

## 世界经济

2011 年 11 月 25 日

## 欧债危机升级之中东欧告急

## 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](mailto:lihy@swsresearch.com)

## 研究支持

谢伟玉  
[xiewy@swsresearch.com](mailto:xiewy@swsresearch.com)  
钟嘉妮  
[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

陈果 (8621)23297336  
[chenquo@swsresearch.com](mailto:chenquo@swsresearch.com)

## 联系人

钟嘉妮 (8621)23297484  
[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

## 总体判断：

- | 欧债危机持续升级，隔夜避险情绪继续上升，意大利 10 年期国债收益率再度升至 7% 以上，葡萄牙、匈牙利被降为垃圾级令市场再度承压，需要重视的是，匈牙利和斯洛文尼亚 10 年期国债收益率再创历史新高，分别达 8.95% 和 6.1%。
- | 葡萄牙和匈牙利的降级，欧洲各国针对紧缩政策的罢工事件，加重了市场的恐慌情绪。葡萄牙作为被救助国，根据协议，将在三年内获得 780 亿欧元的援助，条件是 2011 年将财政赤字占 GDP 的比例从 2010 年的 9.8% 降至 5.9%，2012 年进一步降至 4.5%，2013 年达到欧盟规定的 3% 的目标，但目前来看，葡萄牙财政失衡、债务高企以及经济前景恶化，已难以达到这一目标。匈牙利、拉脱维亚和乌克兰等中东欧外部融资要求较高的国家，面临的压力也日益增大。从匈牙利来看，财拉脱维亚政整顿和削减公共债务不力，尽管政府承诺 2011 年底将政府债务占 GDP 比重降至 73%，但仍超过 60% 的警戒线，预计 2012 年赤字占 GDP 比重为 2.5%；从拉脱维亚来看，两家银行倒闭，并取消周二的国债拍卖，预示着流动性风险加剧。
- | 一些信号显示，英国二次衰退的概率增大。（1）根据第二次预估，英国第三季度 GDP 环比、同比增长率均为 0.5%，低于第二季度的 0.6%。（2）英国 10 月 PMI 跌至 47.4，为 2009 年 10 月以来最大单月下滑；（3）英国 7-9 月失业率已达 8.3%，总失业人口 262.2 万，创 17 年来新高，其中青年失业率 21.9%，青年失业人数 102 万。
- | 德国表现依然强劲。根据德国统计局公布的修正数据，德国第三季度 GDP 环比增长 0.5%，同比大增 2.5%，而二季度 GDP 环比增长修正后调高至 0.3%。最大的驱动力来自居民最终消费，而资本支出尤其是机械设备制造业也起了重要作用。不过，我们也需警惕，在欧洲各国产业空心化的浪潮下，金融地产商业也成了德国的第一大产业，占 GDP 增加值的 28%，其次是服务业，占比 23.3%，工业仅占比 22.8%，屈居第三。随着欧债危机的深化，德国经济也难以延续强势，未来放缓的概率很大。

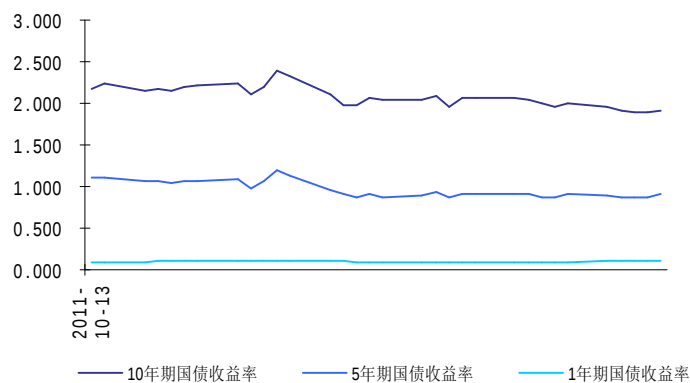
关注： 11 月 28 日 美国新建住宅销售环比（预期：-1%，前期：5.7%）  
11 月 30 日 欧盟财长会议  
11 月 29 日 消费者信心（预期：44.4，前期：39.8）  
11 月 27 日 希腊与私营债权人的债务减记细则

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](http://compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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”。

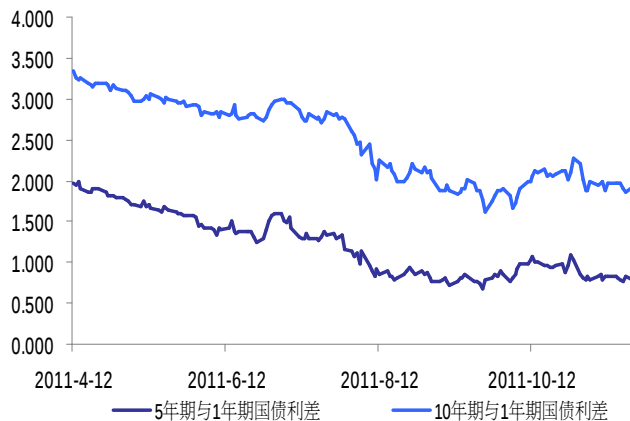
# 1. 葡萄牙和匈牙利信用评级惨遭下调至垃圾评级，美股商品受累下跌

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势的担忧有所减缓。



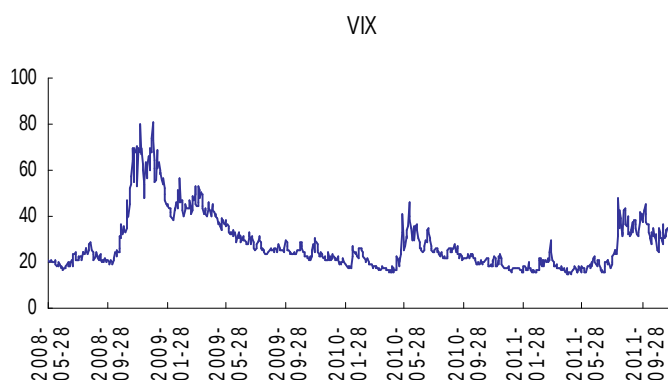
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上升，对长期经济形势担忧有所减弱。



