

世界经济

2011 年 11 月 21 日

政客制造的经济悲剧

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
chengquo@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@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：

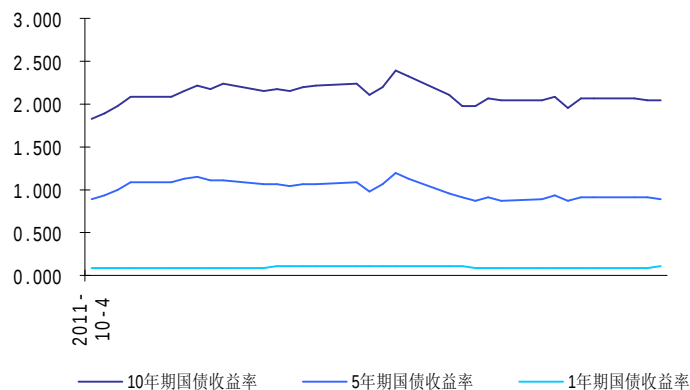
- **投资结论：**我们认为，超级委员会大概率将无法在 23 日前达成共识，如触发自动减赤机制，对于经济的实质影响将大于上次美债风波。美债危机暂不会发生，而欧债危机的解决将酝酿美债危机的开始。
- **主要观点及逻辑：**债务危机来源于政治家避免当期衰退而不断加大杠杆，目前危机加剧也依然因为政治。
- **大选年前的美国减赤谈判难妥协：**自动减赤机制将在明年开始 1000 多亿的减赤计划，其中民主党的失业救济金与工资税减免被取消将对私人消费产生实质影响。而共和党也希望留给民主党一个糟糕的 2012。这会让市场与评级机构对美国政治体系进一步失望。（参见 P5 超级委员会成员政治倾向）
- **市场热衷的美联储明年将推行的 MBS 版 QE，对房地产与经济的刺激作用将有限：**美国购房需求已经被布什政府过度刺激，而目前 MBS 利率已经达到历史最低，并且 MBS 购买操作可能以 OT 而非 QE 形式进行。
- **欧洲债务危机进展符合德国战略：**债务国首脑纷纷换届，新领导人都将推动减赤以换取流动性援助。德国人的目标正是压缩各国的财政自主权，而这些国家的短期经济发展只是次要，不服从的国家就应该退出欧元区。市场依然热衷于讨论欧央行的 QE，但这种概率实际上小于德国退出欧元区，而且也放弃了欧元的核心竞争力：货币信用。在明年 5 月法国大选之前，欧债危机将持续升级蔓延，之后救援的政治空间打开，意大利与西班牙将迎来债务减记。
- **有别于大众的认识：**欧美债务危机皆为危险的政治游戏，欧元区最终走向更可能是一个较现在更强也更稳定的欧元，黄金牛市将面临终结，美债危机将开始酝酿。

关注： 11 月 22 日 GDP 季环比（预期：2.5%，前期：2.5%）
11 月 23 日 美国减赤谈判（市场预期美债评级将再次下调）
欧元区共同债券的建议
11 月 27 日 希腊与私营债权人的债务减记细则

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”。

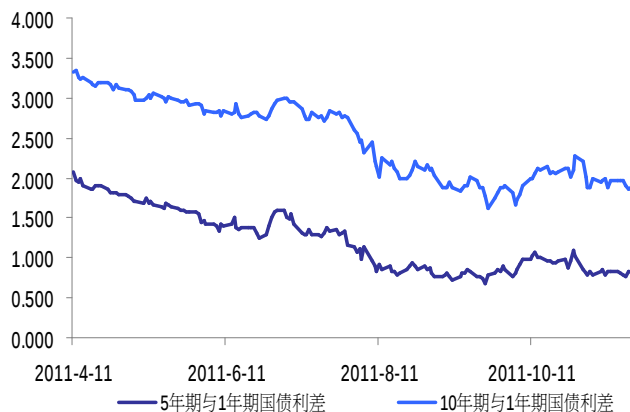
1. 减赤方案难产，美元商品下跌

图 1：美国国债收益率下跌，由于欧债危机的加剧，对经济形势的担忧有所增加。



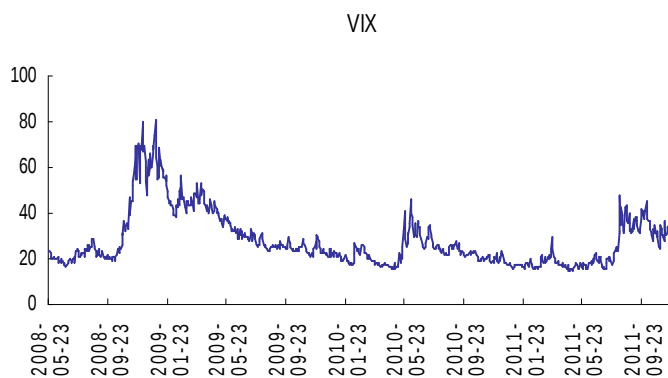
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差持续下降，对长期经济形势担忧有所加剧。



