

美国增长问题凸现，西班牙救助仍有波澜

——国际金融市场风险监控 2012 年 7 月 20 日

总体判断：

- 昨日，风险资产大多上升，主要因公布业绩的 104 家美国企业中，61%好于预期所拉动。此外，美国就业数据仍疲弱，而成屋销售数据不如前期显示美国复苏之路曲折，加大了宽松预期；而西班牙救助计划获德国批准的利好也构成提振。
- 美国就业、制造业和成屋销售数据黯淡，领先指标下滑，显示美国经济复苏乏力。隔夜公布的申请失业救济人数，现房销售，费城联储制造业调查数据均低于预期，引发市场对美国 2008 年危机以来的第三次增长问题的担忧。（1）首次申请失业救济人数继 7 月第一周大幅下跌后，上周再度反弹，上升 3.4 万人至 38.6 万人，创一年多来最大涨幅，形势不容乐观，不过四周均值继续小幅下滑。（2）美国 7 月费城联储制造业指数为-12.9，虽然较上个月的-16.6 有所改善，但仍不及预期的-8，且连续 3 月为负，说明费城联储制造业活动持续收缩。（3）6 月美国谘商会领先指数 6 月下滑-0.3%，重回 4 月的下降势头。（4）成屋销售意外下降-5.4%，显示房地产业复苏面临曲折。
- 西班牙救助计划获德国批准，但具体实施仍面临不确定性。德国议会以 473-97 的投票结果通过了资助西班牙银行 1000 亿欧元的救助计划，加上近期不断报喜的银行财报，有利于缓解西班牙乃至整个欧元区银行业的紧张局势，但仍有一定不确定性。（1）首先，救助主体还未完全确定。原定欧元区的临时救助基金 EFSF 和永久性救助机制 ESM，但 ESM 由于德国最高法院将对 ESM 的最终采掘推迟至 9 月，因此 ESM 出台的时间可能晚于预期。（2）救助的实施条件尚难以全部满足。西班牙为获得这笔贷款的一些对价条件及可实现性仍未完全公布，条件之一即西班牙国内要实施减赤。而西班牙政府目前面临无力支付公共服务开支，计划在未来的两年半中，通过下调政府及公共服务机构员工工资、增加增值税收入等措施来削减 650 亿欧元赤字，触发民众的根本利益，实施将面临阻力。若无法达到目标，可能导致贷款发放延期。（3）救助方式尚不明确。根据协议，这笔救助将由 EFSF 或 ESM 贷给西班牙政府旗下的西班牙银行有序重装基金，为银行重组注资，这虽然避免了给政府添加更大的负担，但也遭到其他国家的反对，面临一些政治阻力。综合来看，西班牙救助虽然是大势所趋，但仍有诸多不确定性，救助之路漫长且有曲折，不应过于乐观。
- 欧元区 5 月季调后的经常项目上涨超预期。5 月欧元区经季调的经常账户盈余 109 亿欧元，相对于 4 月的盈余 55 亿欧元近乎翻倍。5 月欧元区未经季调经常账户赤字 25 亿欧元，而 4 月为盈余 16 亿欧元。其中对外盈余最大的国家为美国 (206 亿美元)；成员国中德国录得最大盈余 (411 亿欧元)，而最大的赤字来自于英国，西班牙，意大利和法国。欧元区经常账户盈余上升，主要由于商品贸易 (63 亿欧元) 和劳务输出 (70 亿欧元) 收入的影响超过了转移支付 80 亿赤字，这有利于提振投资者和贸易伙伴长期信心。
- 此外，欧元区第一季度外债达 GDP 的 121%，净债务/GDP 达到 11%，凸显欧元区沉重的债务负担不可持续，亟需通过通过改革、提高融资能力来降低这一比例，恢复融资能力，同时也可以减少利息支出。目前来看，欧债仍处于慢性病阶段，实现债务可持续、重拾竞争力、恢复经济增长仍需时日。

相关研究

美国通胀持平，下半年 QE3 概率降低

2012 年 7 月 19 日

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

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

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. 美国增长问题凸现

美国上周申请失业救济人数，6月现房销售，7月费城联储制造业调查数据均低于预期，领先指标下滑，显示美国经济复苏乏力，引发市场对美国2008年危机以来的第三次增长问题的担忧。

