

2012 年 09 月 10 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

伯南克强调宽松，9 月推出
QE3 概率上升
——杰克逊霍尔会议点评
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

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
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>

美国非农就业低于预期，提升 QE3 概率至 70%

——国际金融风险监控日报 9 月 10 日

总体判断：

- 上周五，避险情绪大幅下降，风险资产价格大都上涨，主要受到中国政策加码和 QE3 预期升温的影响。美国 8 月美国非农就业人数差于预期，再度提振了市场对 QE3 的预期，推动商品和美股价格上涨，而对美元指数造成了巨大压制。
- 8 月非农就业人数仅增长 9.6 万人，低于预期，各项数据均较差，6 月和 7 月数据也分别下调 1.9 万和 2.2 万人；另一方面，虽然失业率从 7 月的 8.25% 降至 8.1%，但这是因为更多人不再找工作。这说明美国就业形势严峻，提升了美联储额外刺激的概率，也降低了奥巴马连任的概率。
- 企业部门的调查显示，8 月非农就业低于预期最大的原因在于制造业特别是耐用品部门就业减少，政府部门就业仍然减少但边际改善，只有服务业构成支撑。家庭部门的调查显示，虽然失业率下滑至 8.1%，但是并不值得庆幸，因为劳动力参与度进一步降至 63.5%，创 31 年新低，这说明更多人退出了找工作的队伍。结构性问题依然严重，平均失业时间从 16.7 周上升至 18 周，不过，广义失业率从 15% 降至 14.7%，为 4 个月新低。
- 劳动力市场状况不及预期，进一步加大了美联储推行量化宽松的概率，我们将今年推行 QE3 的概率上调至 70%，最早的时点将在本周四的美联储议息会议上。我们认为本次会议很可能推行 QE3 的原因在于：（1）美联储的两大使命是保持物价稳定和最大化就业，而目前的状况是通胀整体走低而就业形势恶化，为 QE3 提供必要性（2）美联储上次议息会议明确表示，“美联储会采取额外刺激政策，除非经济出现持续而且彻底的复苏”，而从 8 月 1 日至今的经济数据来看，虽然整体上差强人意，但远不算是彻底和持续复苏；（3）美国经济仍面临财政悬崖、欧债危机等下行风险；（4）欧央行实施 OMT 这一无限量开放式购债方案，为美联储购债有示范效应，减少了政治阻碍。
- 因此，9 月 13 日即将迎来美联储兑现承诺的时刻，我们预计美联储会开展前瞻性指导，例如宣称保持低利率环境直至失业率降至 7% 以下，核心 PCE 不超过 3%；同时，美联储很可能实施开放式 QE3，即在必要的时候购买美国长期国债，控制购债总规模而不确定每个月购买美国长期国债的规模，而且可能兼具冲销式 QE 的属性，允许通过逆回购、短期借款或卖出短期国债来回收部分流动性。此外，美联储还将宣布对 2015 年的经济预测。
- 本周关注：9 月 12 日 德国最高法院宣布对 ESM 的判决（预期：通过）

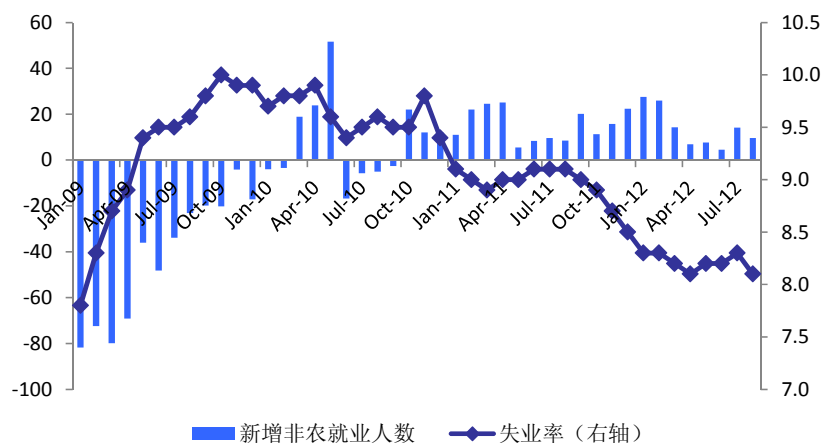
荷兰大选（预期：亲欧的多党联盟执政）

9 月 13 日 美联储公布议息会议结果

1. 美国 8 月非农就业低于预期，再次提高QE3 概率至 70%

8月美国非农就业人数仅增长9.6万人，低于市场预期的13万人和我们预测的10万人以上，其中各项数据都较差，特别是一些领先性指标也开始恶化，6月和7月数据也分别下调1.9万和2.2万人，至4.5万人和14.2万人，过去三个月平均仅增长9.4万人；另一方面，虽然失业率从7月的8.25%降至8.1%，但这是因为更多人不再找工作，而非找到工作。这说明美国就业形势严峻，提升了美联储额外刺激的概率，也降低了奥巴马连任的概率。

