

2012 年 11 月 28 日

美国复苏动力犹存，希腊风险下降

——国际金融市场风险监控日报 11 月 28 日

相关研究

美国延续 QE3，12 月或加码
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度
通胀存隐患
2012 年 10 月 16 日

美国 9 月劳动力市场出现一
定程度的改善，但不容过于
乐观
2012 年 10 月 9 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

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>

总体判断：

- OECD 周二下调世界和重要国家地区的经济增速预期。由于欧元区经济进一步衰退且许多新兴经济体增长突然放缓，导致全球经济增长受挫。而美国私人部门去杠杆、欧美国家的财政整顿和中东地区局势动荡加速油价波动，均将造成全球经济复苏脚步放缓，故将 2013 年全球 GDP 增速预期从 4.2% 下调至 3.4%。
- 分地区来看，欧债危机仍是未来全球经济增长的主要威胁，且预计新兴经济体将早于发达地区复苏。欧元区 2013 年 GDP 增速预期从 0.9% 下调至 -0.1%，主要出于以下几个风险点：1) 欧元区失业率居高不下，打击市场信心；2) 过分的财政紧缩可能拖累经济复苏；3) 国内需求低迷，制造业 PMI 仍在收缩中；4) 各成员国间的互持债务量庞大；5) 银行体系危机仍有升级可能。不过后期有了 ESM 和 OMT 资金的加入，将使边缘国家和金融体系暂解燃眉之急。而欧元区的经济结构调整和财政联盟等计划的实施，将在未来有效改善欧元区经济诟病。
- 而 OECD 下调美国 2013 年 GDP 增速预期至 2%，主要因为其财政悬崖问题和私人部门持续去杠杆对美国造成下行风险；而中国和日本经济增速分别被下调至 0.7% 和 8.5%，主要由于日本面临通缩风险，理应加大货币宽松力度。而中国也可在经济进一步放缓的前提下适当宽松。
- 昨晚，美国人口统计局公布了美国今年 10 月的耐用品订单和库存，其中耐用品新订单为 2169 亿美元，环比增加 0.48 亿美元，增速为 0.02%，好于预期的 -0.7%，而往年每年 10 月相对较疲弱，加上飓风“桑迪”的影响可能有滞后影响。此外，9 月的新订单环比增速由 9.9% 下调至 9.2%。库存方面，环比减少 12.41 亿美元，跌幅为 -0.56%。
- 虽然耐用品订单持平，但制造业订单呈增长趋势，这是一个美国经济复苏的积极信号，说明 10 月美国企业受到财政悬崖的拖累较小，在机械、通讯设备上的支出增长较快，但被电脑、运输设备和国防方面的订单下滑所抵消。除了运输以外的耐用品订单在 9 月增长 1.7% 后，10 月意外地再度增长 1.5%，主要是机械新订单增加 8.64 亿美元，或 2.9%，是耐用品订单增量的 18 倍，但被运输设备订单减少 21.3 亿美元（或 3.1%）所抵消，特别是飞机及其零部件经历了 9 月订单暴增以后，10 月跌幅超过 4%。增速最快的是通讯设备，在扭转了前两个月的下滑趋势，10 月大幅反弹 11.4%，抵消了电脑订单下滑 9.3% 的拖累。衡量商业投资的重要指标——除飞机以外的非国防资本品订单扭转了 9 月的跌势，大幅增长 1.7%，意味着企业支出的增加。而国防资本品订单下滑 7.1% 是造成资本品订单下滑 0.1% 的最大拖累。
- 其他的一些积极信号在于：

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告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告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) 未发货订单温和上涨0.2%，此前被欧盟大量取消订单的情况已一去不复返；
- (2) 尽管美国10月工业品价格及核心 PPI均环比意外下降0.2%，但是耐用品库存仍增加16.2亿美元或0.4%，呈加速加库存的趋势；
- (3) 11月美国消费者信心上升1.5个点至73.7，创2008年2月以来的最高水平，好于预期的73，并未受到可能的工资税到期优惠取消的影响；
- (4) 里奇蒙德联储制造业指数也从10月的-7升至11月的+9，这与Markit美国制造业PMI回升是一致的，也预示着美国ISM公布的官方PMI也可能回升至50.9。