(1) 首次申请失业救济人数继7月第一周大幅下跌后，上周再度反弹，上升3.4万人至38.6万人，创一年多来最大涨幅，形势不容乐观，不过四周均值继续小幅下滑。7月初该数据的好转，可能处于两个原因，一是恢复招聘，修补假期这一季节性因素所致，二是夏季季节性关闭汽车工厂推迟至上周。从首次申请失业救济人数来看，我们预计，7月非农就业人数相比于疲软的6月均不会有显著改善，小幅上升至10万人左右，失业率可能持平于8.2%，依旧高居不下，就业增长前景总体黯淡，复苏动力明显不足。

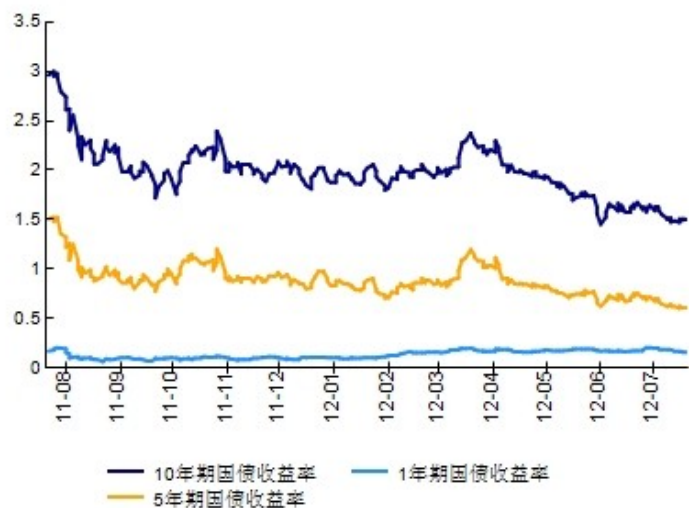
(2) 美国7月费城联储制造业指数为-12.9，虽然较上个月的-16.6有所改善，但仍不及预期的-8，且连续3月为负，说明费城联储制造业活动持续收缩。从分项来看，就业人数下滑最快，从上月的1.8大跌至-8.4，好在具有前瞻意义的“新出口订单指数”则自-18.8上升至-6.9，说明外需可能逐步回暖。

(3) 6月美国谘商会领先指数6月下滑-0.3%，重回4月的下降势头。其中，新订单指数同样下滑，加上消费者预期减弱，抵消了金融、劳动和建筑相关的分项指标的上涨；另外，6月同步指标也不及预期，同比仅增长0.2%，过去3个月呈缓慢回升之势，说明当前经济可能仍处于温和复苏的趋势。

(4) 成屋销售意外下降-5.4%，显示房地产业复苏面临曲折。按年化值来计算，6月成屋销量437万套，低于预期462万和5月的455万，环比跌幅由5月的-1.5%有所扩大，但同比仍增长4.5%。具体来看，无论是单户型还是多户型的销量均下降。不过，积极的信号在于，成屋销售中价格的中位数为18.94万美元，同比上涨7.9%，创2006年2月以来最大涨幅和2008年9月以来最高价格，主要因为所售成屋中，止损和低价物业的比例由3月的35%下滑至5月的25%。截至六月底，美国在售二手房库存降至230万，按目前销售速度可以卖6.6个月。但是，对于美国房地产业不必悲观，如果正如我们所预期的，房地产业持续去库存，则未来房地产业将迎来更大一轮复苏，届时将对美国经济形成支撑。结合近期数据总体来看，美国房市处于明显复苏阶段，例如作为先行指标的6月新屋开工环比上涨，为市场注入了一些信心。而此次成屋销售下滑，则说明美国经济复苏的步伐仍然缓慢，面临一些挑战和逆流。考虑到就业市场的疲软现状打击消费者购新房的意愿，房市要进一步回暖还需要就业增长的支撑。