图 1：美国 8 月非农就业仍保持低位，劳动力市场低迷



资料来源：CEIC，申万研究

企业部门的调查显示，8月非农就业低于预期最大的原因在于制造业就业减少，政府部门就业仍然减少但边际改善，只有服务业构成支撑。分行业来看，（1）拖累最大的是耐用品制造业部门，就业大幅减少1.7万人，其中过去两个月贡献较大的汽车行业就业也减少了7500人，这造成私营部门仅新增就业10.3万人；（2）政府部门就业再度减少7000人，仍然构成拖累，不过相比于7月减少2.1万人已经环比改善。（3）只有服务业就业复苏形势良好，从存量来看集中在教育医疗行业，而且招聘量仍在提升；从增量来看，8月大多下滑，只有金融和零售行业分别逆势新增就业7万和6.1万人。

家庭部门的调查显示，虽然失业率下滑0.15个百分点至8.1%，但是并不值得庆幸。因为从失业率的计算方式来看，作为分子的失业人口减少25万人，而作为分母的劳动力下滑更快，减少36.8万人，参与度进一步降至63.5%，创31年新低。这说明更多人退出了找工作的队伍。结构性问题依然严重，平均失业时间从16.7周上升至18周，失业27周以上的人口占失业人数尽管略有下滑，但仍占40%；文凭越低，失业率越高的格局不变，这意味着低学历者求职难度更高。不过，积极的信号在于，涵盖退出找工作的劳动力这部分人口后，广义失业率（考虑到兼职工人和边际依附于劳动力的人群）从15%降至14.7%，为4个月新低。

其它一些不容乐观的信号在于：

- 扩散指数7月仅下滑0.4个点至54.3，8月竟加速下滑4.1个点至50.2，说明就业形势恶化的速度惊人；
- 临时工减少5000人，这减少了临时工转为正式工的人员基数。
- 大公司招聘比例减小，主要是出于对经济前景的忧虑而收缩编制。

而一个积极信号在于，每周工作时间和平均小时工资均不变，这意味着8月人均工资收

入将增加，对消费略有提振。

劳动力市场状况不及预期，进一步加大了美联储推行量化宽松的概率，我们将今年推行QE3的概率上调至70%，最早的时点将在本周四的美联储议息会议上。我们认为本次会议很可能推行QE3的原因在于：

(1) 美联储的两大使命是保持物价稳定和最大化就业，而目前的状况是通胀整体走低，核心PCE物价指数加速下滑至1.6%，CPI更是降至1.4%；相反，就业形势整体严峻，过去3个月平均新增非农就业仅9.4万人，失业率高企于8%以上，远高于美联储估计的自然失业率，5.6%；

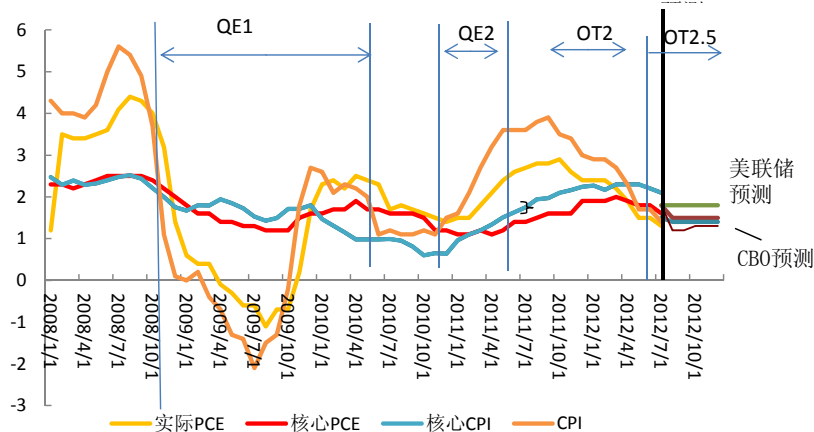
(2) 美联储上次议息会议明确表示，“美联储会采取额外刺激政策，除非经济出现持续而且彻底的复苏”，而从8月1日至今的经济数据来看，虽然整体上差强人意，但远不算是彻底复苏，8月新增非农就业远低于7月，也预示经济复苏难以持续；

(3) 美国经济仍面临不少下行风险，包括今年10月开始实施的全面自动减赤机制等悬而未决的财政悬崖问题，欧债危机的传染效应，房地产行业虽然复苏但对经济的拉动作用边际递减；

(4) 欧央行实施OMT这一无限量开放式购债方案，为美联储购债有示范效应，减少了政治阻碍。

因此，9月13日即将迎来美联储兑现承诺的时刻，我们预计美联储会开展前瞻性指导，例如宣称保持低利率环境直至失业率降至7%以下，核心PCE不超过3%；同时，美联储很可能实施开放式QE3，即在必要的时候购买美国长期国债，控制购债总规模而不确定每个月购买美国长期国债的规模，而且可能兼具冲销式QE的属性，允许通过逆回购、短期借款或卖出短期国债来回收部分流动性。此外，美联储还将宣布对2015年的经济预测。