- 我们预计，综上所述，美国四季度投资可能好于预期，但由于飓风“桑迪”对美国经济短期仍有负面影响，例如“桑迪”已经造成10月汽车零售额下滑1.5%，创一年以来最大跌幅，从而拖累美国10月零售销售下滑0.2%，而且未来1个月公布的美国经济数据可能也受到拖累；但长期来看，美国经济的灾后重建和扩大再生产，将对美国经济有拉动作用。鉴于飓风和财政悬崖的影响，我们维持美国GDP环比增速从第三季度的2%回落至四季度的1.7%，明年一季度因财政悬崖而再度回落至1.2%的判断。
- 欧元集团主席容克27日凌晨宣布，欧元集团就希腊的下一期救助达成了关键协议，下一笔希腊救助金为437亿欧元，将于今年12月13日决定是否发放。而相应的对价条件有所放宽，包括将2014年实现相当于GDP 4.5%初步盈余的目标推迟到2016年，而且将2020年希腊债务/GDP的要求从120%宽限至124%，这基本符合我们的预期。
- 作为这个协议的核心，欧元集团将有计划地分布实行以下措施：
 - 1、调低希腊贷款工具（GLF）的利率100个点，而参与完全救援的欧元区成员国如葡萄牙、爱尔兰仍保持原有的利率；
 - 2、降低希腊的欧洲金融稳定基金（EFSF）贷款担保费用10个基点。
 - 3、延长希腊与成员国、EFSF贷款的偿还期15年，推迟希腊支付EFSF贷款利息10年。
 - 4、各成员国承诺将各国央行的SMP计划所得的利润，作为2013年预算的一部分，转给希腊的独立账户，接受完全援助的成员国无需参与该项计划。
- 此外，希腊正在考虑一个债务回购项目，预计能使希腊2020年的债务占GDP比重下降10%以上。
- 接下来，欧元区各国将启动议会审批程序，所有程序完成之后，欧元集团预计将于12月13日正式同意发放下一期的437亿欧元援助款，其中106亿欧元用于预算融资，238亿欧元为EFSF债券，用于银行业重组，救助金将于13年第一季度分三次发放，但具体发放时间要视“三驾马车”对于希腊实现承诺的进展情况有关。
- 希腊此次有望获得贷款，短期风险明显下降，不过从中长期来看，希腊债务问题仍没有根本性解决，只能靠外部输血来减少负担，以后甚至不排除公共部门的债务减记，另一大障碍是希腊经济未来一两年内仍处于衰退中，失业率带来的游行罢工等社会问题凸显，难以实现债务的可持续性。

表 1：OECD 对主要经济体 GDP 增速的预测下调（%）

	2012 年 5 月预测值	2012 年 11 月预测值	下调百分点	申万最新预测
世界				
GDP	4.2	3.4	-0.7	3.2
美国	2.6	2	-0.6	1.5
OECD	2.2	1.4	-0.8	1.7
欧元区	0.9	-0.1	-1	0.8
德国	2	0.6	-1.4	

2012年11月

世界经济

法国	1.2	0.3	-0.9	
中国	9.3	8.5	-0.8	7.8
日本	1.5	0.7	-0.8	0.0

资料来源：OECD、申万研究

1. 10月耐用品订单好于预期，美元商品回升

图 1：美国国债收益率下滑，对经济形势担忧有所增加。



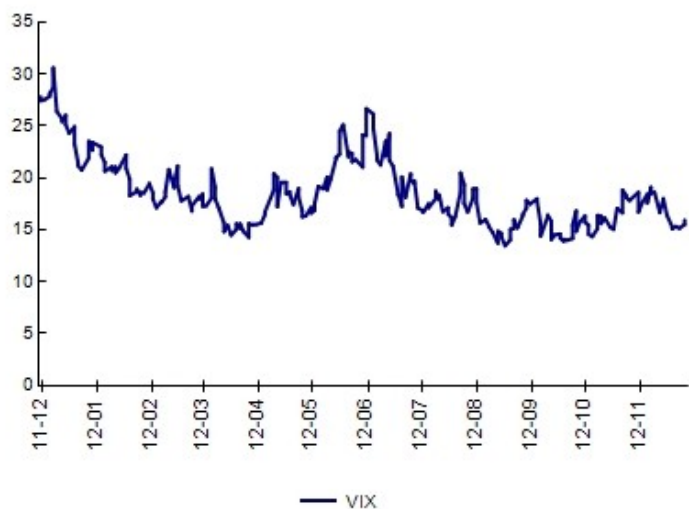
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



