

世界经济

2011 年 10 月 17 日

短期有期盼，中期仍黑暗——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 17 日

欧盟领导人将在 23 日前讨论希腊债务重组、加强银行资本，以及提高援助基金规模等危机应对方案。提交于在 11 月 3 日到 4 日的 20 国集团会议。

总体判断：

- I **投资结论：**我们继续认为 10 月 23 日欧盟峰会前，欧美市场短期将在期盼救市方案中度过。但从更长期角度看，欧洲未来难见光明。
- I **最近的主要变化：**欧盟有了解决欧洲银行流动性危机的迫切感，G20 财长峰会美国反对新兴国家现在注资 IMF 救助欧洲。从目前欧盟的应对方案来说，我们不认为欧洲危机就到此为止了。
- I **这轮市场对欧债危机难解的恐慌升级也受美债评级下调影响，未来美债依然可能进一步下调。**欧盟方案的好处是稳定了市场对大银行破产的恐慌性情绪。因此，全欧洲银行流动性危机最坏的时候已经过去。但这个解决方案也带来了成本：主权债务危机蔓延，经济遭遇信贷紧缩。
- I **银行资本重组的成本：经济被去杠杆。**欧盟可能只强制要求 50 家左右有系统性风险的大银行提高资本充足率。法国政府对法国银行业注入资本可能使其评级前景负面，而意大利等国银行将被迫收缩信贷，不能排除在欧猪国家出现银行倒闭。而主权债信任危机可能蔓延，欧猪国家经济将面临进入萧条的风险。（参见 P14 表 4：欧洲银行持有欧猪五国外债；表 6：欧洲银行的流动性风险）
- I **未解的主权债危机：希腊之后有葡萄牙。**《飞鸟尽，良弓藏》，希腊将在 11 月初获得 80 亿贷款，但在法德银行整固后，在明年 3 月前希腊将进入有序违约程序。在此之后，希腊很可能需要通过发行资产抵押债券融资。而正在走向萧条的葡萄牙在 6 月迎来偿债高峰，可能要求获得类似希腊的债务重组。（参见 P12 表 1：欧洲主要国家债务相关情况；表 8：欧猪五国月度到期债务）
- I **紧缩加剧政局动荡：**希腊如继续财政紧缩，将失去选民支持。反对党如能成功提前大选，则可能全民公投退出欧元区。希腊如退出欧元区导致的影响依然难以估量。萨帕特罗势必输去 11 月 20 日的大选，但未来的西班牙首相拉霍伊与现在的葡萄牙新任总理都将为了获取欧洲援助继续紧缩，意大利议会信任投票显示贝卢斯科尼已近临界。“占领华尔街”运动可能影响欧洲政治格局。（参见 P3 资本主义的迷失-----对“占领华尔街”运动的评论）
- I **与大众的不同：**欧洲危机本质是全球化浪潮下的竞争力危机，联合不提升竞争力，财政联盟只是更好推进紧缩的别名。从经济上说欧洲的联合是一场糟糕的婚姻。这种结合使得南欧人更依赖于德国的转移支付，而德国人却要无休止地提供援助与减免债权，害人害己。这种机制赏罚不分，不符资本主义精神。欧洲的竞争力危机也来自缺乏优胜劣汰机制，危机孕育创造性毁灭的功能也被扼杀。（参见 P2 糟糕的婚姻-----欧洲长期前景之展望）
- I **本周关注：**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 20 日希腊议会财政紧缩方案投票
10 月 23 日 欧盟首脑会议

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
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮
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>

糟糕的婚姻

-----欧洲前景之展望

欧洲联盟的政治意义是或许可以让德国借助这个平台重新成为世界一极。

但更大的趋势是全球化浪潮下欧洲竞争力的丧失。所谓债务危机，只是现象。欧洲的这种联合不能提升竞争力，没有扭转这种趋势。因此市场现在也认识到欧元的价值，如同企业简单合并不能为股东创造价值一样

从经济上说，欧元区确实是一场糟糕的婚姻。

将勤奋的德国人与懒惰的法国人，南欧人结合在一起是一种低效的组合。这种结合使得南欧人更依赖德国的转移支付，而德国人却要无休止地提供援助与减免债权。

这种赏罚不分是不符资本主义精神的。而资本主义的倒退正是欧洲竞争力危机的一个原因。

如果我们认为历史终将往进步的方向演化，那么这种结合终将改变。

一种流行的观点是从政治角度看，德国将借机促成财政联盟的形成。

实际上财政联盟只是更好推进财政紧缩的别名，将使欧洲经济走向萧条。

德国人接管欧洲最后将欧洲人都变成德国人恐怕只是一厢情愿。

另一种流行的观点是过去德国经济一直受益于欧元，这是可疑的。

2000-2005年，德国经济都一直落后于欧洲平均增速。

德国人的思路不在汇率操纵，实际上，德国人控制欧央行后，对外也没有采用弱欧元的策略。

德国人的成功在于坚定做强制造业，其他大多数国家在竞争力危机下都在推动发展相对容易的金融地产。大周期下滑时，英美法西爱皆一蹶不振。

每一个以房地产为核心产业的国家都没能善始善终。消费国经济体都已经崩溃。

对于中国的启示可能是转型消费，走向崩溃。中国应该坚定做生产国，走制造强国路线，外向型经济体其实证明了生产方面的全球竞争力。

分手总有成本，因此糟糕婚姻也能维持很长时间，比如美国在线与时代华纳。此前提到希腊留在欧元区并非稳定结构，而葡萄牙等也有退出欧元区的可能。从一时一地看，这带来很多麻烦与成本。从更长历史角度看，这不是崩溃，是一种改良。