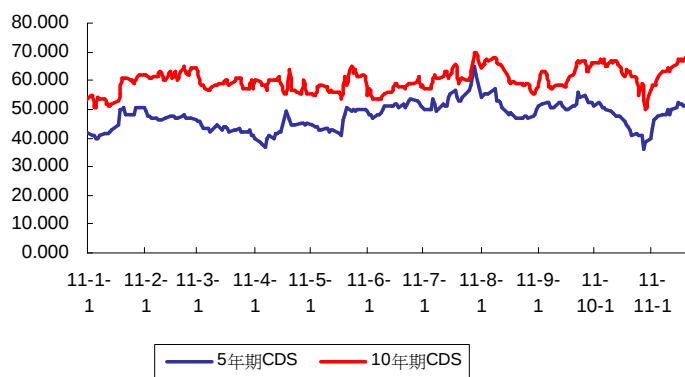
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续上涨，显示股市波动风险加剧。



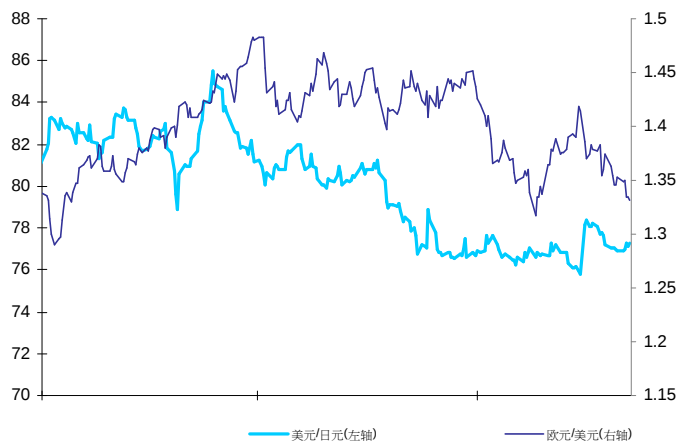
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 继续上涨，对美国短期债务违约风险的担忧有所加剧。



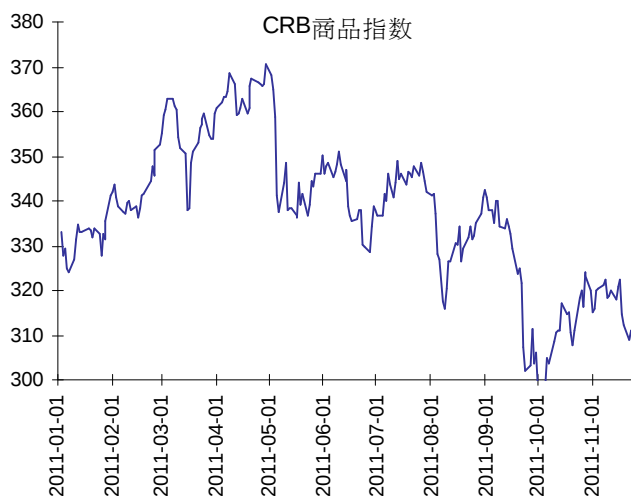
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元回升，由于葡萄牙主权评级遭下调。



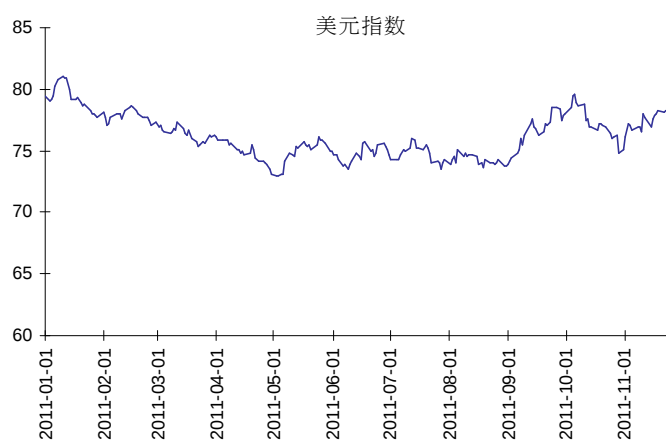
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格于上一日持平，由于葡萄牙和匈牙利评级遭下调。



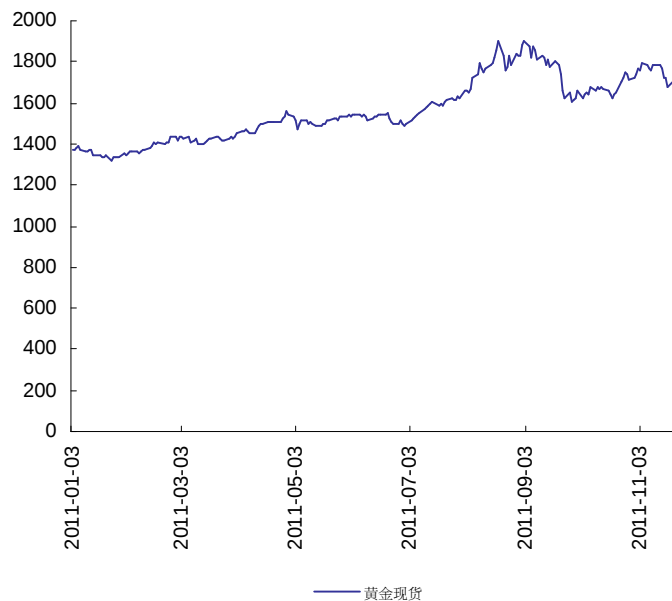
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅下跌，由于欧债危机进步恶化，对其避险需求依然存在。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格继续小幅下降，由于担心欧美债务危机，对其避险需求转移至美元现金。



