

世界经济

2012 年 08 月 30 日

美国二季度 GDP 上修至 1.7%，上半年仍下滑

——国际经济和金融市场监控 8 月 30 日

相关研究

欧央行离刺激更进一步
2012 年 8 月 3 日

美联储议息会议按兵不动
但暗示刺激
2012 年 8 月 2 日

美德二季度经济受消费拖累，三季度将企稳
2012 年 8 月 1 日

美国第二季度 GDP 如期下滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

欧美刺激预期再起，提振风险资产
2012 年 7 月 27 日

英国二季度衰退加剧，美国房地产复苏仍有曲折
2012 年 7 月 26 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070007
xiewy@swsresearch.com

研究支持

钟嘉妮 A0230112070027
zhongjn@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjn@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：

- 昨日，欧美股市表现不一。由于美国二季度 GDP 增速好于预期且美联储表示房产、消费部门显著改善，提振市场信心，导致美股商品反弹。而欧股受西班牙地方政府危机拖累，连续下跌。
- 美国二季度 GDP 环比增速从 1.5%修正至 1.7%，仍低于一季度的 2%，调整方向与我们一致，但幅度低于预期，主要因为企业总投资对 GDP 的贡献比初值减少 0.68 个百分点，完全抵消了净出口的上调幅度，即 0.63%；而投资贡献锐减主要因为库存变动的贡献下修 0.55 个百分点。所幸消费和政府支出的贡献均上调，从而带动 GDP 整体上调。这反映了今年第二季度净出口、个人消费支出，以及政府投资和消费好于此前的预估，但投资差于预期。
- 总体来看，二季度 GDP 增长仍不及一季度 2.0%的增速，美国经济上半年环比下滑的趋势不变。
- 企业投资增速整体下滑。从各项投资的实际增速来看，建筑和住宅投资下滑最快，增速由 12.9%下滑至 2.8%，住宅投资从一季度的 20.5%下降到 8.9%，固定资产投资从一季度的 6.1%下降到 3.0%，尽管同比下滑，可基于一季度房地产投资基数较高的缘故，美国房地产业复苏的趋势不变，和我们之前的判断一致。
- 而消费也各项消费的实际增速来看，耐用消费品环比下降最大，从一季度的 11.5%下降至二季度的 0%；服务增速由一季度的 1.3%上涨到 2.4%，整体二季度消费为环比 1.7%，低于上季度的 2.4%，尽管环比下降，仍然预示着消费的缓慢回升，消费是美国经济有力的推手，预期三季度仍将保持上升。
- 我们预计，第三季度，由于就业市场和零售销售明显回暖，加上工业产量环比反弹，以及房地产市场持续复苏，带动消费和投资上行，从 7 月以来的美国经济数据大多好转、以及谘商局领先指标和制造业 PMI 上行可以印证。但是，需警惕的是美国四季度经济或转而下滑，因自动减赤计划和大选仍有不确定性，会对消费和投资造成拖累。
- 本周关注：8 月 30 日 欧元区 8 月经济景气指数

8 月 31 日 欧元区 7 月失业率、Jackson Hole 央行行长峰会

1. 美国二季度 GDP 上修至 1.7%，上半年仍下滑

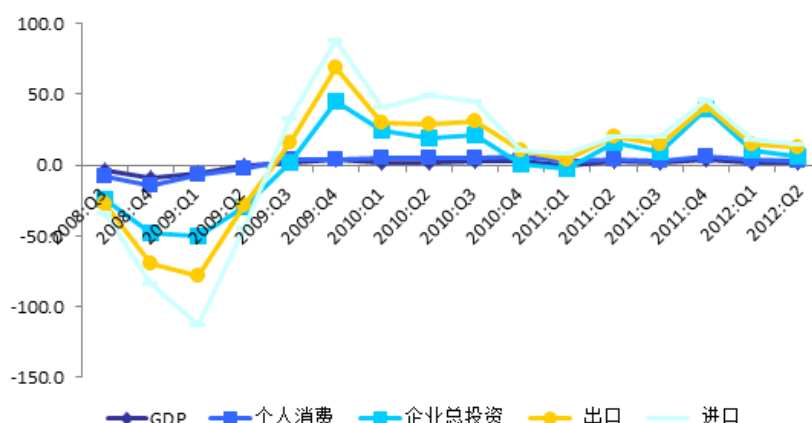
美国二季度GDP环比增速从1.5%修正至1.7%，仍低于一季度的2%，调整方向与我们一致，但幅度低于预期，主要因为企业总投资对GDP的贡献比初值减少0.68个百分点，完全抵消了净出口的上调幅度，即0.63%；所幸消费和政府支出的贡献均上调，从而带动GDP整体上调。这反映了今年第二季度净出口、个人消费支出，以及政府投资和消费好于此前的预估，但投资差于预期。

