

2011 年 11 月 18 日

欧债危机升级之“唇齿相依”

——国际金融市场风险监控 2011 年 11 月 18 日

当地时间 17 日西班牙完成 10 年期国债拍卖。最高拍卖收益率达到 7.088%，创欧元历史记录，拍卖所得 35.63 亿欧元，低于原计划募资额。

总体判断：

- I **核心结论：**欧洲融资成本大幅上升，西班牙拍卖 10 年期国债的收益率已升至 6.79%，为加入欧元区以来新高，处境堪忧，维持我们对欧债危机升级的判断。
- I **欧债危机近期快速蔓延至意大利和西班牙。**意大利 10 年国债收益率 16 日再度突破 7，17 日回落 7.3bps 至 6.74%；值得注意的是，EFSF 收益率也攀升 6.7% 或 19bps，至 2.99%。救援计划进展方面，原本万众期待的 EFSF 杠杆化变得遥遥无期，欧洲领导人的决策能力再三受到质疑。我们预计，在危机波及到法国、英国和美国银行业之前，德国可能被迫让步，给予欧央行适当的权限，执行量化宽松、大量购买国债，以稳定市场信心。
- I **欧美经济唇齿相依。**美国失业人数连续 3 周下降，上周失业人数 38.8 万人，环比下降 5000 人，低于预期的 39.5 万人。连续数周公布的经济数据都表明了美国经济正在有力的复苏。然而这些利好数据皆被连日意大利和西班牙的阴影所掩盖。目前的隐忧是欧债危机崩溃对美国银行体系的冲击（参见 P9：表 4，美国持有很多法国债务）。无可否认的是，美国经济的转好对欧洲经济无疑是雪中送炭。
- I **新官上任一把火：**意大利新任总理玛丽奥 17 日会向参议院公布债务危机援助方案，里面可能涉及紧缩措施。此举未能给低迷的意大利股市点燃火苗，反而迅速燃起了民众的怒火。大批抗议者游行，谴责政府推行紧缩。目前，意大利财政部约有 350 亿欧元的现金可用。这对明年 2、3、4 三个月内的偿债高峰来说只是杯水车薪（参见 P14：图 24 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务）。财政紧缩只能节流，而衰退的经济未能起到开源的效果。当务之急仍是要寻求欧央行的帮助，使国债收益率稳定在警戒线以下。
- I **西班牙告急！**紧随着意大利融资成本飙升，西班牙 10 年国债收益率攀升 0.08bps 至 6.49%，拍卖的收益率更高达 6.79%。西班牙陷入困境使市场措手不及，但却也在情理之中，因其第三季度经济陷入停滞，失业率达到 23%，而且未到期的债务量仅次意大利（参见 P14：图 24 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务）。
- I **法国会是下一个？**希腊、意大利和西班牙债务问题相继爆炸，对法德是一个巨大的打击。如若不能在明年春天之前先控制意大利的债务情况，任其收益率继续维持高位，那么意大利不得不需要借助外力以防止违约。而法国承受的压力将很大，萨科奇的连任之梦将被打破。不同于德国以制造业为支柱产业，法英两国都以金融业作为支柱产业。一旦意大利和西班牙破局，法国银行业将承受致命一击（参见 P11：表 4，法国银行业持有近 5700 亿欧元的意大利债务）。正如我们此前报告所言，欧央行可能很快将是以援手，否则后果不堪设想。若德国无法正视欧元区的困境，法国金融机构可能被迫出售资产，这会导致银行危机的进一步升级。

关注： 11 月 18 日 希腊 16 亿欧元国债到期
 11 月 19 日 西班牙大选（市场预期萨帕特罗政府将下台）
 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 27 日 希腊与私营债权人的债务减记谈判结果

相关研究

稳定不稳定的市场——国际金融市场风险监控 2011 年 11 月 1 日

竹篮打水——国际金融市场风险监控 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控 2011 年 10 月 20 日

亚历山大结——国际金融市场风险监控 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控 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控 2011 年 10 月 13 日

望梅止渴——国际金融市场风险监控 2011 年 10 月 12 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