对于中国来说，欧洲衰败也是机会。成功的海外并购将带来更多企业扩张，技术升级与市场拓展。

资本主义的迷失

-----对“占领华尔街”运动的评论

论规模，“占领华尔街”刚开始本是纽约一次司空见惯的百人游行，但这个响亮的口号触动了再危机时代资本主义社会最敏感的神经，一经媒体报道，顷刻应者云集，浪潮席卷欧美。

“占领华尔街”的群众基础轻易难消

现实矛盾：纳税人节衣缩食救助犯下错误的金融业，华尔街很快过上了好日子，低收入者却仍在苦苦挣扎。

经济背景：回归繁荣的预期幻灭，失业难降，通胀攀升，财政紧缩：中低收入阶层将面临空前困境。

政治背景：美国没有真正代表低收入阶层的政治力量。金融资本势力已“太大而不能动”，奥巴马也没有推动华尔街变革。

“占领华尔街”反映了资本主义的迷失

美国人不患不均而患不公。

也许是西方世界老了，欧美在践行资本主义路线上出现了迷失，太多的“太大不能倒”，使得本应工作的劳动者被政府养在家，本应淘汰的企业被政府救起，应该破产的国家在持续被救助。

资本主义开始了大锅饭：赏罚开始不公，勤劳者在为懒惰者付账，守正者在为犯科者买单。

在这种路线下，资本主义危机孕育创造性毁灭的功能也被扼杀了。

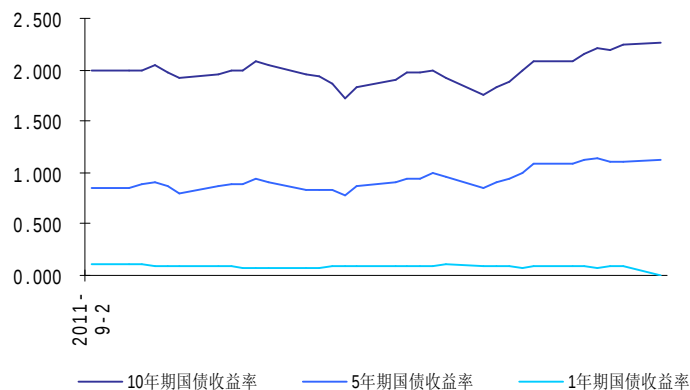
“占领华尔街”可能影响未来欧洲政治

如我们以前所说的，德国确实发生了“占领欧央行”运动。在欧洲，救助国反救助，被救国反紧缩。

席卷西方的这场群众运动虽暂时缺乏领导与方向，但其势已成。这种力量不可小视，很难想象它将一无所获就自然终结，这场运动可能对未来欧洲政治格局产生影响。

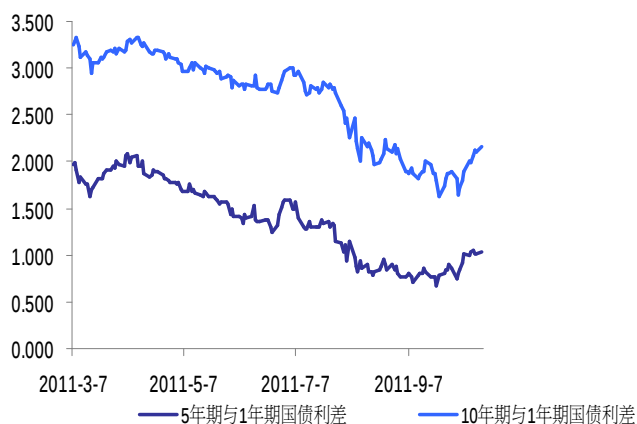
1. 期盼 23 号欧盟峰会，美股商品均上涨。

图 1：美国国债收益率上升，显示对经济形势的担忧情绪有所缓和。



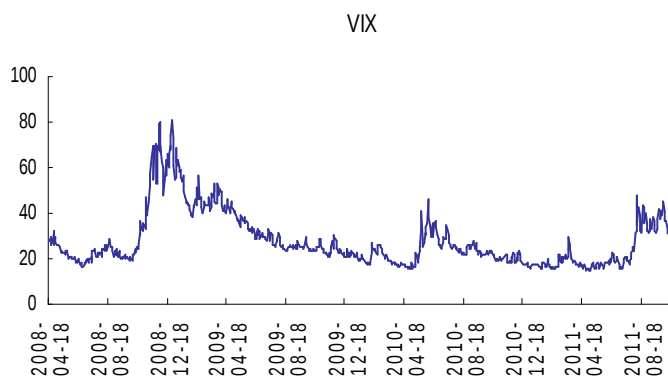
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差回升，对长期经济形势担忧缓和。



