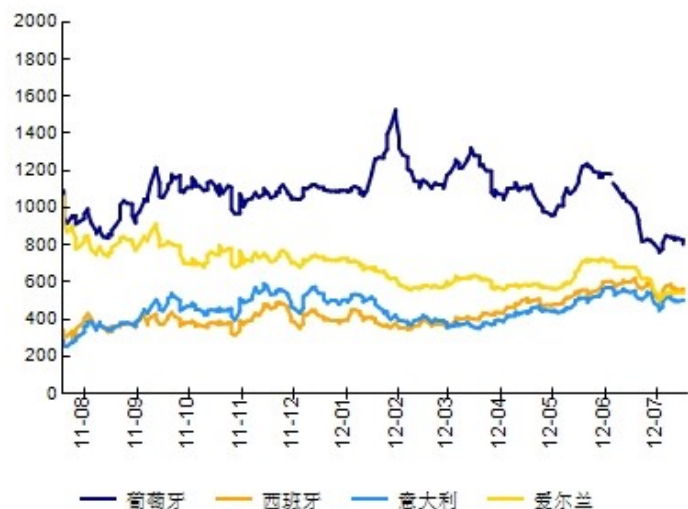


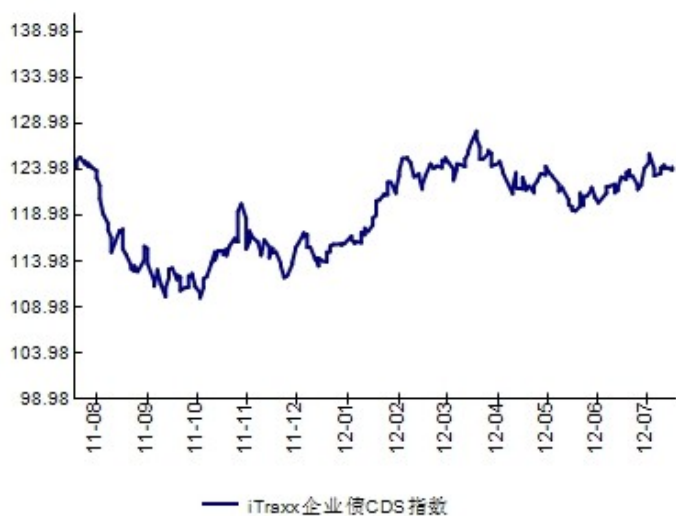
图 16：核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减轻。



资料来源：Bloomberg，申万研究

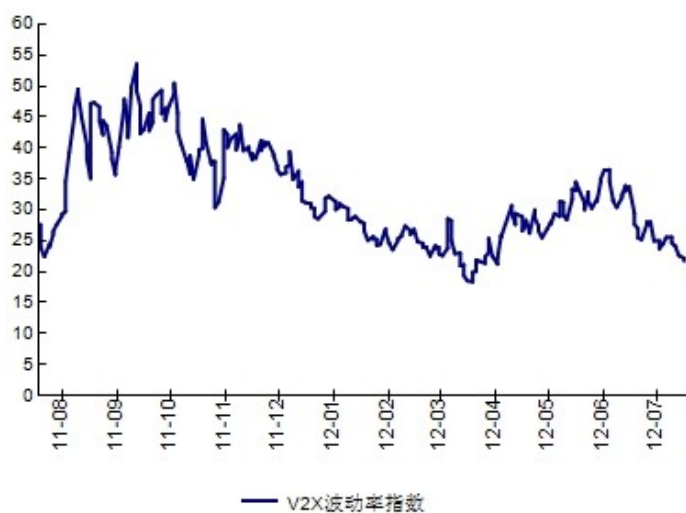
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



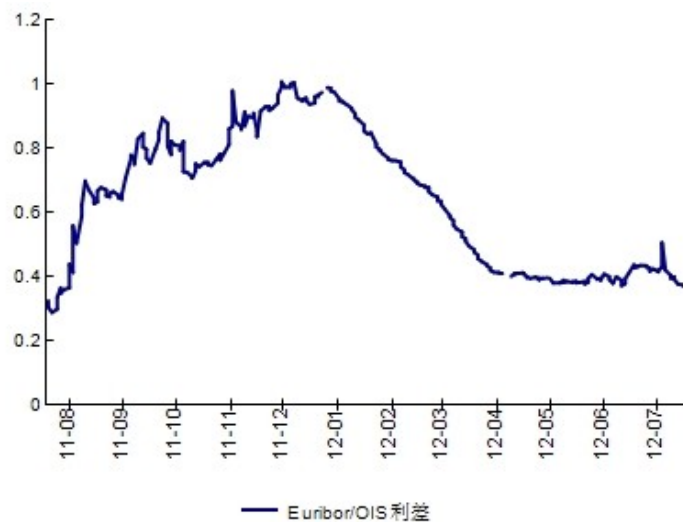
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减少。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差下降, 显示银行信贷压力有所减轻。



