

2011 年 12 月 9 日

欧盟峰会与人民币贬值的解读

总体判断：

我们摘录欧盟峰会草案 16 条中核心条文如下：

4、欧元区将建立新的财政规则，具体包括以下要素：

(1) 原则上成员国政府的财政预算要大致平衡。但由于经济周期或极端的经济环境影响造成的财政赤字例外。

(2) 为了使经济增长具有可持续性，各国应大致保证年度结构性赤字不超过名义 GDP 的 0.5%。如果成员国的债务/GDP 比率明显低于 60%，允许年度结构性赤字/GDP 比率超过 0.5%。

(3) 成员国要把上一条写进国家的宪法或同一层次的法律，并建立自动纠错机制，以便在违反这一规定时可以迅速纠正。这一条法律条款的最终解释权归欧洲法院，各国政府应在欧洲法院规定的基础上进行立法。

(4) 成员国应依据各自的参考水平迅速推进欧元区的融合。

(5) EDP (Excessive Deficit Procedure, 超额赤字程序) 成员国将向欧盟委员会和欧洲理事会提交一个经济合作项目，详细说明成员国为了有效减赤需要采取的改革措施。这一项目的实施，连同成员国的年度预算计划，将由欧盟委员会和欧洲理事会进行监督。

(6) 建立成员国主权债券发行计划的事先报告机制。

5、针对欧元区成员国的超额赤字程序 (TFEU 第 126 条) 将被加强。一旦成员国违反欧盟委员会设定的 3% 赤字上限，将被实施自动制裁，除非欧洲理事会以“有效多数”投票否决。特殊情况也将予以考虑。欧盟委员会提出的自动制裁措施将被欧洲理事会采纳，除非欧元区成员国以“有效多数”投票否决。

6、我们将迅速采纳欧盟委员会 2011 年 11 月 23 日提出的新规则：(1) 监督和评估欧元区成员国的预算计划草案，并纠正成员国的超额赤字。(2) 对欧元区面临严重财政困难的国家加强经济和预算监控。我们呼吁欧洲理事会和欧洲议会迅速采纳这些规定，以便能在下一个预算周期中执行。在新的法律框架下，欧盟委员会将重点检查预算草案的关键参数，必要的话将对预算草案采用自己的观点。如果欧盟委员会发现严重违反《稳定和增长公约》的情况，将要求成员国修改预算计划草案。

7、长期来看，我们将继续推进财政整合，如成员国的预算计划需要事先获得欧盟的批准。在这一背景下，**长期来看，只要在加强财政纪律这一点上取得重大进展，分阶段、分层次地发行欧元区共同债券是可以考虑的。**明年 3 月欧洲理事会主席将提交一份报告讨论欧盟和欧元区的关系，以上议题将是报告的一部分。

10、按照 10 月 26 日的欧盟峰会结果，欧元区治理将得到加强。欧盟峰会每年至少召开两次，并且这一新安排需要在欧盟条约中作出反映。

12、**EFSF 将快速杠杆化**，通过 11 月 29 日欧元集团通过的两项具体选项来杠杆化。

13、我们同意提前启动 ESM 条约。只要代表 **90% 资本承诺** 的成员国批准，条约就开始生效。我们的共同目标是 **2012 年 7 月** 开始生效。

14、关于金融资源，我们同意以下几点：按照可预见的框架条约，EFSF 从启动至 2013 年中都会积极参与融资项目；它将继续确保正在进行中项目的融资。**与 EFSF 承诺分开的 ESM 将最多有 5000 亿欧元借贷容量。**ESM 资金将分批引入，我们准备加速引入资金，让已交付资金占未交付资金比例最低保持在 15%。

15、我们同意对 ESM 条约做以下修改，让它更有效：关于私营部门参与，我们会严格按照 IMF 准则来执行。这会在条约序文中明确说明。我们重申 7 月 21 日和 10 月 26、27 日的决定，希腊债务是特例。为确保 ESM 能在所有环境下采取必要措施，ESM 的投票权将发生变化，加入紧急程序。如果欧盟委员会和 ECB 认为有必要对金融援助做出紧急决定，以维护金融和经济稳定，85% 多数同意的协定将取代双边协定。**ESM 将有可能直接对银行机构资本重组，ESM 本身也将具有一家信贷机构的必要特点。**