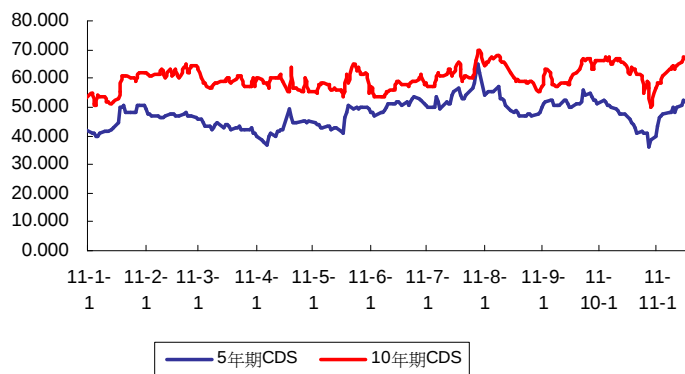
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数回落，显示股市波动风险减弱。



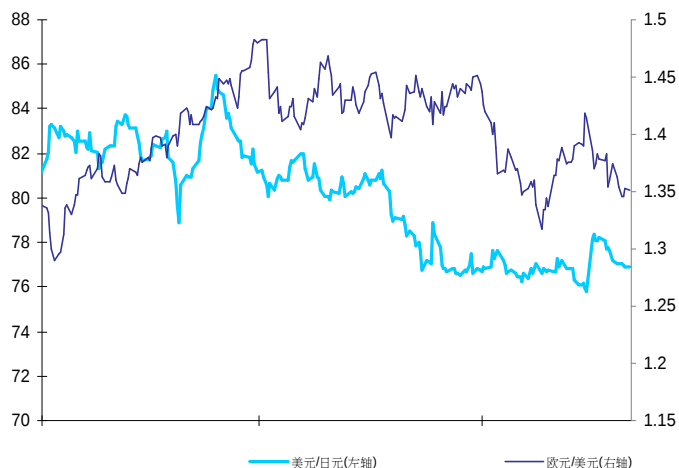
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 下跌，美国债务违约风险的担忧有所缓和。



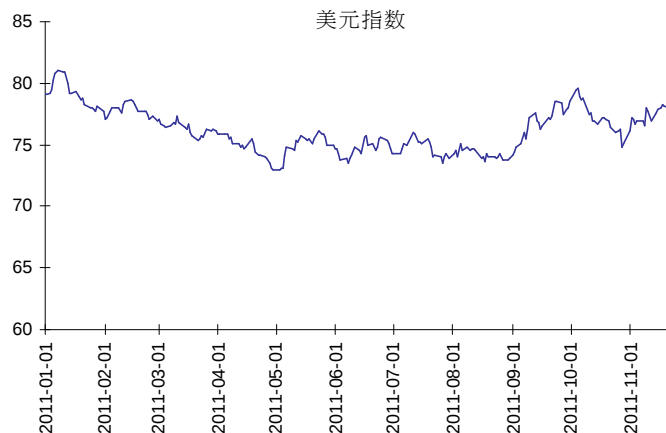
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元小幅下跌, 由于担忧 1.2 万亿美元的减赤方案不能达成一致。



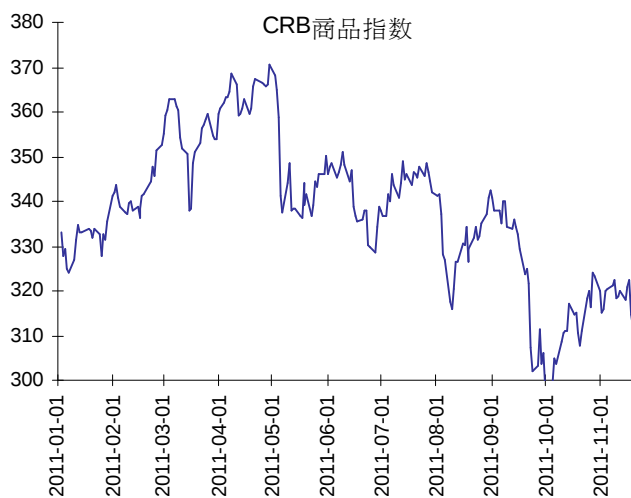
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回落, 对其避险需求仍然存在。



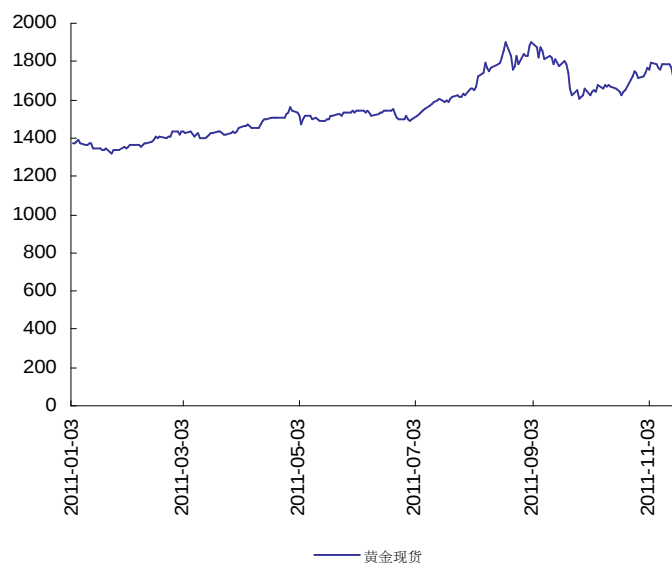
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格小幅下跌, 由于预期减赤方案很难达成一致。