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

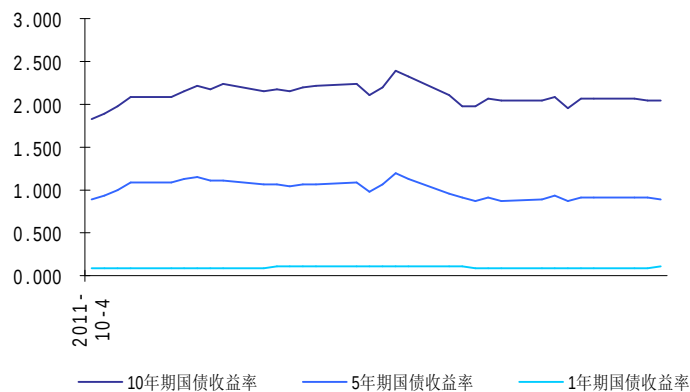
联系人

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>

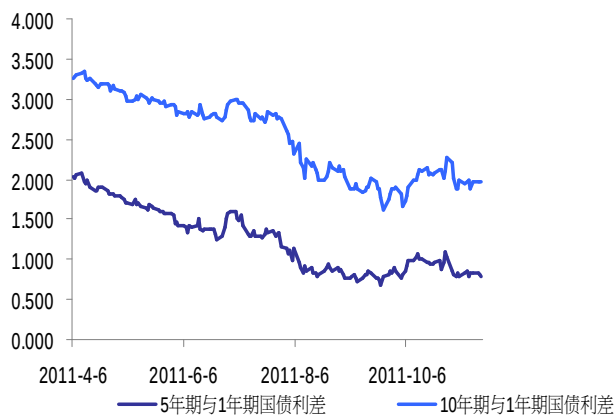
1. 欧洲失火 殃及池鱼，风险资产大幅下跌

图 1：美国 5 年期国债收益率小幅上升，对短期经济形势的担忧有所缓和。



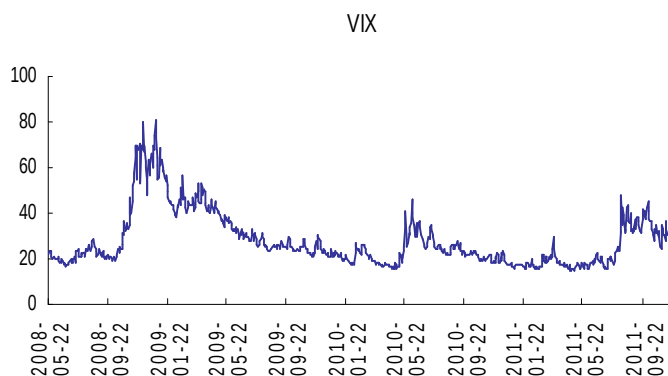
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国 5 年期国债利差持续小幅上升，对短期经济形势担忧有所缓和。



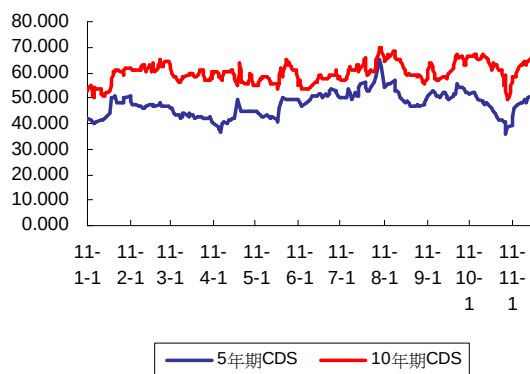
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续上涨，显示股市波动风险增加。



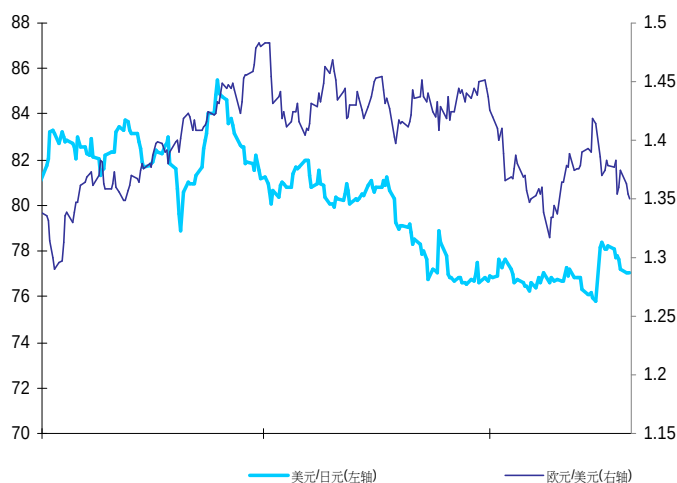
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 上升，受欧债危机恶化影响，对美国债务违约风险的担忧加剧。

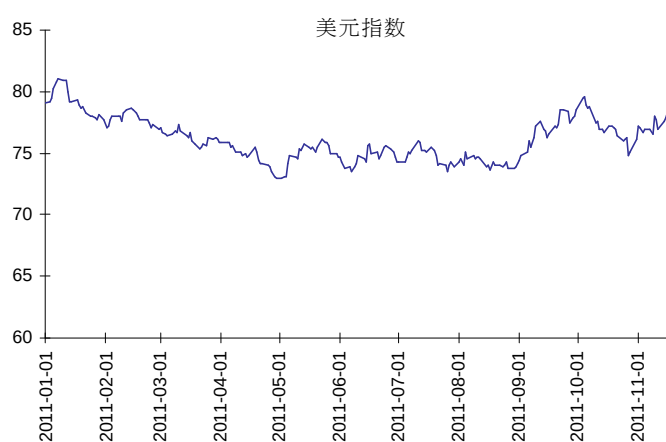


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元小幅下跌，由于担忧欧债危机会波及美国银行体系。图 6：美元指数上涨，对其避险需求增加。

