

世界经济

2011 年 12 月 5 日

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
chenguo@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>

央行并非万能，通胀不是答案

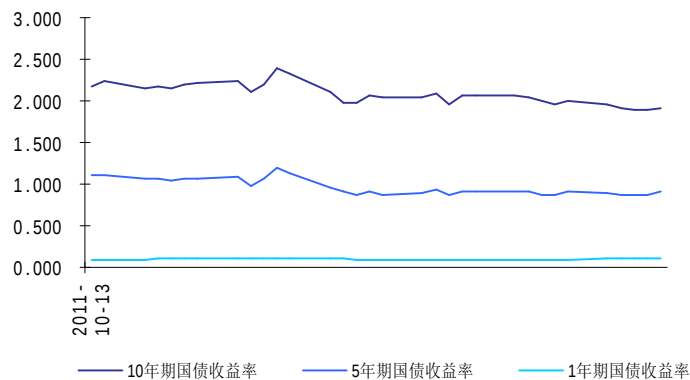
总体判断：

- I **华尔街更信赖非农就业增长数据**：8.6%的失业率超预期，但市场反应平淡。因为和失业率同时公布的非农就业新增是 12 万，低于一致预期的 12.5 万，市场认为新增非农就业增长数据可信度更高因为它来源于机构在册员工人数，而失业率数据来自美国家庭调查，样本规模远小于机构在册员工人数。此外众多周知的就业参与率问题，失业率这个指标有迷惑性，10 月家庭调查数据显示，失业人数减少 59.4 万，而总劳动人口（就业人口加正在找工作的人口）也减少了 31 万。当然总体来说，就业数据不算差，但这是历史，市场焦点在于，
- I **国会政治使得 2012 年经济前景雪上加霜**：2011 年雇员工资社保税从 6.2% 下调至 4.2%，民主党希望这个 2% 的税收优惠政策在 2012 年继续，这将让社保收入减少 1200 亿美元，共和党国会很可能不会通过。另外失业金救济时间也将从 99 周恢复至 26 周。目前一致预期是这两项政策可以拉低美国经济增长 1 个百分点。华尔街对国会已失去信心，只是希望美联储能够出手。可是，
- I **央行不是解决方案，而是问题本身**：当前西方世界的问题是，政治低效，经济问题统统推给中央银行家。而央行却解决不了当前的问题，实际上很多问题正是央行造成的。
- I **MBS 版 QE，即通过人为压低按揭贷款利率的方案刺激房地产复苏是一个错误的方法**。我们不认为这个方法能够成功，即使这个方法成功，那么未来的退出成本也可能会让旧梦重温：通胀使得美联储被迫加息，按揭贷款利率上升使得背负房贷者出现断供压力。
- I **欧洲一揽子解决方案雏形已成**：8 日欧洲领导人将讨论一个综合应对方案：包括明确减赤目标，EFSF 杠杆化两到三倍，IMF 增加援助，欧央行加大购买意西国债力度等。这个方案向德国人的梦想又靠近了一步，整个框架看上去是最有力的一次，但涉及的方面太多，使得市场只能对之后政客与市场的博弈抱谨慎乐观态度。市场总是期待 ECB 成为主角，QE 不能使债务率下降也不改变债务国的偿债能力，QE 只是将债务拖延使其堆积得更高，通胀也不是答案，只会让欧央行在未来被迫加息使得经济陷入更加被动的大滞胀。即使 ECB 加大公开市场购买，可能也只是配角。欧债需要减记，经济在短期需要直面痛苦，从而开始真正的结构调整。
- I **伊朗难爆发大规模战事**：伊朗和利比亚不同，不是政治与民主的问题，更涉及宗教问题，因此阿盟在这个问题上很难明确支持欧美。而欧美本身又受限于财政空间与选举政治，纵使决心实施军事打击也只能通过以色列进行。

关注： 12 月 5 日 美国 工厂订单（预期：-0.3%，前期：0.3%）
12 月 9 日 贸易余额（预期：-44B，前期：-43.1B）
12 月 5 日 法德首脑会晤
12 月 8 日 欧洲央行公布利率（预期降息 25 个基点至 1%）
12 月 8-9 日 欧盟峰会

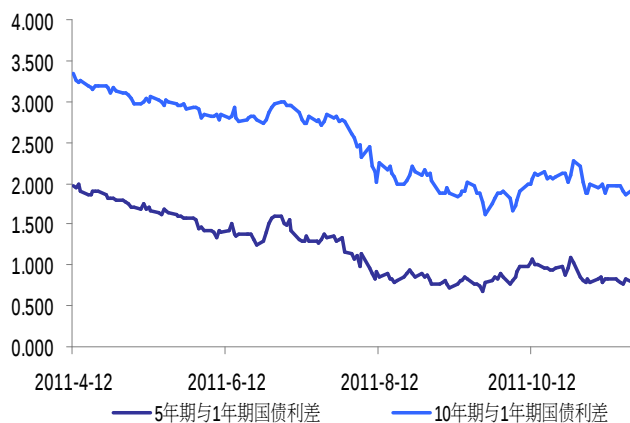
1. 美国失业率两年来新低，美股商品反应平淡

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势的担忧减缓。



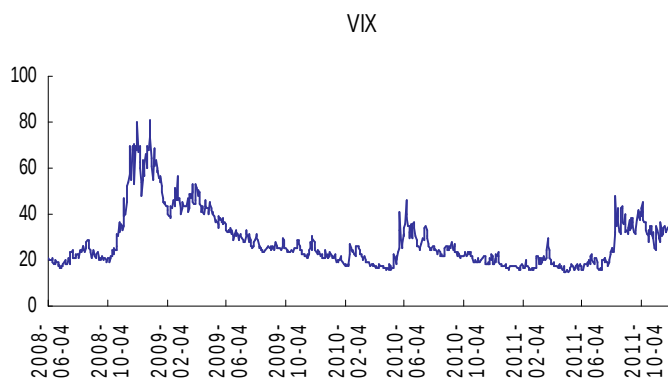
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上升，对长期经济形势担忧有所缓和。