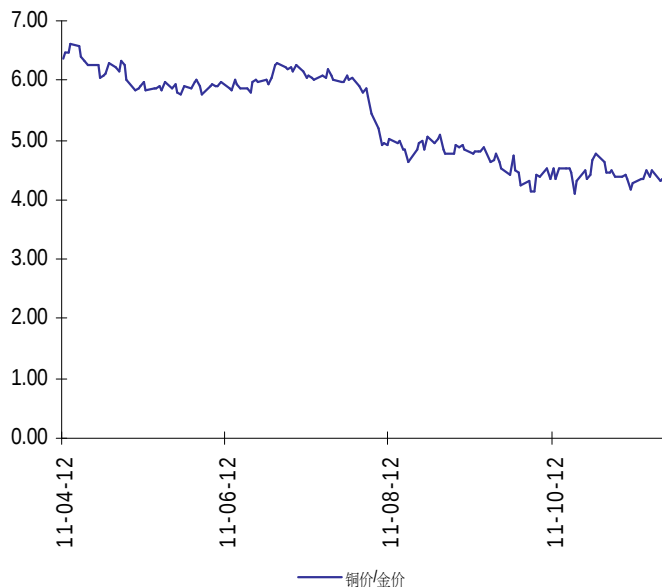
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格回升, 由于预期欧债危机可能蔓延到沙特阿拉伯, 影响原油供给。



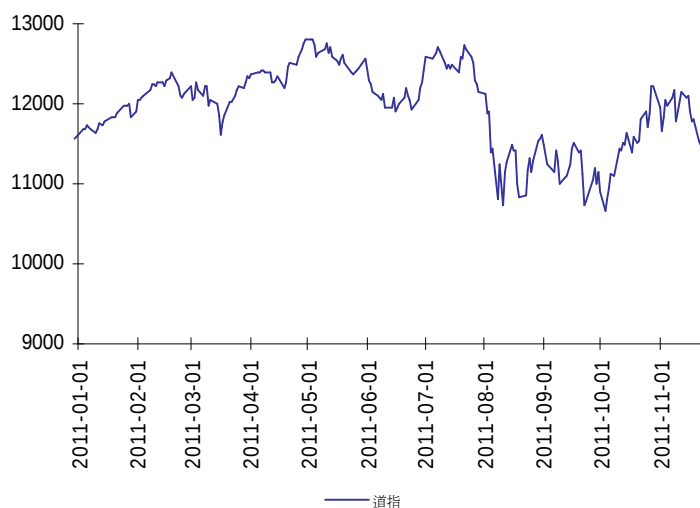
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比回升, 由于浙江多家农业信贷银行恢复此前低的存款准备金率, 定向宽松导致市场预期对铜需求回暖。



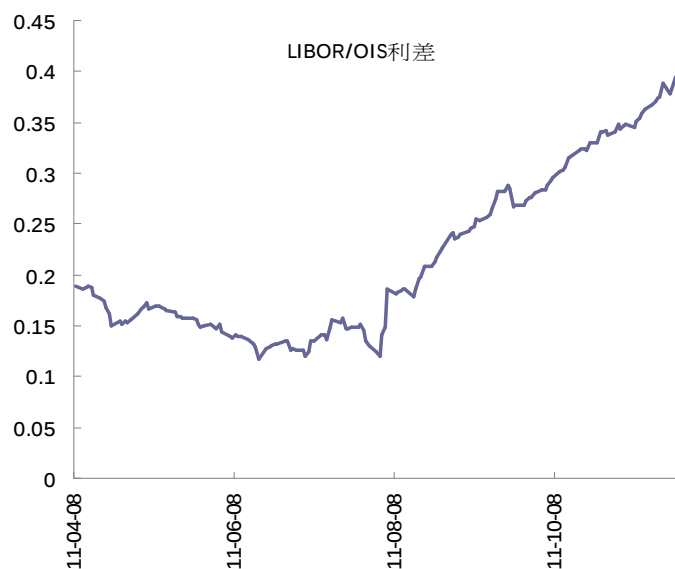
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指继续小幅下滑, 由于葡萄牙和匈牙利主权评级被下周为“垃圾评级”。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor/OIS 利差继续上升, 银行信贷压力有所加剧。



