

2011 年 11 月 14 日

大清算

——欧债危机的思考框架

欧盟方案提出\G20 峰会闭幕后，欧债危机持续蔓延升级，市场对意大利，西班牙，法国，比利时以及中东欧国家的担忧开始加剧。

总体判断：

结论：欧债危机明年上半年将持续升级，下半年救援将被迫升级，意大利等国也将迎来债务减记。

以下是近期路演交流期间市场最关心的问题，也是我们思考欧债的一个初步框架

1. 欧美债务危机从何而来？

传统经济学的药物滥用：在全球化带来的竞争力危机下，政策层不断加杠杆以避免衰退，最终达到临界点，面临金融市场的清算。

参见报告《欧美经济再危机，亦是传统经济学危机》

债务持续堆高 20 年是一个错误，希腊加入欧元区是一个更明显的错误。金融市场只是在此时选择纠错。

2. 欧洲对债务危机的救援为何无效？

欧盟对债务危机的救援方式，是继续借债“解决”债务问题。

每一年被救国到期债务更多，同时救助国经济下滑，救助能力更差，每一年危机自然升级。

3. 去杠杆的黯淡经济增长前景下，如何解决欧债危机？

债务问题由来已久，但金融资本只会在经济前景低迷时使其成为难解的危机。

解决方案只有三条：违约，通胀与衰退。

违约（债务重组/减记）需要债权人做好接受冲击的准备，通胀（变相违约）永久性伤害货币信用，这是欧元对美元的核心竞争力。

中期看，接受衰退是最佳出路，但由于欧盟的救援，债务越滚越大。

目前欧洲要面对的是一次经济总清算，债务国步入衰退已经不可避免，欧洲也需要一场经济危机来形成创造性破坏：全面改革福利制度与产业结构。

相关研究

稳定不稳定的市场——国际金融市场风险监测 2011 年 11 月 1 日

竹篮打水——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 26 日

分手总是痛苦的，但失败结合难维持——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 20 日

亚历山大结——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 19 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

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——国际金融市场监测 2011 年 10 月 12 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336

chenquo@swsresearch.com

钟嘉妮

zhongjin@swsresearch.com

联系人

陈果 (8621)23297336

chenquo@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>

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%，还可能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”。

4. 为何欧盟/G20 峰会后，欧债危机没有缓解，反而升级蔓延？

因为欧盟方案本质是德国人的退出，这将加剧市场对欧猪国的担心，其中希腊已被市场抛弃，意大利到期债务压力最大。参见报告《不是解决方案，却是危机本身》。

5. 希腊是否会退出欧元区？

会。希腊加入欧元区是一个错误。目前唯一认为希腊不会退出欧元区的理由是冲击成本太大。实际上当这种冲击成本通过时间不断摊销，最终剩余冲击有限时，就具备了退出欧元区的基础。最终退出时间依赖于希腊与德法领导人。

6. 希腊退出欧元区是否等于欧元区解体？

不等于。

希腊与意大利、西班牙不同（参见 P10 表 1：欧洲主要国家债务相关情况）。意大利赤字率仅为 4.6%，可以与欧盟合作换取流动性援助，如果借贷成本稳定，意大利债务问题并非不可控。最近意大利危机升级是因为欧盟方案表征德国人的淡出，使得流动性援助的不确定性增加。待明年 5 月法国选举过后，欧洲领导人会安排对意大利债务的减记。明年上半年意大利可以通过变卖资产度过流动性危机。

西班牙债务率并不高，市场认为其经济前景与金融风险不乐观。新政府上台后将推行财政紧缩换取欧盟援助，短期经济将进入衰退，但中期债务前景依然可控。

7. 欧债危机前景如何？

按目前趋势，法德经济不断下滑，救援他国的政治压力上升，而欧猪国家债务到期将越滚越大。

明年上半年，欧债危机将持续升级蔓延。（参见 P15 表 11：欧洲边缘国家的月度未到期债务）

明年下半年尤其是法国大选之后，政治压力减小，救援被迫升级。

结局两种路径： 第一种：维稳+弱欧元。美元资产高枕无忧，持续宽松。

第二种：阵痛+强欧元。市场将转向开始对美国清算，美国利率水平上升，消费信贷模式被击溃。

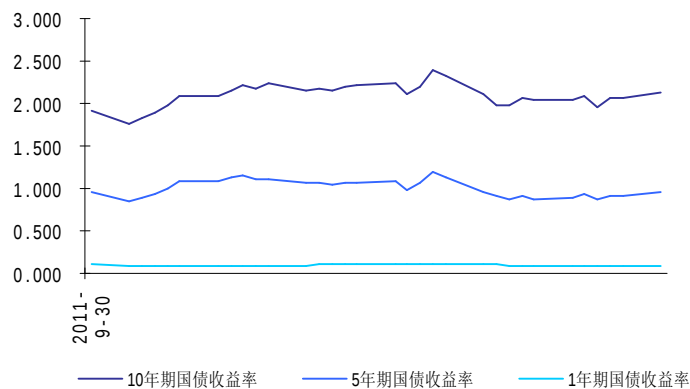
8. 欧美再危机对新兴市场的影响？

新兴市场 08 年第一次受外需冲击后，使用凯恩斯主义解药迅速加杠杆，制造了金融风险 and 通货膨胀。12 年第二次受冲击后，应对空间与政策效果将逊于 08 年。从创造性破坏角度看，再危机是对全球经济结构调整非常有益的推动力量。

关注： 11 月 15 日 美国 PPI 月环比（预期：-0.1，前期：0.8）
11 月 23 日 美国减赤谈判（市场预期美债评级将再次下调）
11 月 14 日 欧元区 工业产量环比（前期：1.2%）
11 月 15 日 欧元区 GDP 季节调整环比（前期：0.2%）
11 月 19 日 西班牙大选（市场预期萨帕特罗政府将下台）