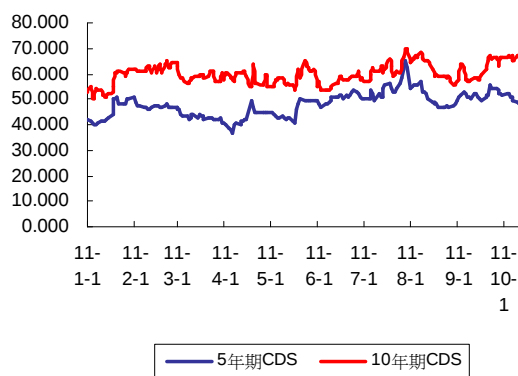
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续下降，显示股市波动风险减弱。



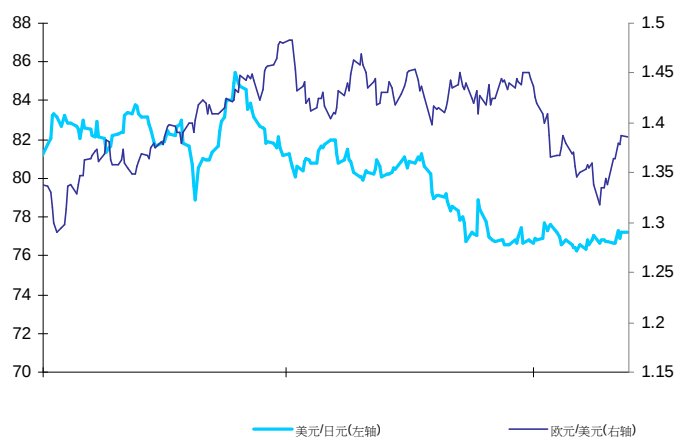
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均下降，对债务违约风险的担忧有所下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元上涨, 由于 G20 上各财政部长和央行行长表示将尽努力去中止欧债危机。



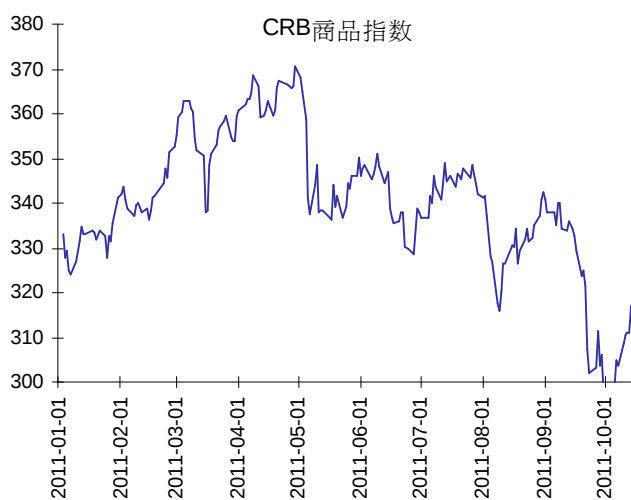
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数回升, 对避险资产需求增加。



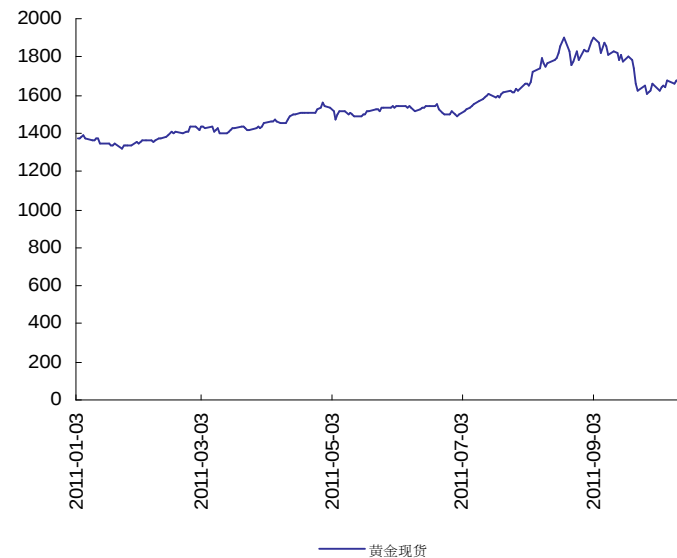
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格大幅上涨 2%, 由于 G20 上各国将尽努力阻止经济萧条致使经济信心上升。