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    |
|------------------|--------------------------------|-----------|--------|--------|---------|--------|
| 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<br>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<br>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%   | --     |
| 11/21/2011 23:00 | 现房销售                           | OCT       | 4.80M  | 4.97M  | 4.91M   | --     |
| 11/21/2011 23:00 | 旧宅销售 月环比                       | OCT       | -2.20% | 1.40%  | -3.00%  | --     |
| 11/22/2011 21:30 | GDP 季环比(年度化)                   | 3Q S      | 2.50%  | 2.0%   | 2.50%   | --     |
| 11/22/2011 21:30 | 个人消费                           | 3Q S      | 2.40%  | 2.3%   | 2.40%   | --     |
| 11/22/2011 21:30 | GDP 价格指数                       | 3Q S      | 2.50%  | 2.5%   | 2.50%   | --     |
| 11/22/2011 21:30 | 核心个人消费支出 季环比                   | 3Q S      | 2.10%  | 2.0%   | 2.10%   | --     |
| 11/22/2011 23:00 | 里士满联储制造业指数                     | NOV       | -2     | 0      | -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<br>18 | --     | -1.20% | -10.00% | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 耐用品订单                          | OCT       | -1.00% | -0.70% | -0.80%  | -0.60% |
| 11/23/2011 21:30 | 耐用消费品 (除运输类)                   | OCT       | 0.00%  | 0.70%  | 1.70%   | 1.80%  |
| 11/23/2011 21:30 | Cap Goods Orders Nondef Ex Air | OCT       | -1.00% | -1.80% | 2.40%   | --     |
| 11/23/2011 21:30 | Cap Goods Ship Nondef Ex Air   | OCT       | --     | -1.10% | -0.90%  | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 个人收入                           | OCT       | 0.30%  | 0.40%  | 0.10%   | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 个人开支                           | OCT       | 0.30%  | 0.10%  | 0.60%   | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 个人消费性支出平减指数(年比)                | OCT       | 2.70%  | 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%  | 0.10%  | 0.00%   | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 个人消费性支出核心指数 (年比)               | OCT       | 1.70%  | 1.70%  | 1.60%   | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 首次失业人数                         | NOV<br>19 | 390K   | 393K   | 388K    | --     |
| 11/23/2011 21:30 | 持续领取失业救济人数                     | NOV<br>12 | 3610K  | 3691K  | 3608K   | --     |
| 11/23/2011 22:45 | 彭博消费者舒适度                       | NOV       | --     | -50.1  | -50     | --     |

|                  |               |       |      |      |      |    |
|------------------|---------------|-------|------|------|------|----|
|                  |               | 20    |      |      |      |    |
| 11/23/2011 22:55 | 密执安大学消费者信心    | NOV F | 64.5 | 64.1 | 64.2 | -- |
| 11/24/2011 00:00 | 堪萨斯城联储制造业活动指数 | NOV   | 9    | 4    | 8    | -- |

### 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 |
|------------------|--------------------------------|--------|--------|-----|--------|-----|
| 11/28/2011 23:00 | 新建住宅销售                         | OCT    | 310K   | --  | 313K   | --  |
| 11/28/2011 23:00 | 新建住宅销售 月环比                     | OCT    | -1.00% | --  | 5.70%  | --  |
| 11/28/2011 23:30 | 达拉斯联储银行制造业活动指数                 | NOV    | 5      | --  | 2.3    | --  |
| 11/29/2011 22:00 | 标普/CS 20个城市月环比%经季调             | SEP    | 0.00%  | --  | -0.05% | --  |
| 11/29/2011 22:00 | 标普/CS 综合指数-20 同比               | SEP    | -3.00% | --  | -3.80% | --  |
| 11/29/2011 22:00 | 标普/CS 住宅价格指数                   | SEP    | --     | --  | 142.84 | --  |
| 11/29/2011 22:00 | 标普/CS 美国住宅价格指数同比%              | 3Q     | --     | --  | -5.88% | --  |
| 11/29/2011 22:00 | 标普/CS 美国住宅价格指数                 | 3Q     | --     | --  | 130.12 | --  |
| 11/29/2011 23:00 | 消费者信心                          | NOV    | 44.4   | --  | 39.8   | --  |
| 11/29/2011 23:00 | 住宅价格指数 月环比                     | SEP    | 0.10%  | --  | -0.10% | --  |
| 11/29/2011 23:00 | House Price Purchase Index QoQ | 3Q     | --     | --  | -0.60% | --  |
| 11/30/2011 20:00 | MBA 抵押贷款申请指数                   | NOV 25 | --     | --  | -1.20% | --  |
| 11/30/2011 20:30 | 挑战者企业裁员人数 同比                   | NOV    | --     | --  | 12.60% | --  |
| 11/30/2011 21:15 | ADP 就业变动指数                     | NOV    | 130K   | --  | 110K   | --  |
| 11/30/2011 21:30 | 非农生产力                          | 3Q F   | 2.60%  | --  | 3.10%  | --  |
| 11/30/2011 21:30 | 单位劳务成本                         | 3Q F   | -2.10% | --  | -2.40% | --  |

### 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

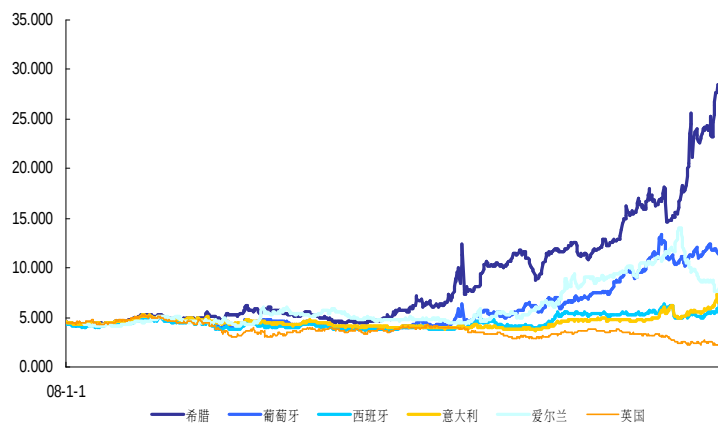
| 众议院                          | 提高债务上限（是/否） | 延长布什减税政策投票（是/否） |
|------------------------------|-------------|-----------------|
| Xavier Becerra（民主党-加利福尼亚州）   | 否           | 否               |
| James E. Clyburn（民主党-南卡罗来纳州） | 是           | 否               |
| Chris Van Hollen（民主党-马里兰州）   | 是           | 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