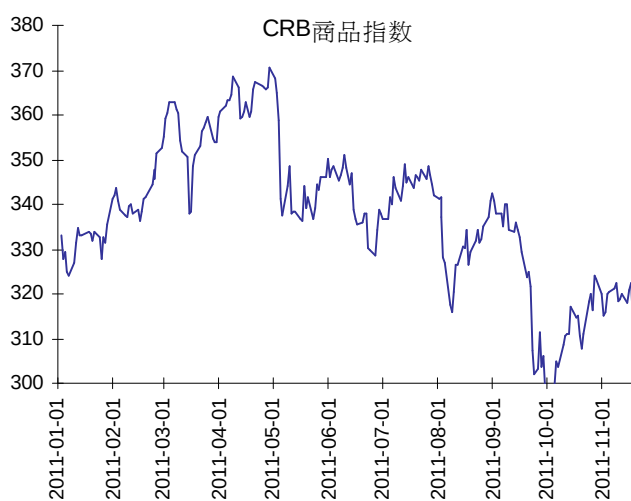


资料来源：Bloomberg，申万研究



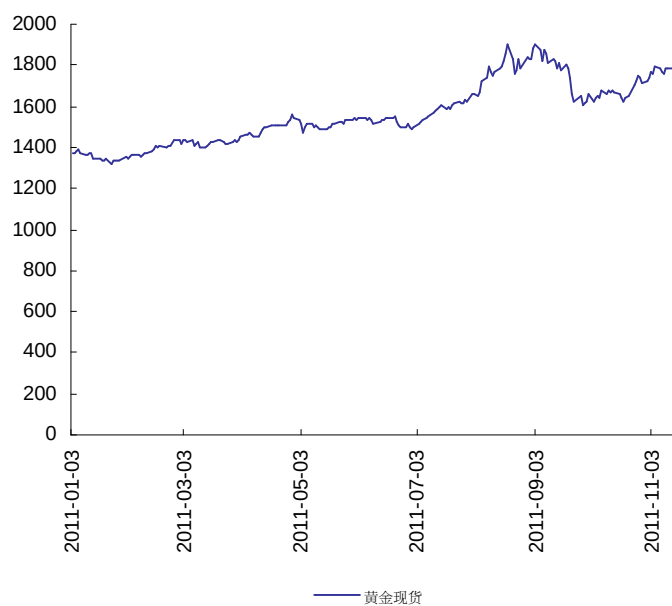
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格大幅下跌 2.5%，由于西班牙国债收益率接近 7%，预期经济形势会受表糟糕。



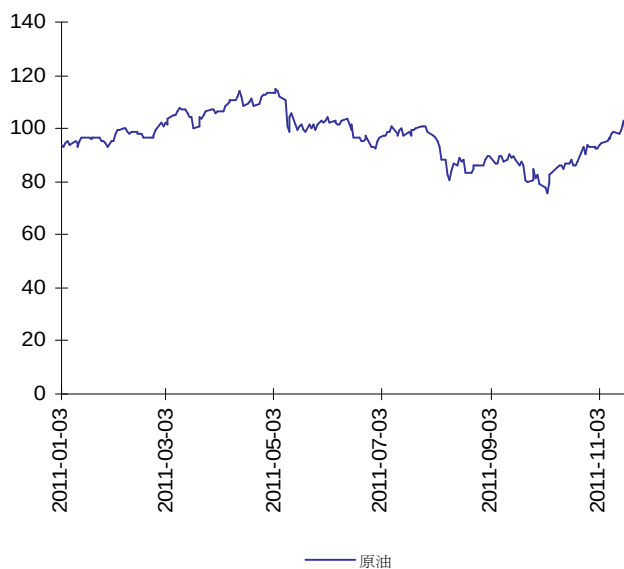
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅上升，由于西班牙危机突显，对其避险需求增加。



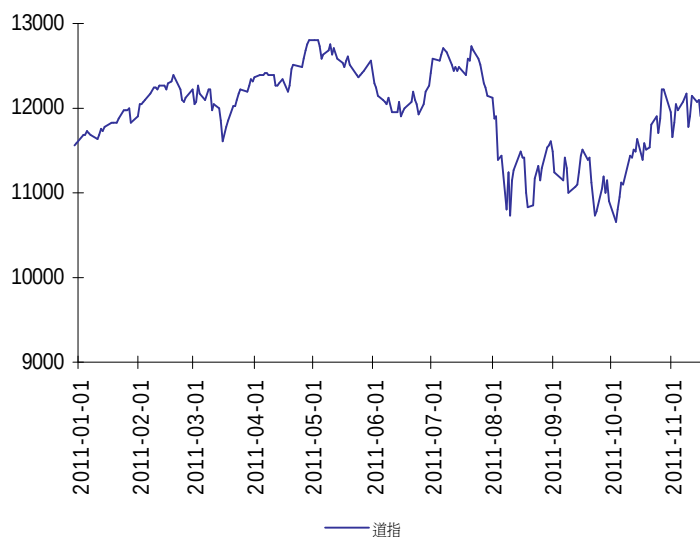
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格下跌近 4%，由于预计欧债危机会进一步拖累全球经济增速。



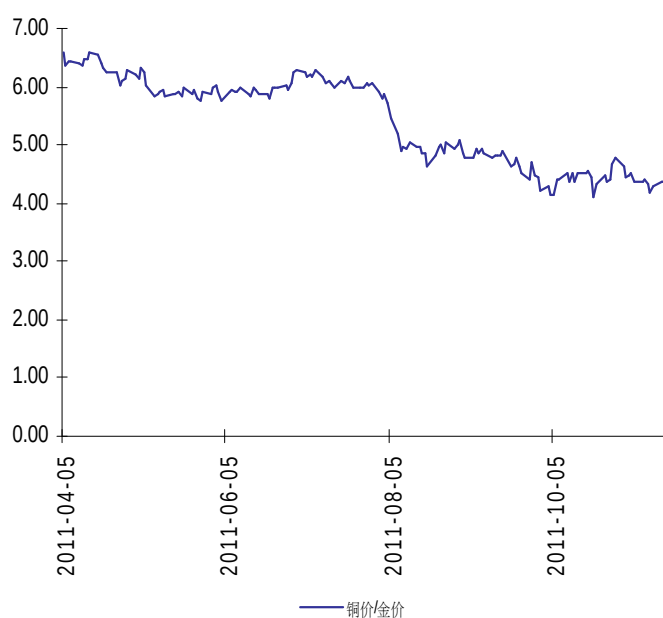
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下跌，由于惠誉预计欧债危机会给美国银行业带来风险且过高的原油价格会影响美国经济。