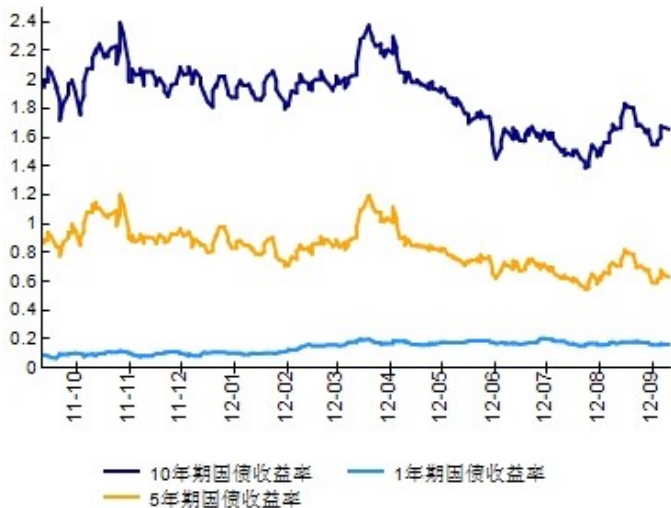
图2：美国通胀整体下行，为QE3奠定了基础



资料来源：CEIC，申万研究

2. 美国非农就业数据不理想加大宽松预期， 美股商品上涨

图 1：美国国债收益率下降，对经济形势担忧有所增加。



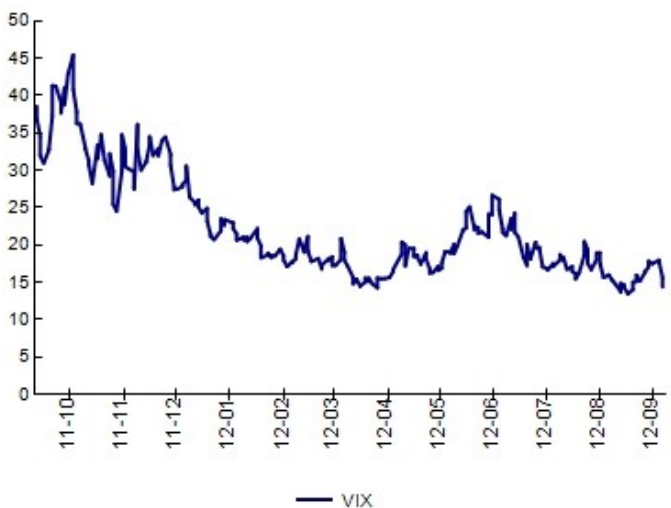
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差回落，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 指数下滑，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 CDS 均继续下跌，对美国债务违约风险的担忧有所缓和。



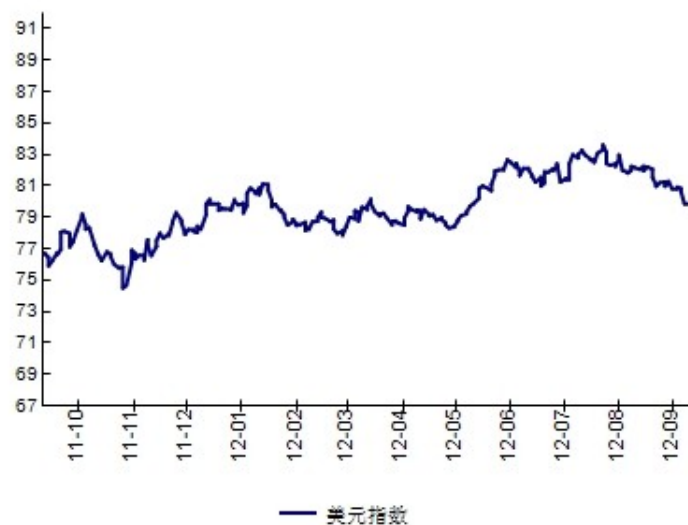
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元下跌, 由于美国非农就业数据远不如预期。



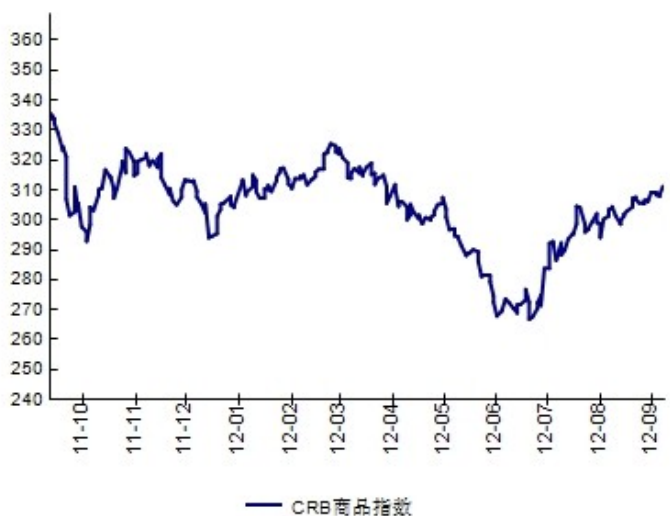
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下降, 由于预期美联储会推宽松政策, 对其避险需求降低