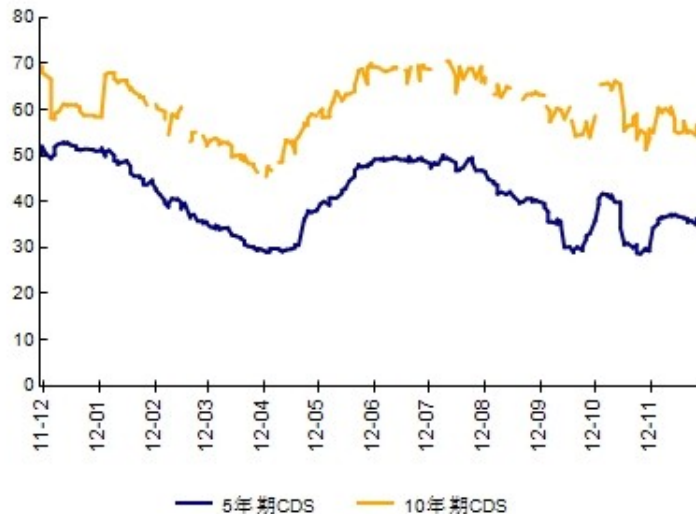
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 CDS 均小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



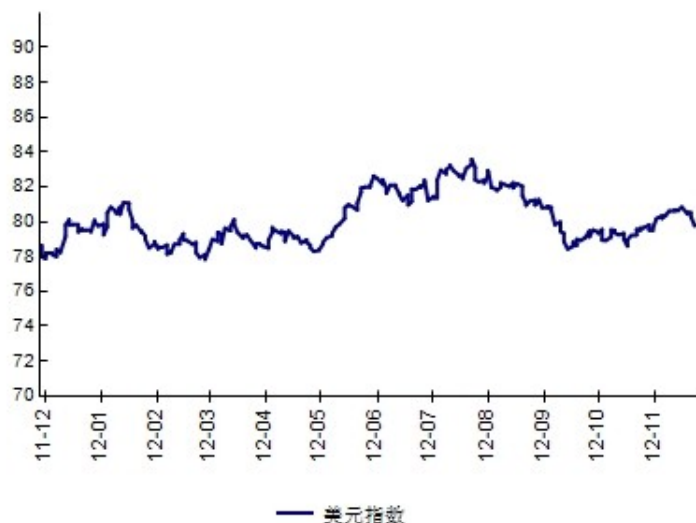
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元上升, 由于 10 月耐用品订单高于预期。



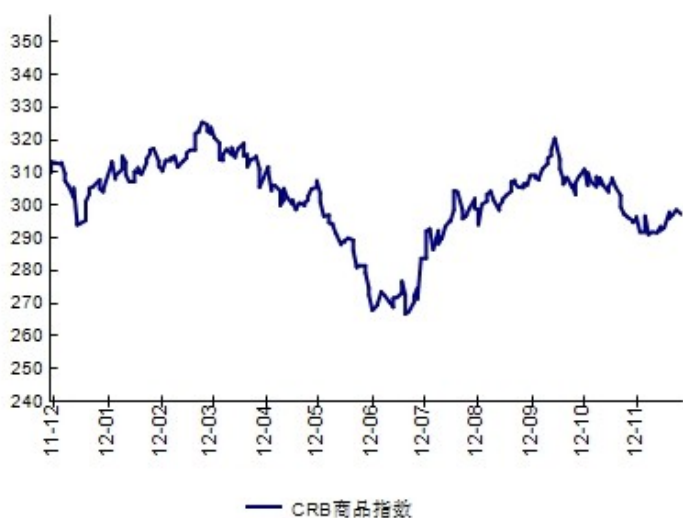
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 由于 OECD 再次下调主要地区经济增速预期, 对其避险需求增加。

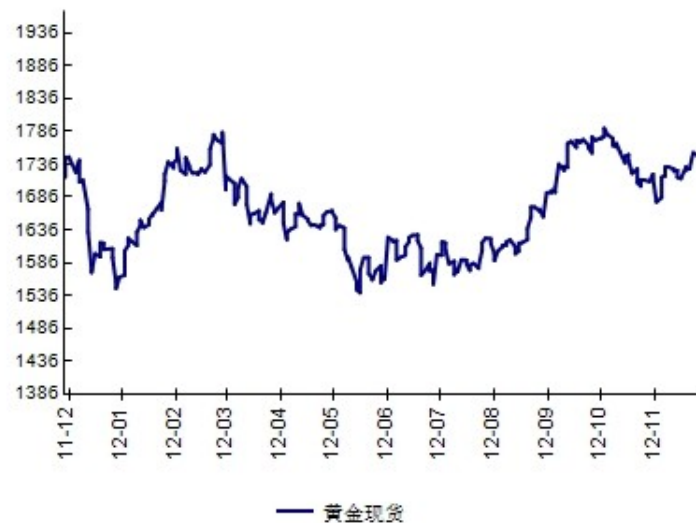


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格小幅上涨, 由于 10 月耐用品订单好于预期。图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 由于印度对黄金现货需求下降。