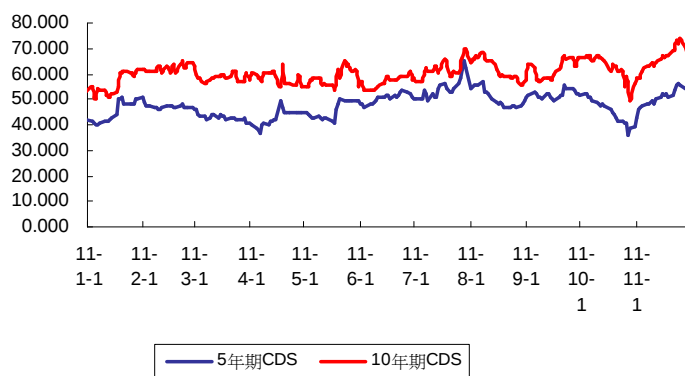
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



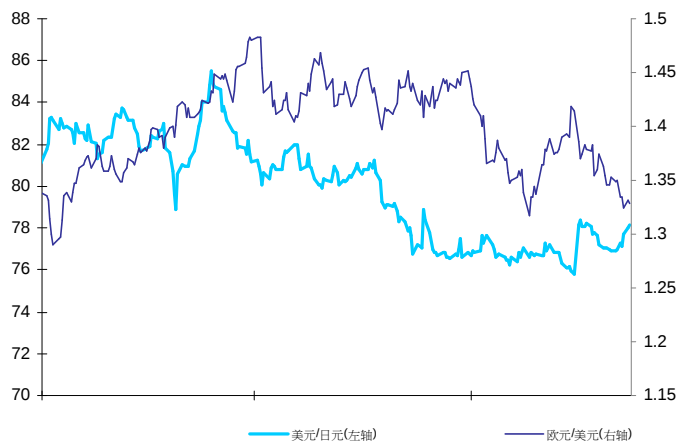
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均小幅下降，对美国债务违约风险的担忧有所缓解。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对日元上涨，由于美最新失业率创 2 年来新低，为 3.6%。



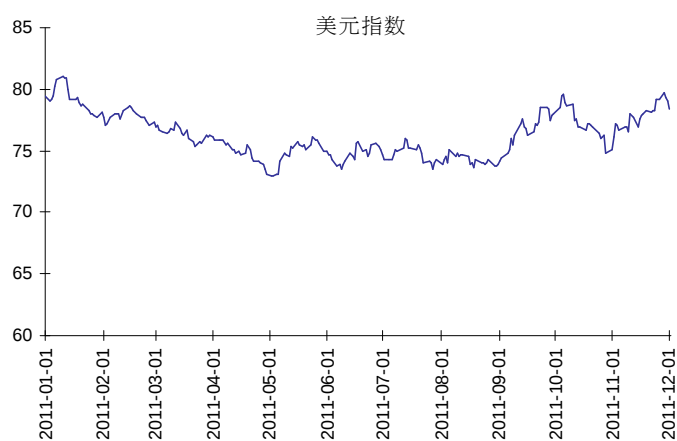
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格小幅回升，由于美最新失业率创新低。



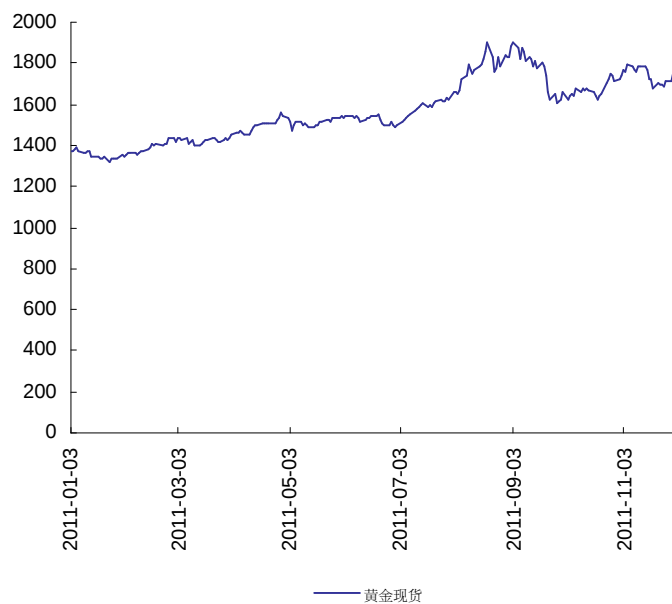
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅下降，对其避险需求减缓。