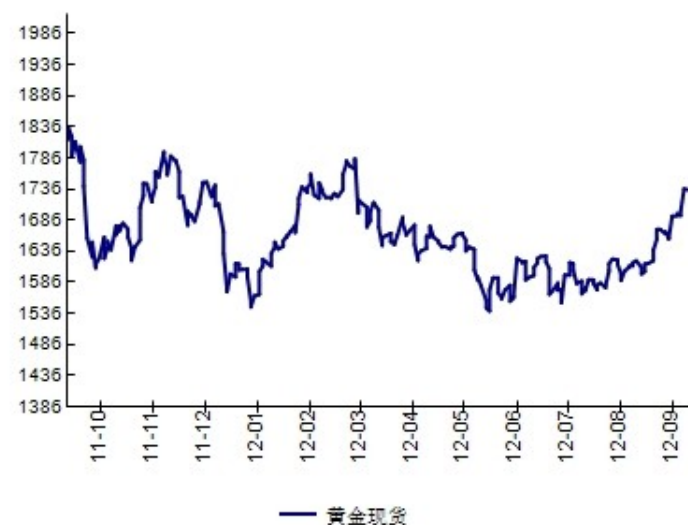
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于欧央行决定执行无限量购债计划。



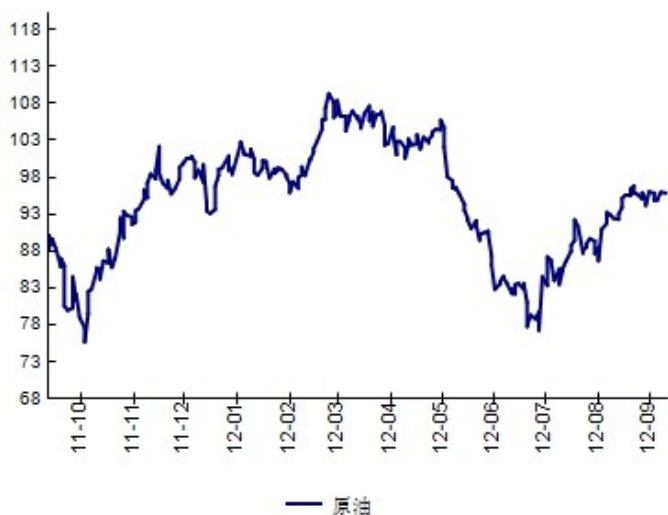
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格继续上涨, 由于预期美联储或推宽松政策, 对其需求上升。



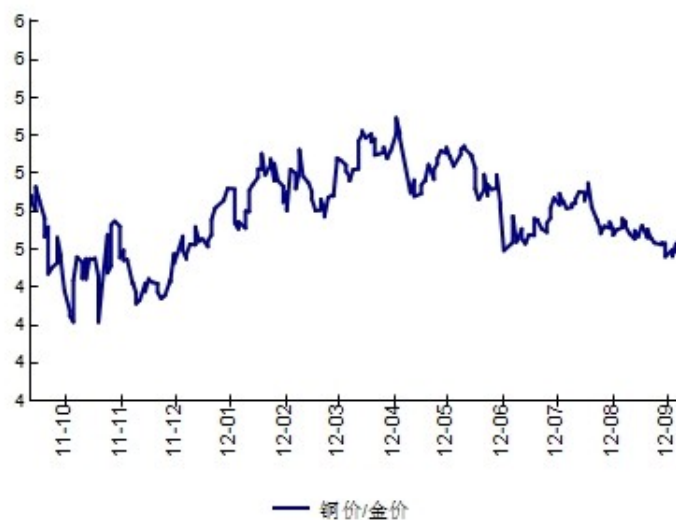
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格上行, 由于美国非农就业和中国工业数据不理想, 预期会有宽松政策。



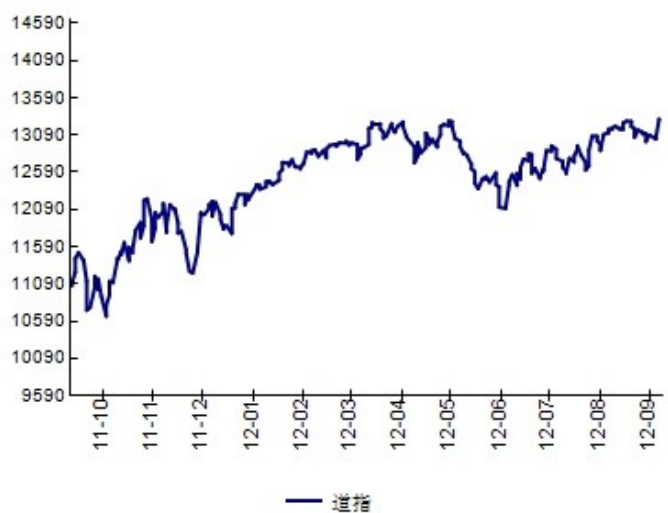
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比上涨, 由于欧央行购债计划导致铜价上升。