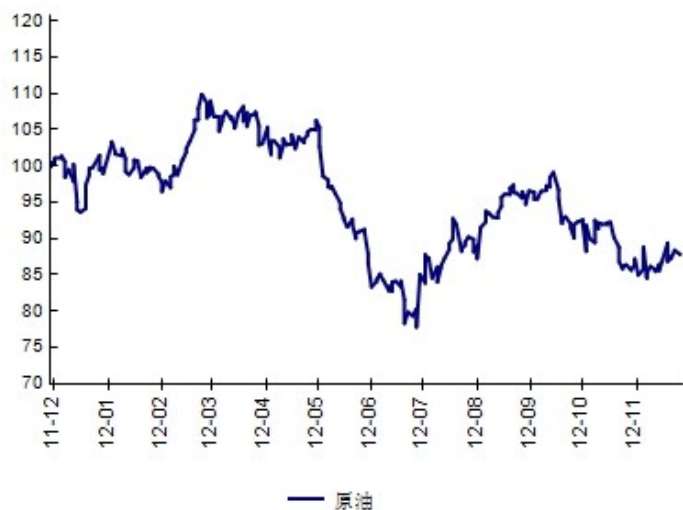


资料来源: Bloomberg, 申万研究



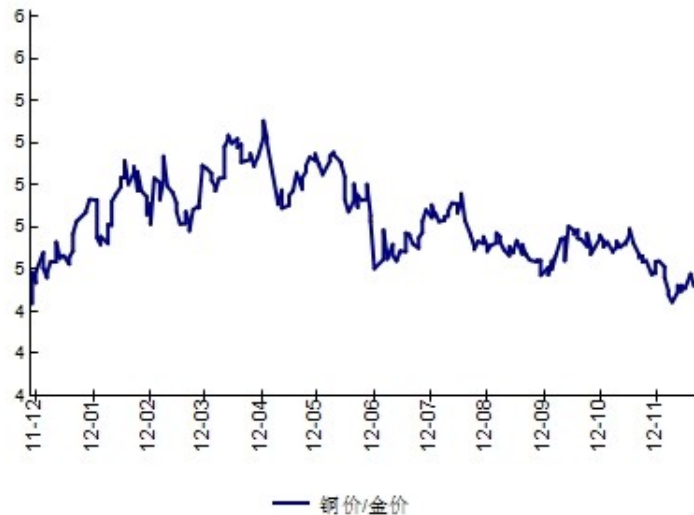
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，由于上周原油库存上涨。



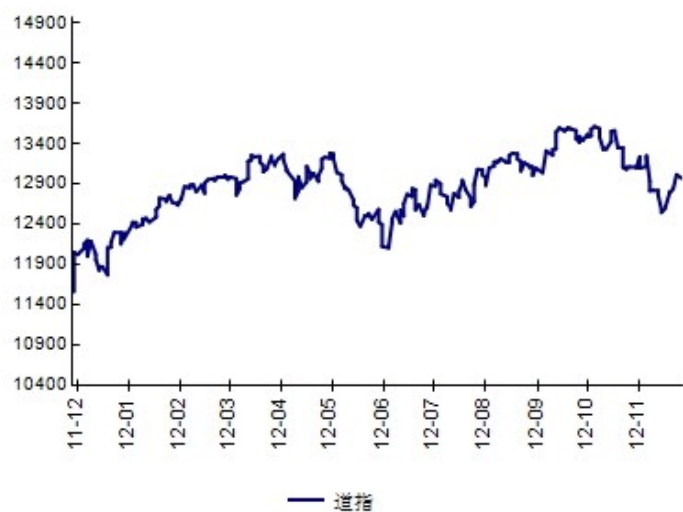
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，由于美国 10 月耐用品订单数据好于预期刺激铜价上扬。