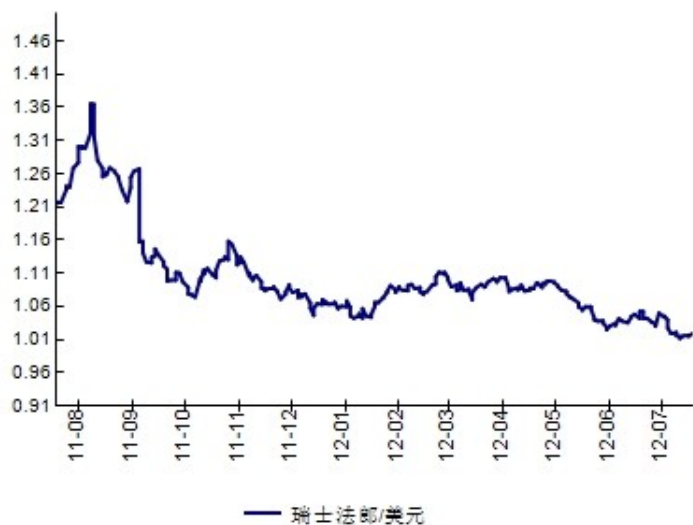
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上扬, 由于市场预期美联储宽松前景, 且欧元区 6 月 CPI 平预期对欧元形成支撑。



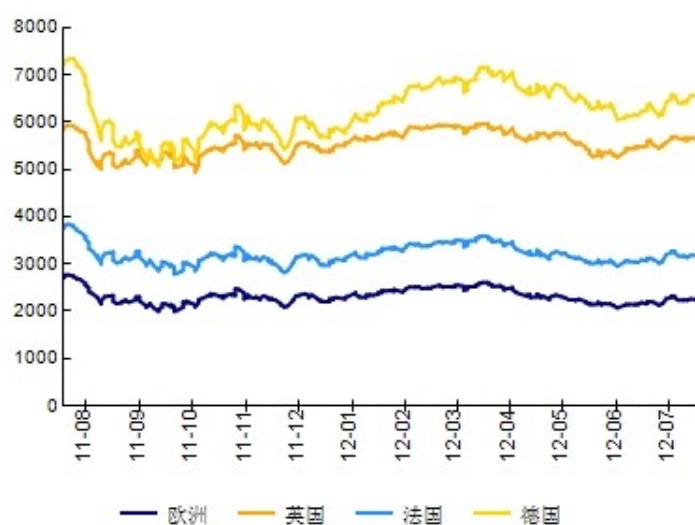
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上升, 对美元的避险需求有所减少。



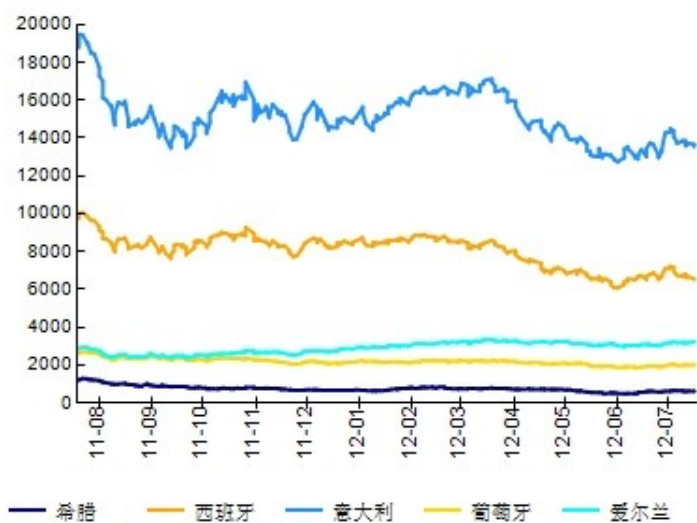
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除德国外, 欧洲股市均下跌, 由于企业盈利黯淡拖累股指。