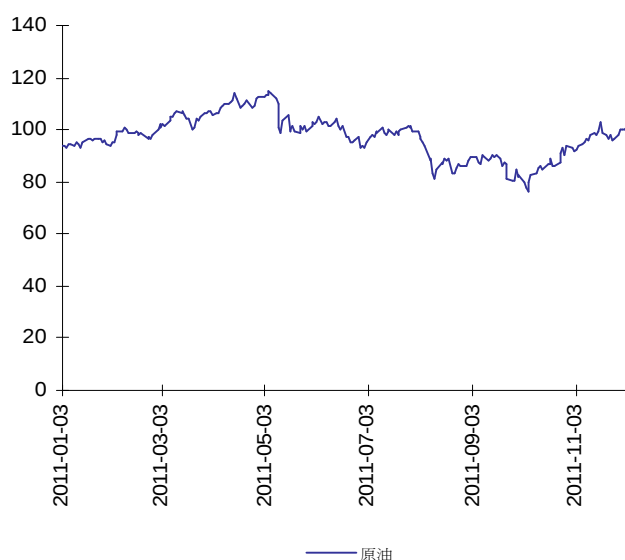
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅上涨，对其避险需求有所增加。



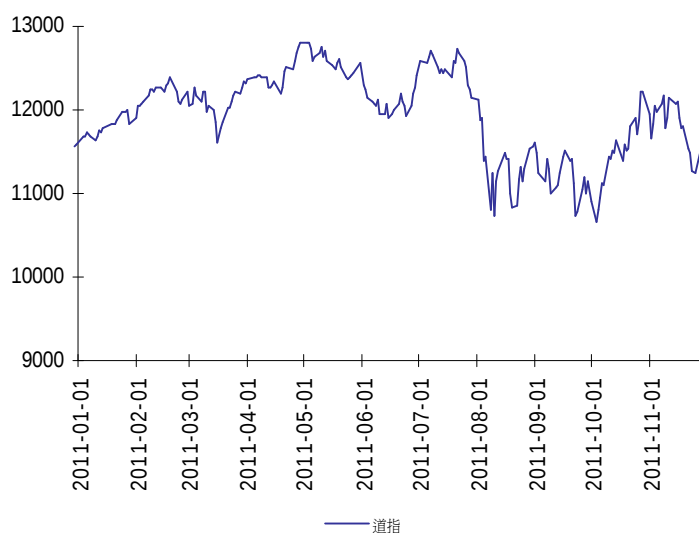
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格继续上涨，由于欧盟预计会对伊朗石油出口进行限制且预期欧债问题近期会得到有效改善。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅回落，美国最新失业数据创两年来新低导致股介上涨，由于对欧债危机的不确定性拉低了股价。



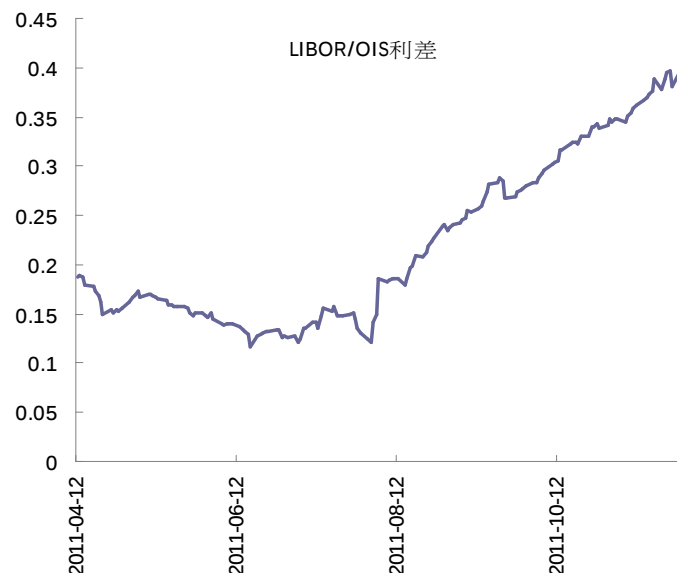
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比小幅下降，由于铜价与金价均小幅上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差继续上涨，银行信贷压力有所增加。



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
11/29/2011 22:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	SEP	0.00%	-0.57%	-0.05%	--
11/29/2011 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	SEP	-3.00%	-3.59%	-3.80%	--
11/29/2011 22:00	标普/CS 住宅价格指数	SEP	--	141.97	142.84	--
11/29/2011 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	3Q	--	-3.90%	-5.88%	--
11/29/2011 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数	3Q	--	130.39	130.12	--
11/29/2011 23:00	消费者信心	NOV	44.4	56	39.8	--
11/29/2011 23:00	住宅价格指数 月环比	SEP	0.10%	0.90%	-0.10%	--
11/29/2011 23:00	House Price Purchase Index QoQ	3Q	--	0.20%	-0.60%	--
11/30/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 25	--	-11.70%	-1.20%	--
11/30/2011 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	NOV	--	-12.80%	12.60%	--
11/30/2011 21:15	ADP 就业变动指数	NOV	130K	206K	110K	--
11/30/2011 21:30	非农生产力	3Q F	2.60%	2.30%	3.10%	--
11/30/2011 21:30	单位劳务成本	3Q F	-2.10%	-2.50%	-2.40%	--
11/30/2011 22:45	芝加哥采购经理指数	NOV	58.5	62.6	58.4	--
11/30/2011 23:00	待定住宅销售量(月环比)	OCT	2.00%	10.40%	-4.60%	--
11/30/2011 23:00	待定住宅销售 同比	OCT	--	7.30%	7.90%	--
11/30/2011 23:00	密尔沃基采购经理指数	NOV	56	56.7	55.5	--
12/01/2011 03:00	Fed's Beige Book					
12/01/2011 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	DEC	--	40.3	39.6	--
12/01/2011 21:30	首次失业人数	NOV 26	390K	402K	393K	--
12/01/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 19	3650K	3740K	--	--
12/01/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 27	-49.2	-50.2	-50.1	--
12/01/2011 23:00	建筑开支月环比	OCT	0.30%	0.80%	0.20%	--
12/01/2011 23:00	ISM 制造业	NOV	51.7	52.7	50.8	--
12/01/2011 23:00	ISM 支付价格	NOV	45	45	41	--
01-02 DEC	ICSC 连锁店销售 同比	NOV	--	3.20%	3.70%	--
12/02/2011 06:00	汽车总销售量	NOV	13.40M	13.59M	13.20M	--
12/02/2011 06:00	国内汽车销售量	NOV	10.40M	10.53M	10.29M	--
12/02/2011 21:30	非农就业人数增减	NOV	120K	120K	80K	--
12/02/2011 21:30	非农私企就业人数增减	NOV	146K	140K	104K	--
12/02/2011 21:30	制造业就业人数增减	NOV	9K	2K	5K	--
12/02/2011 21:30	失业率	NOV	9.00%	8.6%	9.00%	--
12/02/2011 21:30	就业不足率(U6)	NOV	--	15.6%	16.20%	--
12/02/2011 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	NOV	0.20%	-0.1%	0.20%	--