具体来看，此次对二季度环比增速的修正为：

- (1) 进出口修正幅度最大，出口增速从5.3%上修至6%，进口增速从6%下修至2.9%，从而使净出口的贡献上修0.63个百分点至0.32%；
- (2) 个人消费支出则从之前的1.5%上修为1.7%，对GDP的贡献则上修了0.15个百分点，其中非耐用品消费反而下修，不过被耐用品和服务消费的上修所抵销；
- (3) 政府消费和投资增速也从-1.4%上修到-0.9%，贡献率上修1个百分点至-0.18%；
- (4) 只有企业总投资增速从8.5%下修至3%，贡献率下滑0.68个百分点至0.4%，下修幅度很大，主要是库存变动的贡献从0.32%下修至-0.23%。

总体来看，二季度GDP增长仍不及一季度2.0%的增速，美国经济上半年环比下滑的趋势不变。从修正后的实际GDP的各项组成部分的增速来看：

图 2：从美国环比增速来看，上半年经济下滑明显，主要是投资下滑所拖累



资料来源：美国经济分析局、申万研究

(1) 从各项投资的实际增速来看，建筑和住宅投资下滑最快，增速由12.9%下滑至2.8%，住宅投资从一季度的20.5%下降到8.9%，固定资产投资从一季度的6.1%下降到3.0%，尽管同比下滑，可基于一季度房地产投资基数较高的缘故，美国房地产业复苏的趋势不变，和我们之前的判断一致。

(2) 从各项消费的实际增速来看，耐用消费品环比下降最大，从一季度的11.5%下降至二季度的0%；服务增速由一季度的1.3%上涨到2.4%，整体二季度消费为环比1.7%，低于上季度的2.4%，尽管环比下降，仍然预示着消费的缓慢回升，消费是美国经济有力的推手，预期三季度仍将保持上升。

(3) 出口有所提速。二季度的出口增长6%，商品出口从一季度的4%提速至7.3%；进口则由一季度的3.1%小幅降至2.9%。

(4) 政府消费和投资也有所提速，但仍为负。由于财政减赤的拖累，政府消费和投

资2010年第四季度以来一直为负，今年第而季度上升至-0.9%，高于一季度的-3.0%，符合我们对政府减赤对GDP的拖累边际递减的判断。不过，由于美国财政悬崖问题，减赤依然是财政政策的主题，尽管预期大规模的自动减赤计划将不会实施，政府的支出将继续减少。

从实际GDP的各项贡献来看：

- (1) 从各项投资对GDP的贡献来看，固定资产投资的贡献率从上季度的1.18%下降到0.63%；住宅从上季度的0.43%下降到0.2%；只有工业设备从上季度的-0.18%上涨到0.16%。

表 1：美国企业投资对 GDP 的贡献明细

	2012:Q1	2012:Q2	增量贡献
企业总投资	0.78	0.40	-0.38
固定资产	1.18	0.63	-0.55
非住宅	0.74	0.43	-0.31
建筑	0.35	0.08	-0.27
设备和软件	0.39	0.34	-0.05
信息处理软件和设备	0.21	-0.10	-0.31
计算机和外围设备	0.07	-0.11	-0.18
软件	0.04	0.10	0.06
其它	0.10	-0.08	-0.18
工业设备	-0.18	0.16	0.34
运输设备	0.22	0.19	-0.03
其它设备	0.14	0.09	-0.05
住宅	0.43	0.20	-0.23
库存变动	-0.39	-0.23	0.16
农业	-0.03	0.02	0.05
非农业	-0.37	-0.25	0.12

资料来源：美国经济分析局、申万研究

- (2) 从各项消费的贡献来看，耐用品的贡献率由上季度的0.85%下降到0%；非耐用品则从上季度的0.26%下降至0.09%，整体商品贡献率从上季度的1.11%下降到二季度的0.09%，只有稀有和其他能源类的贡献率从一季度的-0.07%上涨到二季度的0.19%，消费的贡献率整体上保持上升，环比略有下降，表明美国二季度消费上行，预期三季度消费仍将保持上涨，只是基于未来的多项风险因素，环比增速将低于二季度。