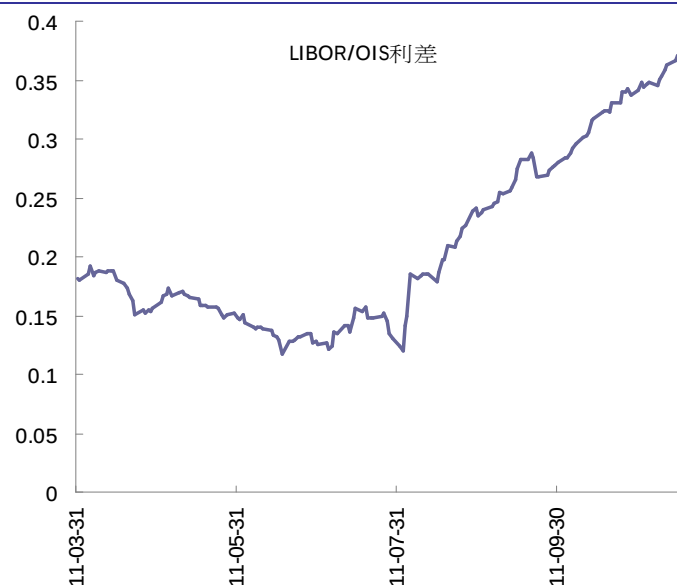
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比大幅下跌，由于铜价受欧债危机扩散影响导致其跌幅达 2.5%。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差继续扩大，受欧债危机加深影响，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
11/11/2011 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	--
11/15/2011 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	OCT	-0.10%	-0.30%	0.80%	--
11/15/2011 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	OCT	0.10%	0.00%	0.20%	--
11/15/2011 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	OCT	6.30%	5.90%	6.90%	--
11/15/2011 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	OCT	2.90%	2.80%	2.50%	--
11/15/2011 21:30	商品零售额	OCT	0.30%	0.50%	1.10%	--
11/15/2011 21:30	除汽车外零售额	OCT	0.20%	0.60%	0.60%	--
11/15/2011 21:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	OCT	0.30%	0.70%	0.50%	--
11/15/2011 21:30	纽约州制造业调查指数	NOV	-2.3	0.61	-8.48	--
11/15/2011 23:00	营运库存	SEP	0.20%	0.00%	0.50%	--
11/16/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 11	--	-10.00%	10.30%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数 (月环比)	OCT	0.00%	-0.10%	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%	0.10%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数(同比)	OCT	3.60%	3.50%	3.90%	--
11/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	OCT	2.10%	2.10%	2.00%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数-无季节调整	OCT	226.651	226.421	226.889	--
11/16/2011 21:30	CPI 核心指数 经季调	OCT	--	226.444	226.137	--
11/16/2011 22:00	长期净 TIC 流量	SEP	--	\$68.6B	\$57.9B	--
11/16/2011 22:00	净 TIC 流量总计	SEP	--	\$57.4B	\$89.6B	--
11/16/2011 22:15	工业产值	OCT	0.40%	0.70%	0.20%	--
11/16/2011 22:15	设备使用率	OCT	77.60%	77.80%	77.40%	--
11/16/2011 23:00	NAHB 住宅市场指数	NOV	18	20	18	--
11/17/2011 21:30	新宅开工指数	OCT	606K	628K	658K	--
11/17/2011 21:30	房屋开工(月环比)%	OCT	-7.90%	-0.30%	--	--
11/17/2011 21:30	建筑许可	OCT	600K	653K	594K	589K
11/17/2011 21:30	建筑许可(月环比)%	OCT	1.90%	10.90%	-5.00%	--
11/17/2011 21:30	首次失业人数	NOV 12	395K	388K	390K	--
11/17/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 5	3615K	3608K	3615K	--
11/17/2011 22:45	彭博经济预期	NOV	--	-32	-45	--
11/17/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 13	--	-50	-51.6	--
11/17/2011 23:00	费城联储商业前景指数	NOV	9	3.6	8.7	--
17-18 NOV	房贷拖欠	3Q	--	7.99%	8.44%	--
17-18 NOV	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	4.43%	4.43%	--

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
11/18/2011 23:00	领先指标	OCT	0.60%	--	0.20%	--
11/21/2011 23:00	现房销售	OCT	4.80M	--	4.91M	--
11/21/2011 23:00	旧宅销售 月环比	OCT	-2.20%	--	-3.00%	--
11/22/2011 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q S	2.50%	--	2.50%	--
11/22/2011 21:30	个人消费	3Q S	2.40%	--	2.40%	--
11/22/2011 21:30	GDP 价格指数	3Q S	2.50%	--	2.50%	--
11/22/2011 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q S	2.10%	--	2.10%	--
11/22/2011 23:00	里士满联储制造业指数	NOV	-2	--	-6	--
11/23/2011 03:00	Minutes of FOMC Meeting					
11/23/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 18	--	--	-10.00%	--
11/23/2011 21:30	耐用品订单	OCT	-1.00%	--	-0.80%	-0.60%
11/23/2011 21:30	耐用消费品（除运输类）	OCT	0.00%	--	1.70%	1.80%