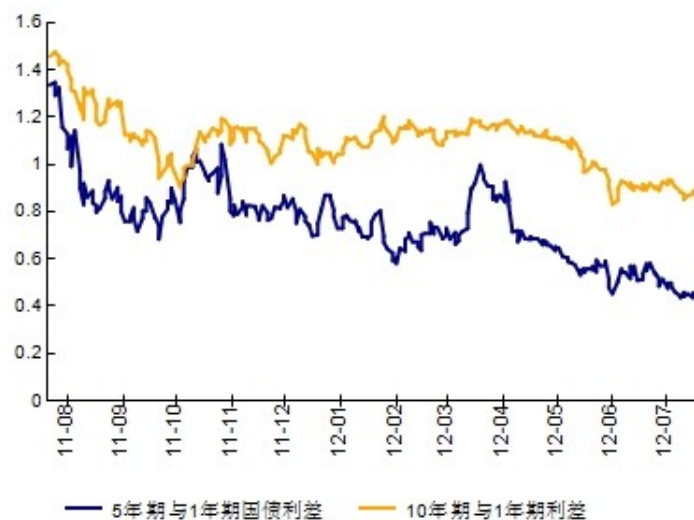
2. 美国上周首次失业人数和6月成屋销售逊于预期，美元下挫

图1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



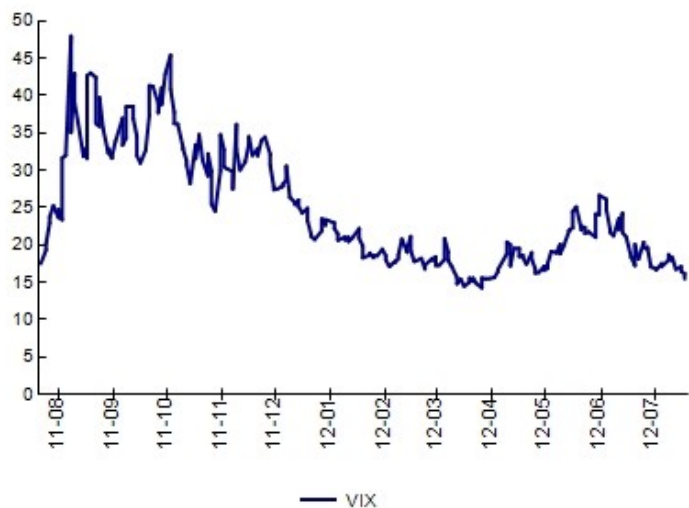
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图3：VIX指数下滑，显示股市波动风险有所减轻。



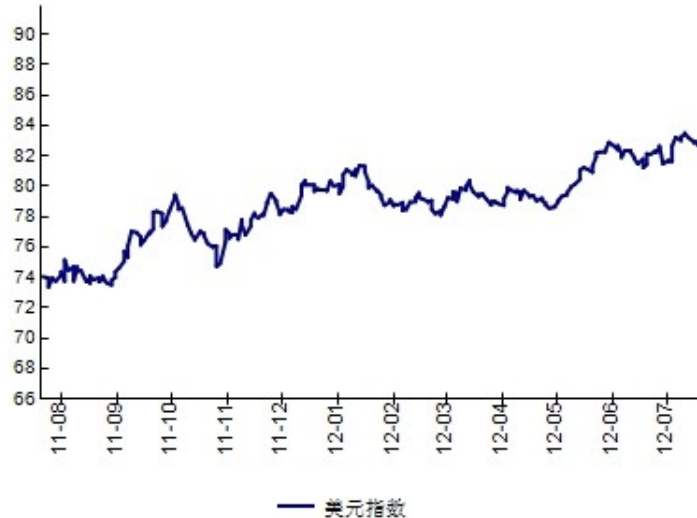
资料来源：Bloomberg，申万研究

图4：美国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: 美元下滑, 由于美国上周首次失业人数攀升, 6 月成屋销售与 7 月费城联储制造业指数均差于预期。图 6: 美元指数下降, 对其避险需求减少。