表 1、2012 年前两个季度，美国消费对 GDP 的贡献明细

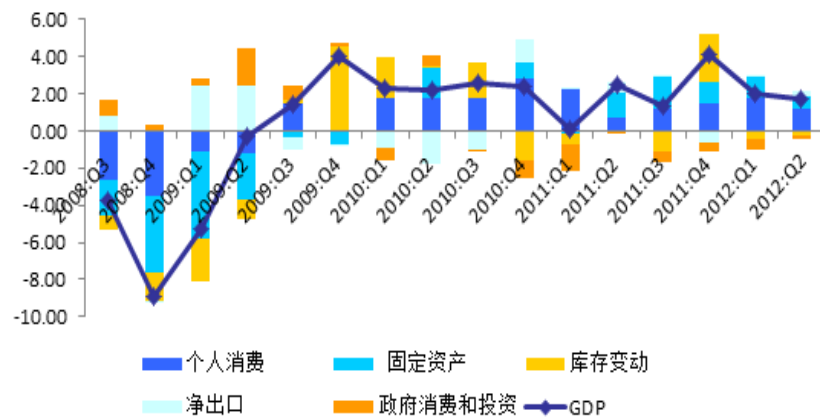
	2012:Q1	2012:Q2	增量贡献
个人消费	1.72	1.20	-0.52
商品	1.11	0.09	-1.02
耐用品	0.85	0.00	-0.85
机动车及零部件	0.31	-0.25	-0.56
家具及家用设备	0.14	-0.01	-0.15
休闲品和车辆	0.28	0.16	-0.12
其他耐用品	0.11	0.10	-0.01
非耐用品	0.26	0.09	-0.17
食品饮料	0.00	-0.03	-0.03
服装和鞋	0.13	-0.12	-0.25

汽油和其他能源	-0.07	0.19	0.26
其他非耐用品	0.20	0.05	-0.15
服务	0.61	1.11	0.50
家庭服务消费	0.64	1.05	0.41
非盈利机构提供给家庭的服务消费	-0.02	0.06	0.08
资料来源：美国经济分析局、申万研究			

(3) 政府消费和投资对GDP的贡献仍为负，但边际贡献递增。尤其是政府消费和投资的贡献由-0.6%上升至-0.18%，国防支出的大量削减一直造成较大拖累。

(4) 净出口方面，由于出口大幅提升，而进口增速下滑，贸易赤字减少，导致净出口的贡献从0.06%扩大至0.32%。

图 3：从美国各项对 GDP 的贡献率来看，库存的拖累不可忽视

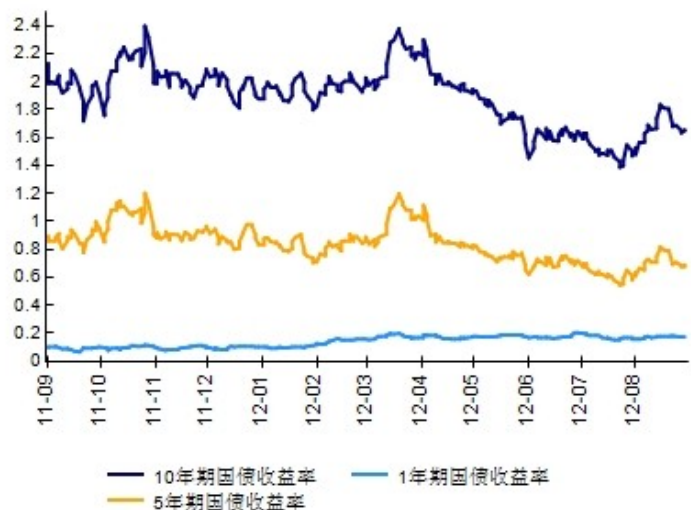


资料来源：美国经济分析局、申万研究

从美国第三季度的经济数据来看，大多出现好转，就业市场和零售销售明显回暖，加上工业产量环比反弹，以及房地产市场持续复苏，带动消费和投资上行，另外，从谘商局领先指标和制造业 PMI 上行也可以印证，所以，我们预计三季度美国经济将反弹至 2.4%。但是，需警惕的是，美国四季度经济或转而下滑至 1.7%，因自动减赤计划和大选仍有不确定性，会对消费和投资造成拖累。