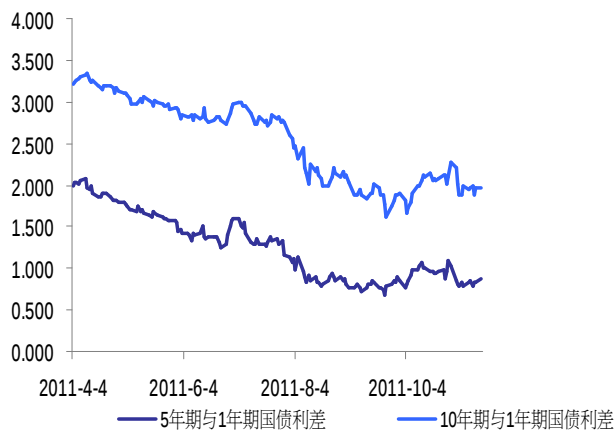
1. 意大利通过财政紧缩方案，美股商品上涨

图 1：美国国债收益率上升，对经济形势的担忧减缓。



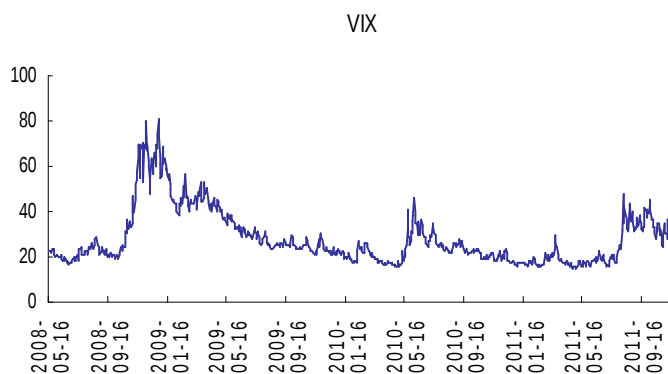
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对经济形势担忧缓解。



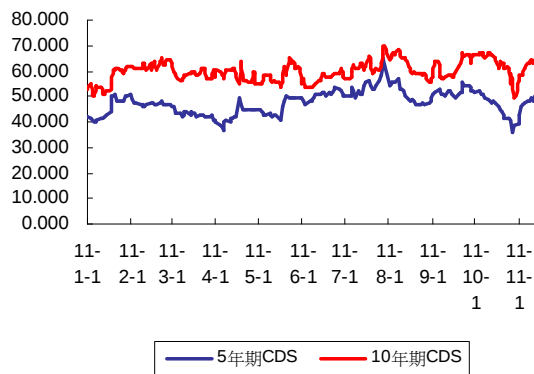
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续下降，显示股市波动风险减弱。



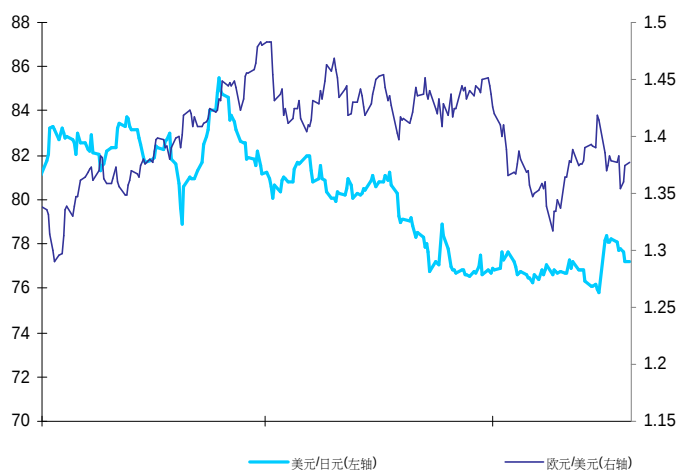
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 上涨，由于 10 月财政赤字增加，对美国债务违约风险的担忧加剧。

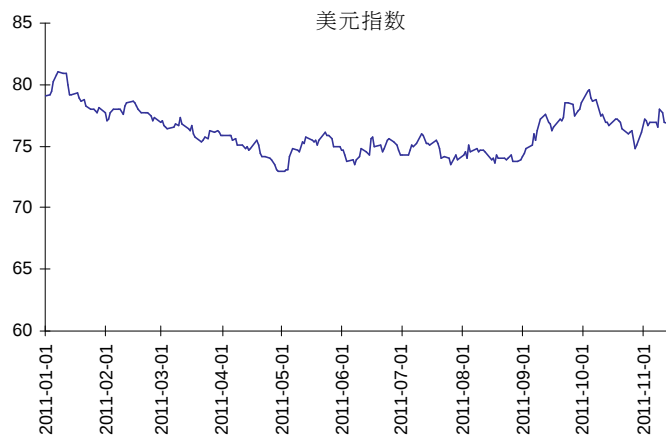


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元下降, 由于日本将加入泛太平洋合作贸易计划。 图 6: 美元指数小幅下跌, 对其避险需求减弱。