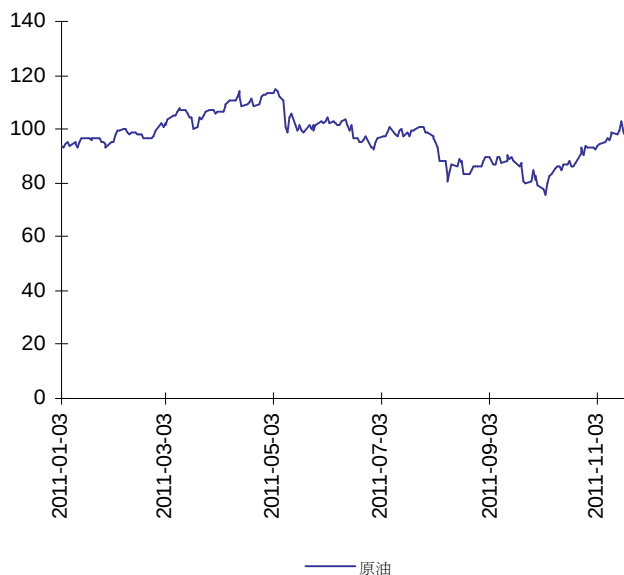
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下降, 对其避险需求仍然存在。



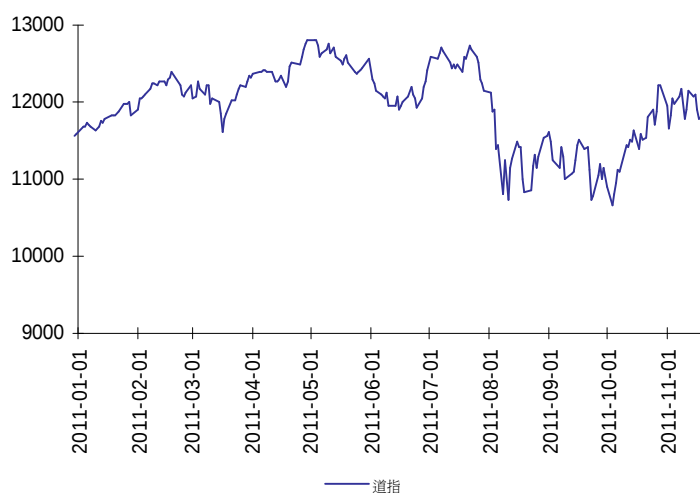
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格继续下跌。



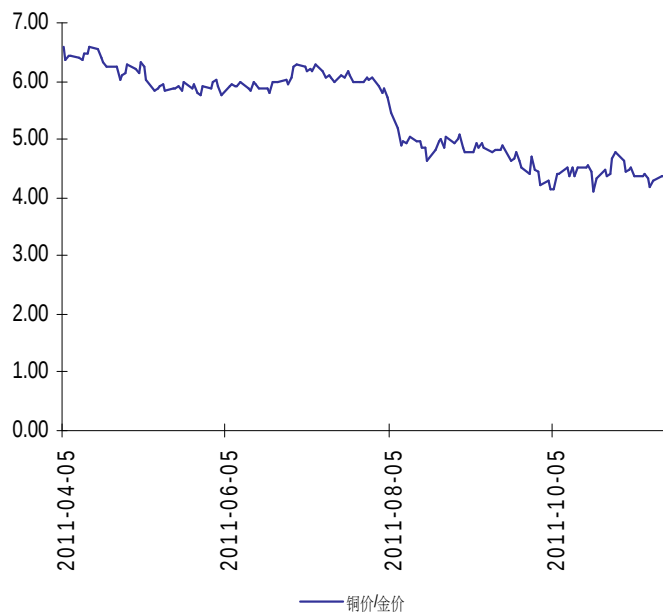
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上升，由于 10 月个人消费和个人收入最新数据皆上涨。