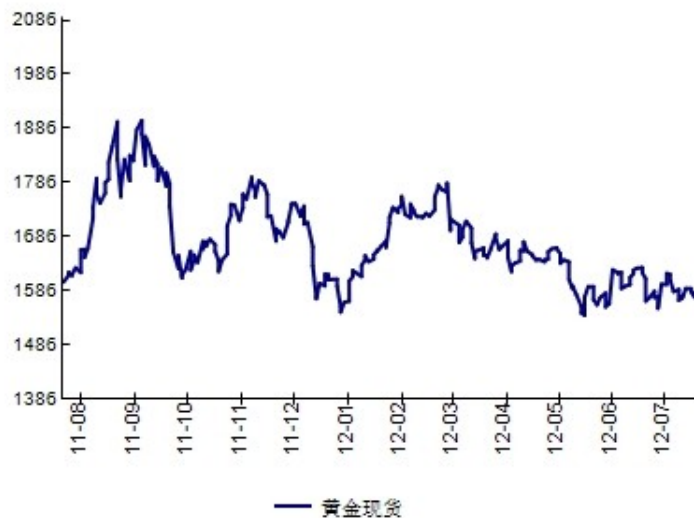
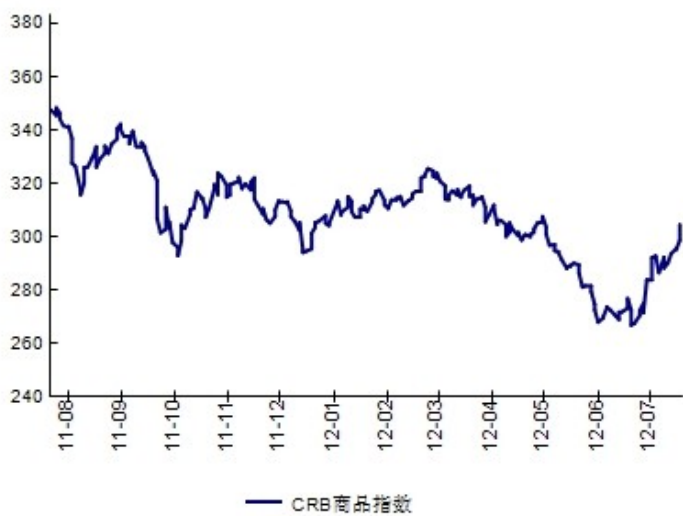


资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于金属价格上扬。

图 8: 黄金现货价格上涨, 对其避险需求有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格下跌, 由于数据不理想导致市场预期原油需求下滑。

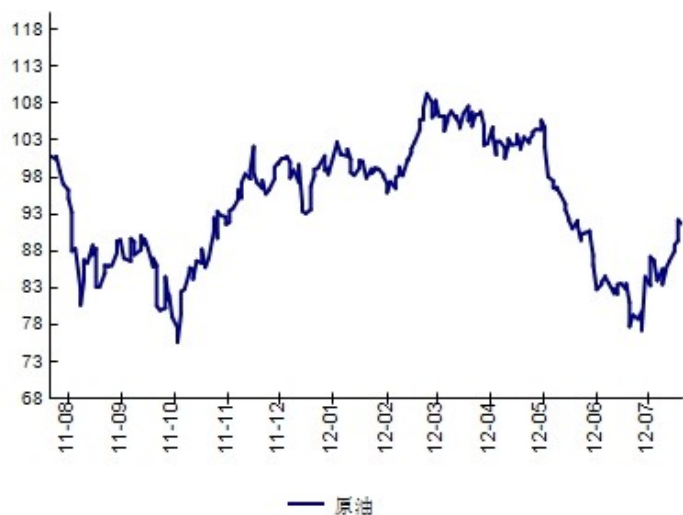


图 10: 铜价与金价比与上升, 由于市场预测世界最大的金属消费国中国将采取更多措施促进经济增长。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指上涨, 由于美国公司财报利好, 且市场猜测美国公布的数据不理想或将促使美联储放大宽松。

