

2011 年 10 月 14 日

一切才刚刚开始——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 14 日

欧盟巴罗索方案提出后，10 月 13 日欧洲股市收跌，收盘之后，标普调降西班牙信用评级至 AA-，评级展望为负面，理由是西班牙经济增长放缓与银行业风险增加。惠誉下调瑞银等欧洲 4 家银行评级，并将巴克莱等 7 家金融机构评级置于负面观察名单，理由是监管压力加重，金融市场正面对新挑战。

10 月 13 日，斯洛伐克议会通过了 2012 年 3 月 10 日提前举行大选的决议和 EFSF 扩大决议。

总体判断：

- | 一千五百年前，中国的怀让禅师在教弟子解决问题之道时说了一句著名禅语：“人坐在牛车上，牛车不走了，是打车呢？还是打牛？”
- | 债务危机意味着免费午餐的结束。国债是理论上风险最低的资产，当这层基础资产的安全性都被市场怀疑后，整个金融体系就有被颠覆的风险。
- | 银行流动性危机只是主权债务危机的衍生物。欧洲领导人如果能解决市场对国债的信任危机，那么银行流动性危机也可迎刃而解。对国债的信任危机则基于经济。因此过去一年的流动性救助无法提升债务评级，财政紧缩只会迎来评级下调。
- | 欧美市场过去一周基于欧洲领导人救市预期的反弹行情结束了，市场只是在黑暗中寻找光明。欧洲领导人并没有本质进步，他们只是在危机演化到不可收拾时才出场应对，希腊、欧猪、银行阶段都是如此。
- | 欧债危机为什么一直没有方案解决？一言以蔽之，欧洲人的心态依然是各自为政。从国家内部来说，法国纳税人不愿意为银行买单。国与国之间，德国选民更不愿意为别国危机买单。
- | 英国经济情况要比德国糟糕得多，但是市场给德国国债的评价更低。这确实是欧元区的悲剧。谁来拯救欧元区呢？本应是欧央行。可是市场看到的却是被德国人控制的欧央行在上半年还在不断加息。欧央行在 11 月应该做的是降息，以最低资金成本保证银行流动性，继续从银行体系大幅购买欧猪国家债券，为 EFSF 担保使其规模扩大甚至直接 QE。市场期盼新央行行长意大利人上台会有方向性改变，但我们认为可能是换汤不换药。
- | 国债与银行债评级下调（见 P10：主权债评级表）的过程还远未结束，银行账上债券风险权重上升（见 P9 表 2 和 3）的过程也才刚刚开始。如果欧洲危机没能妥善解决，目前脆弱的美国经济也将非常危险。也许这次全球再危机，应该占领的不是华尔街，而是欧央行。
- | 美国上周初申请失业金人数与 8 月贸易逆差略减，经济企稳迹象与联储内部的巨大分歧决定了 11 月 1 至 2 日的议息会议上不会有重大举动。我们认为 OT 将继续，伯南克可能推行降低存准利率等温和措施。但在欧债危机的不确定性下，QE3 在明年依然是一种可能。人民币对美元最近出现了抗议性下跌，虽然人民币汇率议案最终不会通过，但是明年人民币对美元的升值压力依然较大
- | 下周关注：美国：10 月 17 日 工业产值（预期 0.2%，前期 0.2%）
10 月 18 日 PMI 环比（预期 0.2%，前期 0.0%）
欧元区：10 月 14 日 欧元区 CPI 月环比（预期 0.8%，前期 0.2%）
10 月 23 日 欧盟峰会

相关研究

不是解决方案，却是危机本身——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 13 日

望梅止渴——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 12 日

曙光乍现，前途曲折：期待欧洲版救市方案——国际金融市场风险监测 2011 年 9 月 28 日

重演 2008 年初？——国际金融市场风险监测 2011 年 9 月 26 日

市场醒来 只会更痛——国际金融市场风险监测 2011 年 9 月 23 日

欧美经济再危机，亦是传统经济学危机——国际金融市场风险监测 2011 年 9 月 22 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com
谢伟玉 (8621)23297464
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