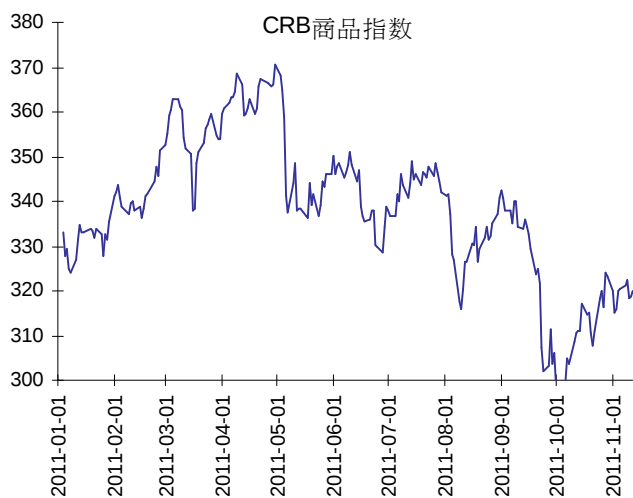


资料来源: Bloomberg, 申万研究

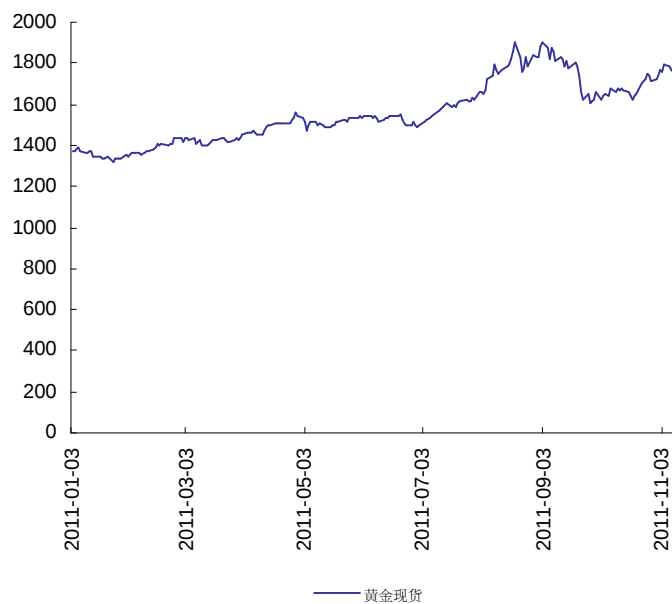


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格继续小幅上涨, 由于意大利通过财政紧缩方案, 且最新消费者信心上升。 图 8: 黄金现货价格小幅回升, 对其避险需求有所增加。

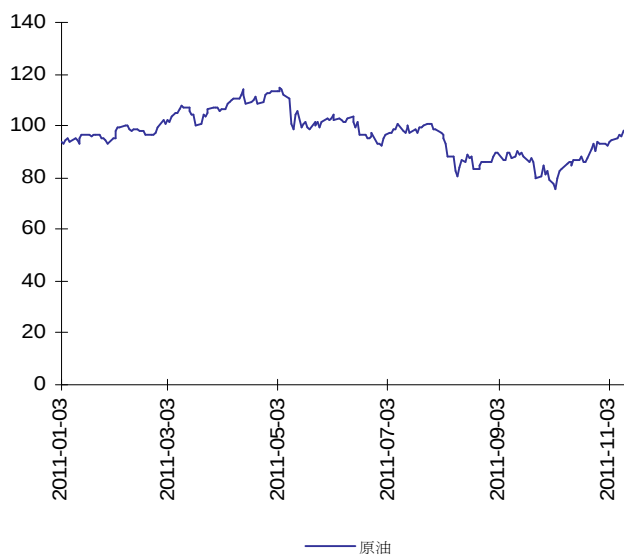


资料来源: Bloomberg, 申万研究



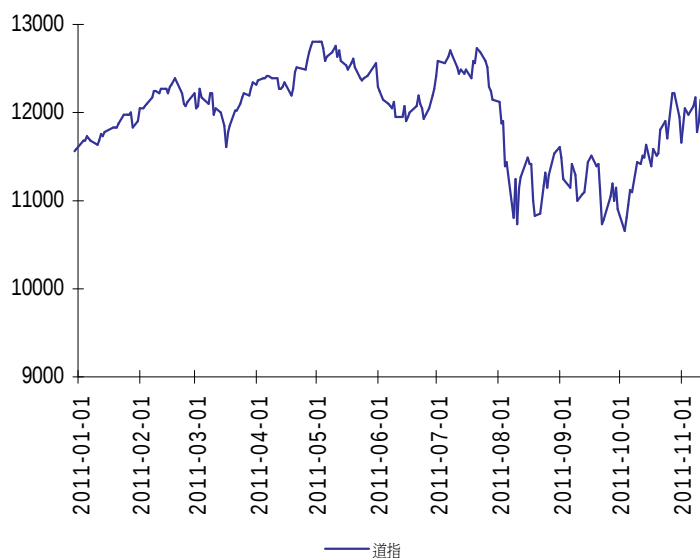
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格上涨，由于 OPEC 称原油市场未出现供给过剩情况，现在处于供求平衡阶段。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指回升，由于美消费者信心上涨且意大利通过财政紧缩方案。



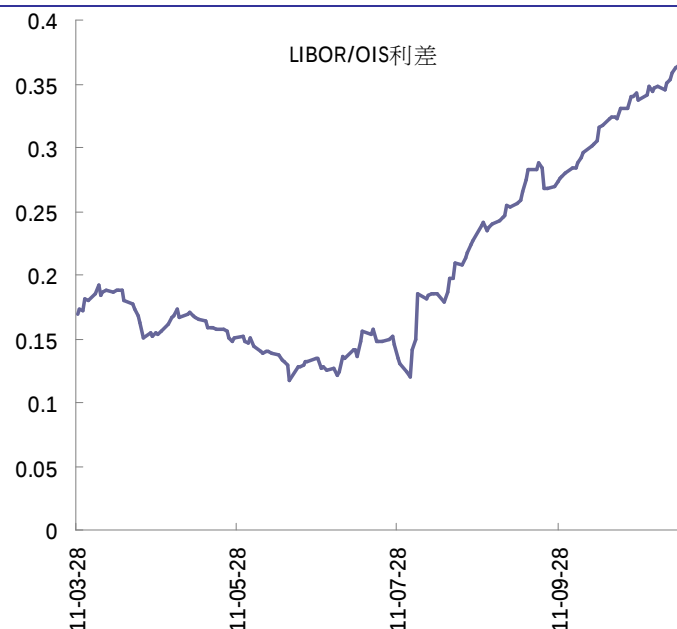
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，由于铜价受意大利紧缩政策通过影响而大幅上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差继续扩大，银行信贷压力加剧。