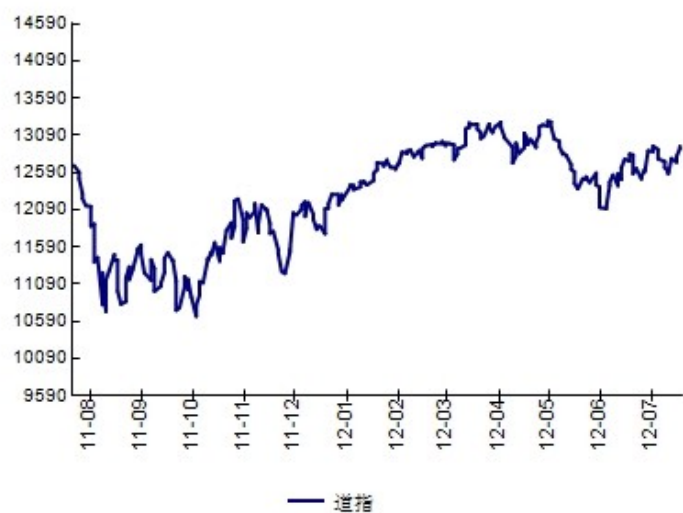
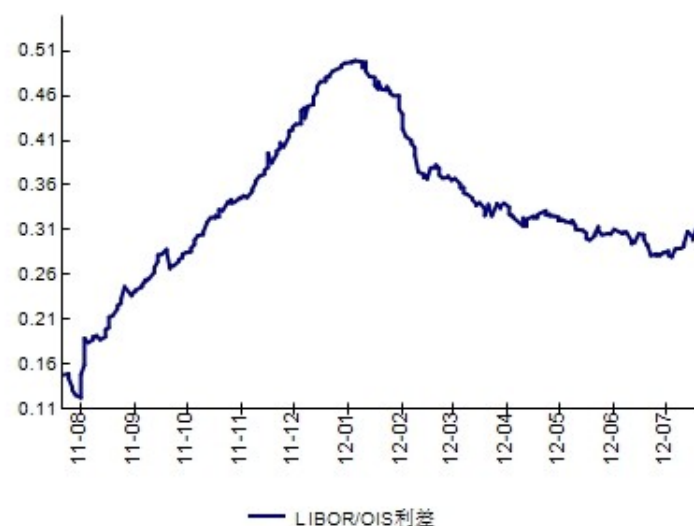


图 12: Libor-OIS 利差上涨, 银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

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
07/16/2012 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
07/18/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 13	--	16.90%	-2.10%
07/18/2012 20:30	新宅开工指数	Jun	745K	760K	708K
07/18/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	Jun	5.20%	6.90%	-4.80%
07/18/2012 20:30	建筑许可	Jun	765K	755K	780K
07/18/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	Jun	-2.40%	-3.70%	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	386K	350K
07/19/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 7	3300K	3314K	3304K
07/19/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 15	--	-37.9	-37.5
07/19/2012 21:45	彭博经济预期	Jul	--	-11	-11
07/19/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Jul	-8	-12.9	-16.6
07/19/2012 22:00	现房销售	Jun	4.62M	4.37M	4.55M
07/19/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Jun	1.50%	-5.40%	-1.50%
07/19/2012 22:00	领先指标	Jun	-0.10%	-0.30%	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
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	0	--	-3
07/24/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	May	0.50%	--	0.80%
07/25/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Jul 20	--	--	16.90%
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	0.40%	--	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	380K	--	386K
07/26/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Jul 14	--	--	3314K
07/26/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Jul 22	--	--	-37.9
07/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jun	0.90%	--	5.90%
07/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jun	12.40%	--	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	1.50%	--	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	1.90%	--	2.30%
07/27/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Jul F	73	--	72
07/30/2012 22:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	Jul	--	--	5.8
07/31/2012 20:30	员工成本指数	2Q	0.60%	--	0.40%
07/31/2012 20:30	个人收入	Jun	0.40%	--	0.20%
07/31/2012 20:30	个人开支	Jun	0.10%	--	0.00%
07/31/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jun	--	--	-0.20%
07/31/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年比)	Jun	--	--	1.50%
07/31/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jun	0.20%	--	0.10%
07/31/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	Jun	--	--	1.80%
07/31/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比 %经季调	May	--	--	0.67%