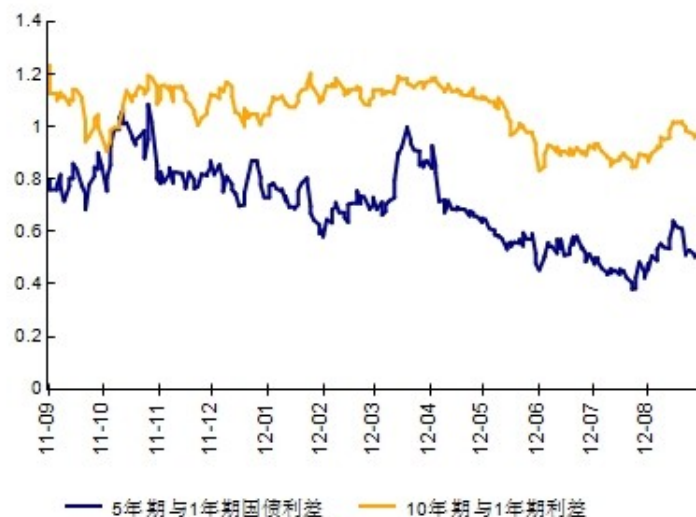
2. 美国二季度 GDP 好于上季度估计初值， 经济改善，美股商品齐涨

图 1：美国国债收益率上涨，对其需求增加，对经济形势担忧有所减弱。



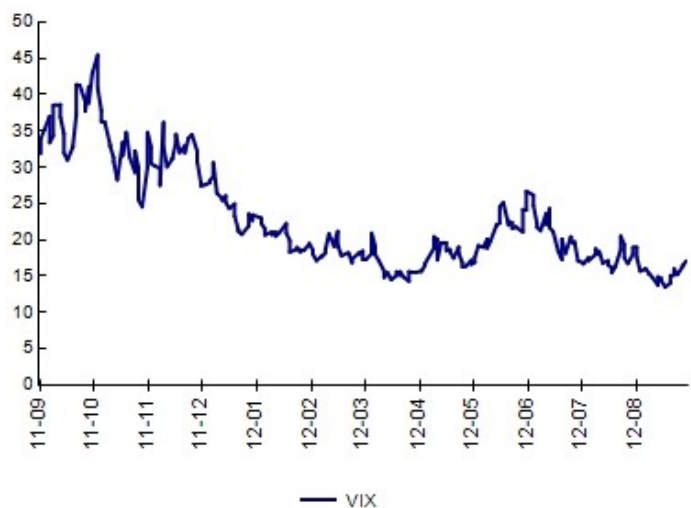
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 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: 美元上升, 由于美联储褐皮书表示美国 7, 8 月份经济温和增长。



图 6: 美元指数小幅上涨, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上升, 由于美国二季度 GDP 好于上季度估计初值, 美国经济改善。

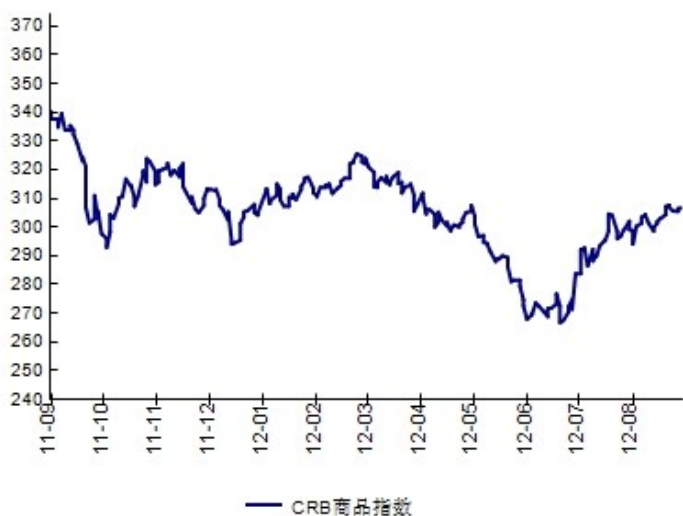


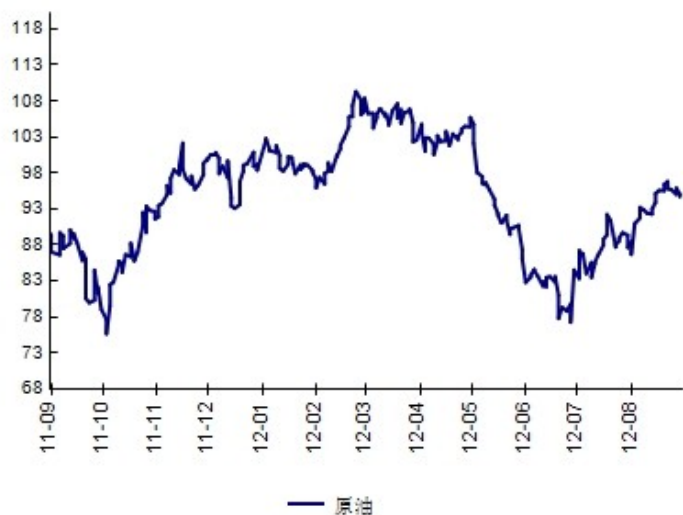
图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，由于 EIA 原油库存上涨并优于预期同时墨西哥湾所受到的飓风影响造成的损失低于预期。