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
11/04/2011 20:30	非农就业人数增减	OCT	95K	80K	103K	--
11/04/2011 20:30	非农私企就业人数增减	OCT	125K	104K	137K	--
11/04/2011 20:30	制造业就业人数增减	OCT	4K	5K	-13K	--
11/04/2011 20:30	失业率	OCT	9.10%	9.00%	9.10%	--
11/04/2011 20:30	就业不足率(U6)	OCT	--	16.20%	--	--
11/04/2011 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	OCT	0.20%	0.20%	0.20%	--
11/04/2011 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	OCT	1.90%	1.80%	1.90%	--
11/04/2011 20:30	周平均工时 所有员工	OCT	34.3	34.3	34.3	--
11/04/2011 20:30	家庭调查就业率变动	OCT	--	277	398	--
11/08/2011 04:00	消费者信用	SEP	\$5.200B	\$7.386B	-\$9.501B	--
11/08/2011 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	OCT	90	--	88.9	--
11/08/2011 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	NOV	41.1	--	40.3	--
11/08/2011 23:00	JOLTS 职位空缺	SEP	--	--	3056	--
11/09/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 4	--	10.3%	0.20%	--
11/09/2011 23:00	批发库存	SEP	0.50%	-0.1%	0.40%	--
11/10/2011 21:30	进口价格指数(月环比)	OCT	0.10%	-0.6%	0.30%	--
11/10/2011 21:30	进口价格指数(同比)	OCT	12.30%	11.0%	13.40%	--
11/10/2011 21:30	贸易余额	SEP	-\$46.2B	-\$43.1B	-\$45.6B	--
11/10/2011 21:30	首次失业人数	NOV 5	400K	390K	--	--
11/10/2011 21:30	持续领取失业救济人数	OCT 29	3680K	3615K	--	--
11/10/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 6	--	-51.6	-53.2	--
11/11/2011 03:00	预算月报	OCT	-\$105.0B	-\$98.5B	-\$140.4B	--
11/11/2011 22:55	密执安大学消费者信心	NOV P	61.5	64.2	60.9	--

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
14-19 NOV	房贷拖欠	3Q	--	--	8.44%	--
14-19 NOV	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	--	4.43%	--
11/15/2011 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	OCT	-0.10%	--	0.80%	--
11/15/2011 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	OCT	0.10%	--	0.20%	--
11/15/2011 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	OCT	6.30%	--	6.90%	--
11/15/2011 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	OCT	2.90%	--	2.50%	--
11/15/2011 21:30	商品零售额	OCT	0.30%	--	1.10%	--
11/15/2011 21:30	除汽车外零售额	OCT	0.20%	--	0.60%	--
11/15/2011 21:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	OCT	0.30%	--	0.50%	--
11/15/2011 21:30	纽约州制造业调查指数	NOV	-2.3	--	-8.48	--
11/15/2011 23:00	营运库存	SEP	0.20%	--	0.50%	--
11/16/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV	--	--	10.30%	--

		11				
11/16/2011 21:30	消费价格指数 (月环比)	OCT	0.00%	--	0.30%	--
11/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	OCT	0.10%	--	0.10%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数(同比)	OCT	3.60%	--	3.90%	--
11/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	OCT	2.10%	--	2.00%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数-无季节调整	OCT	226.651	--	226.889	--
11/16/2011 21:30	CPI 核心指数 经季调	OCT	--	--	226.137	--
11/16/2011 22:00	长期净 TIC 流量	SEP	--	--	\$57.9B	--
11/16/2011 22:00	净 TIC 流量总计	SEP	--	--	\$89.6B	--
11/16/2011 22:15	工业产值	OCT	0.40%	--	0.20%	--
11/16/2011 22:15	设备使用率	OCT	77.60%	--	77.40%	--
11/16/2011 23:00	NAHB 住宅市场指数	NOV	18	--	18	--
11/17/2011 21:30	新宅开工指数	OCT	606K	--	658K	--
11/17/2011 21:30	房屋开工(月环比)%	OCT	-7.90%	--	--	--
11/17/2011 21:30	建筑许可	OCT	600K	--	594K	589K
11/17/2011 21:30	建筑许可(月环比)%	OCT	1.90%	--	-5.00%	--
11/17/2011 21:30	首次失业人数	NOV 12	395K	--	390K	--
11/17/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 5	3615K	--	3615K	--
11/17/2011 22:45	彭博经济预期	NOV	--	--	-45	--
11/17/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 13	--	--	-51.6	--
11/17/2011 23:00	费城联储商业前景指数	NOV	9	--	8.7	--
17-18 NOV	房贷拖欠	3Q	--	--	8.44%	--
17-18 NOV	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	--	4.43%	--
11/18/2011 23:00	领先指标	OCT	0.60%	--	0.20%	--