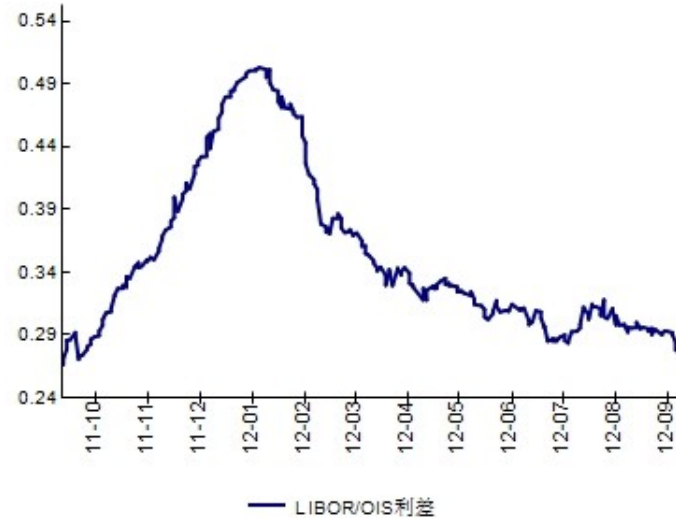
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 由于非农就业数据不理想导致宽松预期加大。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下滑, 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

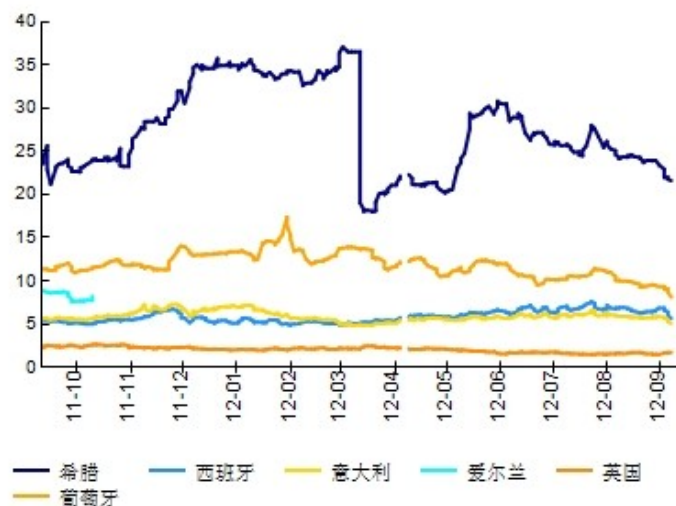
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	Jul	1.40%	1.30%	1.50%
08/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Jul	1.70%	1.60%	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	374K	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	3307K	3316K	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	-47.3	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	3	8	5
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.2	53	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	74.3	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	2.80%	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	49	42.9	46.7
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	51.9	51.5	51.9
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	49.6	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	46	54	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.40%	-0.90%	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.20M	14.46M	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.03M	11.54M	11.00M
09/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 31	--	-2.50%	-4.30%
09/05/2012 20:30	非农生产力	2Q F	1.80%	2.20%	1.60%
09/05/2012 20:30	单位劳务成本	2Q F	1.40%	1.50%	1.70%
09/05/2012 21:45	ISM 纽约	Aug	--	51.4	55.2
09/06/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Aug	--	-36.90%	-44.50%
09/06/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	140K	201K	163K
09/06/2012 20:30	首次失业人数	Sep 1	370K	365K	374K
09/06/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 25	3315K	3322K	3316K
09/06/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 2	--	-46.5	-47.3
09/06/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Aug	52.5	53.7	52.6
06-07 SEP	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	2.60%	1.90%
09/07/2012 20:30	非农就业人数增减	Aug	130K	96K	163K
09/07/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Aug	142K	103K	172K
09/07/2012 20:30	制造业就业人数增减	Aug	10K	-15K	25K
09/07/2012 20:30	失业率	Aug	8.30%	8.10%	8.30%
09/07/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Aug	0.20%	0.00%	0.10%
09/07/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Aug	1.90%	1.70%	1.70%
09/07/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Aug	34.5	34.4	34.5
09/07/2012 20:30	家庭调查就业变动	Aug	--	-119	-195
09/07/2012 20:30	就业不足率（U6）	Aug	--	14.70%	15.00%