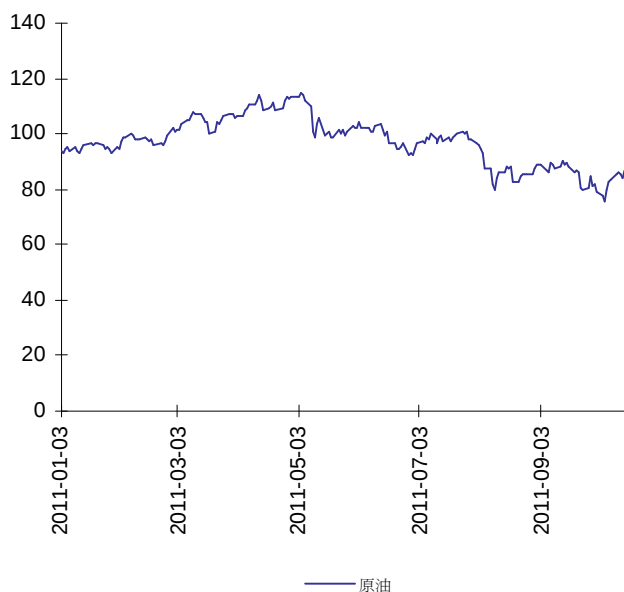
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格下跌, 对其避险需求转移至美元。



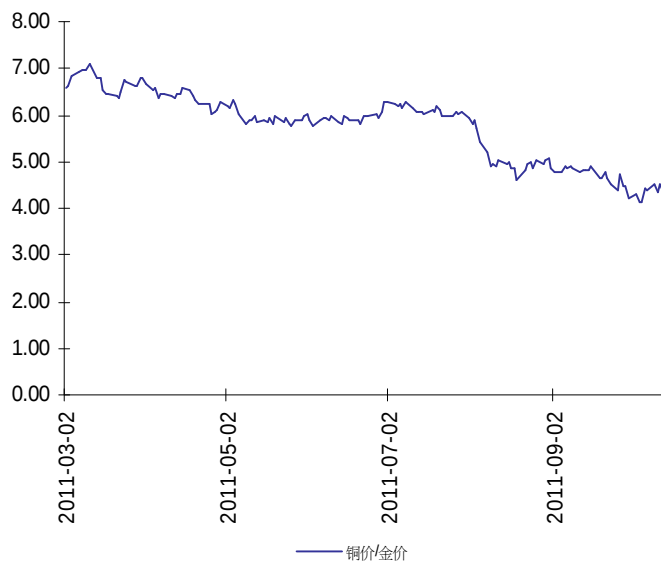
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格回升，由于预期美国经济将好转而欧债危机缓和导致需求会上涨。



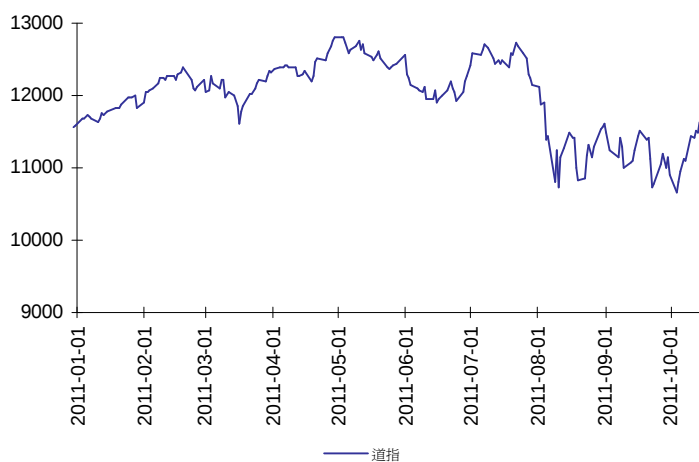
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，铜价小幅回升，预期经济会有所好转。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指回升，由于 G20 峰会上各国表示将尽努力中止欧债危机。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差持续上升，由于 G20 峰会上要求全球重要的银行额外增加资本金。



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
10/07/2011 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	--
10/14/2011 20:30	进口价格指数(月环比)	SEP	-0.40%	0.30%	-0.40%	--
10/14/2011 20:30	进口价格指数(同比)	SEP	12.40%	13.40%	13.00%	--
10/14/2011 20:30	商品零售额	SEP	0.70%	1.10%	0.00%	--
10/14/2011 20:30	除汽车外零售额	SEP	0.30%	0.60%	0.10%	--
10/14/2011 20:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	SEP	0.30%	0.50%	0.10%	--
10/14/2011 21:55	密执安大学消费者信心	OCT P	60.4	57.5	59.4	--
10/14/2011 22:00	营运库存	AUG	0.40%	0.50%	0.40%	--
11-15 OCT	预算月报	SEP	-\$64.0B	-\$64.6B	-\$34.6B	--

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
10/17/2011 20:30	纽约州制造业调查指数	OCT	-4	--	-8.82	--
10/17/2011 21:15	工业产值	SEP	0.20%	--	0.20%	--
10/17/2011 21:15	设备使用率	SEP	77.50%	--	77.40%	--
10/18/2011 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	SEP	0.20%	--	0.00%	--
10/18/2011 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	SEP	0.10%	--	0.10%	--
10/18/2011 20:30	工业品出厂价格指数(同比)	SEP	6.40%	--	6.50%	--
10/18/2011 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	SEP	2.40%	--	2.50%	--
10/18/2011 21:00	长期净 TIC 流量	AUG	--	--	\$9.5B	--
10/18/2011 21:00	净 TIC 流量总计	AUG	--	--	-\$51.8B	--
10/18/2011 22:00	NAHB 住宅市场指数	OCT	15	--	14	--
10/19/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	OCT	--	--	1.30%	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数 (月环比)	14	--	--	0.40%	--
10/19/2011 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	SEP	0.30%	--	0.20%	--