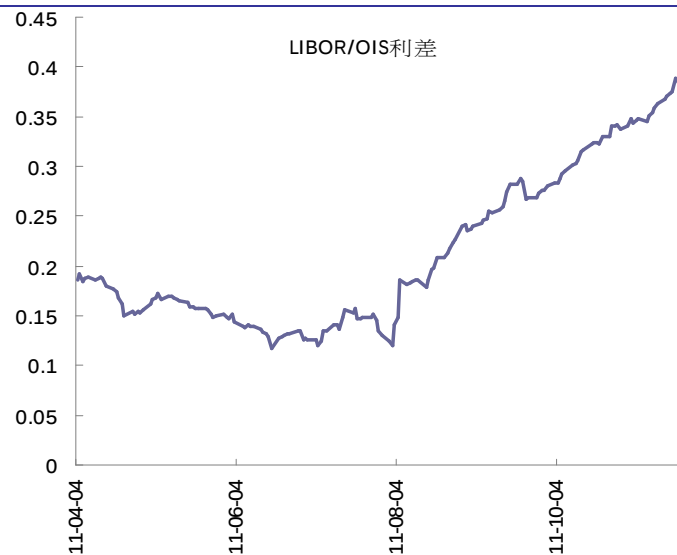
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比回升，由于铜价和金价皆下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差回落，银行信贷压力有所缓和。



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
11/16/2011 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%	--
11/18/2011 23:00	领先指标	OCT	0.60%	0.90%	0.20%	--

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
11/21/2011 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%
11/23/2011 21:30	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	OCT	-1.00%	--	2.40%	--
11/23/2011 21:30	Cap Goods Ship Nondef Ex Air	OCT	--	--	-0.90%	--
11/23/2011 21:30	个人收入	OCT	0.30%	--	0.10%	--
11/23/2011 21:30	个人开支	OCT	0.30%	--	0.60%	--
11/23/2011 21:30	个人消费性支出平减指数（年比）	OCT	2.70%	--	2.90%	--
11/23/2011 21:30	个人消费支出核心平减指数（月环比）	OCT	0.10%	--	0.00%	--
11/23/2011 21:30	个人消费性支出核心指数（年比）	OCT	1.70%	--	1.60%	--
11/23/2011 21:30	首次失业人数	NOV 19	390K	--	388K	--
11/23/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 12	3610K	--	3608K	--
11/23/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 20	--	--	-50	--
11/23/2011 22:55	密执安大学消费者信心	NOV F	64.5	--	64.2	--
11/24/2011 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	NOV	9	--	8	--

美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

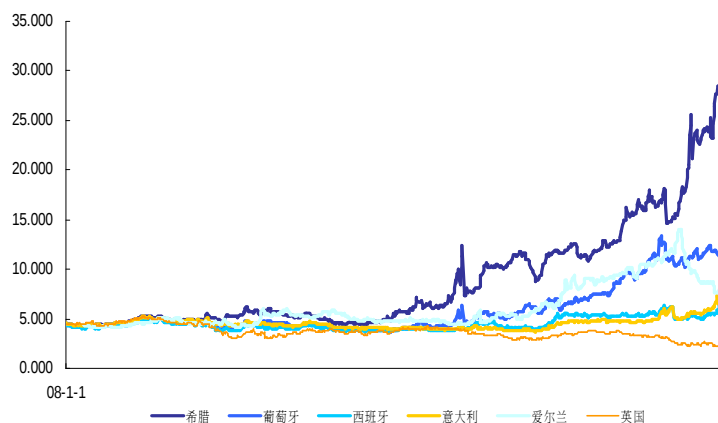
超级委员会成员政治倾向

众议院	提高债务上限（是/否）	延长布什减税政策投票（是/否）
Xavier Becerra（民主党-加利福尼亚州）	否	否
James E. Clyburn（民主党-南卡罗来纳州）	是	否
Chris Van Hollen（民主党-马里兰州）	是	否
Dave Camp（共和党-密歇根州）	是	是
Jeb Hensarling（共和党-德克萨斯州）	是	是
Fred Upton（共和党-密歇根州）	是	是
参议院		
Max Baucus（民主党-蒙塔纳州）	是	是
John Kerry（民主党-马萨诸塞州）	是	是
Patty Murray（民主党-华盛顿）	是	是
Jon Kyl（共和党-亚利桑那州）	是	是
Rob Portman（共和党-俄亥俄州）	是	N/A
Patrick Toomey（共和党-宾夕法尼亚州）	否	N/A