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
09/11/2012 03:00	消费者信用	Jul	\$9.550B	--	\$6.459B
09/11/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Aug	91.3	--	91.2
09/11/2012 20:30	贸易余额	Jul	-\$44.4B	--	-\$42.9B
09/11/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Sep	46.4	--	45.6
09/11/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jul	3740	--	3762
09/12/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 7	--	--	-2.50%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Aug	1.50%	--	-0.60%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Aug	-1.30%	--	-3.20%
09/12/2012 22:00	批发库存	Jul	0.30%	--	-0.20%
09/13/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	--	46.4
09/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Aug	1.20%	--	0.30%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	--	0.40%
09/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Aug	1.50%	--	0.50%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Aug	2.60%	--	2.50%
09/13/2012 20:30	首次失业人数	Sep 8	370K	--	365K
09/13/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 1	3315K	--	3322K
09/13/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 9	--	--	-46.5
09/14/2012 00:30	FOMC 利率决策	Sep 13	0.25%	--	0.25%
09/14/2012 02:00	预算月报	Aug	-\$150.0B	--	-\$134.1B
09/14/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Aug	0.60%	--	0.00%
09/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	--	0.10%
09/14/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Aug	1.70%	--	1.40%
09/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Aug	2.00%	--	2.10%
09/14/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Aug	230.625	--	229.104
09/14/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Aug	--	--	230.124
09/14/2012 20:30	商品零售额	Aug	0.70%	--	0.80%
09/14/2012 20:30	除汽车外零售额	Aug	0.60%	--	0.80%
09/14/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Aug	0.30%	--	0.90%
09/14/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Aug	0.30%	--	0.90%
09/14/2012 21:15	工业产值	Aug	0.00%	--	0.60%
09/14/2012 21:15	设备使用率	Aug	79.20%	--	79.30%
09/14/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Aug	--	--	0.50%
09/14/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Sep P	74	--	74.3
09/14/2012 22:00	营运库存	Jul	0.30%	--	0.10%
09/17/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Sep	-1	--	-5.85
09/18/2012 20:30	经常项目结存	2Q	-\$127.0B	--	-\$137.3B
09/18/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Jul	--	--	\$16.7B

3. 欧央行同意执行无限量购债计划，欧股欧元齐升

图 13：欧猪五国国债收益率均下滑。由于欧央行同意执行无限量购债计划，压低借贷成本。



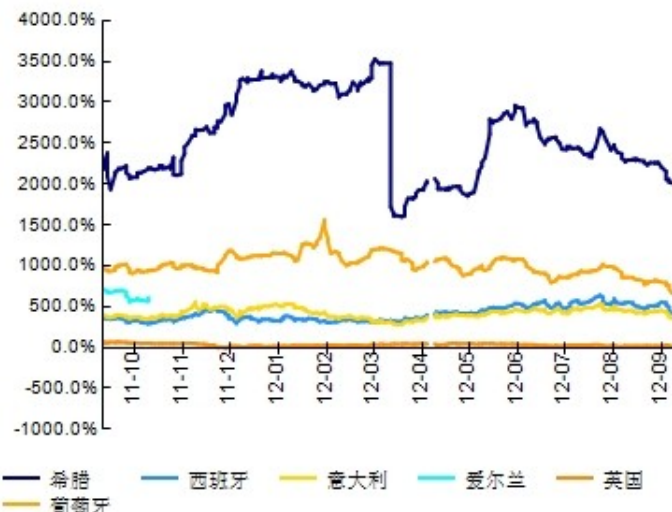
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下挫。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减缓。



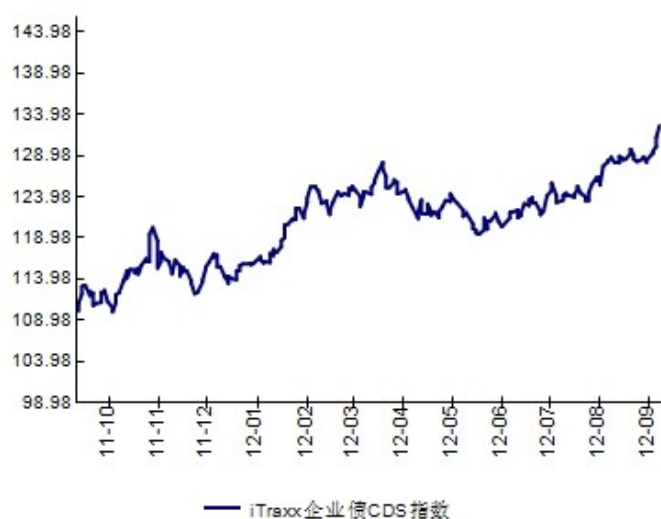
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