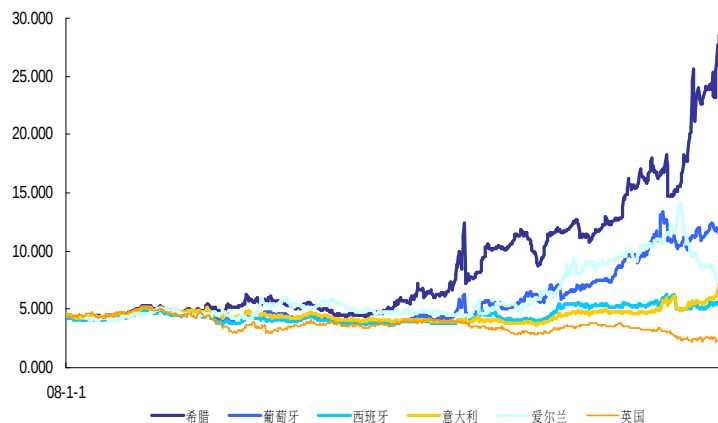
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

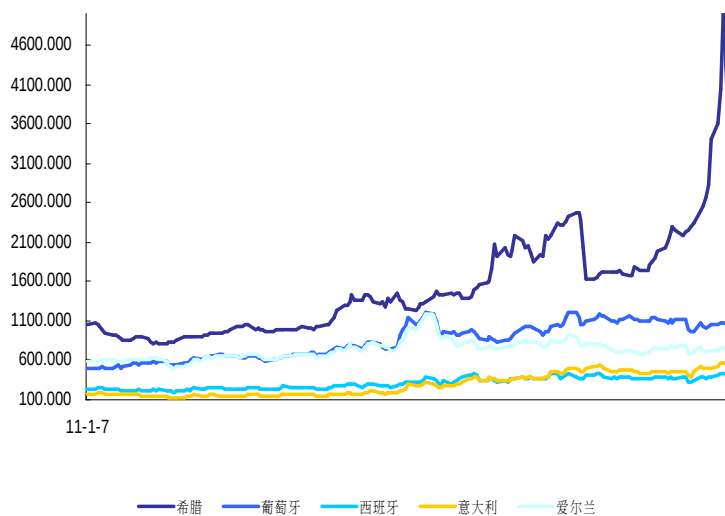
2. 意大利、希腊总理相继辞职，欧元欧股上涨

图 13：除意大利和西班牙外，其他国债收益率均上涨，对经济担忧的情绪加剧。



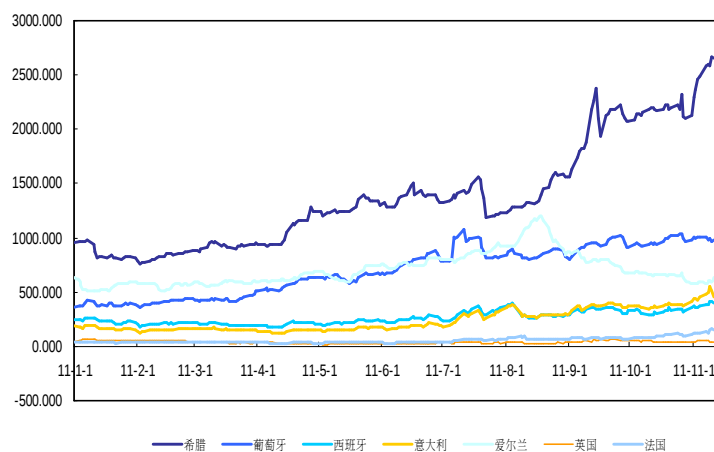
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下跌，对债务违约风险的担忧情绪减弱，由于意大利、希腊相继更换总理。



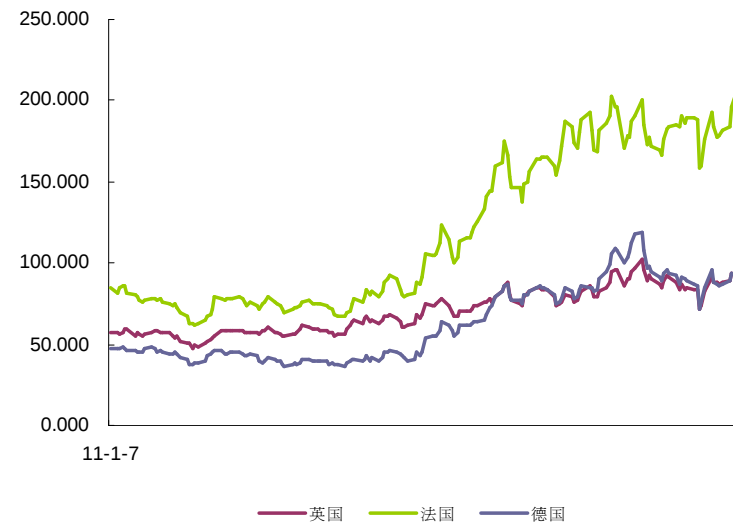
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：葡萄牙和爱尔兰外，其他国债利差均下跌，对长期经济担忧情绪缓和。



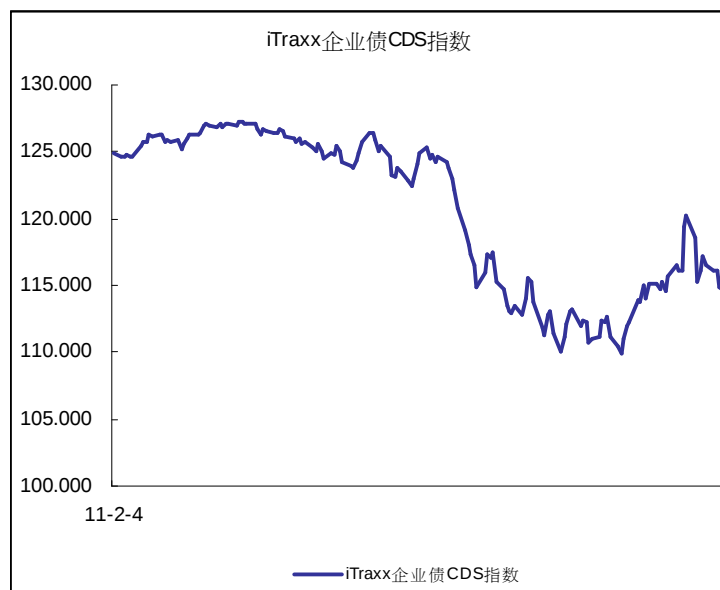
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下跌，由于意大利通过财政紧缩方案，对违约风险的担忧情绪缓和。