资料来源：申万研究

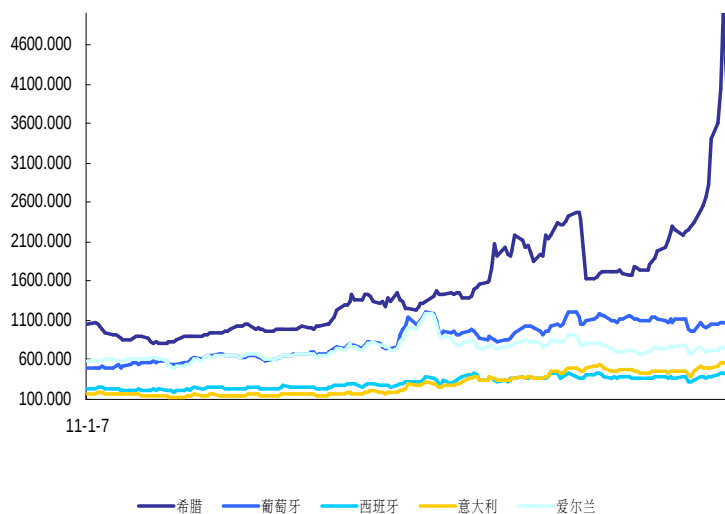
2. 西班牙反对党领袖赢得大选，欧元西班牙股齐涨

图 13：除葡萄牙、爱尔兰和英国外，其他国债收益率均下跌，对经济担忧的情绪有所缓和。



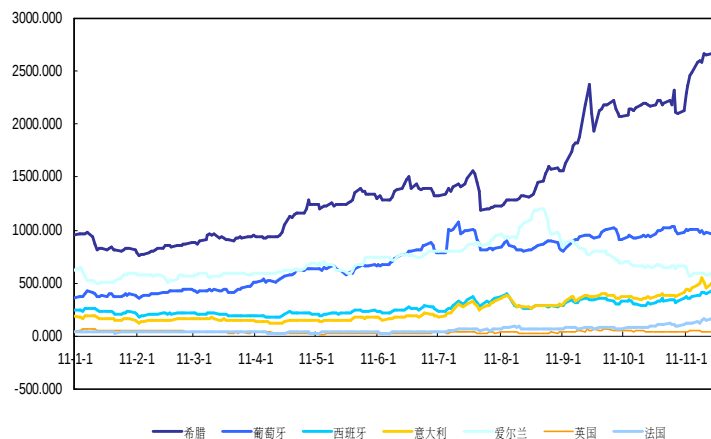
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊小幅上涨外，其他欧猪五国 CDS 均下跌，对债务违约风险的担忧情绪有所减弱。



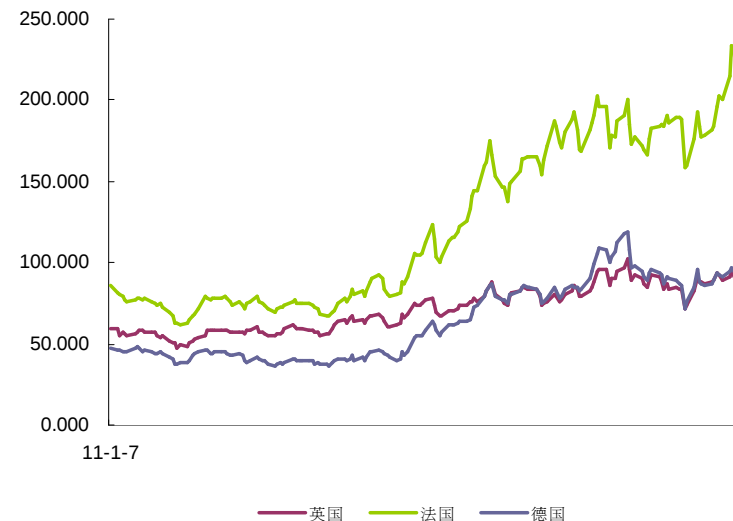
资料来源：Bloomberg，申万研究

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



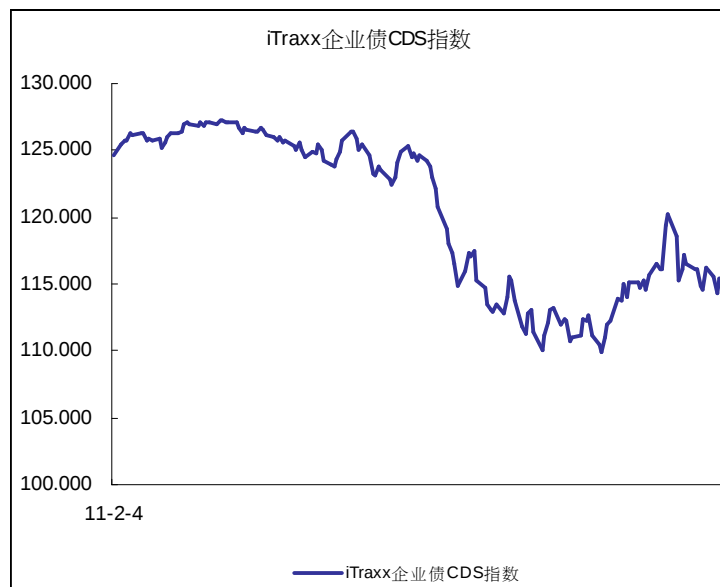
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除德国外，其他核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所缓和。