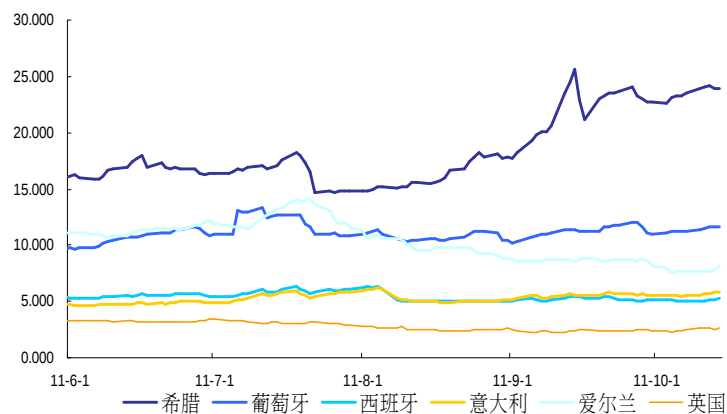
10/19/2011 20:30	消费价格指数(同比)	SEP	3.80%	--	3.80%	--
10/19/2011 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	SEP	2.10%	--	2.00%	--
10/19/2011 20:30	CPI 核心指数 经季调	SEP	--	--	226.014	--
10/19/2011 20:30	新宅开工指数	SEP	594K	--	571K	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数-无季节调整	SEP	226.931	--	226.545	--
10/19/2011 20:30	房屋开工(月环比)%	SEP	3.90%	--	--	--
10/19/2011 20:30	建筑许可	SEP	610K	--	620K	625K
10/19/2011 20:30	建筑许可(月环比)%	SEP	-2.40%	--	3.20%	--
10/20/2011 02:00	Fed's Beige Book					
10/20/2011 20:30	首次失业人数	OCT	400K	--	--	--
		15				
10/20/2011 20:30	持续领取失业救济人数	OCT 8	3680K	--	--	--
10/20/2011 21:45	彭博经济预期	OCT	--	--	-34	--
10/20/2011 21:45	彭博消费者舒适度 OCT 16				50.8	
10/20/2011 22:00	领先指标	SEP	0.20%	--	0.30%	--
10/20/2011 22:00	费城联储商业前景指数	OCT	-9.6	--	-17.5	--
10/20/2011 22:00	现房销售	SEP	4.93M	--	5.03M	--
10/20/2011 22:00	旧宅销售 月环比	SEP	-2.10%	--	7.70%	--
10/24/2011 20:30	芝加哥联储全美活动指数	SEP	--	--	-0.43	--

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

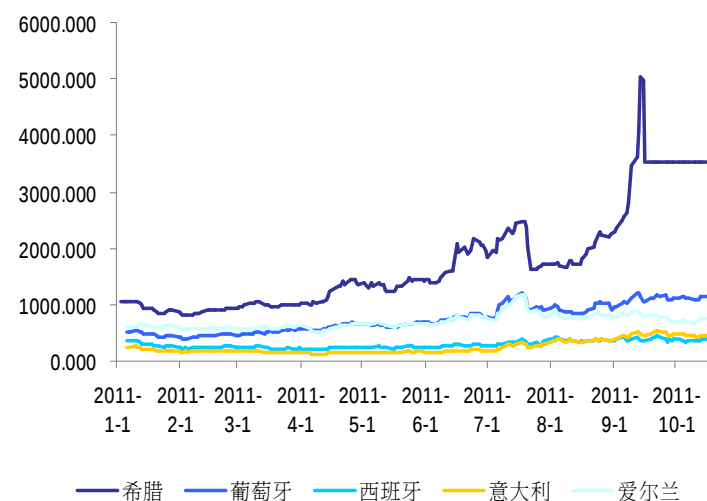
2. G20 会议同意加强金融系统监管，欧洲股市及银行 CDS 均上涨。

图 13：除希腊和意大利外，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。



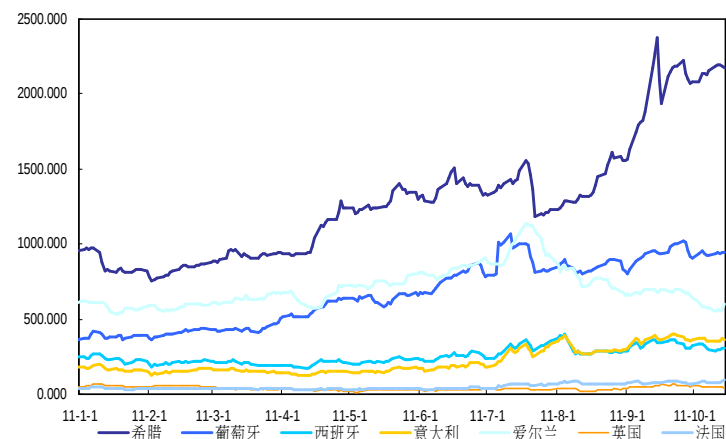
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