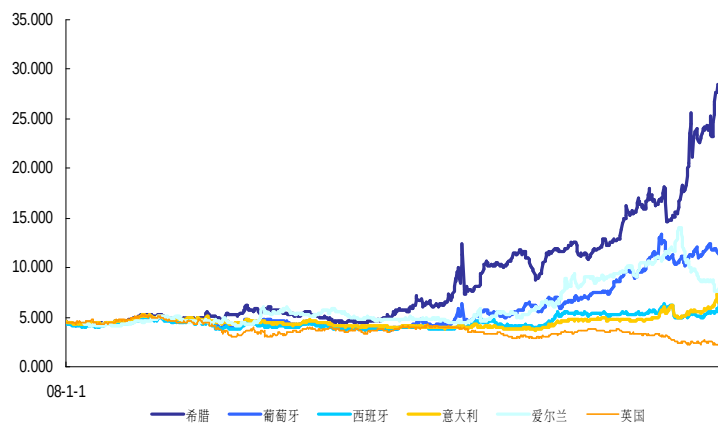
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

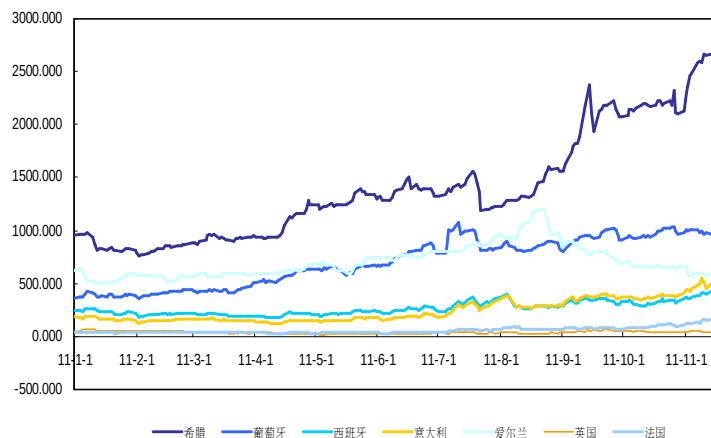
2. 西班牙国债收益率近 7%，欧元欧股齐跌

图 13：除意大利和法国外，其他国债收益率均上涨，西班牙拍卖国债的平均收益率近 7%，对经济担忧的情绪加剧。



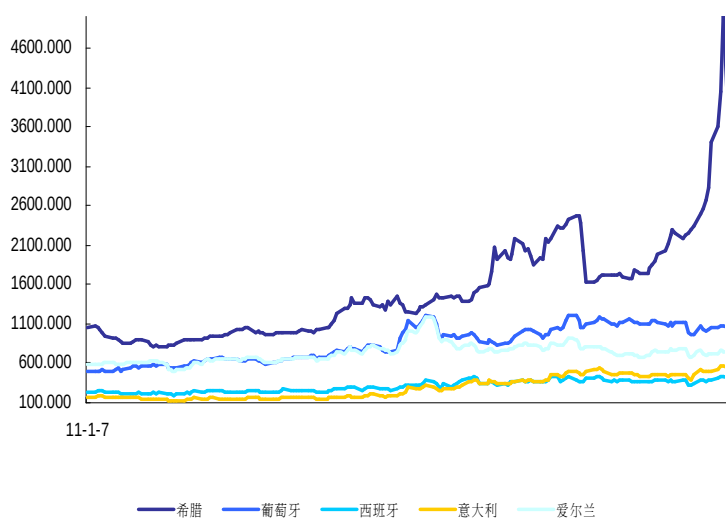
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊、和爱尔兰外，其他国债利差均下跌，德国国债收益率上涨，对长期经济担忧情绪依然存在。



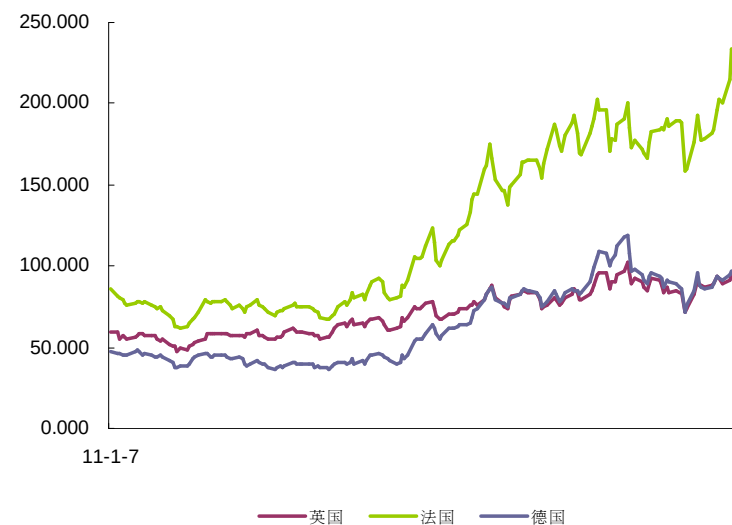
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均上升，对债务违约风险的担忧情绪加剧。



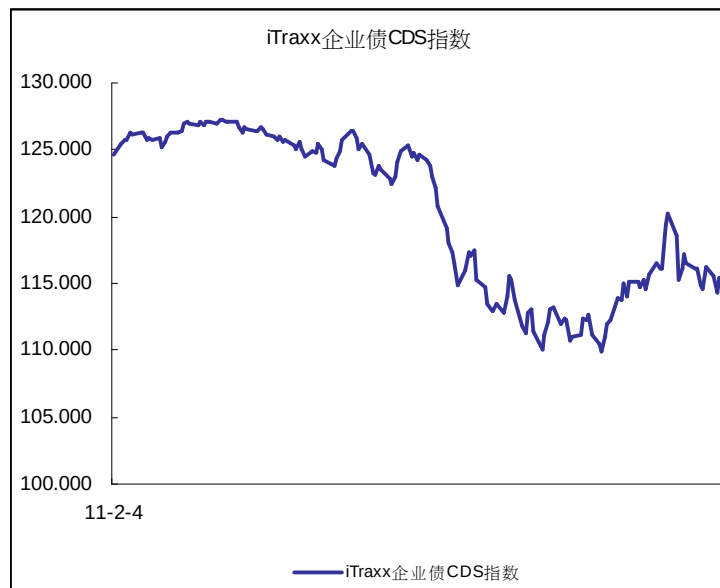
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪增加。