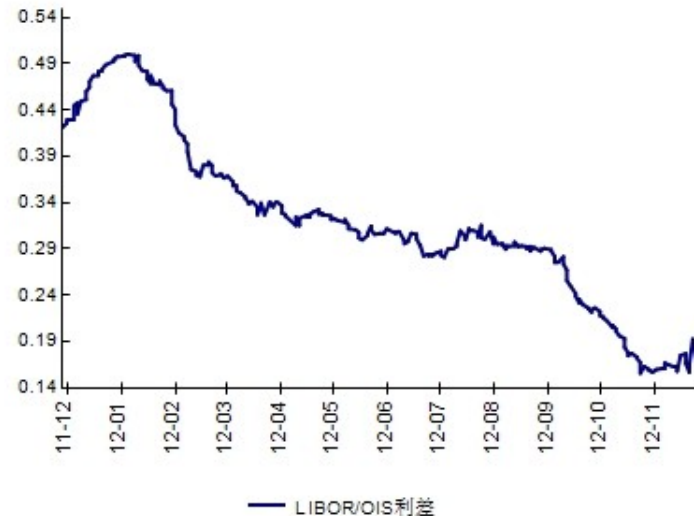
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下挫，由于市场关注财政悬崖谈判进程。



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

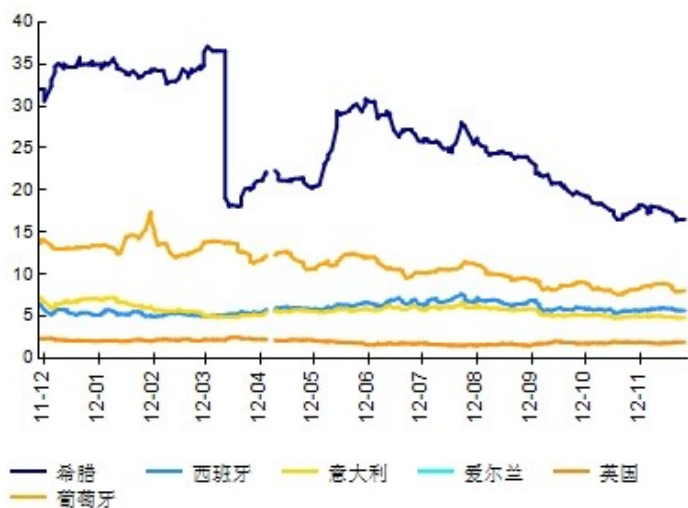
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
11/15/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 11	--	-33.1	-34.4
11/15/2012 23:00	房贷拖欠	3Q	--	7.40%	7.58%
11/15/2012 23:00	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	4.07%	4.27%
11/15/2012 23:00	费城联储商业前景指数	Nov	2	-10.7	5.7
11/16/2012 22:00	净 TIC 流量总计	Sep	\$50.0B	\$4.7B	\$91.4B
11/16/2012 22:00	长期净 TIC 流量	Sep	\$50.0B	\$3.3B	\$90.0B
11/16/2012 22:15	工业产值	Oct	0.20%	-0.40%	0.40%
11/16/2012 22:15	设备使用率	Oct	78.30%	77.80%	78.30%
11/16/2012 22:15	制造业(SIC)产值	Oct	0.20%	-0.90%	0.20%
11/19/2012 23:00	NAHB 住宅市场指数	Nov	41	46	41
11/19/2012 23:00	现房销售	Oct	4.74M	4.79M	4.75M
11/19/2012 23:00	旧宅销售 月环比	Oct	-0.20%	2.10%	-1.70%
11/20/2012 21:30	新宅开工指数	Oct	840K	894K	872K
11/20/2012 21:30	房屋开工(月环比)%	Oct	-3.70%	3.60%	15.00%
11/20/2012 21:30	建筑许可	Oct	864K	866K	894K
11/20/2012 21:30	建筑许可(月环比)%	Oct	-2.90%	-2.70%	11.60%
11/21/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 16	--	-2.20%	12.60%
11/21/2012 21:30	首次失业人数	Nov 17	410K	410K	439K
11/21/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 10	3345K	3337K	3334K
11/21/2012 21:58	Markit 美国 PMI 初值	Nov	51	52.4	51
11/21/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 18	--	-33.9	-33.1
11/21/2012 22:45	彭博经济预期	Nov	--	4	-7
11/21/2012 22:55	密歇根大学消费者信心	Nov F	84.5	82.7	84.9
11/21/2012 23:00	领先指标	Oct	0.10%	0.20%	0.60%
11/26/2012 21:30	芝加哥联储全美活动指数	Oct	--	-0.56	0
11/26/2012 23:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	Nov	2.5	-2.8	1.8
11/27/2012 21:30	耐用品订单	Oct	-0.70%	0.00%	9.90%
11/27/2012 21:30	耐用消费品 (除运输类)	Oct	-0.50%	1.50%	2.00%
11/27/2012 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Oct	-0.50%	1.70%	0.00%
11/27/2012 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Oct	-2.10%	-0.40%	-0.30%
11/27/2012 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	Sep	0.40%	0.39%	0.49%
11/27/2012 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Sep	2.95%	3.00%	2.03%
11/27/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	3Q	--	146.22	145.87
11/27/2012 22:00	标普/CS 住宅价格指数	Sep	3.85%	3.64%	1.22%
11/27/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数	3Q	135.4	135.67	132.54
11/27/2012 23:00	里士满联储制造业指数	Nov	-9	9	-7
11/27/2012 23:00	消费者信心	Nov	73	73.7	72.2
11/27/2012 23:00	住宅价格指数 月环比	Sep	0.40%	0.20%	0.70%
11/27/2012 23:00	House Price Purchase Index QoQ	3Q	1.40%	1.10%	1.80%