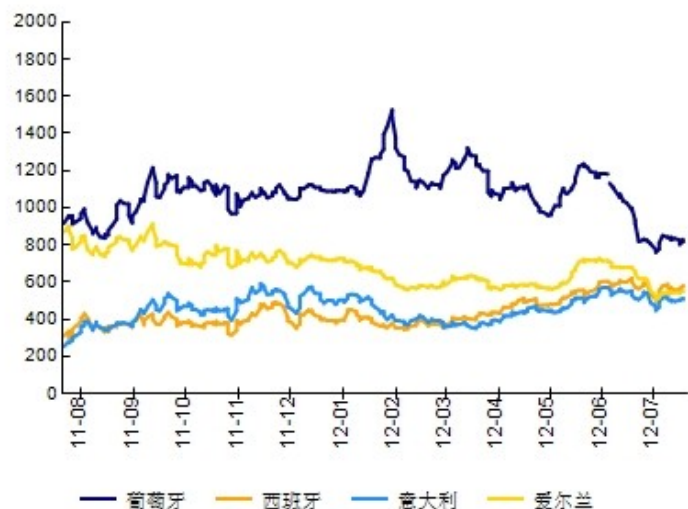
3. 美国数据疲弱引发担忧，欧元承压下滑

图 13：除葡萄牙和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



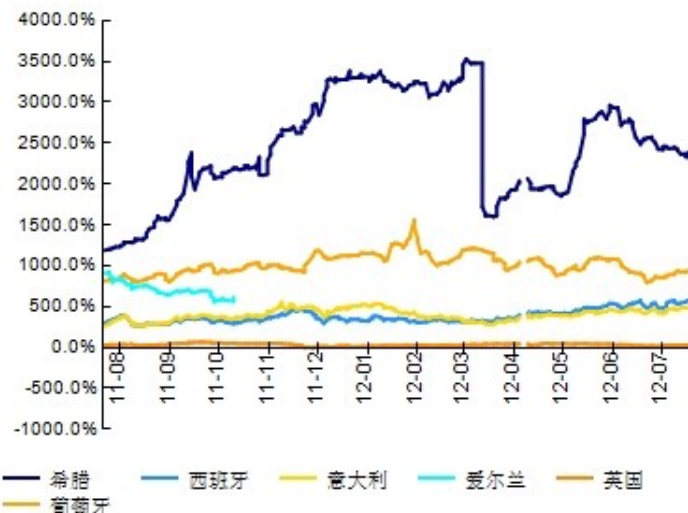
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙和西班牙外，其他欧猪五国 CDS 均下跌，



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙与意大利外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



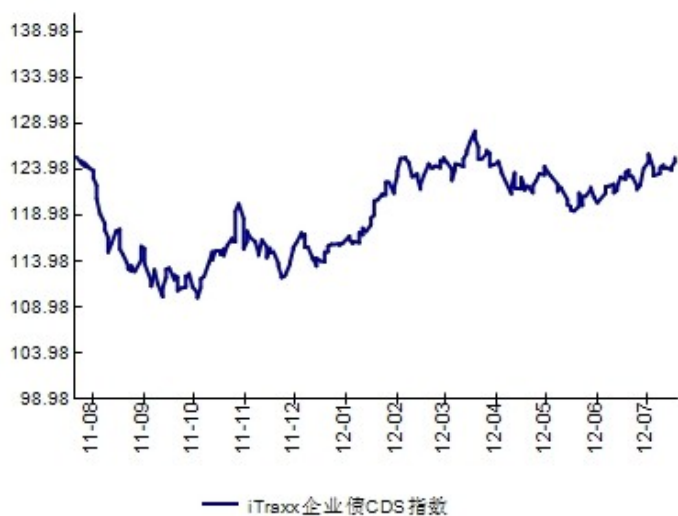
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减轻。



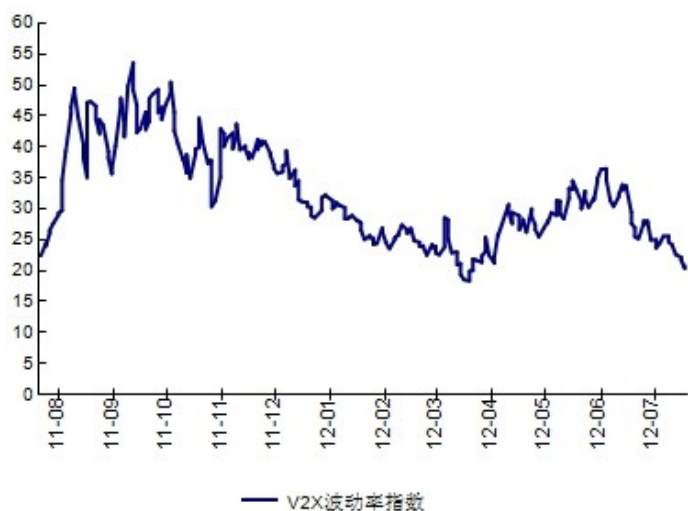
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