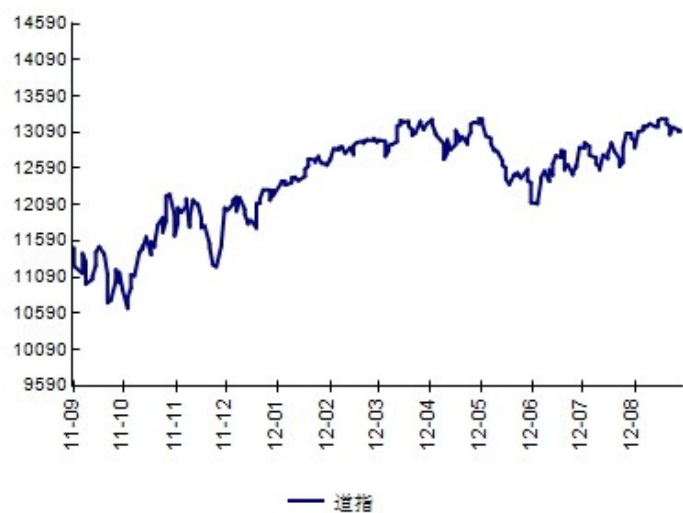
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比小幅上涨，由于美国经济温和上升利空黄金价格。



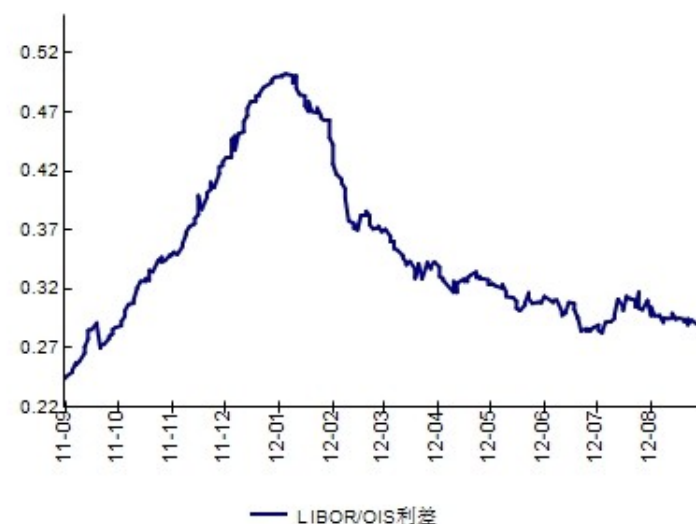
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于美国二季度 GDP 好于上季度估计初值，美国经济改善。



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
08/16/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 12	--	-44.4	-41.9
08/16/2012 21:45	彭博经济预期	Aug	--	-22	-11
08/16/2012 22:00	费城联储商业前景指数	Aug	-5	-7.1	-12.9
08/17/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug P	72.2	73.6	72.3
08/17/2012 22:00	领先指标	Jul	0.20%	0.40%	-0.30%
08/20/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	Jul	-0.05	-0.13	-0.15
08/22/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 17	--	-7.40%	-4.50%
08/22/2012 22:00	现房销售	Jul	4.51M	4.47M	4.37M
08/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	Jul	3.20%	2.30%	-5.40%
08/23/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
08/23/2012 20:30	首次失业人数	Aug 18	365K	372K	366K
08/23/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 11	3300K	3317K	3305K
08/23/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	Aug	51.5	51.9	51.4
08/23/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 19	--	-47.4	-44.4
08/23/2012 22:00	新建住宅销售	Jul	365K	372K	350K
08/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jul	4.30%	3.60%	-8.40%
08/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	Jun	0.60%	0.70%	0.80%
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	2.60%	1.80%	0.60%
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.50%	4.20%	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	Jul	0.50%	-0.40%	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	-0.20%	-3.40%	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	-0.10%	0.00%	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	Aug	-6.5	-1.6	-13.2
08/28/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	Jun	0.45%	0.94%	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.05%	0.50%	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比 %	2Q	--	1.22%	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	142.21	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	132.54	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	66	60.6	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-10	-9	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	-4.30%	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.50%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	1.60%	1.60%
08/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q S	1.80%	1.80%	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	2.40%	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	11.10%	15.00%	8.40%

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
08/30/2012 02:00	联储黄皮书				
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	--	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	--	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	--	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年 比)	Jul	1.40%	--	1.50%
08/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月 环比)	Jul	0.10%	--	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年 比)	Jul	1.70%	--	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	--	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	3307K	--	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	--	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	3	--	5
30-31 AUG	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.3	--	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	--	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	--	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	--	--	46.7
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	--	--	--
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	--	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	47.5	--	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.50%	--	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.10M	--	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.00M	--	11.00M
09/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 31	--	--	-4.30%
09/05/2012 20:30	非农生产力	2Q F	1.80%	--	1.60%
09/05/2012 20:30	单位劳务成本	2Q F	1.50%	--	1.70%
09/05/2012 21:45	ISM 纽约	Aug	--	--	55.2
09/06/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Aug	--	--	-44.50%
09/06/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指 数	Sep	--	--	46.4
09/06/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	140K	--	163K