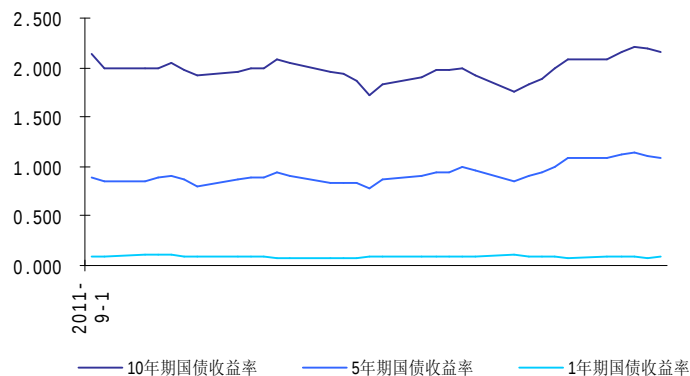
联系人

陈果 (8621)23297336
chenguo@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>

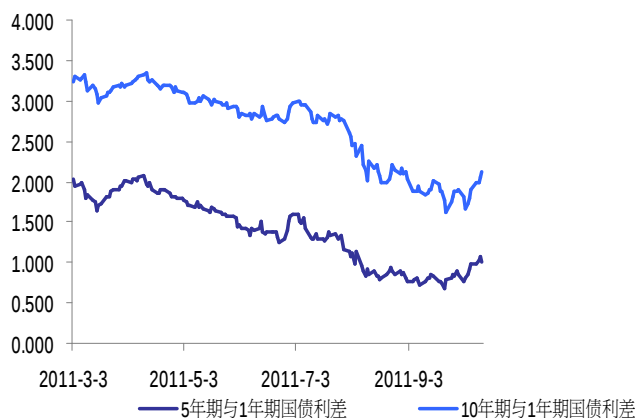
1. 大摩投行利润下滑，美股商品均跌。

图 1：美国国债收益率下跌，显示对经济形势的担忧情绪有所增加。



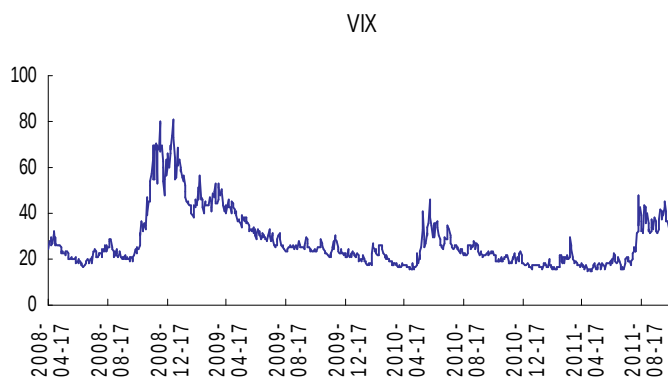
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差小幅下降，对长期经济形势担忧加剧。



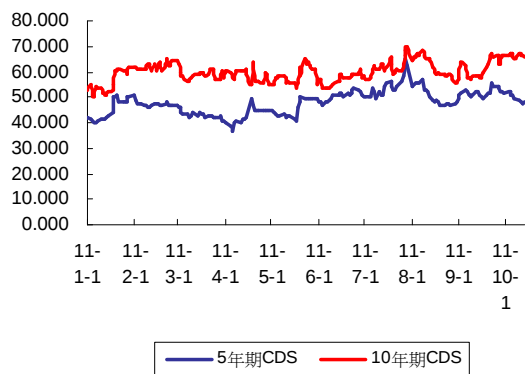
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续下降，显示股市波动风险减弱。



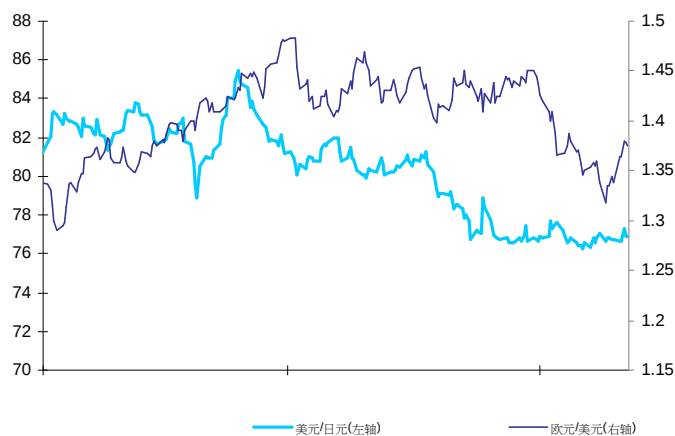
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 上升，对债务违约风险的短期担忧增加。



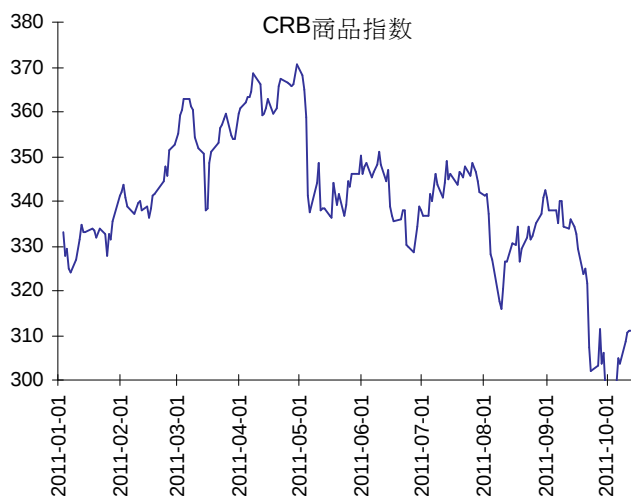
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元小幅回落, 由于美国第二大银行大摩所公布的会计报告不理想。