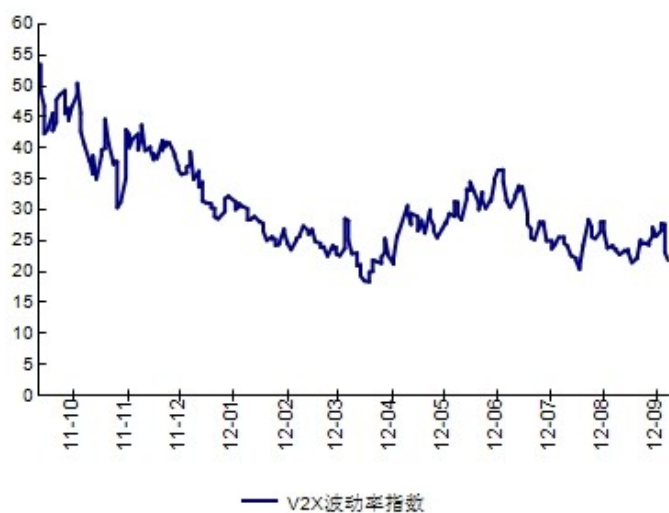
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 19: 欧洲市场波动下滑, 股市波动风险减少。



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。



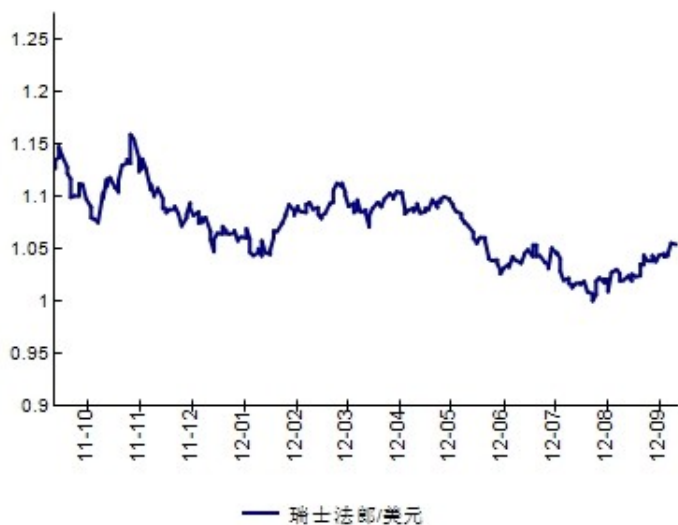
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上扬, 由于欧央行同意执行无限量购债计划。



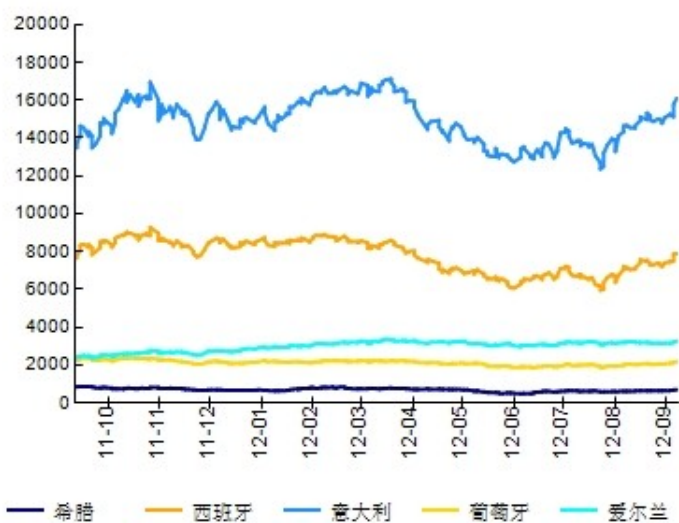
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对美元的避险需求有所回落。



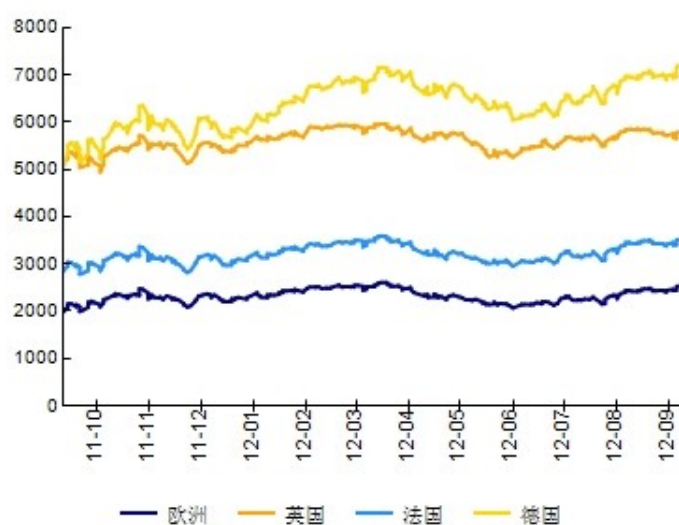
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上升。



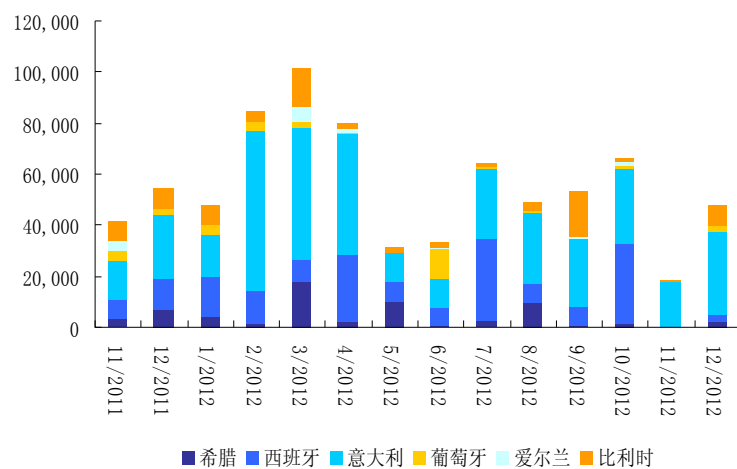
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于欧央行同意执行无限量购债计划。