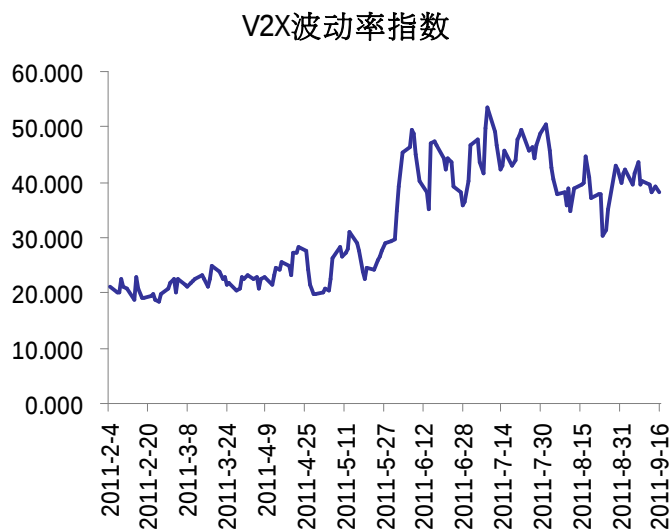
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 小幅上涨，对企业违约风险情绪依然存在。



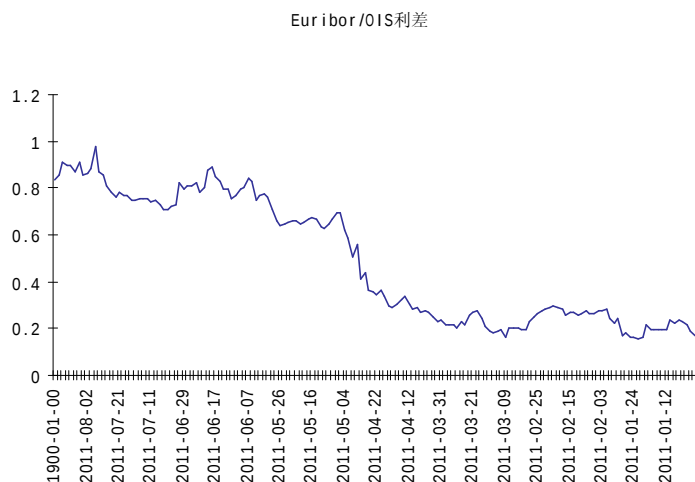
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动率下跌，股市波动风险减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor/OIS 利差与上一日持平，显示银行信贷压力减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元小幅上涨，由于预期美国减赤方案不能达成一致。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对其避险需求转移至美元和黄金。

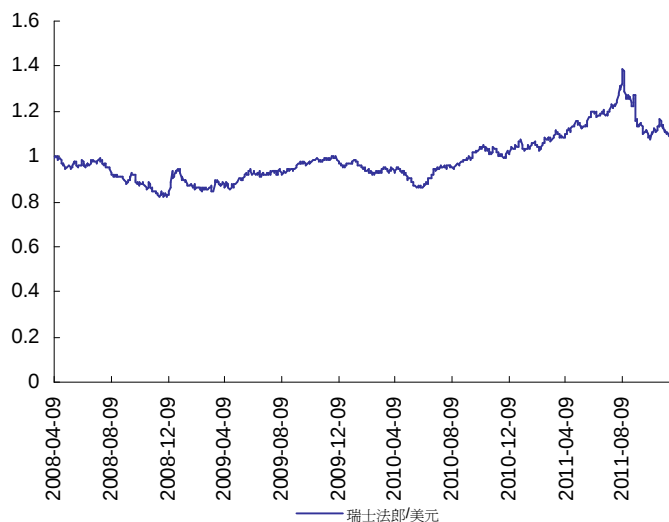
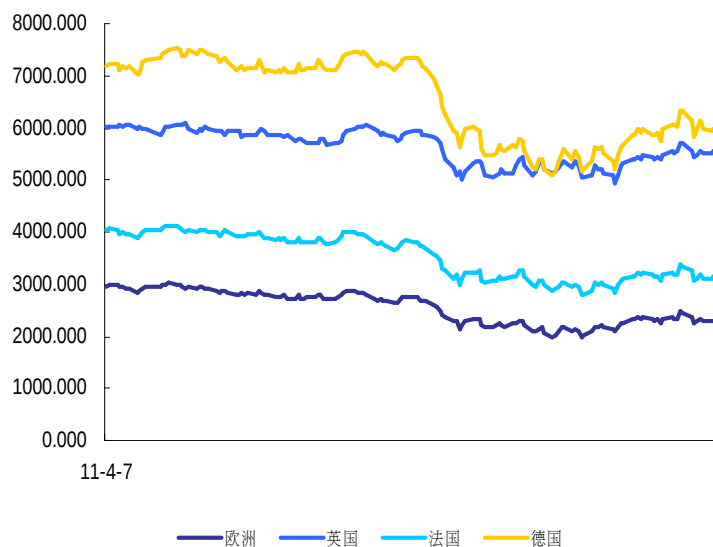