12/02/2011 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	NOV	2.00%	1.8%	1.80%	--
12/02/2011 21:30	周平均工时 所有员工	NOV	34.3	34.3	34.3	--
12/02/2011 21:30	家庭调查就业率变动	NOV	--	278	277	--

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
12/05/2011 23:00	ISM 非制造业综合指数	NOV	53.5	--	52.9	--
12/05/2011 23:00	工厂订单	OCT	-0.30%	--	0.30%	--
12/06/2011 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	DEC	--	--	40.6	--
12/07/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 2	--	--	-11.70%	--
12/08/2011 04:00	消费者信用	OCT	\$7.000B	--	\$7.386B	--
12/08/2011 21:30	首次失业人数	DEC 2	--	--	402K	402K
12/08/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 25	--	--	--	--
12/08/2011 22:45	彭博消费者舒适度	DEC 4	--	--	-50.2	--
12/08/2011 23:00	批发库存	OCT	0.40%	--	-0.10%	--
12/09/2011 01:00	Flow of Funds Third Quarter					
12/09/2011 21:30	贸易余额	OCT	-\$44.0B	--	-\$43.1B	--
12/09/2011 22:55	密执安大学消费者信心	DEC P	65.8	--	64.1	--
12/13/2011 03:00	预算月报	NOV	-\$154.0B	--	-\$98.5B	--
12/13/2011 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	NOV	--	--	90.2	--
12/13/2011 21:30	商品零售额	NOV	0.60%	--	0.50%	--
12/13/2011 21:30	除汽车外零售额	NOV	0.50%	--	0.60%	--
12/13/2011 21:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	NOV	--	--	0.70%	--
12/13/2011 23:00	JOLTS 职位空缺	OCT	--	--	3354	--
12/13/2011 23:00	营运库存	OCT	0.30%	--	0.00%	--
12/14/2011 03:15	FOMC 利率决策	DEC 13	--	--	0.25%	--
12/14/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 9	--	--	--	--
12/14/2011 21:30	进口价格指数(月环比)	NOV	1.00%	--	-0.60%	--
12/14/2011 21:30	进口价格指数(同比)	NOV	--	--	11.00%	--

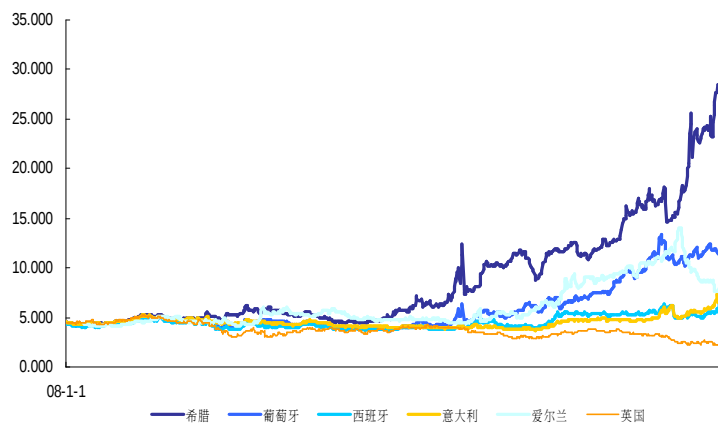
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