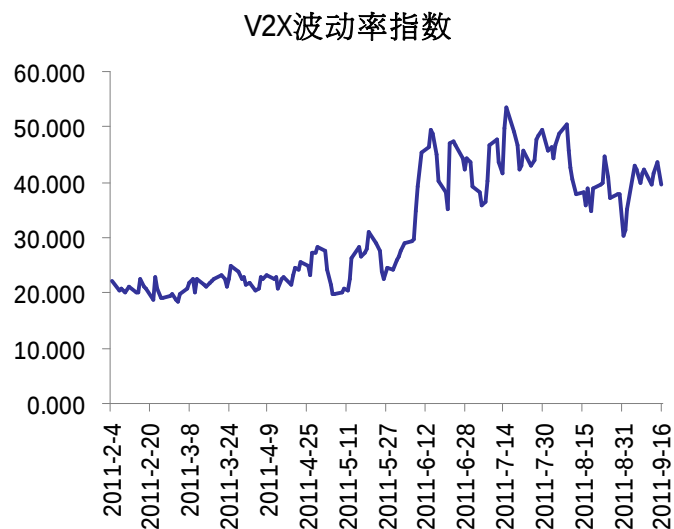
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 下降，对企业违约风险情绪有所缓和。



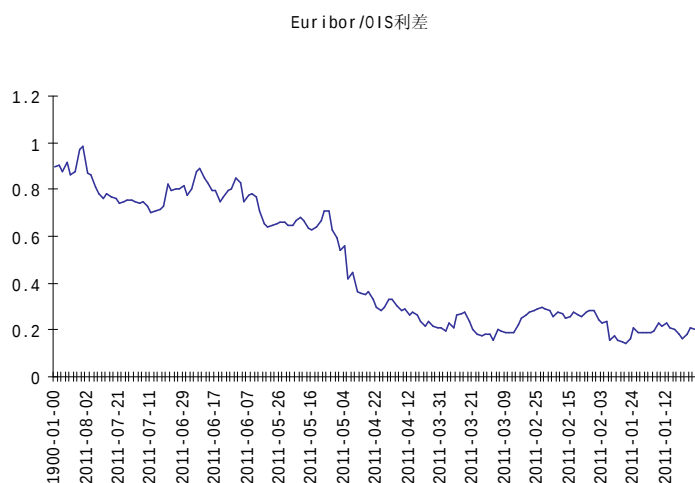
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 利差小幅回落，显示银行信贷压力减弱。



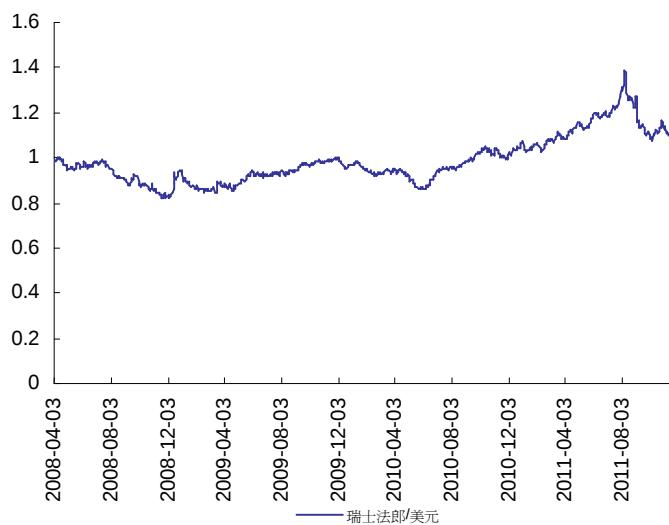
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元反弹，由于意大利、希腊相继更换总理且意大利通过新财政紧缩方案。



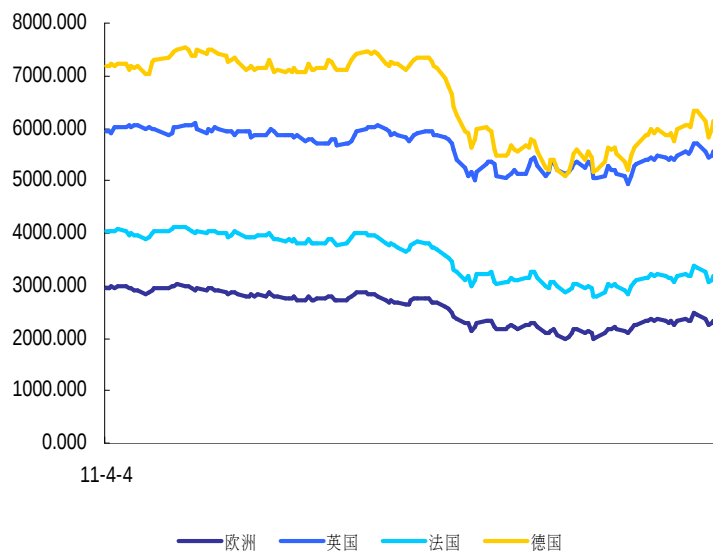
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下降, 对其避险需求减弱。