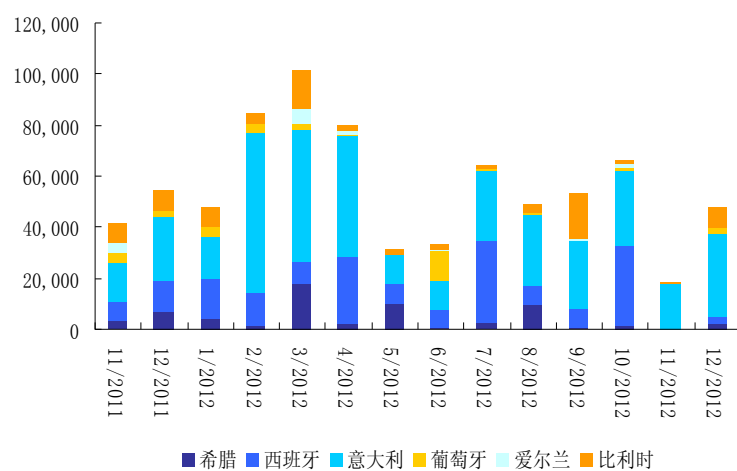
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙和西班牙外, 其他欧猪五国股市均下滑。



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



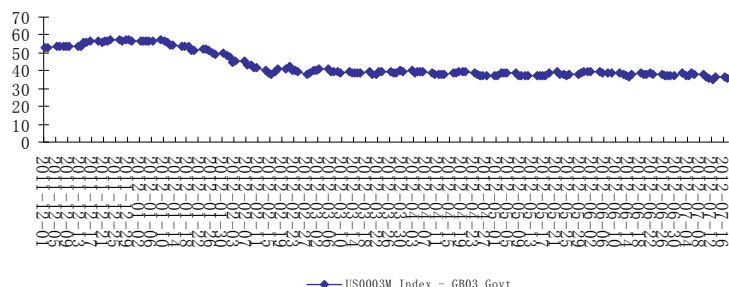
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



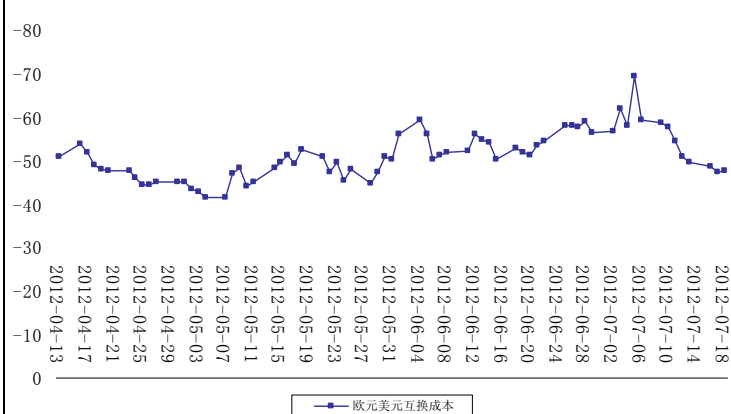
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋宽松。



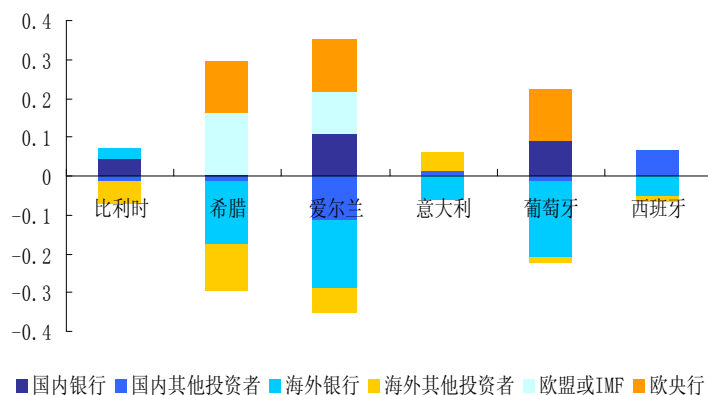
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本上升。



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 7-12 月欧元区大事日程

|        |                             |
|--------|-----------------------------|
| 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<br>赤字<br>/GDP% | 2010 年<br>政府债<br>务/GDP% | 季度 GDP 环<br>比 | 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。