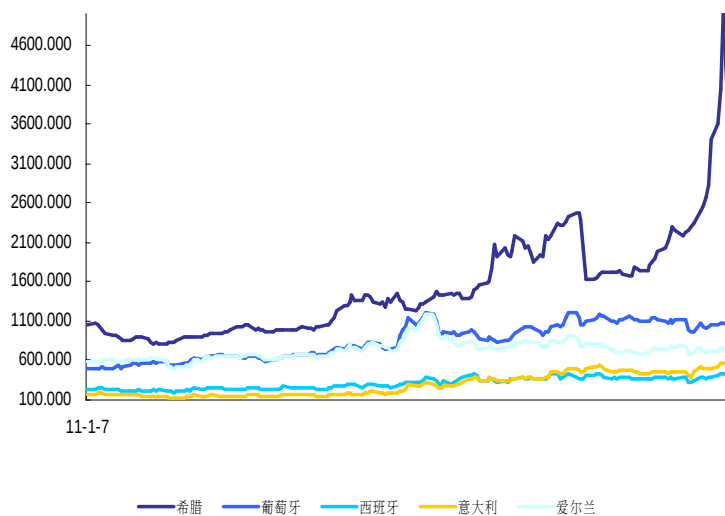
2. 德法再度发言强化市场预期，欧股欧元持续上涨

图 13：除爱尔兰和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪有所减弱。



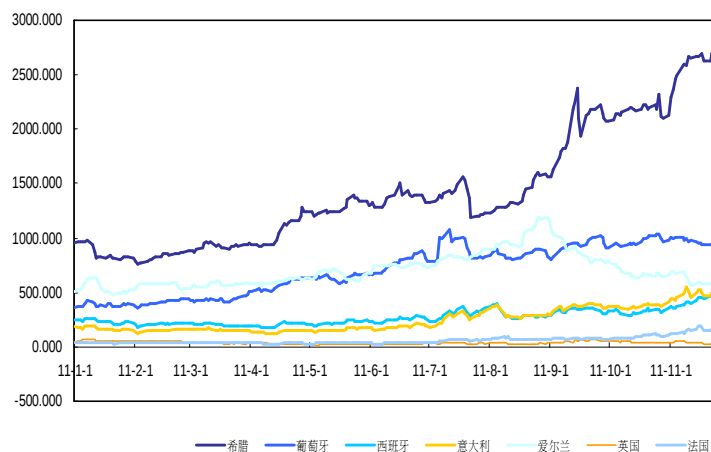
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均继续下跌。



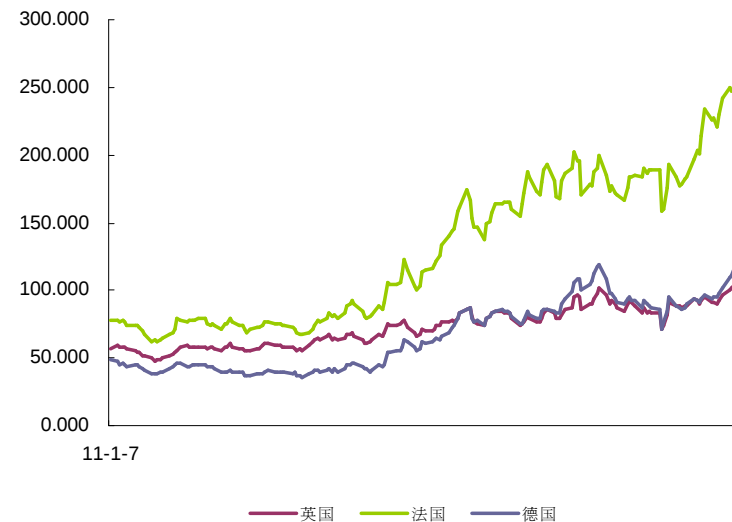
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除西班牙和希腊外，其他国国债利差均上涨，由于德国国债收益率有所下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除法国外，其他核心国 CDS 均持续下降，对债务违约风险担忧情绪有所缓和。



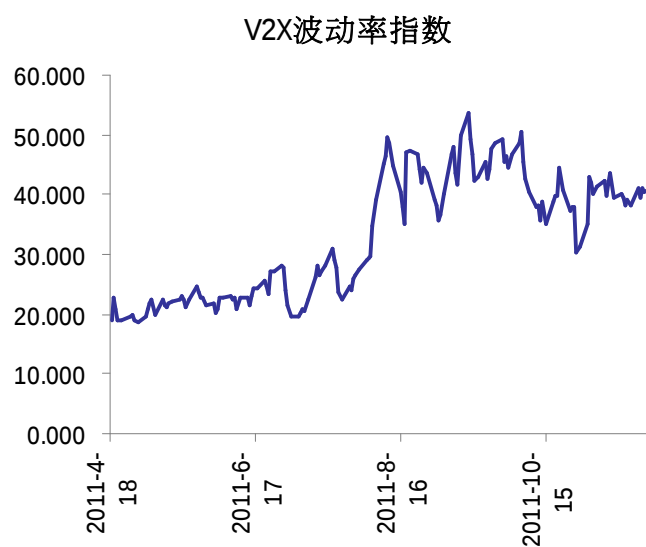
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 持续上涨，对企业违约风险情绪增加。



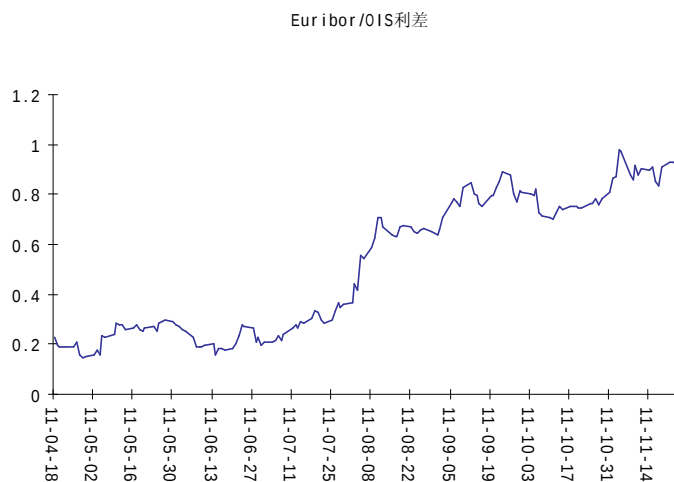
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动小幅下跌，股市波动风险减缓。