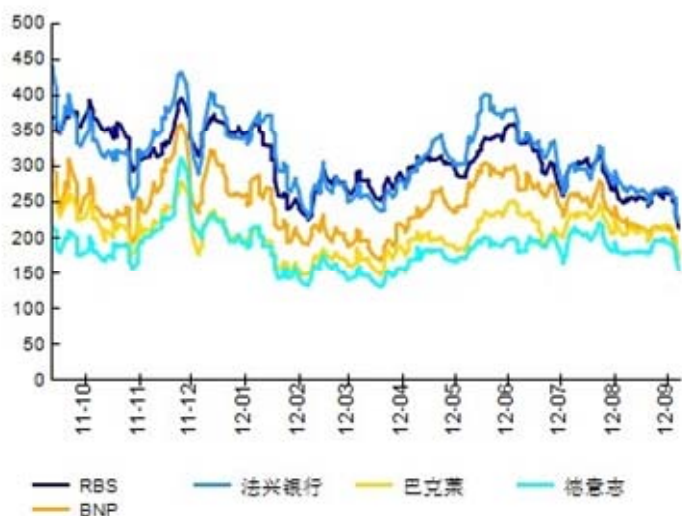
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



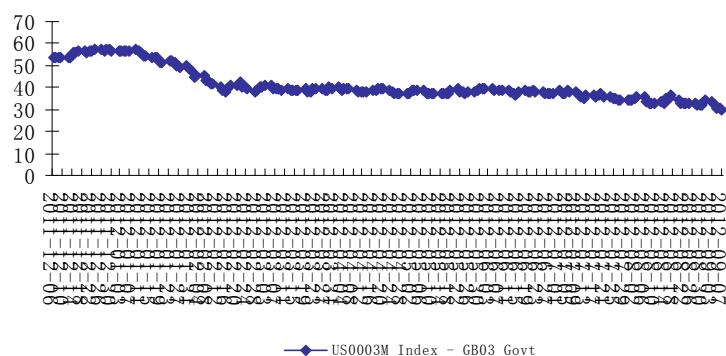
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



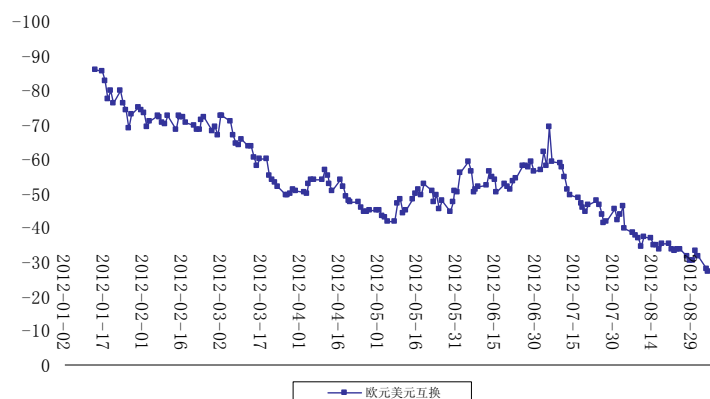
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



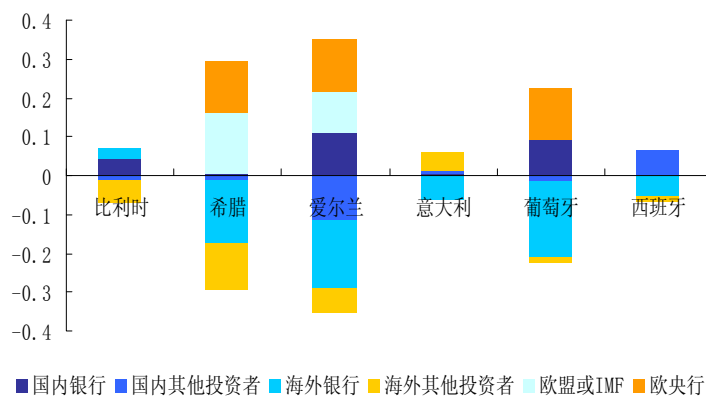
资料来源：申万研究

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 7-12 月欧元区大事日程

9 月 6 日	欧央行公布利率决议
9 月 12 日	德国最高法院宣布对 ESM 合法性的判决; 荷兰大选
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

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%
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4

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
				12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	11-06-17	Aa2	负面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
	02-05-15	AA2	正面	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。