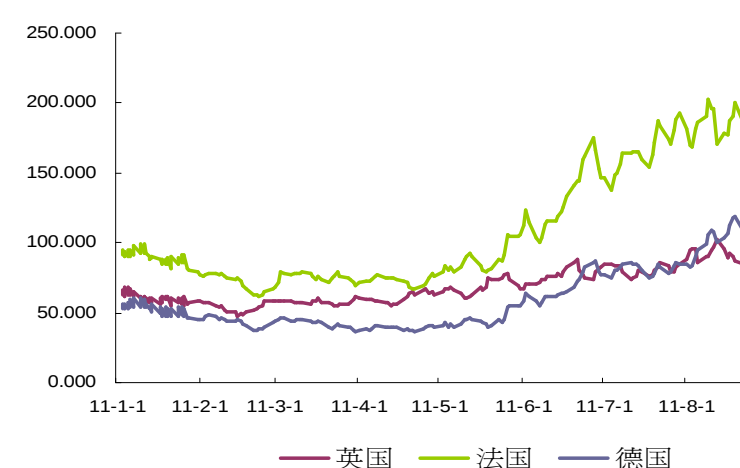
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除爱尔兰和法国外，其他国家国债利差上升，由于德国国债收益上涨，对经济担忧情绪增加。



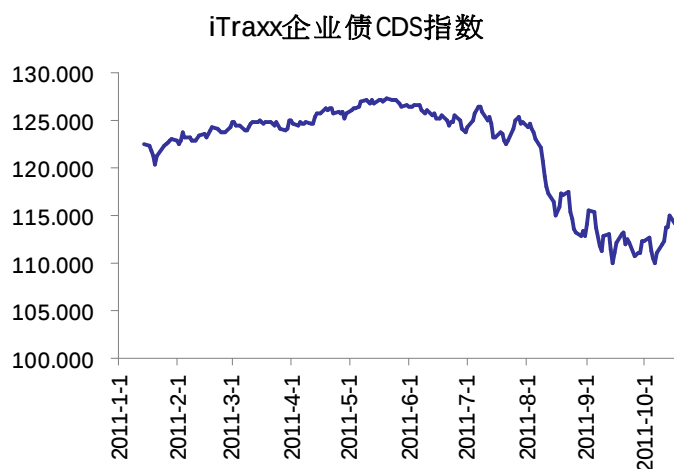
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，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 小幅回升, 对企业违约风险情绪有所加剧。



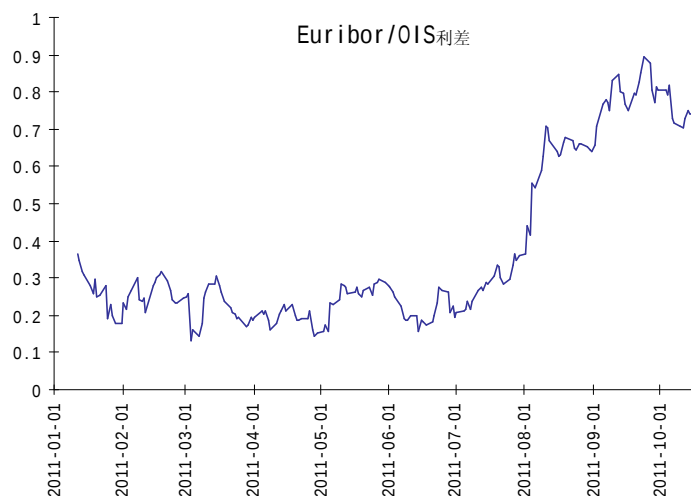
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动率下降, 股市波动风险减弱。



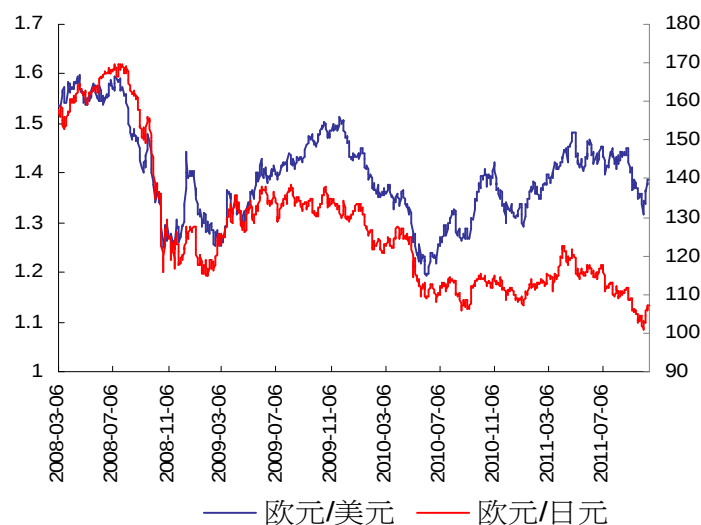
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor/OIS 利差大幅下跌, 显示银行信贷压力依然存在。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元小幅下跌, 与上两周相比, 欧元涨幅较大, 由于 G20 峰会各国将尽努力救助欧洲经济。