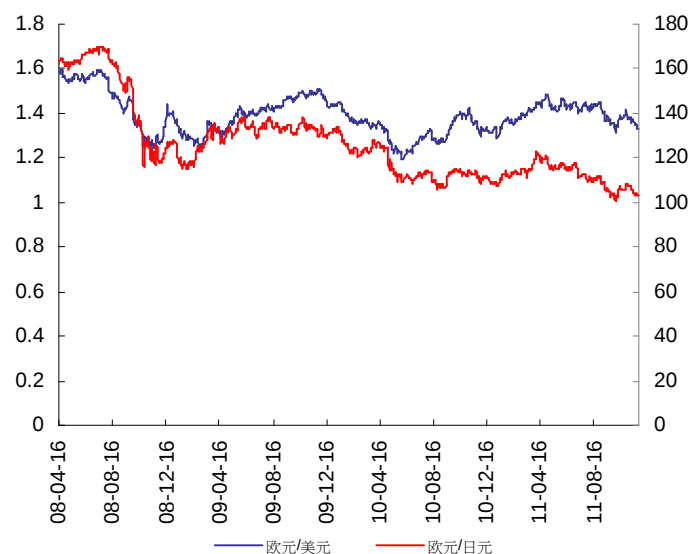
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差小幅下跌，显示银行信贷压力有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元上升，由于预期即将召开的欧盟峰会就欧债问题提出有效救治计划。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅回升, 由于对美元、日元避险需求回落。

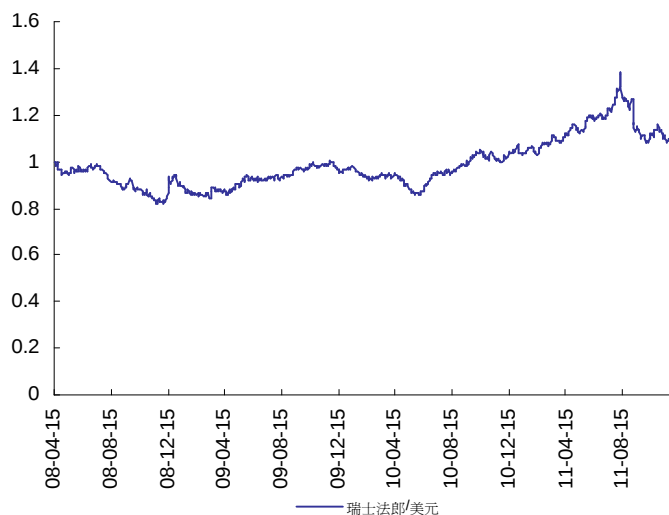
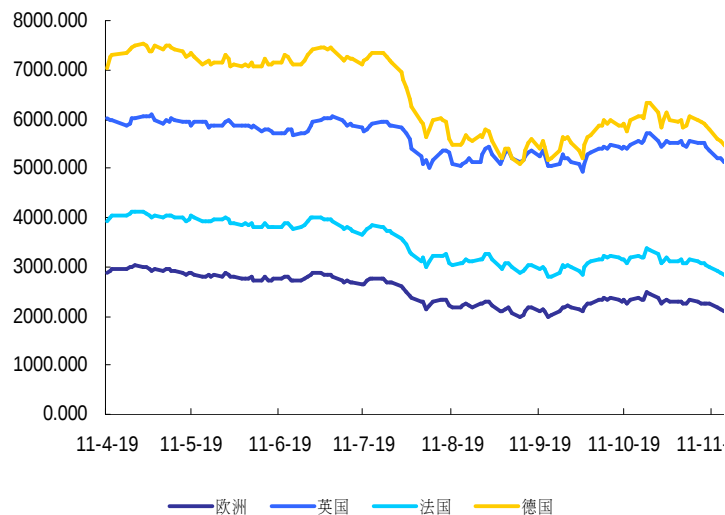
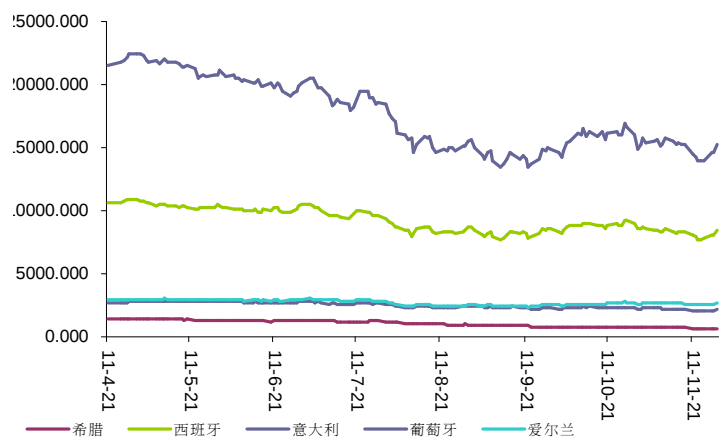


图 22: 欧洲股市均上涨, 由于预期即将召开的欧盟峰会就欧债问题提出有效救治计划。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

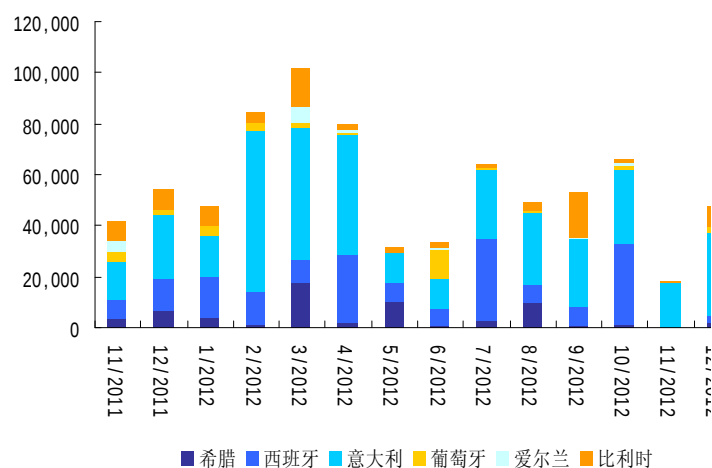
图 23: 欧猪五国股市均上涨。德法领导人再度发言, 强化了市场对救助计划出炉的预期。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