3. 西班牙掀起地方政府求援潮，欧股欧元齐下跌

图 13：除希腊和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利外，其他欧猪五国 CDS 均下降。



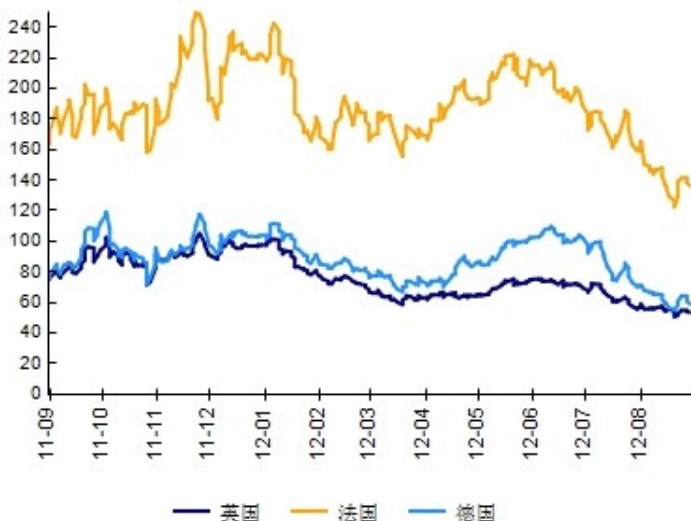
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减弱。



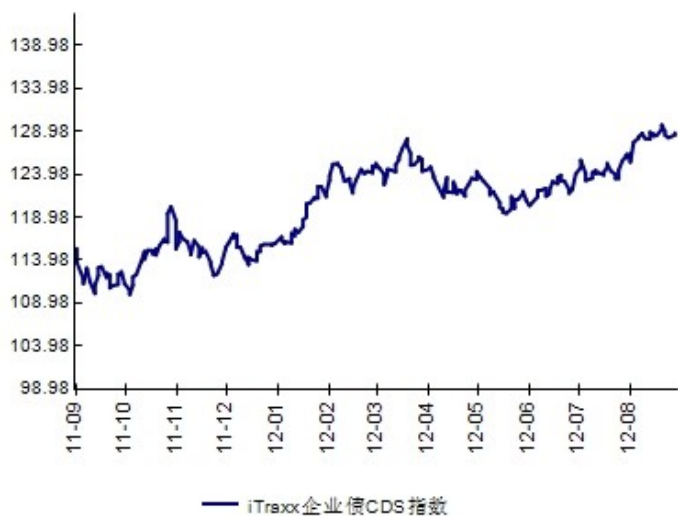
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



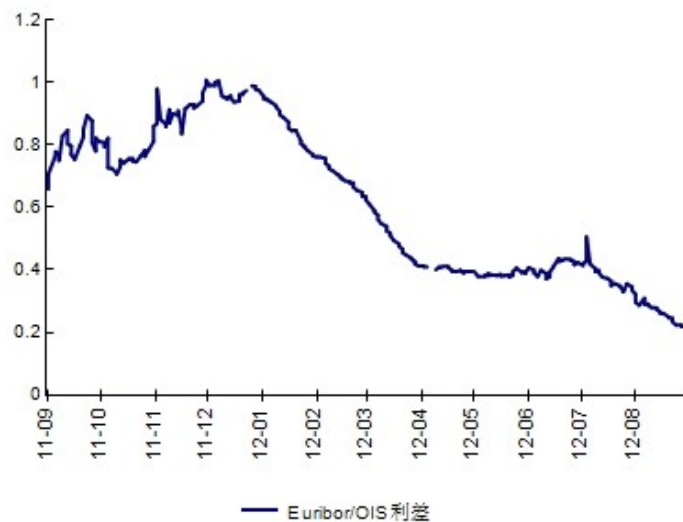
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 上升，对企业违约风险情绪加剧。



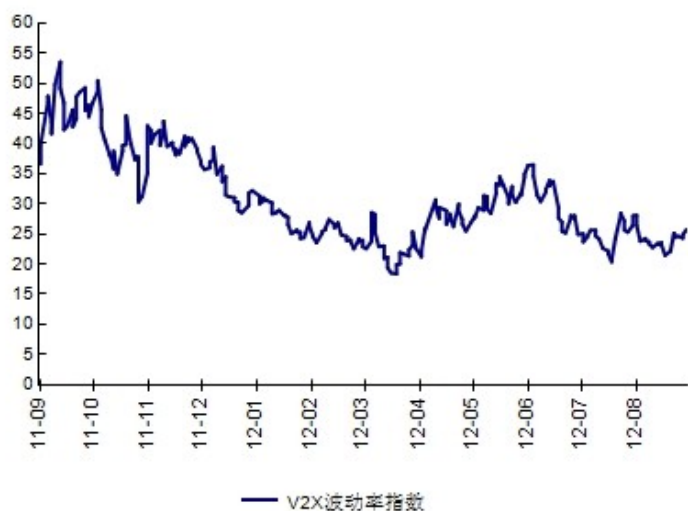
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS利差小幅下降，显示银行信贷压力有所减弱。