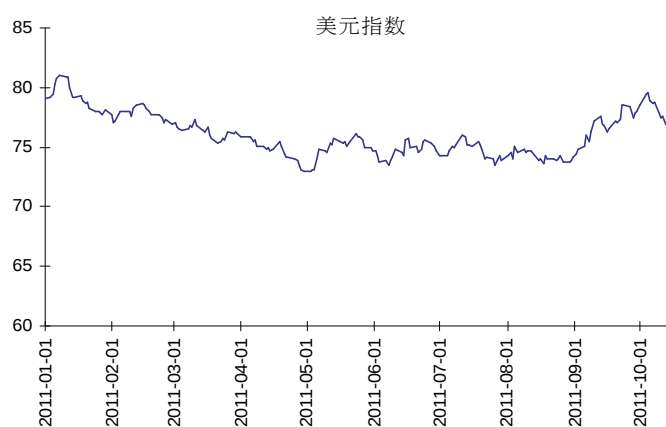
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格回落, 近期对欧债危机投入太多乐观估计, 而大摩最新会计报告不理想导致风险情绪上升。



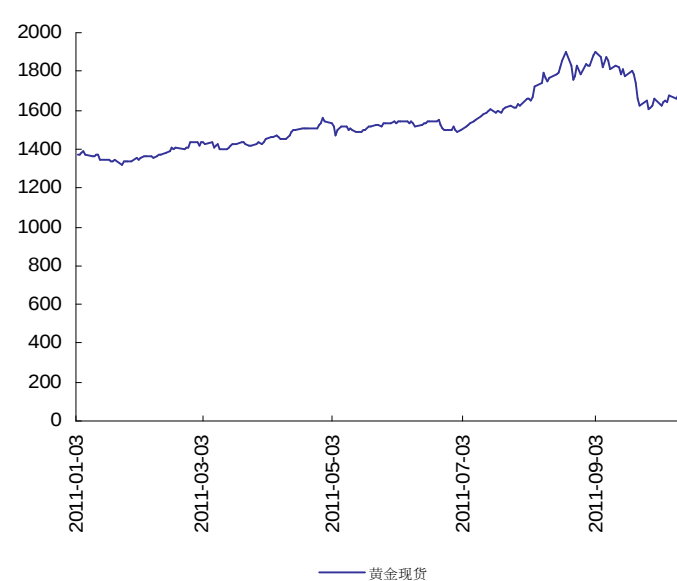
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数回升, 对避险资产需求增加。



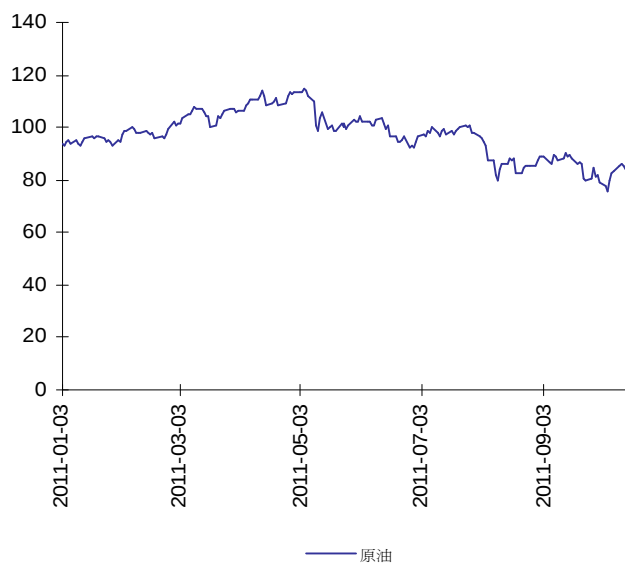
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格下跌, 对其避险需求转移至美元。



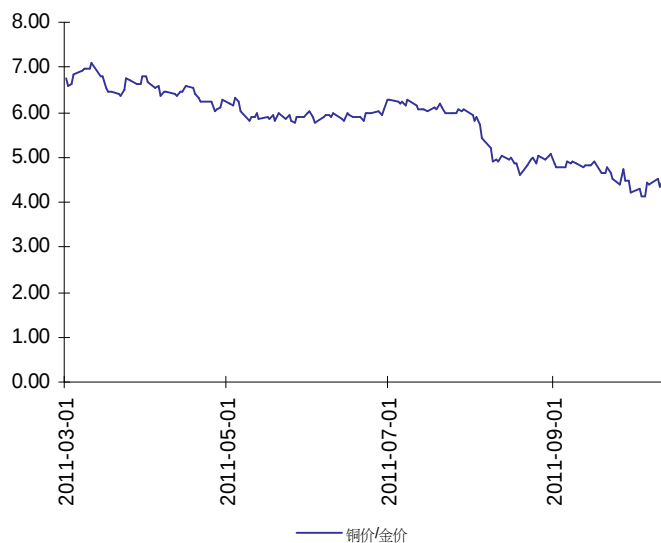
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格继续下跌, 由于原油库存量上涨超预期而需求有所下降而导致。