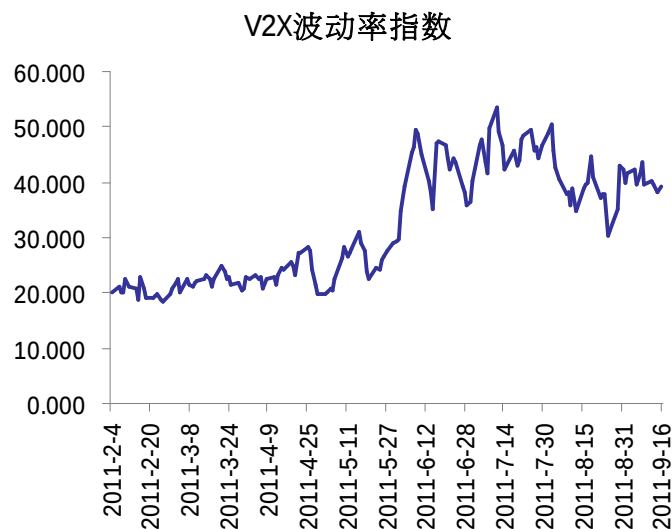
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 小幅回落, 对企业违约风险情绪依然存在。



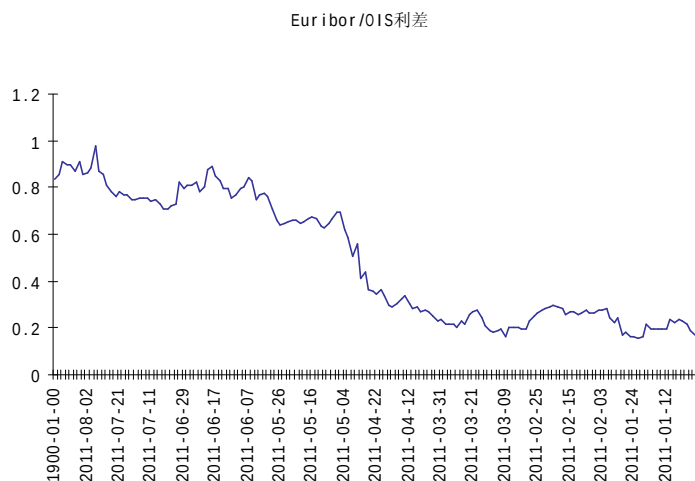
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动率上涨, 股市波动风险加剧。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor/OIS 利差小幅下降, 显示银行信贷压力减弱。



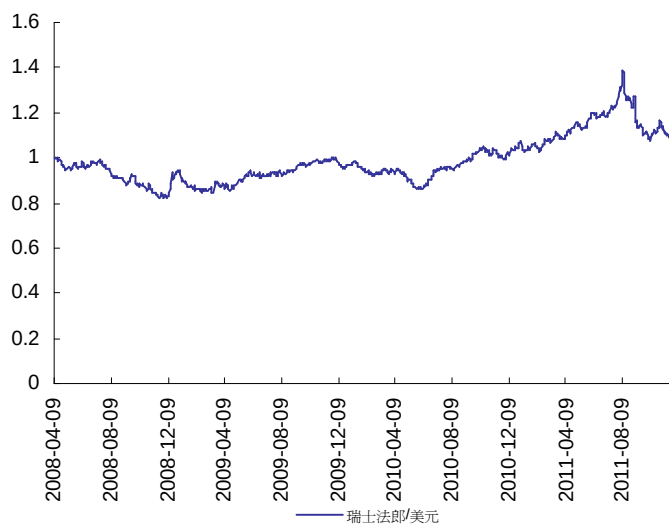
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元继续下跌, 由于西班牙国债平均拍卖收益率近 7%且 IMF 拒绝参与 EFSF 融资。



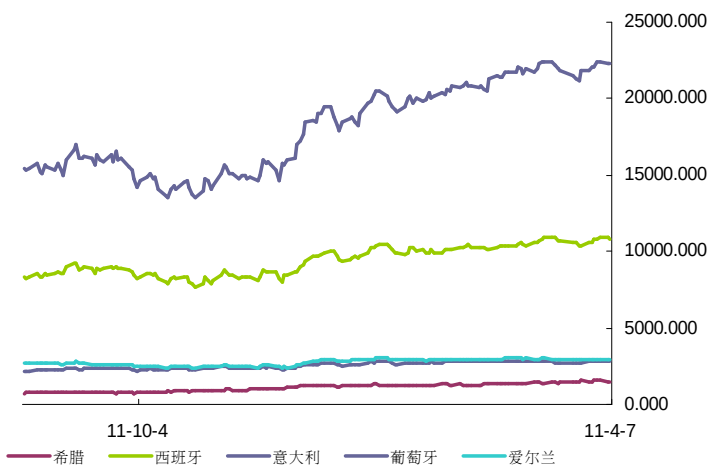
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎回升, 由于欧债危机波及速度过快。