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 20：欧元下跌，由于美国二季度经济增长利好，美元上行。



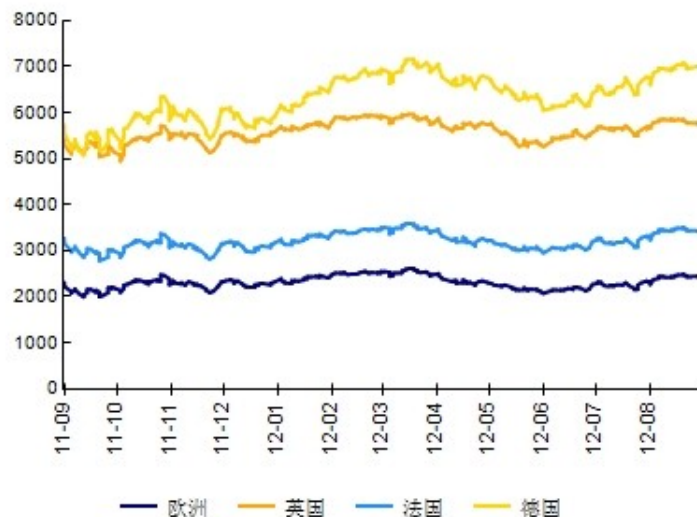
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21：瑞士法郎小幅下跌，对美元的避险需求有所上升。



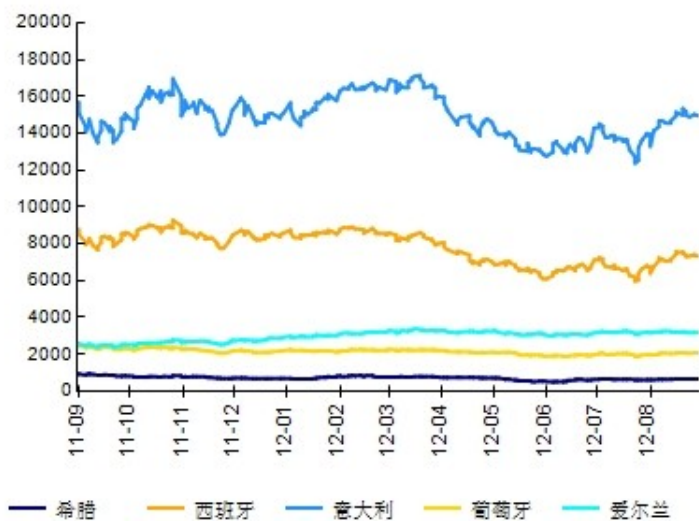
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 22：欧洲股市均小幅下跌，由于西班牙掀起地方政府求援潮，西班牙经济衰退拖累欧洲。



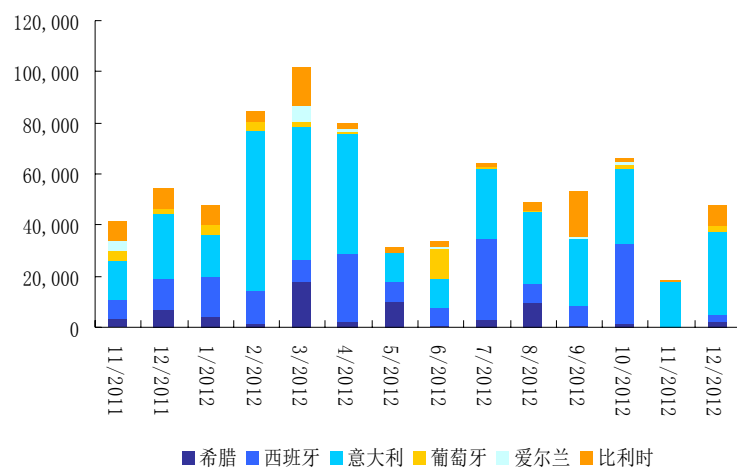
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 23：除希腊外，其他欧猪五国股市均下跌。