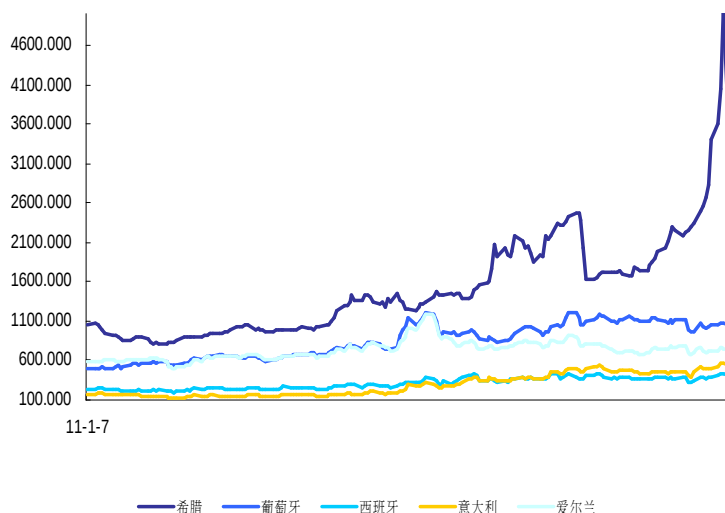
## 2. 德国 GDP 增长强劲但意大利国债再破警戒线， 欧元欧股下跌

图 13：除西班牙外，欧猪五国国债收益率均上涨。意大利国债收益率再次破 7% 警戒线，葡萄牙信用评级下调为垃圾评级。



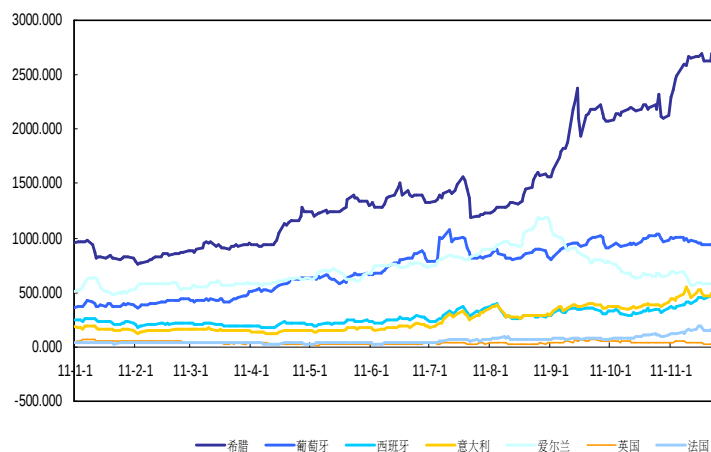
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除爱尔兰和葡萄牙外，其他欧猪五国 CDS 均回落，对债务违约风险的担忧情绪依然存在。



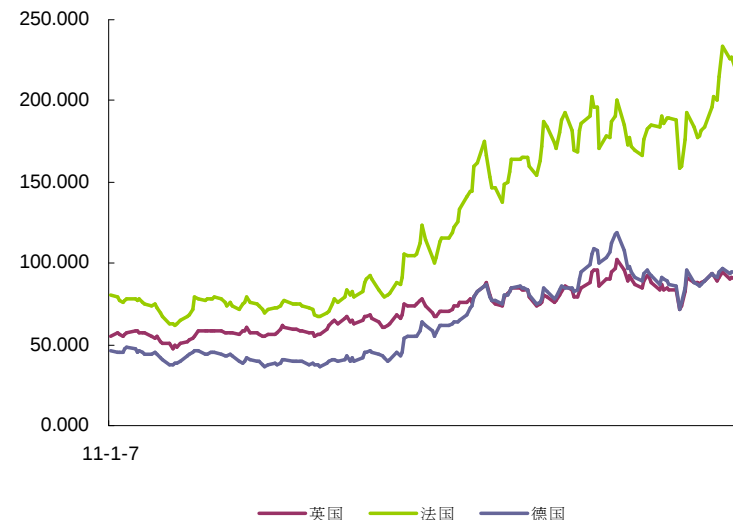
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除西班牙、英国和法国外，其他国国债利差均上涨，由于德国国债持续上涨，对长期经济担忧情绪加剧。



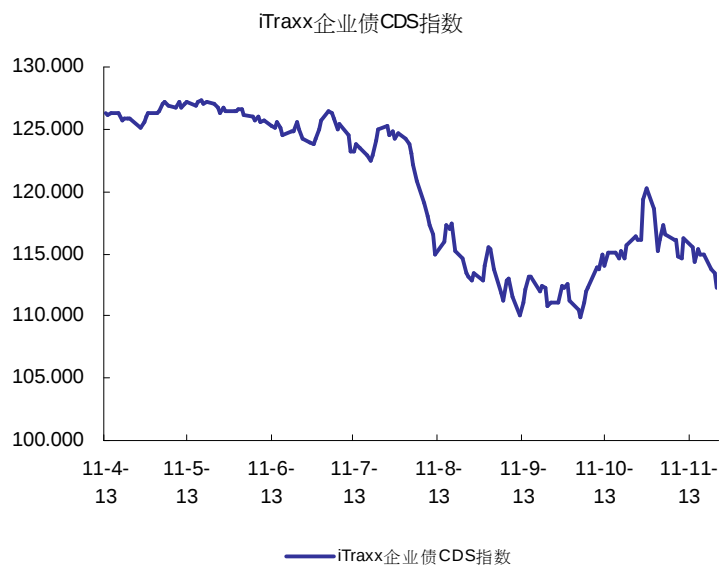
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除法国外，其他核心国 CDS 均持续上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