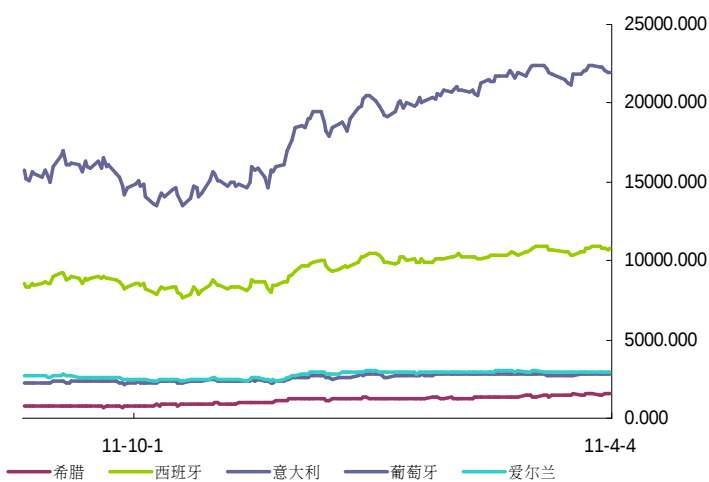
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲核心国股市均上涨, 由于意大利、希腊总理相继离职



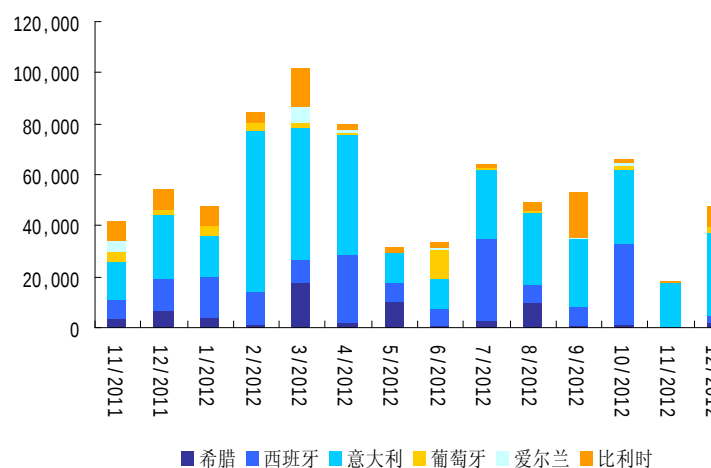
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和葡萄牙外, 其他欧猪五国股市均上涨,



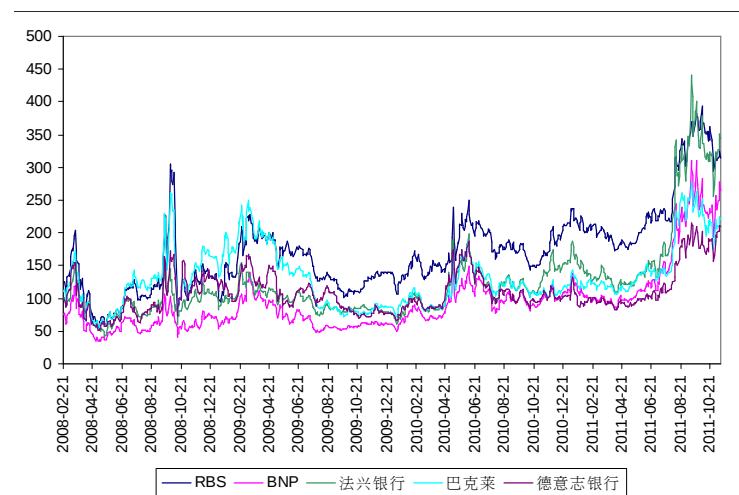
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月: 偿债高峰



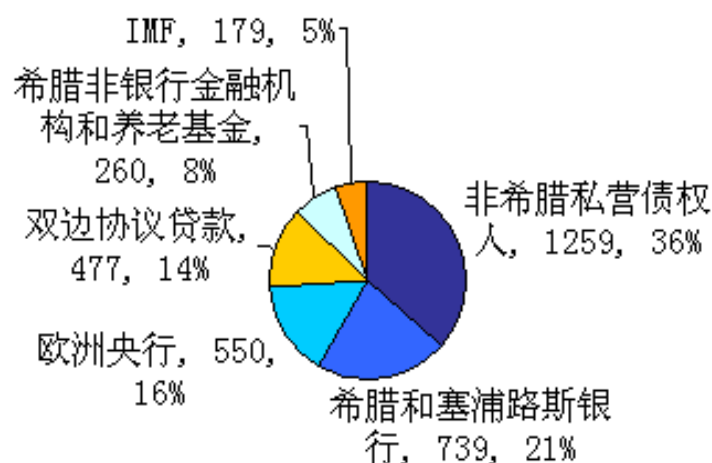
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均回落。



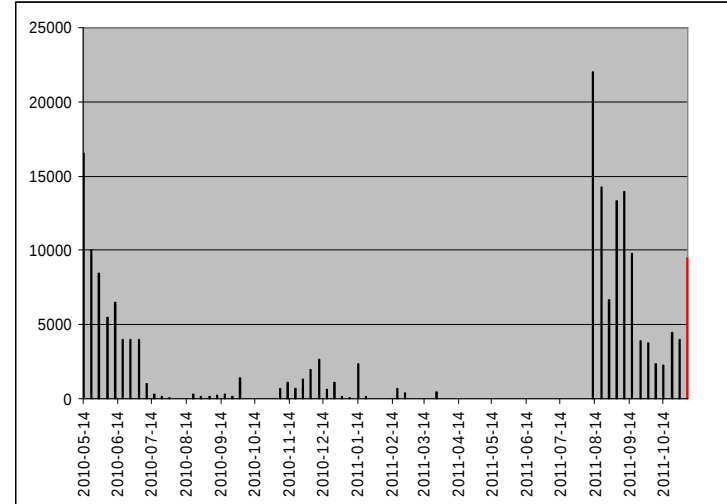
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