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
11/28/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 23	--	--	-2.20%
11/28/2012 23:00	新建住宅销售	Oct	390K	--	389K
11/28/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	Oct	0.30%	--	5.70%
11/29/2012 03:00	联储黄皮书				
11/29/2012 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q S	2.80%	--	2.00%
11/29/2012 21:30	个人消费	3Q S	1.90%	--	2.00%
11/29/2012 21:30	GDP 价格指数	3Q S	2.80%	--	2.80%
11/29/2012 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q S	1.30%	--	1.30%
11/29/2012 21:30	首次失业人数	Nov 24	390K	--	410K
11/29/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 17	3325K	--	3337K
11/29/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 25	--	--	-33.9
11/29/2012 23:00	待定住宅销售量(月环比)	Oct	1.00%	--	0.30%
11/29/2012 23:00	待定住宅销售 同比	Oct	8.90%	--	8.50%
11/30/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Nov	-1	--	-4
11/30/2012 21:30	个人收入	Oct	0.20%	--	0.40%
11/30/2012 21:30	个人开支	Oct	0.00%	--	0.80%
11/30/2012 21:30	PCE 平减指数(月环比)	Oct	0.10%	--	0.40%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出平减指数(年比)	Oct	1.80%	--	1.70%
11/30/2012 21:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Oct	0.20%	--	0.10%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出核心指数(年比)	Oct	1.70%	--	1.70%
11/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	Nov	47	--	43.3
11/30/2012 22:45	芝加哥采购经理指数	Nov	50.5	--	49.9
12/03/2012 21:58	Markit 美国 PMI 最终	Nov	51.4	--	--
12/03/2012 23:00	ISM 制造业	Nov	51.2	--	51.7
12/03/2012 23:00	ISM 支付价格	Nov	54.3	--	55
12/03/2012 23:00	建筑开支月环比	Oct	0.40%	--	0.60%
12/04/2012 06:00	汽车总销售量	Nov	14.78M	--	14.22M
12/04/2012 06:00	国内汽车销售量	Nov	11.35M	--	11.10M
12/04/2012 22:45	ISM 纽约	Nov	--	--	45.9
12/05/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 30	--	--	--
12/05/2012 21:15	ADP 就业变动指数	Nov	151K	--	158K
12/05/2012 21:30	非农生产力	3Q F	2.80%	--	1.90%
12/05/2012 21:30	单位劳务成本	3Q F	-0.90%	--	-0.10%
12/05/2012 23:00	工厂订单	Oct	-0.20%	--	4.80%
12/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	Nov	53.6	--	54.2
12/06/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	Nov	--	--	11.60%

2. 欧元区财政会议就希腊救助款终达成一致，欧核心股回升

图 13：除英国外，其他欧猪五国国债收益率均下降。由于欧元区财政会议对希腊救助款谈判达成一致，对经济担忧情绪减弱。



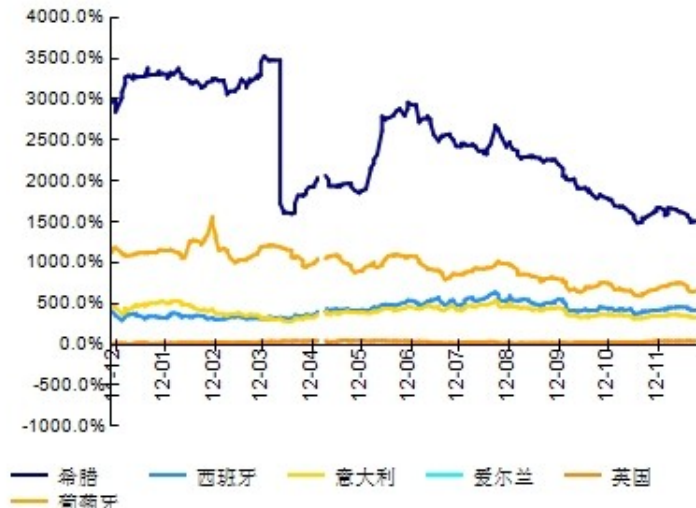
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下滑，由于希腊救助款事宜基本达成一致，其违约风险下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差均回落，对经济担忧情绪有所减缓。