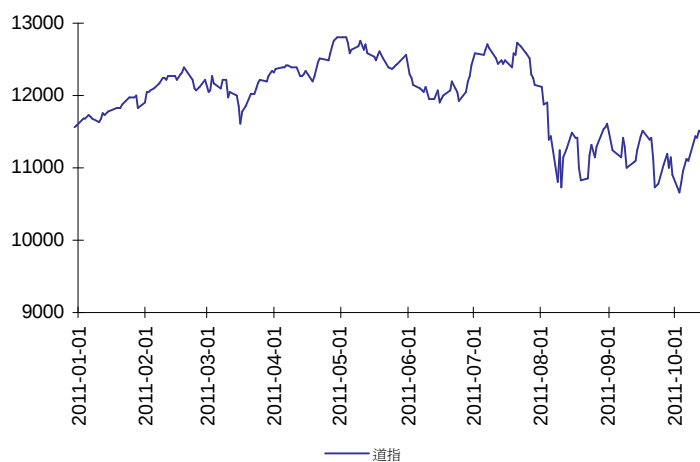
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下降, 铜价小幅回升, 金价继续下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下挫, 由于大摩最新会计公告显示投行业务利润比上季下滑 13% 导致银行股领跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor/OIS 利差持续上升, 由于评级机构惠誉将包括高盛和小摩在内的 7 家全球性银行的评级展望定为负面, 表明银行体系对风险担忧有所加剧。



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	修正值
10/03/2011 22:00	建筑开支月环比	AUG	-0.20%	1.40%	-1.30%	-1.40%
10/03/2011 22:00	ISM 制造业	SEP	50.5	51.6	50.6	--
10/03/2011 22:00	ISM 支付价格	SEP	54.8	56	55.5	--

10/04/2011 05:00	汽车总销售量	SEP	12.60M	13.04M	12.10M	--
10/04/2011 05:00	国内汽车销售量	SEP	9.75M	10.17M	9.52M	--
10/04/2011 22:00	工厂订单	AUG	0.00%	-0.20%	2.40%	2.10%
10/05/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	SEP 30	--	-4.30%	9.30%	--
10/05/2011 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	SEP	--	211.50%	47.00%	--
10/05/2011 20:15	ADP 就业变动指数	SEP	75K	91K	91K	89K
10/05/2011 22:00	ISM 非制造业综合指数	SEP	52.8	53	53.3	--
10/06/2011 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	OCT	--	39.2	40.2	--
10/06/2011 20:30	首次失业人数	OCT 1	410K	401K	391K	395K
10/06/2011 20:30	持续领取失业救济人数	SEP 24	3725K	3700K	3729K	3752K
10/06/2011 21:45	彭博消费者舒适度	OCT 2	-52	-50.2	-53	--
10/06/2011 23:29	ICSC 连锁店销售 同比	SEP	--	5.50%	4.60%	--
10/07/2011 20:30	非农就业人数增减	SEP	60K	103K	0K	57K
10/07/2011 20:30	非农私企就业人数增减	SEP	90K	137K	17K	42K
10/07/2011 20:30	制造业就业人数增减	SEP	0K	-13K	-3K	-4K
10/07/2011 20:30	失业率	SEP	9.10%	9.10%	9.10%	--
10/07/2011 20:30	就业不足率 (U6)	SEP	--	16.50%	16.20%	--
10/07/2011 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	SEP	0.20%	0.20%	-0.10%	-0.20%
10/07/2011 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	SEP	1.90%	1.90%	1.90%	1.80%
10/07/2011 20:30	周平均工时 所有员工	SEP	34.2	34.3	34.2	--
10/07/2011 20:30	家庭调查就业率变动	SEP	--	398	331	--
10/07/2011 22:00	批发库存	AUG	0.60%	0.40%	0.80%	--
10/08/2011 03:00	消费者信用	AUG	\$8.000B	-\$9.501B	\$11.965B	\$11.920B
10/11/2011 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	SEP	89	88.9	88.1	--
10/11/2011 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	OCT	38.4	40.3	39.9	--
10/12/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	OCT 7	--	1.3%	-4.30%	--
10/12/2011 22:00	JOLTS 职位空缺	AUG	--	3056	3228	--
10/13/2011 02:00	Minutes of FOMC Meeting					
10/13/2011 20:30	贸易余额	AUG	-\$45.8B	-45.6B	-\$44.8B	--
10/13/2011 20:30	首次失业人数	OCT 8	405K	404K	4.1K	--
10/13/2011 20:30	持续领取失业救济人数	OCT 1	3710K	3670K	3700K	--
10/13/2011 21:45	彭博消费者舒适度	OCT 9	--	-50.8	-50.2	--

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	修正值
10/14/2011 20:30	进口价格指数(月环比)	SEP	-0.40%	--	-0.40%	--
10/14/2011 20:30	进口价格指数(同比)	SEP	12.40%	--	13.00%	--
10/14/2011 20:30	商品零售额	SEP	0.70%	--	0.00%	--
10/14/2011 20:30	除汽车外零售额	SEP	0.30%	--	0.10%	--
10/14/2011 20:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	SEP	0.30%	--	0.10%	--
10/14/2011 21:55	密执安大学消费者信心	OCT P	60.4	--	59.4	--
10/14/2011 22:00	营运库存	AUG	0.40%	--	0.40%	--