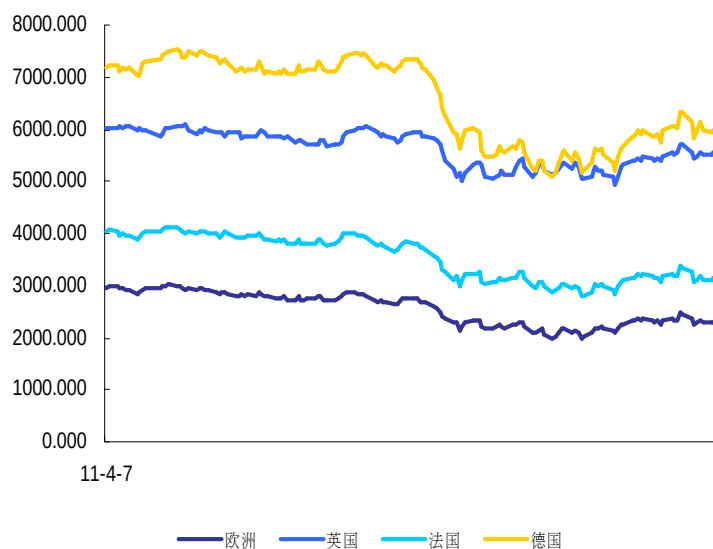
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均下跌, 由于西班牙国债收益率继续超 6%警戒线且近 7%。



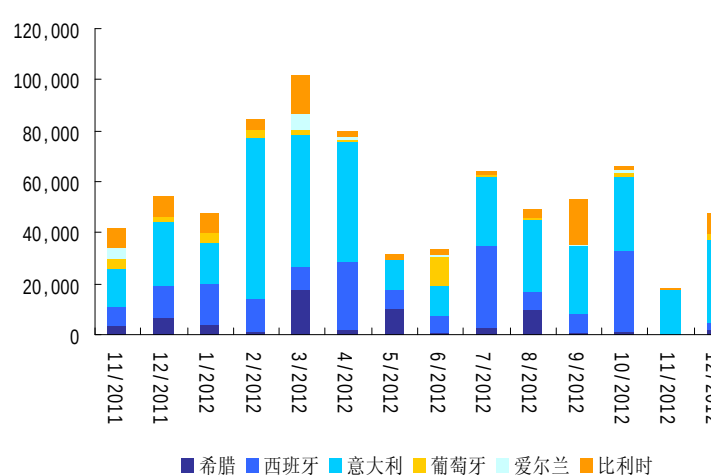
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于 IMF 拒绝参与 EFSF 杠杆化融资。



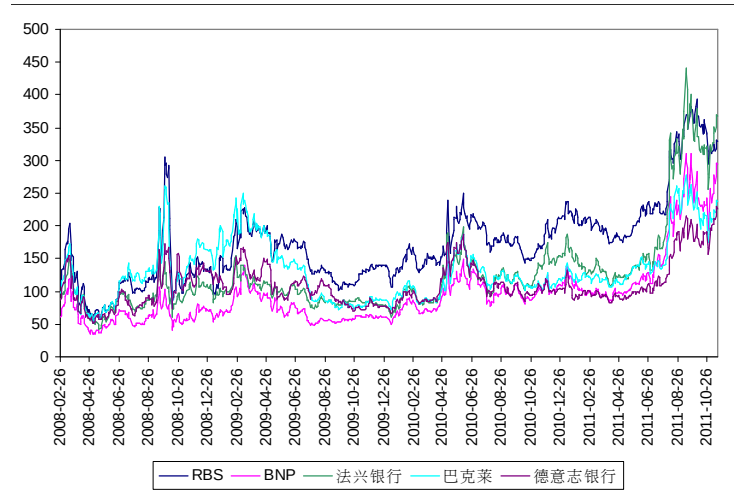
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



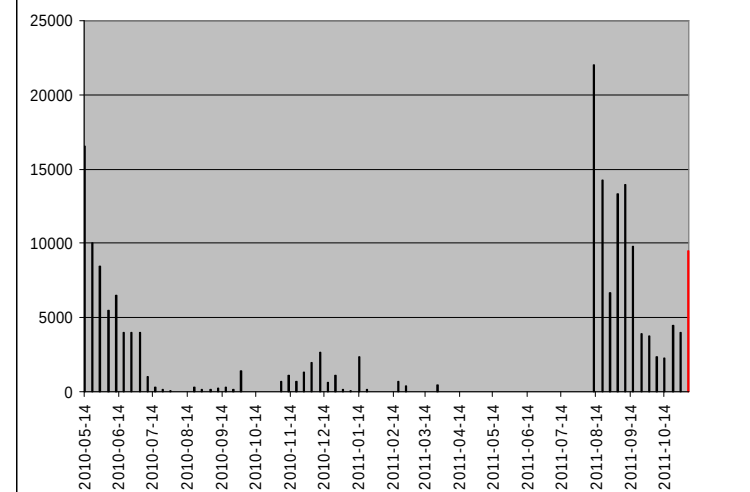
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除 RBS 外，其他银行 CDS 均大幅上涨。