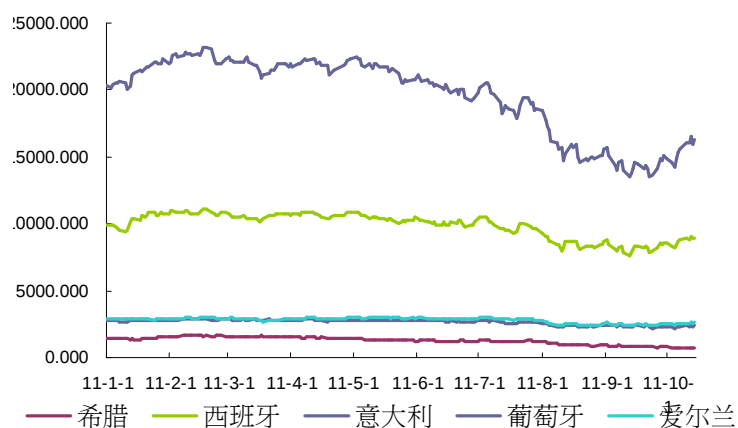
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎继续下降, 对其避险需求下降。



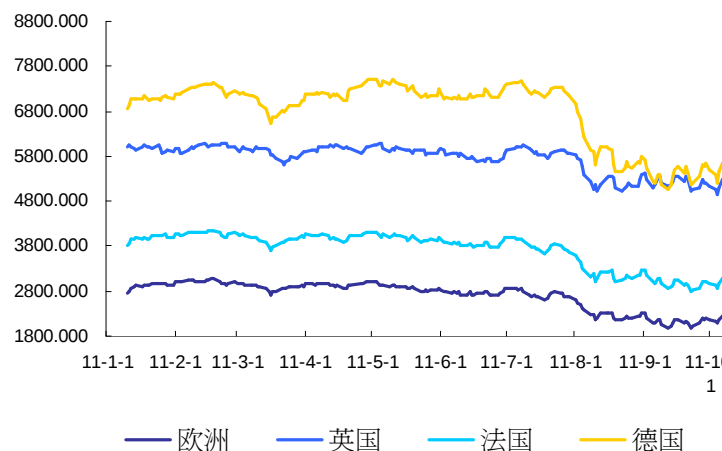
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上涨。



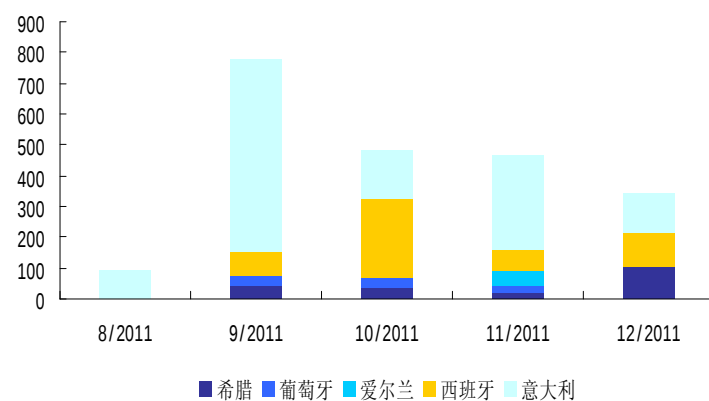
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于 G20 会议上各国表示将尽努力中欧债危机。



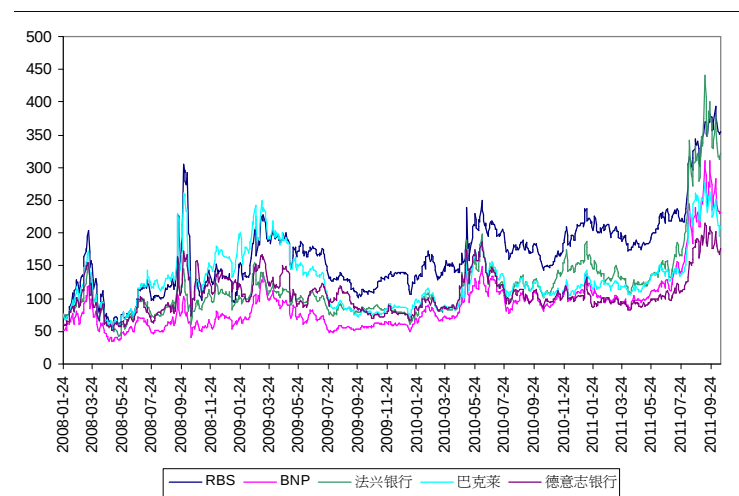
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