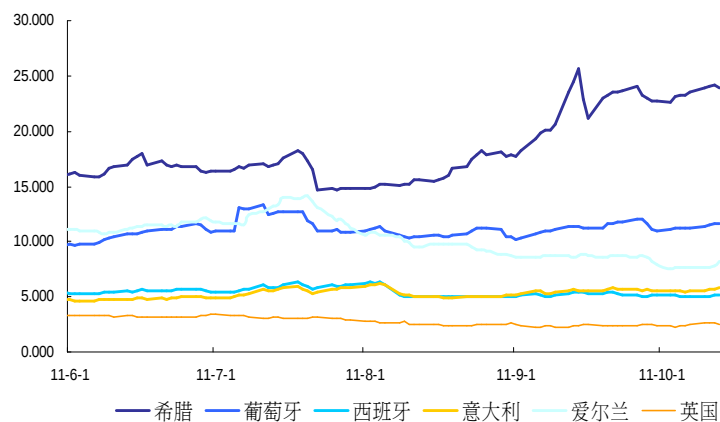
11-15 OCT	预算月报	SEP	-\$64.0B	--	-\$34.6B	--
-----------	------	-----	----------	----	----------	----

美联储议息会议决定公布时点

11/03/2011 00:30	FOMC 利率决策
12/14/2011 03:15	FOMC 利率决策

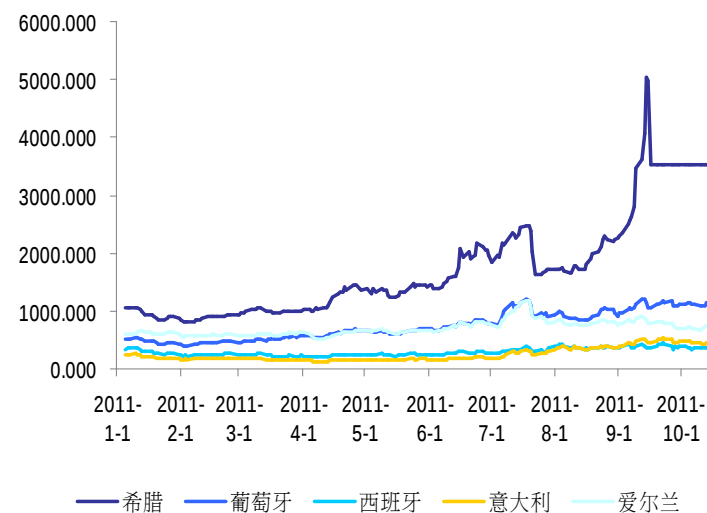
2. 银行危机担忧仍在，欧股欧元下跌。

图 13：除希腊外和英国外，其他欧猪五国国债收益率均继续上涨，对债务危机的风险情绪加剧。



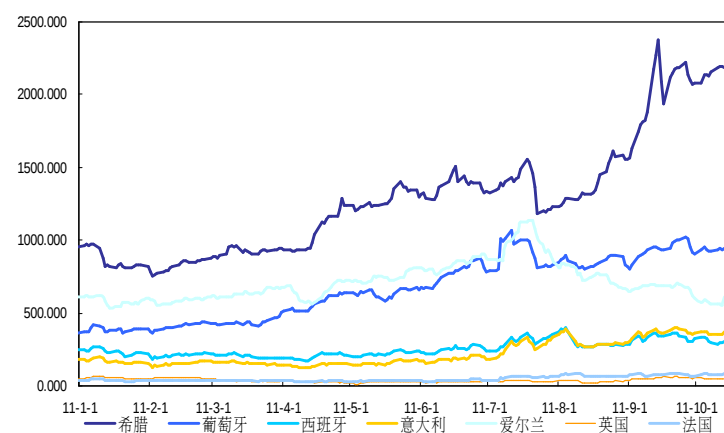
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



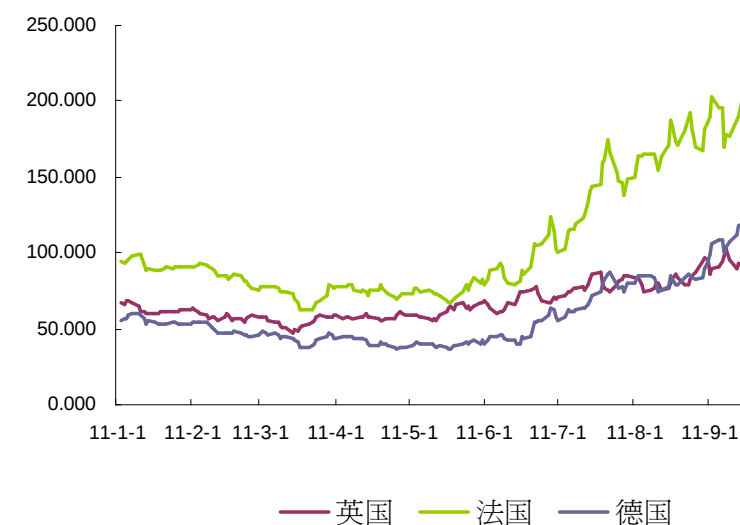
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊外，其他国家国债利差上升，对债务危机的风险情绪增加。