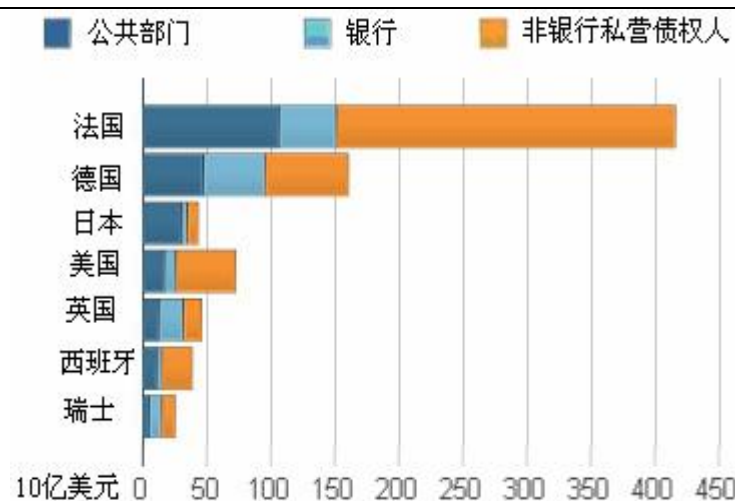
资料来源：申万研究

图 26：11 月以来，欧央行购买债券有所增加（单位：百万欧元）



资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

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%	0%	20%	50%	100%	150%	100%

资料来源：申万研究

表 4：各国银行业所持其它国家债务（单位：亿欧元）

	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		3122.11	509.99	63.36	64.22	249.66	465.56	221.51	5993.49
希腊	23.64	758.16	290.70	50.71	15.71	171.96	113.64	19.11	1643.22
爱尔兰	346.05	435.47	1503.14	201.89	125.30	1915.84	728.90	282.65	5170.32
意大利	326.53	5663.51	2200.22		540.88	1002.74	637.92	601.26	11391.01
葡萄牙	47.76	349.05	487.66	53.48	1203.55	346.02	71.41	30.16	2675.09
西班牙	325.14	2052.43	2413.88	407.77		1372.17	908.25	365.70	8748.21
德国	228.72	3769.39		3711.80	814.11	2584.26	3192.73	1982.37	18076.00
法国	846.44		3037.12	688.15	445.96	4152.19	3695.39	1458.72	12579.76

资料来源：BIS, 申万研究

表 5：EFSF 规模

	保证负担额（百万欧元）	比例（%）	人均负担（欧元）
西班牙	52,352.51	11.90	1,141.75
葡萄牙	11,035.38	2.51	1,037.96
希腊	12,387.70	2.82	1,099.90
爱尔兰	7,002.40	1.59	1,549.97
意大利	78,784.72	17.91	1,311.10
法国	89,657.45	20.38	1,398.60
德国	119,390.07	27.13	1,454.87
比利时	15,292.18	3.48	1,423.71
欧盟 16 国（不含爱沙尼亚）	440,000.00	100.00	1,339.02

资料来源：申万研究

表 6：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		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	
	10 月 7 日	Banco Santander Totta	
		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	
		Espirito Santo	
	10 月 8 日	RBS	
英国		劳埃德银行集团	穆迪将其评级下调一档，从 AA3 调整为 A1。
	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+。
西班牙		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 7：欧洲银行的流动性风险（截至 2011 年 6 月 30 日）

	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 8、持有意大利风险头寸最高的银行

银行	风险头寸
意大利联合圣保罗银行 (Intesa)	602 亿欧元
意大利联合信贷银行 (UniCredit)	491 亿欧元
意大利西雅那银行 (Banca Monte)	325 亿欧元
法国巴黎银行 (BNP Paribas)	280 亿欧元
法国比利时合资德克夏银行 (Dexia)	158 亿欧元
意大利大众银行 (Banco Popolare)	118 亿欧元
德国商业银行 (Commerzbank)	117 亿欧元
法国农业信贷银行 (Credit Agricole)	108 亿欧元
意大利意联银行 (UBI)	105 亿欧元
英国汇丰银行 (HSBC)	99 亿欧元
英国巴克莱银行 (Barclays)	94 亿欧元
法国兴业银行 (SocGen)	88 亿欧元
德国德意志银行 (Deutsche Bank)	77 亿欧元

资料来源：彭博、申万研究

表 9、欧洲银行资金缺口

国家	希腊减记 28% 后的资本缺口	主权债务缺口
芬兰		0.03
匈牙利		0.43
爱尔兰	12	0.25
荷兰	20	0.99
丹麦	0.47	0.35
斯洛文尼		
亚	6	0.20
挪威	13	0.00
瑞典	4	0.04
奥地利	40	2.24
塞浦路斯	34	30.85
比利时	41	56.34
英国	424	76.87
德国	384	44.32
西班牙	369	35.50
法国	359	94.91
意大利	209	62.90
希腊	199	/
葡萄牙	87	

资料来源：欧洲金融管理局、国际清算银行、申万研究

表 10：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	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					AA-	负面		AA-	负面

牙				11-10-13			11-10-07		
	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 11：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
11/2011	3,684	7,532	14,976	3,613	4,573	7,122	34,378
12/2011	6,991	12,355	24,807	2,368	36	8,021	46,557
1/2012	4,365	15,099	16,587	3,963	474	7,371	40,488
2/2012	1,206	12,848	63,031	3,480	4	3,703	80,569
3/2012	17,451	9,421	51,426	1,861	6,209	15,390	86,368
4/2012	2,068	26,512	46,789	1,011	1,303	1,811	77,683
5/2012	9,946	7,861	11,312	18		1,979	29,137
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 12：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)
	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)
	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)
	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)
	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)
-----	-----	---------	---------

表 13：2011 年欧央行议息会议决定公布时点

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。