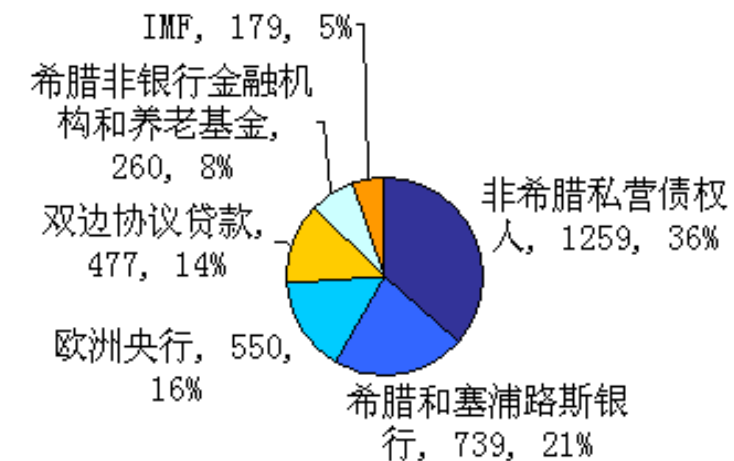
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：11 月以来，欧央行购买债券有所增加（单位：百万欧元）



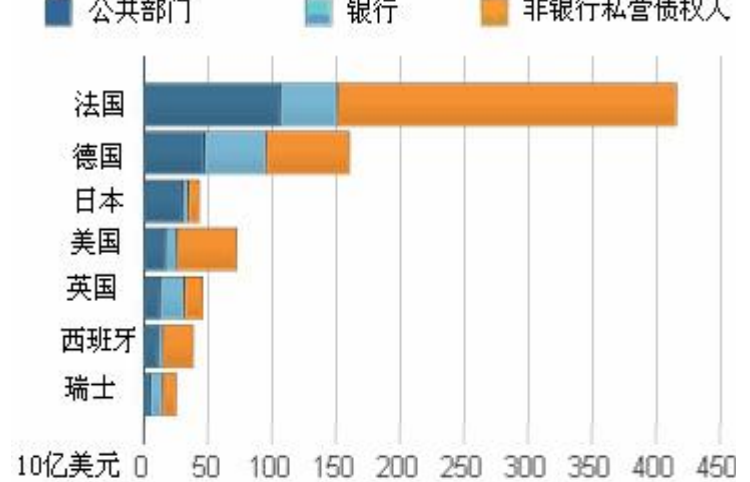
资料来源：ECB，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



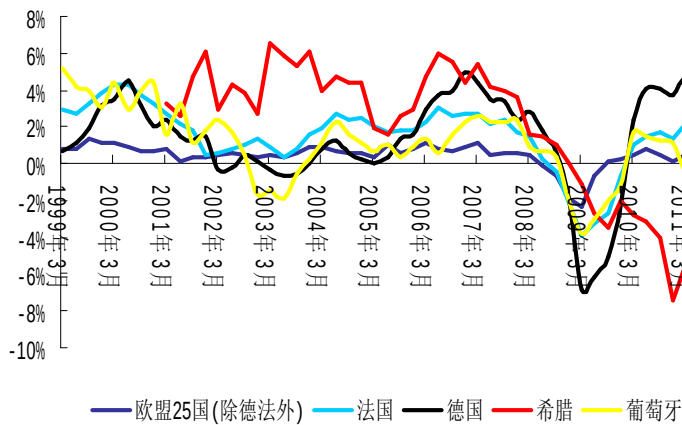
资料来源：申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



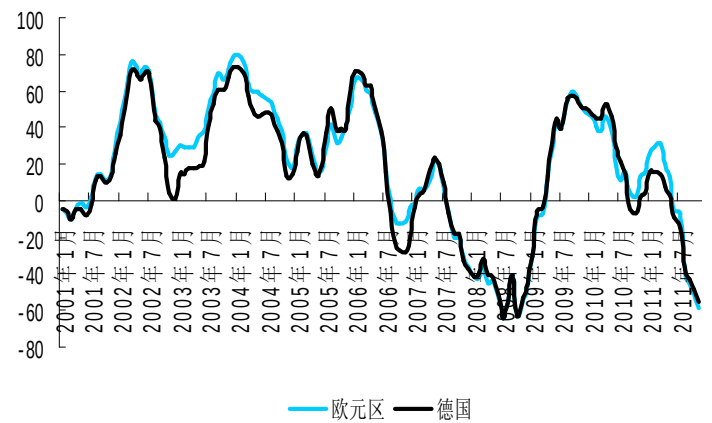
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

图 29：欧盟主要国家的经济同比增速



资料来源：CEIC、申万研究

图 30、欧元区 and 德国的 ZEW 经济增长预期



资料来源：Bloomberg、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：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	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 8 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	
		Espirito Santo	
		RBS	
瑞士	10 月 13 日	劳埃德银行集团	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。
		RBS 和劳埃德银行集团	穆迪将其评级下调一档，从 AA3 调整为 A1。
瑞士	10 月 13 日	UBS	惠誉将其的评级均下调两个等级，从 AA- 下调至 A。
			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 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	
合计	2,202	

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				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 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)
	11/30/11	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)
	11/18/11	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)
	03/05/12	5,545,000	216,255
	09/30/12	18,400	805

合计 5, 563, 400 217,060

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

表 14：欧盟明显出现产业空心化趋势

欧盟		法国		德国		希腊	
行业	比重	行业	比重	行业	比重	行业	比重
金融地产商业	29%	金融地产商业	37%	金融地产商业	28%	贸易运输	36%
服务业	23%	服务业	29%	服务业	23.3%	服务业	23%
贸易运输	21%	贸易运输	14%	工业	22.8%	金融地产商业	19%
工业	19%	工业	12%	贸易运输	20%	工业	11%
建筑业	6%	建筑业	6%	建筑业	5%	农业	5.8%
农业	2%	农业	2%	农业	1%	建筑业	5.6%

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。