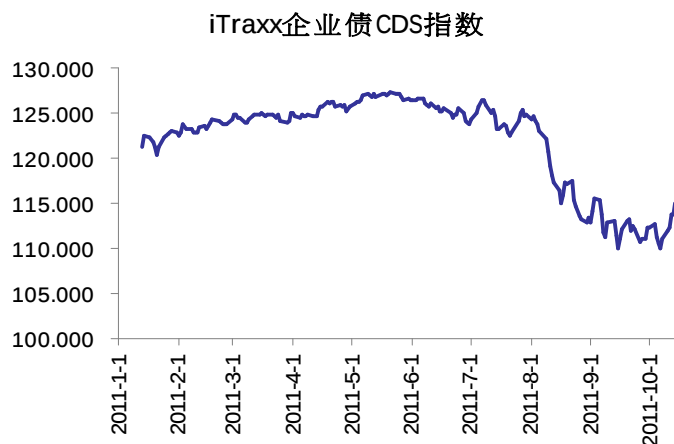
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，由于西班牙评级被标普下调，对经济形势的担忧情绪加剧。



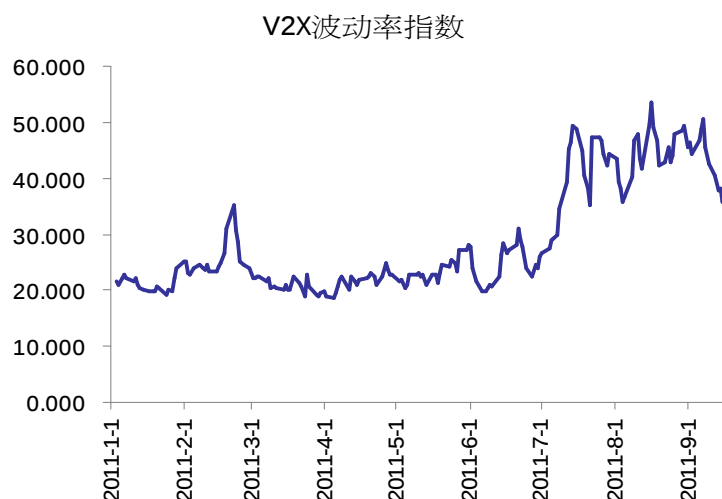
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 小幅下降，对企业违约风险情绪有所缓和。



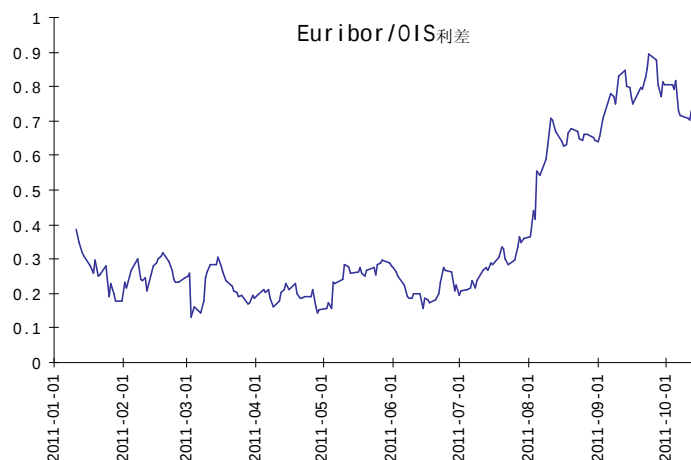
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动率大幅上升，股市波动风险增加。



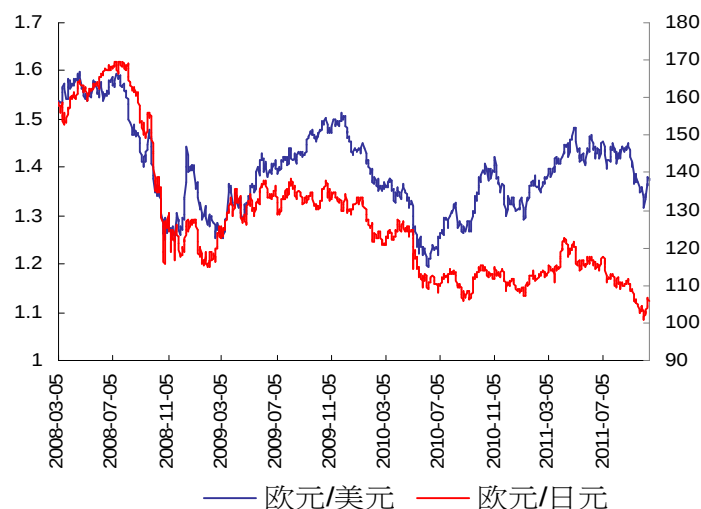
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor/OIS 利差上升，由于 UBD 和 RBS 等银行长期信用评级被惠誉下调 2 档，显示银行信贷压力增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元继续下跌，由于西班牙评级遭标普下调而 RBS 和 UI 长期信用评级被惠誉下降 2 档。



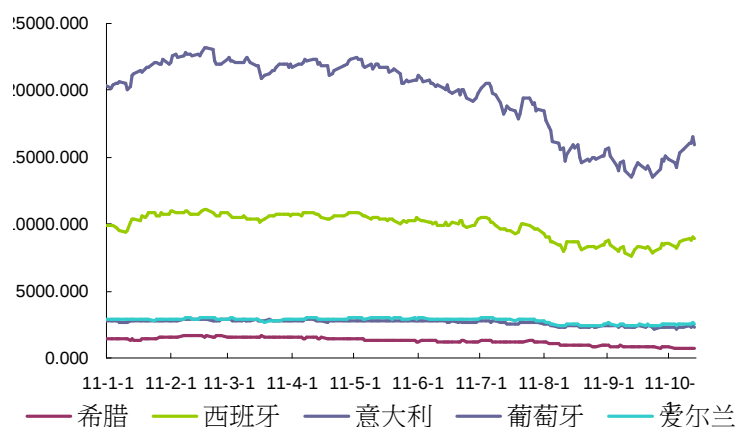
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎继续下降, 对其避险需求转移至美元、日元。