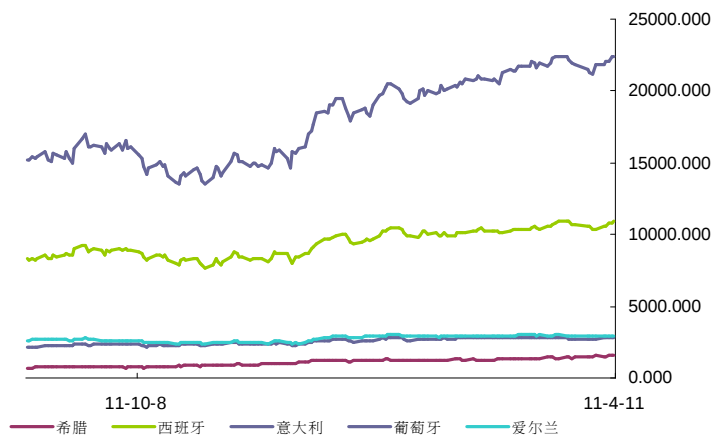
图 22: 欧洲股市均下跌, 由于欧债蔓延速度过快且各国领导人救助方案不能达成一致。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

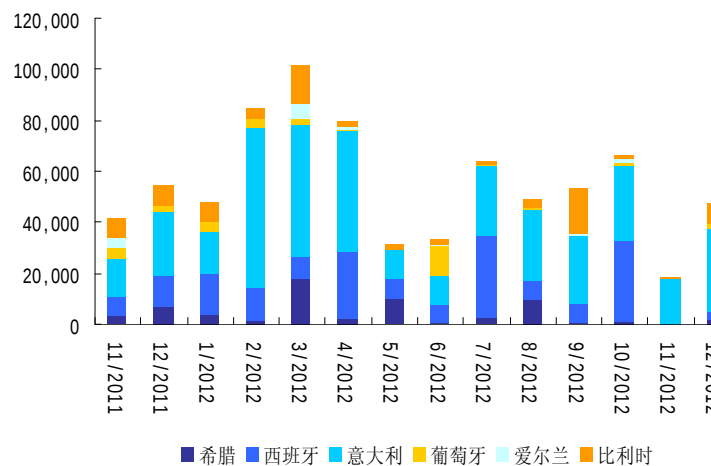
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和意大利外, 其他欧猪五国股市均下跌, 由于欧央行购买这两国国债以遏制收益率上涨。



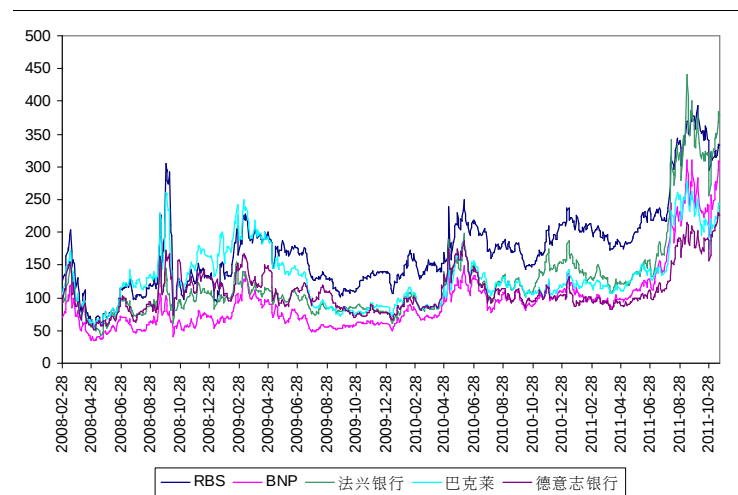
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



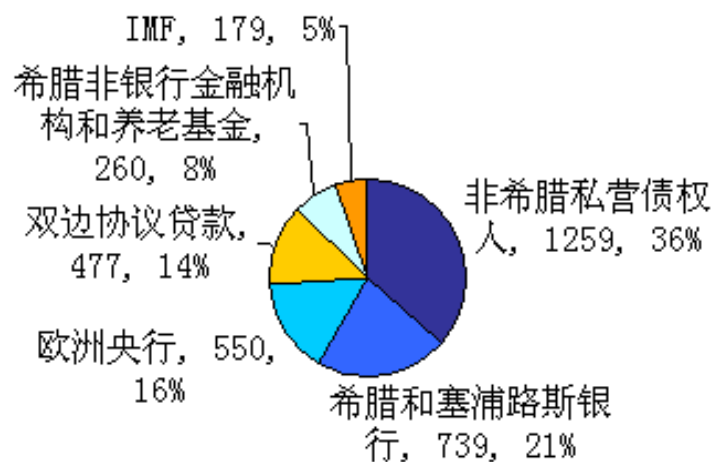
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



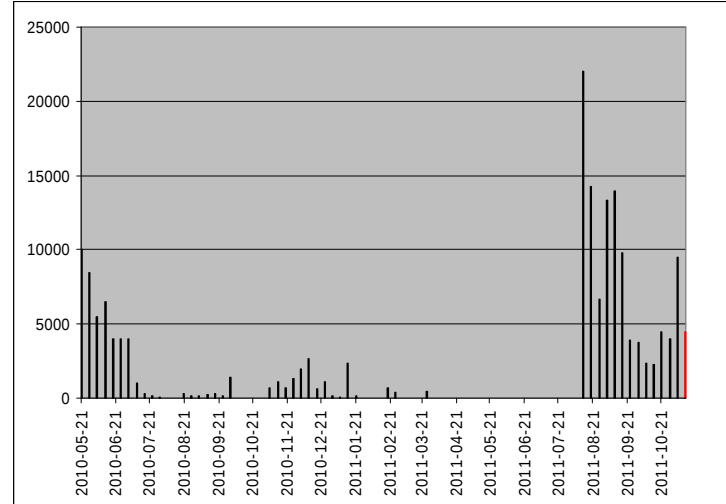
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