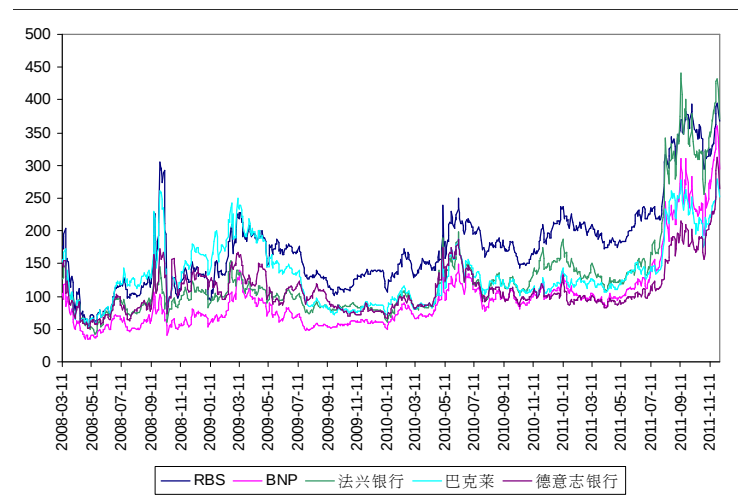
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



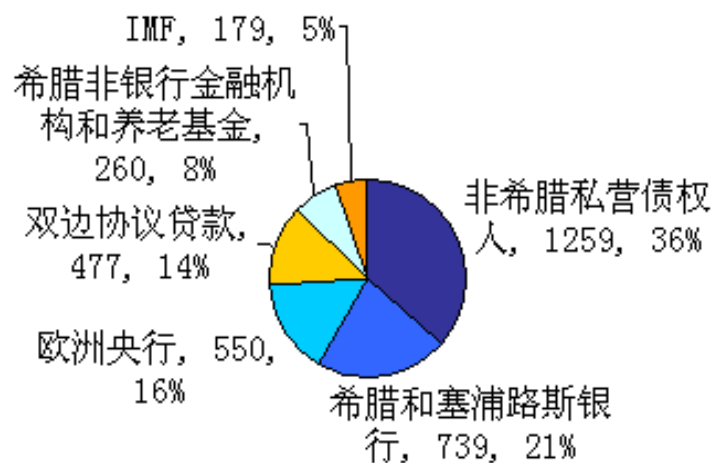
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均下跌。



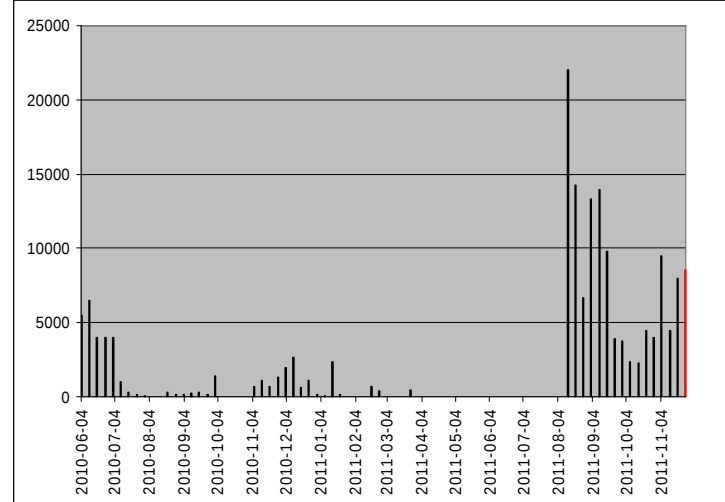
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



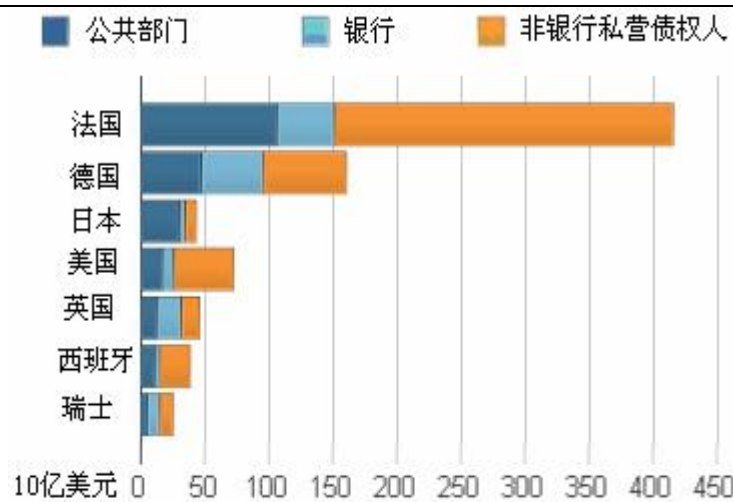
资料来源：申万研究

图 26：欧央行购买债券力度有所增加（单位：百万欧元）



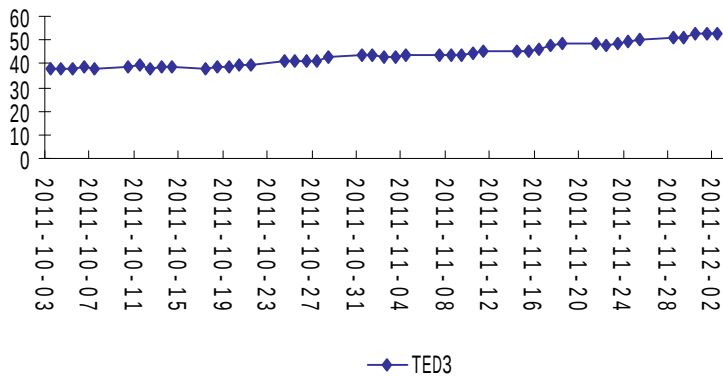
资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