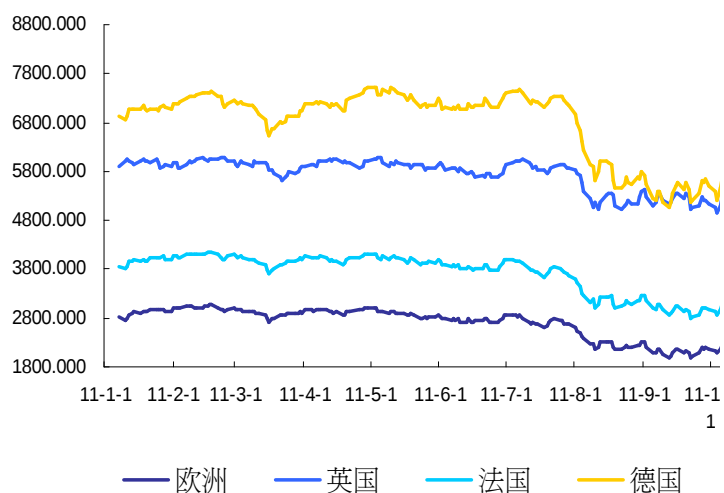
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下滑。



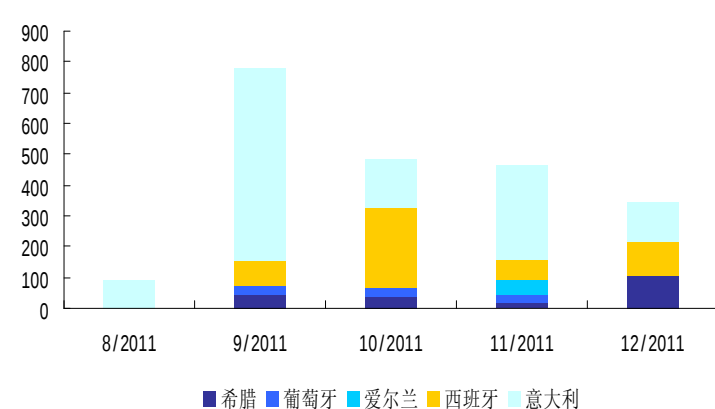
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于西班牙评级遭标普下调而 RBS ; UBS 长期信用评级被惠誉下降 2 档。



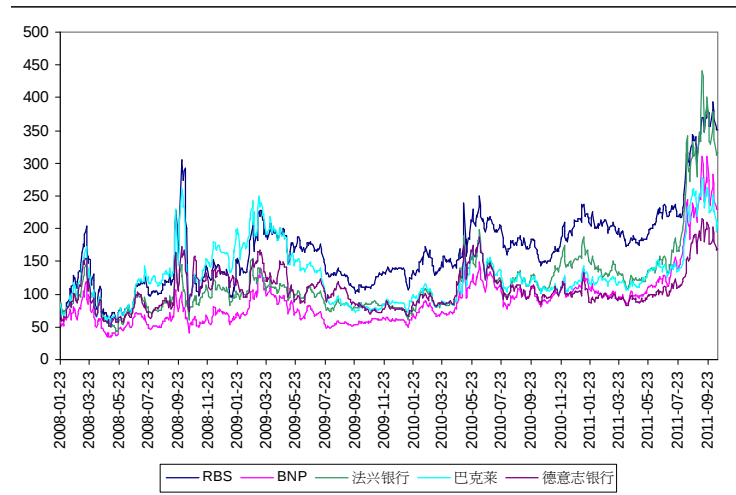
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国今年未偿还债务显示, 9 月将是下半年偿债高峰



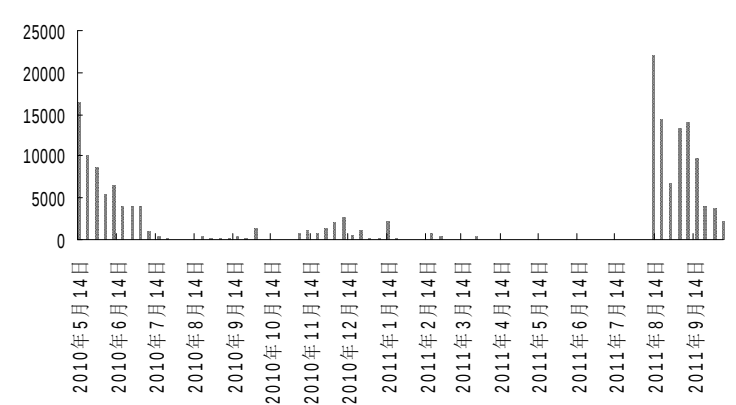
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上涨，因包括高盛和小摩的 7 家全球银行评级展望定为负面而且 RBS 和 UBS 等 4 家欧洲银行评级遭惠誉下调。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：ECB 每周购置债券量（单位：百万欧元）。