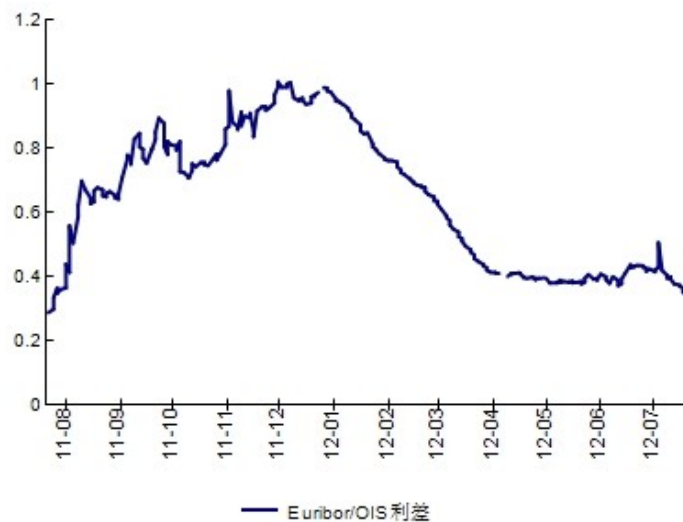
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上升, 股市波动风险增加。



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。



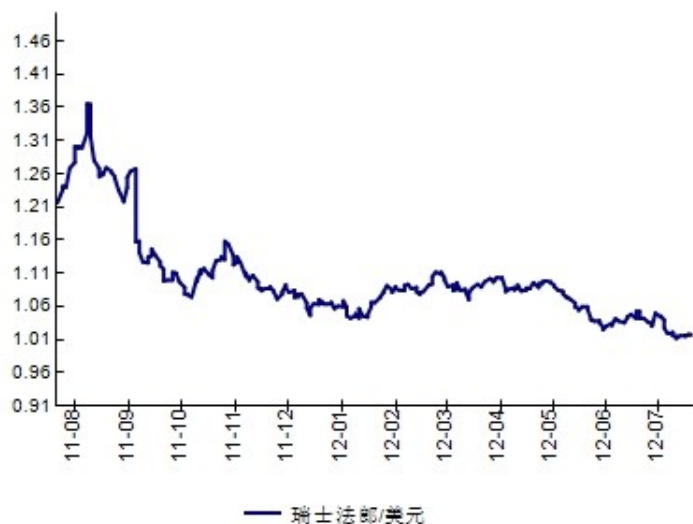
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元下跌, 由于美国数据疲软打压欧元。



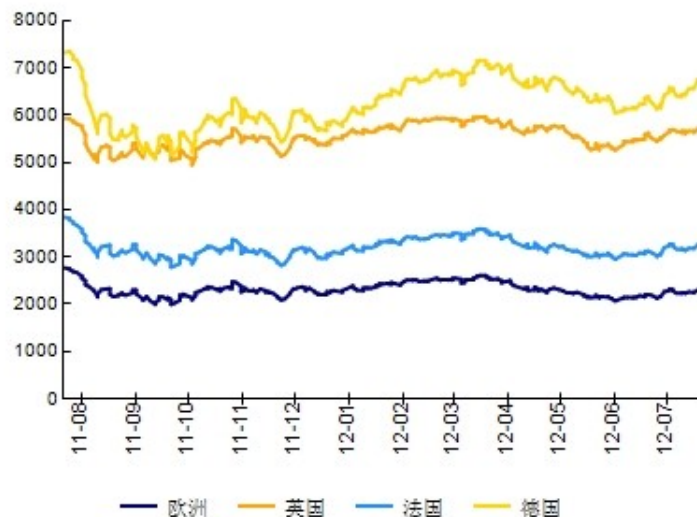
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上涨, 对美元的避险需求有所减弱。



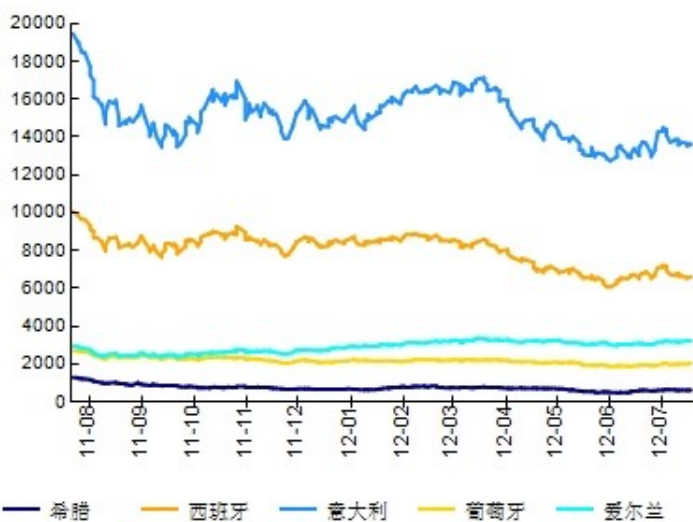
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上扬, 由于多家企业财报利好提振了投资者信心。