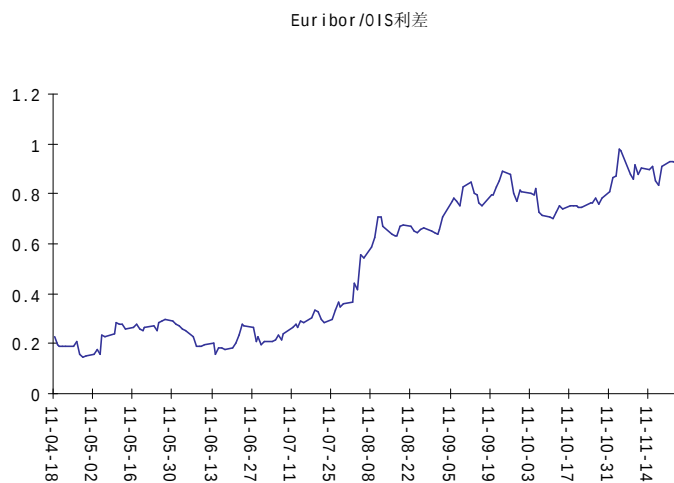
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 小幅下跌, 对企业违约风险情绪依然存在。



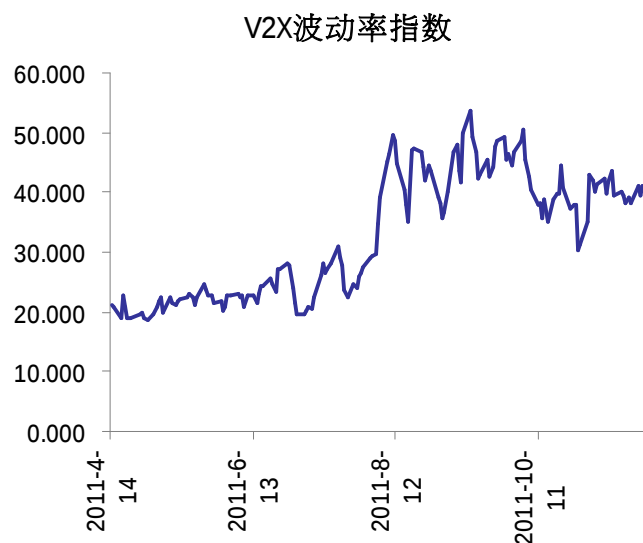
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor/OIS 利差上升, 显示银行信贷压力加剧。



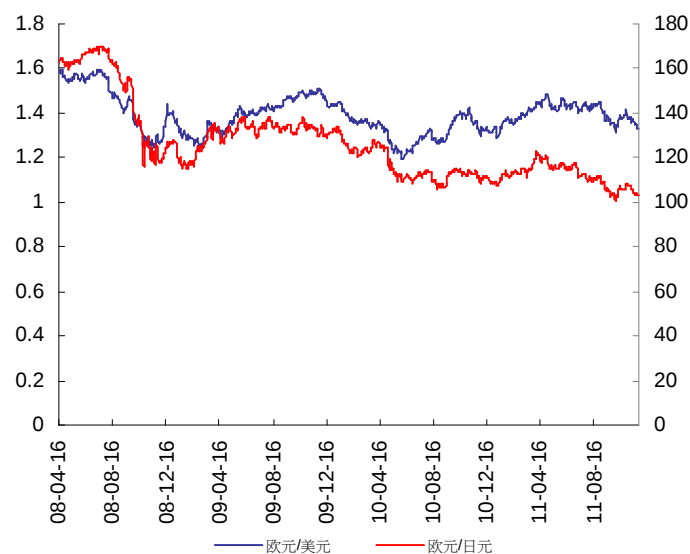
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动率下降, 股市波动风险减弱。



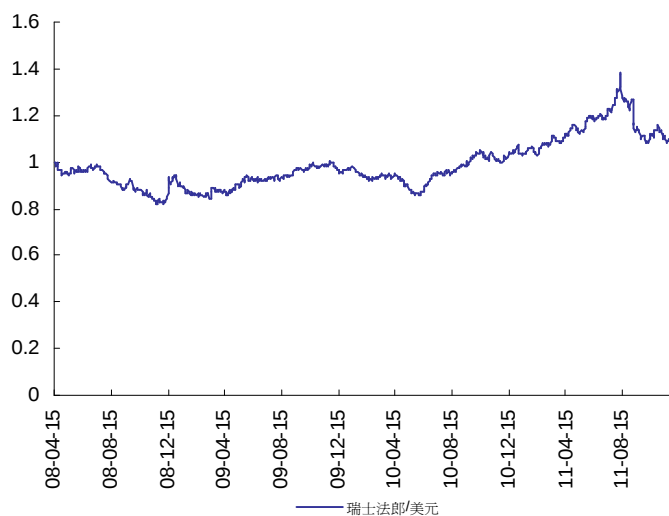
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元回升, 由于德国 GDP 同比大增 2.5%。



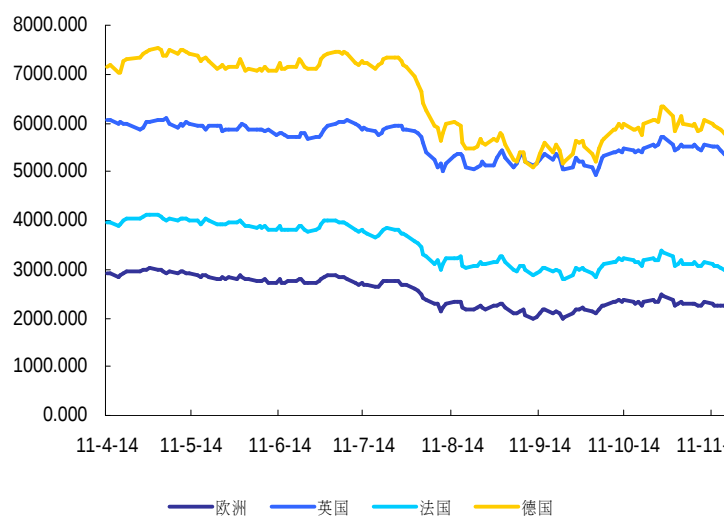
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对其避险需求依然存在。