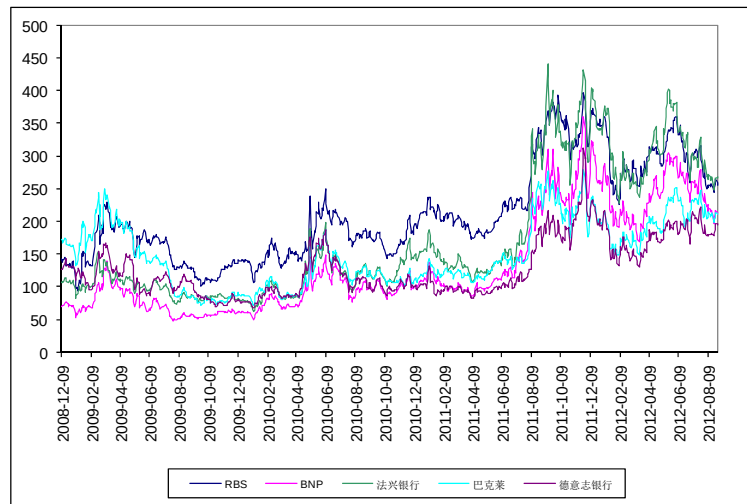
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 24：欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示，



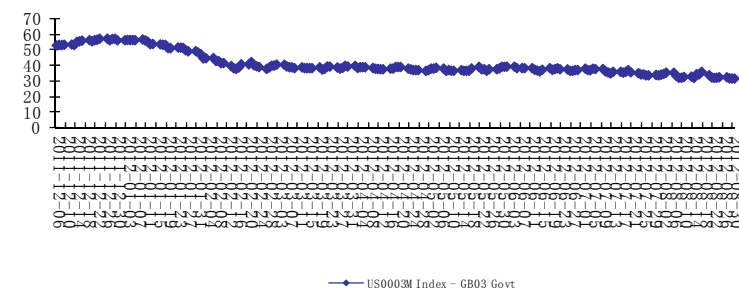
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



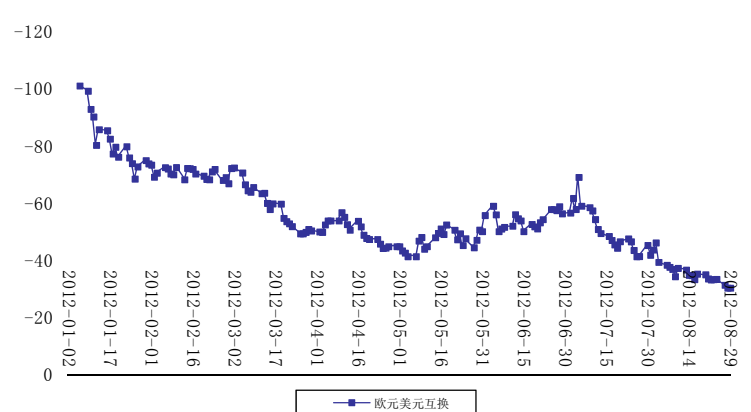
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下跌，资金趋松。



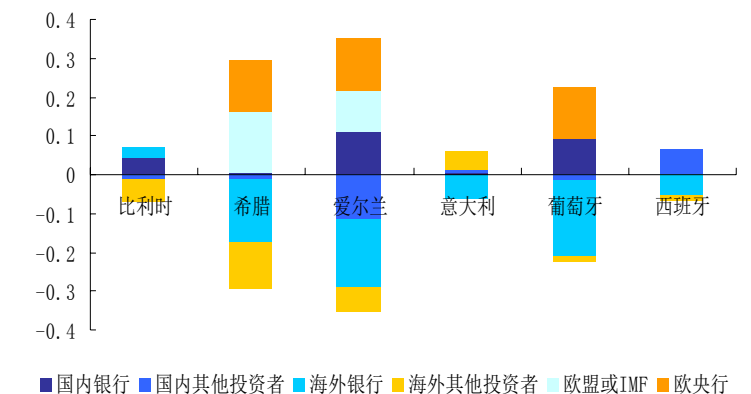
资料来源：申万研究

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 7-12 月欧元区大事日程

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	GDP 同比
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2012-3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		2411.45	304.26	45.03	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30
希腊	2.53	399.15	63.19	17.60	9.18	85.03	38.97	6.43	737.92
爱尔兰	216.38	245.15	937.53	148.11	80.78	1374.85	442.24	206.90	3370.51
意大利	115.51	3338.90	1334.74		335.92	572.12	373.53	287.44	6517.63
葡萄牙	9.90	204.79	272.14	30.70	773.56	196.44	48.40	8.39	1578.09
西班牙	131.54	1152.61	1399.19	263.23		847.63	418.03	213.61	5043.43
德国	156.25	2212.49		2589.69	580.88	3278.28	2242.10	1366.16	13331.03
法国	291.54		1985.73	365.25	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30

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	12-07-24	AAA	负面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
	93-04-29	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

利									
	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、谢伟玉：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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。