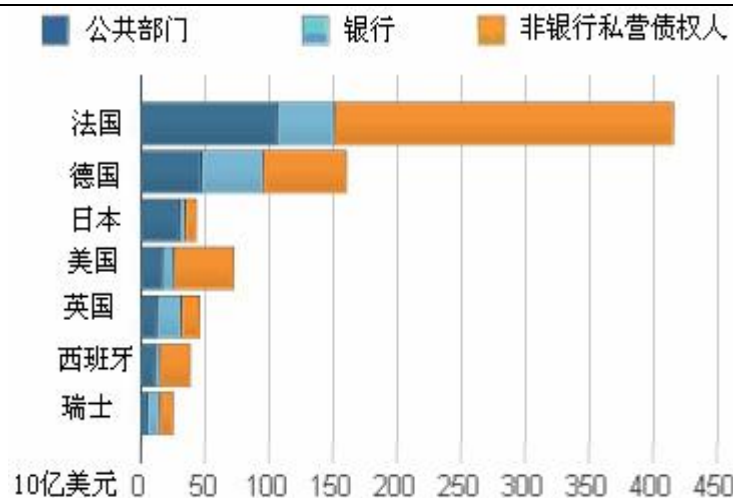
资料来源：申万研究

图 26：欧央行购买债券力度有所减弱（单位：百万欧元）



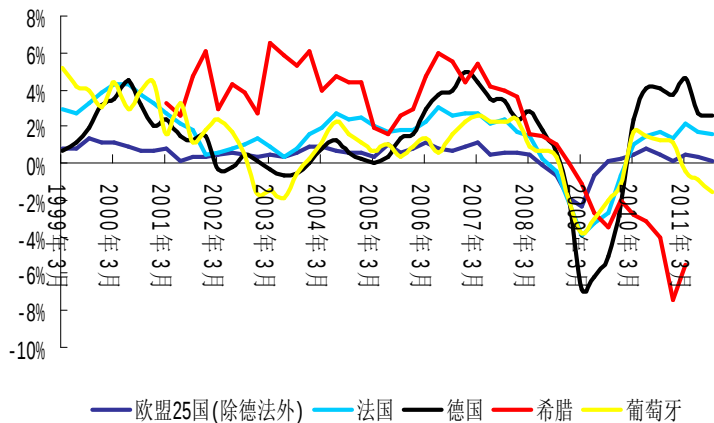
资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



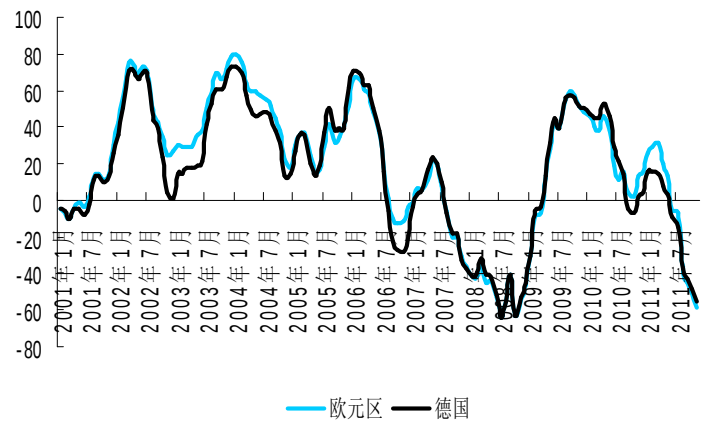
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

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)	2010 年					2010 年		
		5 年 CDS	标普	穆迪	惠誉	10 年赤字/GDP%	政府债务/GDP%	GDP 同比	季度 GDP 环比
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7	-5.5	0.2
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93	-1.7	-0.4
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9	2.3	1.6
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1	0.8	0.3
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1	0.8	0
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7	1.8	0
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4	1.6	0.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4	2.6	0.5

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%	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	
英国		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	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。
		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		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%

表 15: 截止到 3 季度, 主要银行对欧猪五国债务持有量 (单位: 百万欧元)

	希腊	爱尔兰	葡萄牙	意大利	西班牙
法国巴黎银行	1600	300	1400	12200	500
法国兴业银行	800	400	500	2500	1800
法国农业信贷银行	177	169	676	6749	1521
意大利联合信贷银行	234	59	52	38846.7	2053.6

资料来源: Bloomberg, 申万研究

注: 相比 2 季度, 法国三大银行对欧猪五国债务持有量均下降

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。