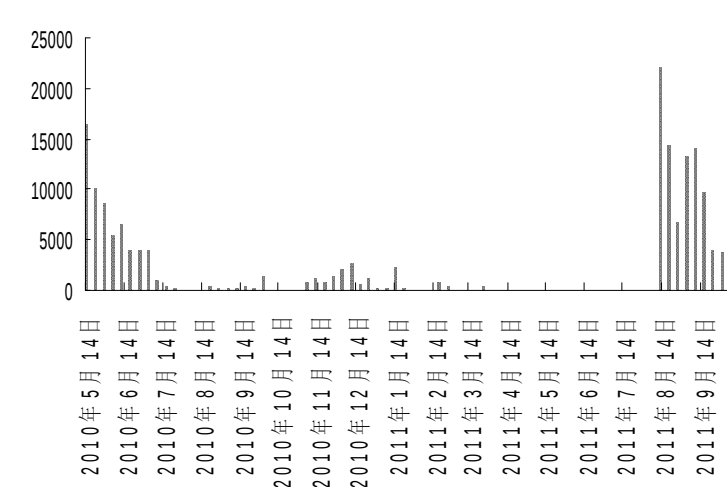
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除巴克莱外，其他银行 CDS 均大幅上涨，由于 G20 会议上建议增加全球重要银行的资本金。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：ECB 近期购置债券有所减少（单位：百万欧元）



资料来源：ECB，申万研究

表 1：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	10 年赤字/GDP%	10 年债务/GDP%	GDP 同比 (1Q)	一季度 GDP 环比(1Q)
希腊	343,443	5887.48	CC	Ca	CCC	-10.5	142.8	-5.5	0.2
法国	1,317,387	183.27	AAAu	Aaa	AAA	-7	126.1	3.5	N.A.
意大利	1,591,764	451	Au	A2	A+	-4.6	119.1	0.8	0.3
比利时	317,850	309.55	AA+u	Aa1 *-	AA+	-4.1	100.9	2.3	0.5
爱尔兰	114,209	758.23	BBB+	Ba1	BBB+	-32.4	96.7	2.3	1.6
葡萄牙	165,464	1141.31	BBB-	Ba2	BBB- *-	-9.1	93	-0.9	0
奥地利	194,029	167.89	AAA	Aaa	AAA	-4.6	82.4	1.7	0
西班牙	661,126	381.51	AA-	Aa2 *-	AA-	-9.2	60.1	0.7	0.2
德国	1,235,361	95.11	AAAu	Aaa	AAA	-3.3	30.3	1.5	0.1

资料来源：Bloomberg，申万研究

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： 欧洲银行持有欧猪五国外债（单位：亿欧元）

2011 年 3 月	欧洲银行 业	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

表 5： 银行评级下调情况

法国	9 月 14 日	法国兴业银行	穆迪将其从 Aa2 下调至 Aa3，并将长期债务评级列为负面。
		法国农业信贷银行	穆迪将其从 Aa1 下调至 Aa2。
	10 月 7 日	德克夏银行	标普将比利时-法国合资银行德克夏的评级下调一个等级
葡萄牙	10 月 7 日	Caixa Geral de Depositos	穆迪将 6 家银行优先债和存款评级下调了 1-2 个级距，并将其独立评级也下调了 1-2 个级距。
		Banco Comercial Portugues	
		Banco Espirito Santo	
		Banco BPI	
		Banco Santander Totta	
英国	10 月 7 日	Caixa Economica Montepio Geral	穆迪将这 3 家银行的优先债和存款评级下调了 1-2 个级距。
		Banco Internacional do Funchal	
		Banco Portugues de Negocios	
	10 月 8 日	Espirito Santo	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。
		RBS	
		劳埃德银行集团	
	10 月 13 日	RBS 和劳埃德银行集团	惠誉将其的评级均下调两个等级，从 AA- 下调至 A。

瑞士	10月13日	UBS	惠誉将其长期发行人违约评级从A+下调至A，评级前景为“稳定”。
	10月12日	桑坦德银行	标普将其评级被从AA下调至AA-，评级前景负面。
		西班牙信贷银行	标普将其评级下调1级，从AA至AA-。
		桑坦德银行	惠誉将其评级由AA调降至AA-。
西班牙		西班牙信贷银行	惠誉将其评级由AA调降至AA-。
	10月13日	毕尔巴鄂对外贸易银行	惠誉将其评级由AA-调降至A+。
		凯西亚银行	惠誉将其评级由A+调降至A。
		西班牙大众银行	惠誉将其评级由A-调降至BBB+。
		萨瓦德尔银行	惠誉将其评级由A-调降至BBB+。

资料来源：申万研究

表 6：欧洲银行的流动性风险

2011.6.30	资本充足率	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

说明：巴塞尔 III：资本金/风险权重加权资产=8%

欧盟提出将系统性大银行资本充足率提高到 9% (资本/资产同减欧猪五国的债券价值减值准备后)

表 7：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						

表 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

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

表 9：欧猪五国债务今内到期明细

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

表 10 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。