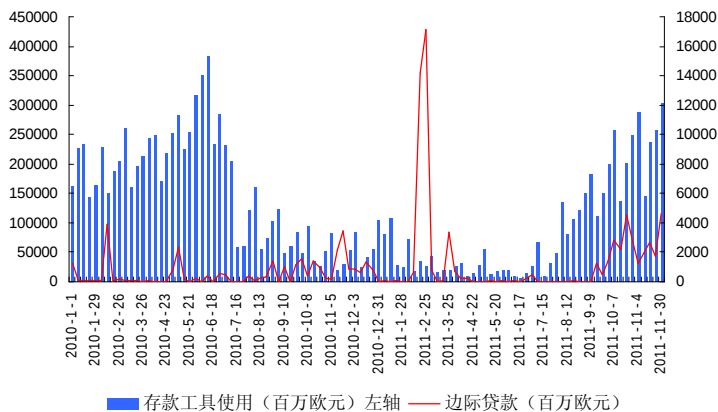
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

图 29: TED3M 小幅上涨, 表示市场资金依然偏紧。



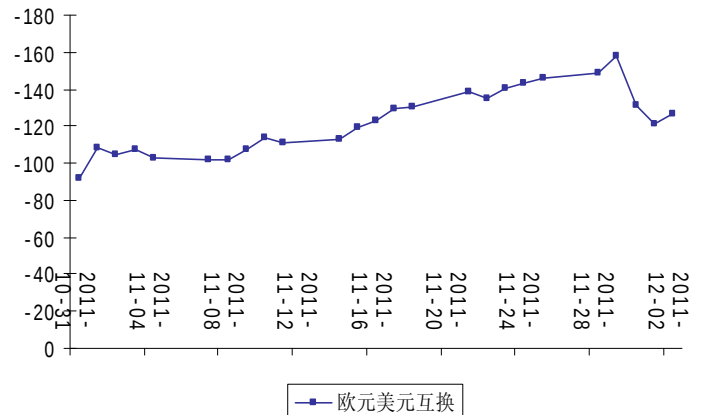
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERUO/DOLLAR SWAP 下降, 欧元美元互换成本上升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 32: 意大利国债收益率创新高, 需求低

国债拍卖情况

	拍卖日期	债券种类	收益率	上次收益率	认购倍数	上次认购
意大利	11月25日	6月国债	6.504%	3.535%	1.47	1.4
		两年国债	7.814%	4.628%	1.59	2.0
	11月29日	3年国债	7.890%		1.502	
		10年国债	7.280%		1.538	
西班牙	11月22日	3月国债	5.110%	2.292%	2.9	3.0
		6月国债	5.227%	3.302%	4.9	2.0
德国	11月23日	10年国债	1.980%	2.090%	1.1	1.0
		3月国债	2.185%		5.61	1.4
比利时	11月29日	3月国债	2.438%		2.76	
		5月国债				

资料来源: 申万研究

资料来源: 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				10 年赤字/GDP%	政府债务/GDP%	GDP 同比	季度 GDP 环比
		5 年 CDS	标普	穆迪	惠誉				
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：银行评级下调一览

美国	11 月 29 日	美国银行 花旗银行	标普将其从 A 下调至 A-
----	-----------	--------------	----------------

		高盛银行	
		摩根士丹利	
		摩根大通	标普将其从 A+下调至 A
		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	9 月 14 日	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
		Caixa Geral de Depositos	
		Banco Comercial Portugues	
		Banco Espirito Santo	穆迪将 6 家银行优先债和存款评级下调了 1-2 个级距,
		Banco BPI	并将其独立评级也下调了 1-2 个级距。
葡萄牙	10 月 7 日	Banco Santander Totta	
		Caixa Economica Montepio Geral	
		Banco Internacional do Funchal	
		Banco Portugues de Negocios	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。
		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。
英国	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。
	11 月 29 日	巴克莱银行	标普将其从 A+下调至 A
		汇丰银行	标普将其从 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”。
	11 月 29 日		标普将其从 A+下调至 A
	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

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)

资料来源：申万研究

表 8：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		
挪威	6	0.20
瑞典	13	0.00
奥地利	4	0.04
塞浦路斯	40	2.24
比利时	34	30.85
英国	41	56.34
德国	424	76.87
西班牙	384	44.32
法国	369	35.50
意大利	359	94.91
希腊	209	62.90
葡萄牙	199	/
合计	87	
	2,202	

资料来源：欧洲金融管理局、国际清算银行、申万研究

表 9：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	11-11-25	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 10：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
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 11：欧猪五国债务年内到期明细

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
意大利	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	12/15/11	4,161,000	
	12/30/11	8,800,000	
	12/31/11	150,000	2,876
西班牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	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	
葡萄牙	到期日	本金(千欧元)	利息(千欧元)
	12/23/11	423,000	
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

表 12：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 13：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 14：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

表 15：11 月 PMI 情况

PMI		
爱尔兰	48.5	2 个月新低
德国	47.9	28 个月新低
奥地利	47.6	28 个月新低
法国	47.3	29 个月新低
荷兰	46	29 个月新低
意大利	44	2 个月新高
西班牙	43.8	2 个月新低
希腊	40.9	2 个月新高

资料来源：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 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。