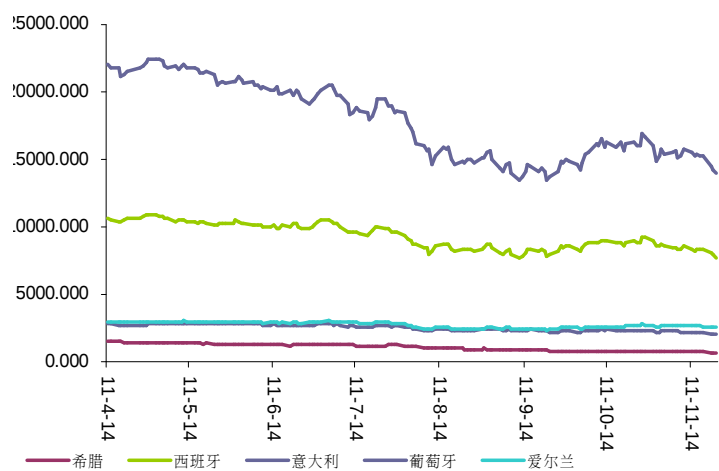
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于葡萄牙和匈牙利评级下调。



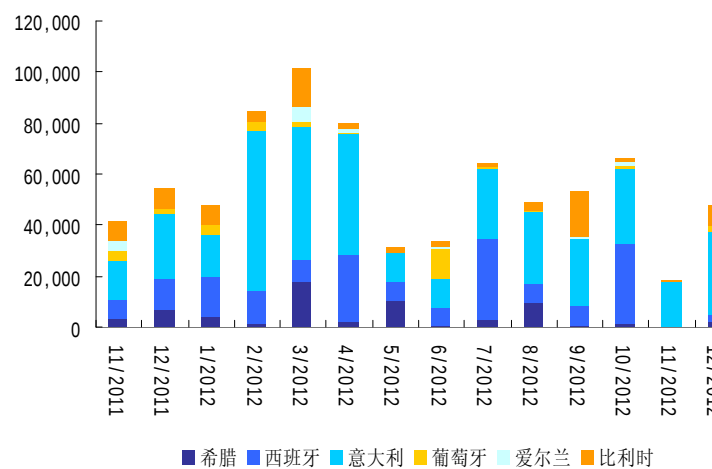
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除意大利和爱尔兰小幅回升外, 其他欧猪五国股市均下跌。



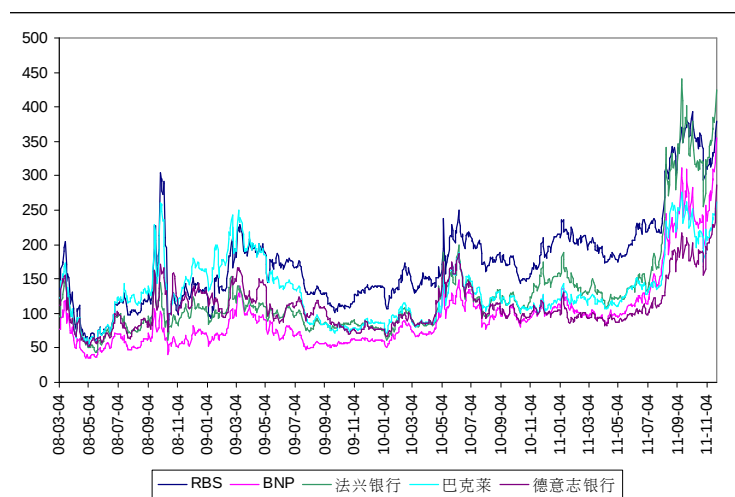
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



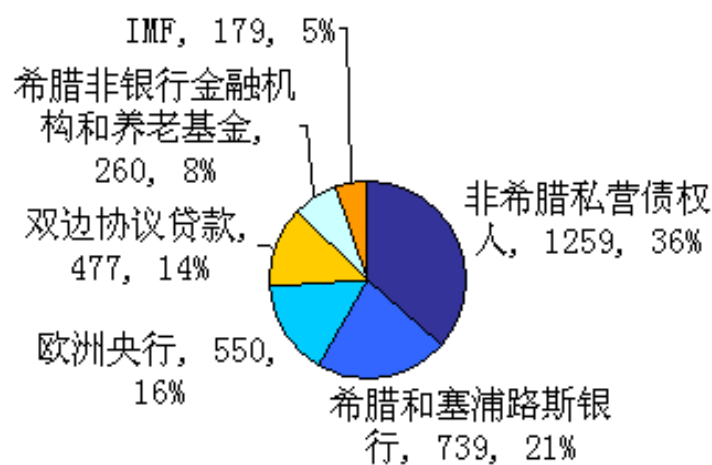
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均持续上涨，由于欧债危机进步恶化，银行体系风险加大。



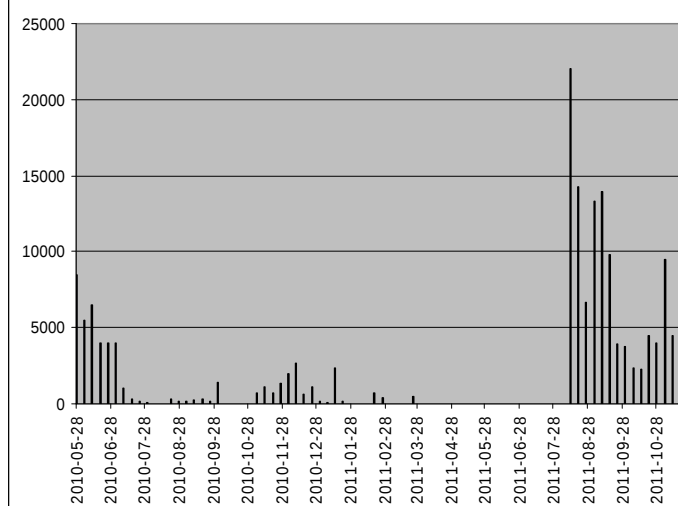
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