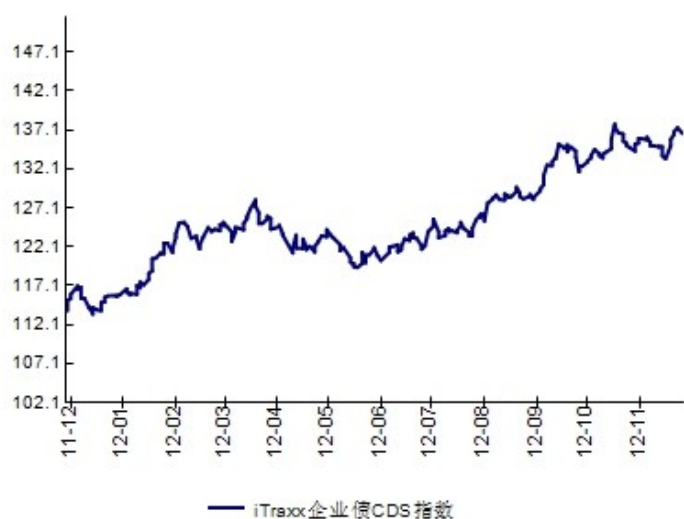
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均下滑，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。



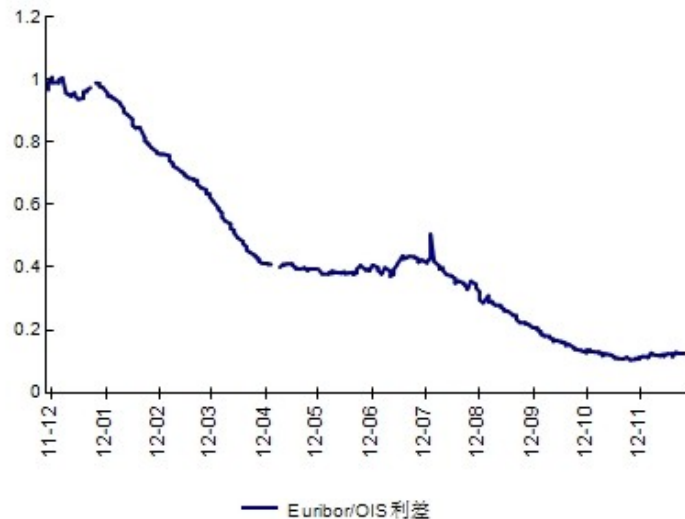
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 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: 欧元下挫, 由于 OECD 表示欧债危机仍是拖累全球经济主要威胁并下调欧元区 2013 年经济预期。



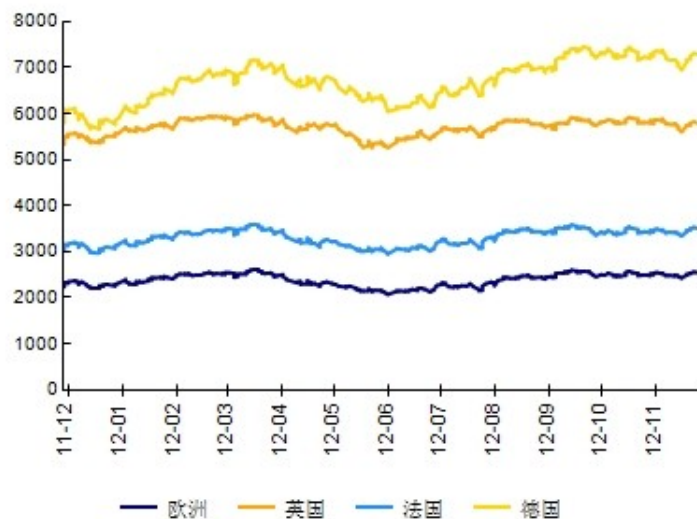
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