资料来源：Bloomberg，申万研究

表 1：欧洲银行持有欧猪五国外债（单位：亿欧元）。

	欧洲银行	法国银行业	德国银行业	英国银行业
希腊	1015.04	422.25	253.20	105.00
爱尔兰	2514.15	220.43	880.25	1006.85
葡萄牙	1449.21	200.33	271.08	180.97
西班牙	4708.07	1047.07	1354.63	797.59
意大利	5837.80	2923.74	1208.67	494.49

资料来源：BIS，申万研究（注：数据更新截止至 2011 年 3 月）

表 2：评级对应银行债风险权重

银行信用评级	AAA 至 AA-	A+至 A-	BBB+至 BBB-	BB+至 B-	B-以 下	未评级
风险权重	20%	50%	50%	100%	150%	50%
风险权重（对短期债务）	20%	20%	20%	50%	150%	20%

资料来源：申万研究

表 3：评级对应主权债风险权重

评级	AAA ~AA-	A+~A-	BBB+~BBB-	BB+~B-	B-以下	未评级
风险权重	0%	20%	50%	100%	150%	100%

资料来源：申万研究

表 4：欧洲银行的流动性风险

2011.6.30	一级核心资本金率	杠杆比率	短借/计息资本
法国巴黎	9.6	25.5	26
农业信贷	9.1	31.7	19
法兴银行	9.3	25.8	36
德国商业	10	25.9	18
德意志	8.7	50.3	
巴克莱	11	27.9	
汇丰	10.8	19.9	12
苏格兰皇家	11.1	19	
BBVA	9.2	15.1	
桑坦德		37.9	
联合圣保罗	10.2	10.7	16
联合信贷	9.1	20.7	16

资料来源：申万研究

欧洲主权债务评级

	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	11-07-25	Ca	负面	11-07-27	CC	负面			
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	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
	11-03-07	B1	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-12-21	BBB*-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-12-08	BBB+	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面	09-10-22	A-	负面
	09-10-29	A1*-	负面	09-12-07	A*-	负面			
法国	88-09-28	AAA	正面	92-07-27	AAA	正面	95-10-26	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	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							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
荷兰	98-05-05	AAA	正面	95-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
葡萄牙	11-07-05	BA2	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-04-01	BBB*-	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	11-03-24	A*-	负面
	10-12-21	A1*-	负面	10-11-30	A*-	负面	10-12-23	A+	负面
	10-07-13	A1	负面	10-04-27	A-	负面	10-03-24	AA-	负面
	10-05-05	AA2	负面	09-01-13	AA-	负面	98-06-04	AA	正面
				09-01-12	A+	负面			
西班牙				11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	11-03-10	Aa2	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	10-06-30	AAA*-	负面						
	01-12-13	AAA	正面						
匈牙利	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						

说明：巴塞尔：资本金/风险权重加权资产=8%

欧猪五国月度到期债务(单位：亿欧元)

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	欧猪五国合计
9/2011	42	35	0	76	623	776
10/2011	36	33	0	257	157	776
11/2011	20	25	46	69	305	465
12/2011	102	4	0	106	131	465
1/2012	16	22	0	77	156	344
2/2012	8	8	0	126	543	271
3/2012	164	15	58	72	359	685
4/2012	0	0	0	208	363	668
5/2012	89	0	0	76	72	714
6/2012	6	107	0	66	84	237

欧猪五国今年将到期的债务明细

希腊	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/14/11	2,000,000	
	10/21/11	1,625,000	
	11/11/11	2,000,000	
	12/16/11	2,000,000	
	12/19/11	1,172,000	51,568
	12/22/11	979,608	
	12/29/11	5,231,000	
	12/30/11	714,741	35,737
	合计	28,050,614	322,535

意大利	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/14/11	7,150,000	
	10/31/11	8,525,000	
	11/01/11	27,000	257
	11/01/11	15,479,000	154,790
	11/15/11	6,050,000	
	11/30/11	8,800,000	
	12/15/11	4,161,000	
	12/30/11	8,800,000	
	12/31/11	150,000	2,876
	合计	136,981,000	810,993

西班牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/17/11	500,000	25,000
	10/20/11	8,700	112
	10/21/11	10,041,531	
	10/26/11	300,000	3,777
	10/31/11	14,092,900	753,970
	11/15/11	1,500,000	52,500
	11/18/11	5,388,816	
	12/01/11	164,000	3,280
	12/07/11	750,000	33,750
	12/09/11	1,850,000	62,438
	12/15/11	100,000	1,580
	12/16/11	7,677,762	
	合计	61,812,711	943,168

葡萄牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	10/21/11	3,274,900	
	11/18/11	2,491,900	
	12/23/11	423,000	
	合计	12,738,400	

爱尔兰	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	11/11/11	4,397,000	175,880

欧央行议息会议决定公布时点

11/03/2011 20:45	欧洲央行公布利率
12/08/2011 20:45	欧洲央行公布利率

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。