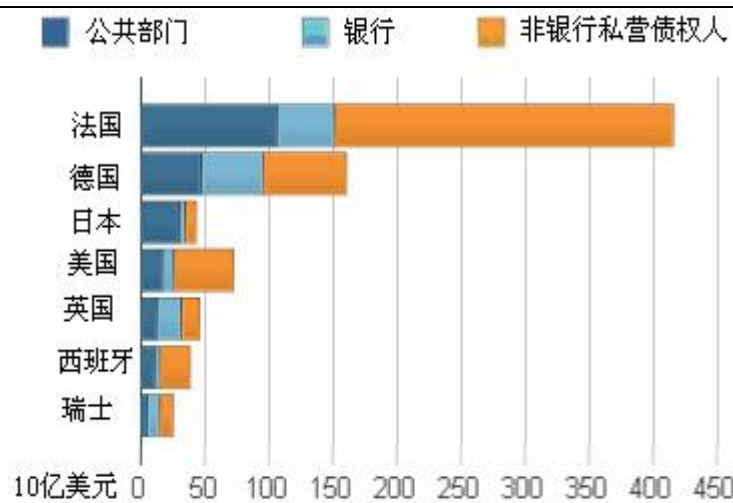
资料来源：申万研究

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）

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% | 2010 年政府债务/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% |

资料来源：申万研究

表 4：各银行业所持其他国债务（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 |        | 1687.49 | 275.65  | 34.24   | 34.71  | 134.94  | 251.63  | 119.73  | 3239.47 |
| 希腊  | 12.78  | 409.79  | 157.12  | 27.41   | 8.49   | 92.94   | 61.42   | 10.33   | 888.16  |
| 爱尔兰 | 187.04 | 235.37  | 812.45  | 109.12  | 67.73  | 1035.51 | 393.97  | 152.77  | 2794.55 |
| 意大利 | 176.49 | 3061.12 | 1189.21 |         | 292.35 | 541.98  | 344.79  | 324.98  | 6156.82 |
| 葡萄牙 | 25.81  | 188.66  | 263.58  | 28.91   | 650.51 | 187.02  | 38.60   | 16.30   | 1445.88 |
| 西班牙 | 175.74 | 1109.34 | 1304.70 | 220.40  |        | 741.66  | 490.91  | 197.66  | 8748.21 |
| 德国  | 123.62 | 2037.35 |         | 2006.22 | 440.02 | 1396.79 | 1725.67 | 1071.47 | 9770.05 |
| 法国  | 9.33   |         | 166.59  | 53.01   | 73.90  | 1111.75 | 600.74  | 357.67  | 1938.24 |

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          |                                                   |
|     |           | Caixa Economica Montepio Geral |                                                   |
| 英国  | 10 月 8 日  | Banco Internacional do Funchal | 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 Portugues de Negocios    |                                                   |
|     |           | Espirito Santo                 |                                                   |
| 瑞士  | 10 月 13 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。                          |
| 西班牙 | 10 月 12 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。                       |
|     |           | 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”。                |
| 西班牙 | 10 月 13 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+。                               |
|     |           | 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 | 6               | 0.20   |

亚

|      |       |       |
|------|-------|-------|
| 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  |            |       |      |          |        |      | 11-10-07 | A+     | 负面   |

| 利   |          |        |    |          |       |    |          |       |    |
|-----|----------|--------|----|----------|-------|----|----------|-------|----|
|     | 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 | 11-11-25 | BB-   | 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 | 11-04-01 | BBB*- | 负面 |
|     | 10-12-21 | A1*-   | 负面 | 10-11-30 | A*-   | 负面 | 11-03-24 | A*-   | 负面 |
|     | 10-07-13 | A1     | 负面 | 10-04-27 | A-    | 负面 | 10-12-23 | A+    | 负面 |
|     | 10-05-05 | AA2    | 负面 | 09-01-13 | AA-   | 负面 | 10-03-24 | AA-   | 负面 |
|     |          |        |    | 09-01-12 | A+    | 负面 | 98-06-04 | AA    | 正面 |
| 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 | 11-11-25 | Ba1    | 负面 |          |       |    |          |       |    |
|     | 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

表 16：意大利和希腊 10 大债权人（银行体系）

| 意大利（百位欧元） |                                |           | 希腊（百万欧元）                    |           |
|-----------|--------------------------------|-----------|-----------------------------|-----------|
| 1         | Intesa Sanpaolo SpA            | 63,394.00 | National Bank of Greece SA  | 12,243.00 |
| 2         | 法国兴业                           | 38,846.70 | EFG Eurobank Ergasias SA    | 9,839.00  |
| 3         | Banca Monte dei Paschi di Sien | 25,000.00 | Piraeus Bank SA             | 9,672.02  |
| 4         | 法国巴黎银行                         | 12,200.00 | Agricultural Bank of Greece | 6,568.47  |
| 5         | 德克夏                            | 10,003.00 | Alpha Bank AE               | 6,139.58  |
| 6         | Unione di Banche Italiane SCPA | 9,234.05  | Marfin Popular Bank PCL     | 2,953.85  |
| 7         | Commerzbank AG                 | 7,900.00  | Bank of Cyprus Plc          | 2,221.28  |
| 8         | 法国农业信贷                         | 6,749.00  | 法国巴黎银行                      | 1,600.00  |
| 9         | Barclays PLC                   | 4,032.71  | Commerzbank AG              | 1,400.00  |
| 10        | KBC Groep NV                   | 3,800.00  | 德克夏                         | 1,292.00  |

资料来源：Bloomberg，申万研究

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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。