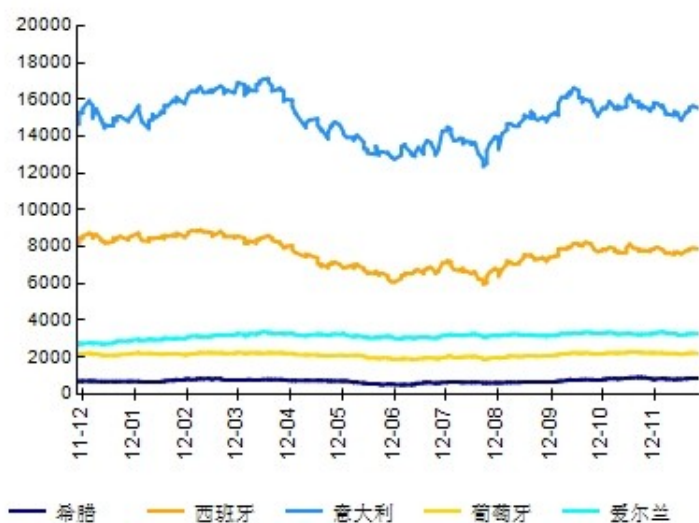
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅回升, 由于欧元区财政同意发放希腊下一笔救助款。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均下跌。



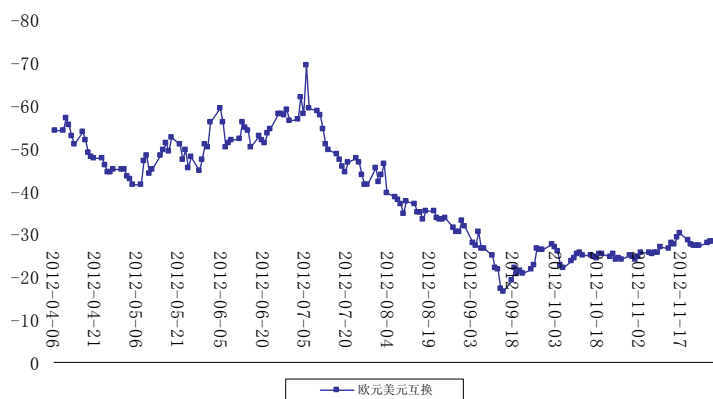
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 银行 CDS 均回落。



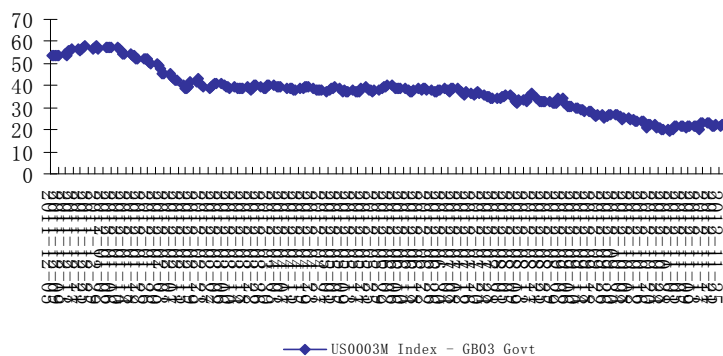
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：欧元美元互换成本下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：TED3M 回升，资金趋紧。



资料来源：ECB，申万研究

表 1：欧美重大事件日程

12月6日	欧央行公布利率决议
12月12日	美联储议息会议
12月12日	欧洲理事会会议
12月15日	意大利 189 亿欧元债务到期
12月	三驾马车审核葡萄牙、爱尔兰

资料来源：bloomberg、申万研究

表 2：欧洲主要国家的重要经济指标

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 3：2013 年欧洲边缘国家的月度未到期债务（亿欧元）

	希腊	葡萄牙	意大利	西班牙	爱尔兰	欧猪五国
2012年11月	0.87	0.52	177.0	2.1	0	180.5
2012年12月	23.4	14.8	331.0	23.5	0.4	393.0
2013年1月	36.3	13.8	212.8	217.4	5	485.2
2013年2月	12.6	19.0	398.1	83.8	0	513.6
2013年3月	13.9	25.7	175.0	134.0	0	348.6
2013年4月	17.0	8.5	463.0	218.9	59	766.2
2013年5月	71.8	13.2	70.0	71.7	0	226.7
2013年6月	12.3	12.2	258.8	80.4	0	363.6
2013年7月	7.5	18.3	221.0	212.2	0	459.0
2013年8月	22.6	0	337.4	74.8	0	434.8
2013年9月	0	63.1	216.4	80.1	0	359.6
2013年10月	0	19.6	80.0	210.6	0	310.2
2013年11月	0	0	185.3	28.3	0	213.6
2013年12月	0	0	207.6	16.0	0.0	223.6

资料来源：彭博、申万研究

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	11-11-19	Aa1	负面	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
	88-09-28	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	12-10-10	BBB-	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
	01-12-13	AAA	正面	09-01-19	AA+	负面			
				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。