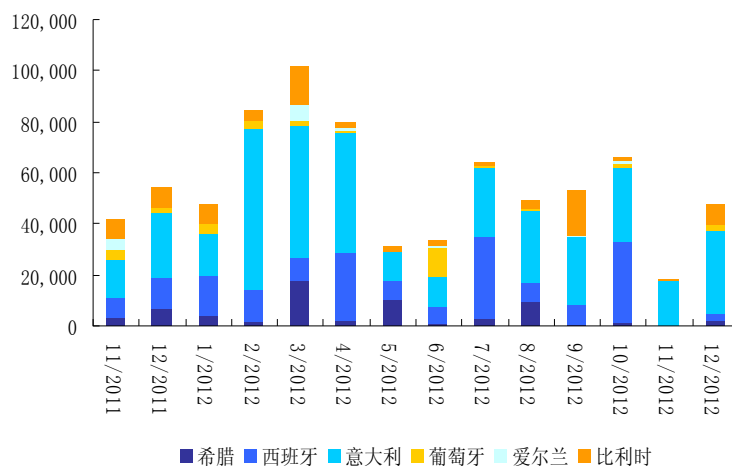
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上升。



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



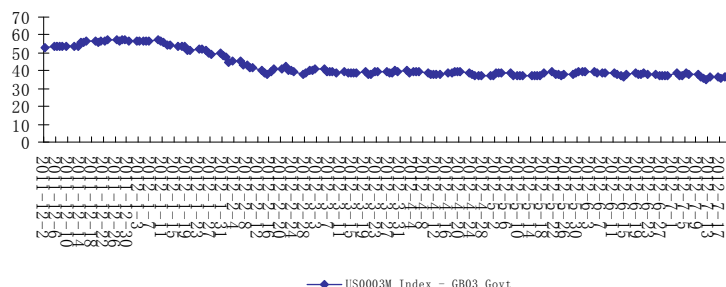
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除 RBS 和法兴银行外，银行 CDS 均下跌。



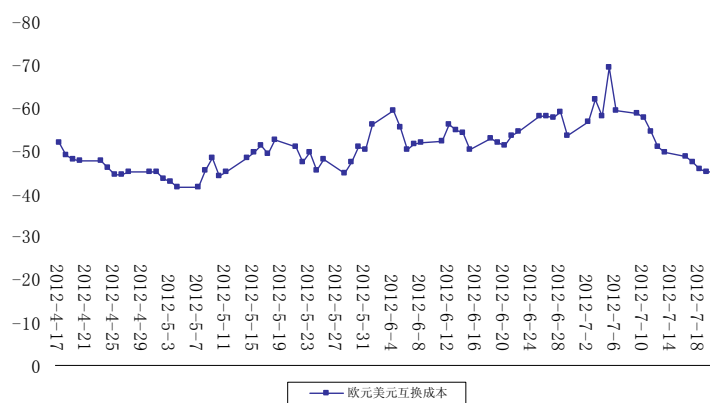
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 上升，资金趋紧缩。



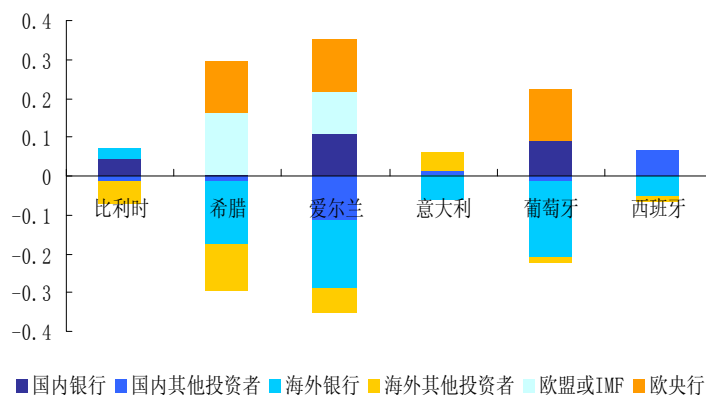
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本下滑。



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 赤字 /GDP%	2010 年 政府债 务/GDP%	季度 GDP 环 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 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。