16、欧元区成员国已准备好通过双边贷款的方式，为 IMF 提供 X 亿欧元（注：此数不明，有消息称最多 2000 亿欧元）的额外资源，以确保 IMF 有足够的资源应对危机。欧元区期望国际社会能贡献相同的资金。

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——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 12 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihuy@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>

欧盟峰会草案评论：融资能否到位存在不确定

■ 这个提案反映了德国人希望推进欧洲财政一体化的愿望，和眼前欧债危机缓解相关的是第 12 条，14-16 条：

■ ESM 是在明年 7 月启动，因此上半年的到期高峰，欧盟提供的依然是 EFSF 的杠杆化，这方面与上次峰会相比并无变化。

■ 比上次峰会的一个进展是欧盟可能将提供贷款 2000 亿欧元给 IMF，目前出资结构不明。

■ 明年下半年推出的 ESM 规模最大可能达到 5000 亿欧元，但这个的实现未来面临极大的不确定性，德国议会不愿意增大救援投入，芬兰等国也明确反对超级多数通过原则，要求采用一致通过原则。ESM 能否完成融资成为市场最大疑问。如果不能完成，市场期待 ESM 可以获取银行执照以方便杠杆化\从 ECB 融资，但 ESM 获取银行执照（方便杠杆化\从 ECB 融资）很可能无法被德国议会通过。同时欧元债被明确短期不会推出。

■ 其他一些提案如统一公司税等自然遭到一些国家反对，也和市场关心的眼前危机缓解无关。

■ 欧盟峰会即使对这些提议达成一致，此后各国议会未必都批准。市场确定的是欧猪国经济进入深衰退，不确定的是否真的能落实充足资金持续保证援助。

■ 德国人的态度可能将让欧债危机在明年继续以一种不确定的状态在市场面前演绎。

欧央行议息会议：过高期望暂落空

1、致力于解决银行间的流动性危机。除了降息之外，欧洲央行将为银行提供三年期贷款（此前为一年期）。放宽银行贷款的抵押标准。将接受 A 评级的 ABS 作为抵押，证明了目前一些银行已经拿不出高质量资产用来抵押的窘迫程度。

2、欧洲央行大幅下调了 2012 年 GDP 增长预期至 -0.4%至 1%。此前为 0.4%-2.2%。但同时更引人注目的是，上调了 2012 年通胀预期为 1.5%-2.5%，9 月份预期是 1.2%-2.2%。

3、显示了欧央行依然非常关注通胀，德拉吉在新闻发布会的讲话进一步明确不会在欧盟峰会后加大资产购买。从而使得市场对于 ECB 配合财政紧缩而进行大规模欧猪债购买的过高期望落空，意大利 10 期国债收益率重回 6%以上。

关于人民币近期贬值的评论

我们认为，在当前形势下，如果政府不干预，人民币短期的贬值在情理之中，但空间不大，中国的外汇储备使货币危机难以发生。

我们从类似资产定价的角度看人民币汇率的下跌，

人民币贬值的“基本面”

海外对中国预期修正：中期潜在增速下滑；短期中国经济增速开始低于预期；出口增速下滑，房地产价格下跌。

人民币贬值的催化剂

10月欧盟方案加速欧洲银行去杠杆回撤资金（参见 P5 图 12，P9 图 18 可观测到欧美银行间流动性指标持续创新高）；新兴市场资金回落美元债券/货币市场资金；中国出口增速下滑，股票市场与房地产等资产价格下跌，10月外汇占款数据显示中国出现热钱外流 从而使得看空人民币预期自我加强。

人民币贬值的政策面

当前形势，中国政府不反对人民币贬值。当然贬值到一定程度，中国会动用外汇储备干预，所以也不会成为货币危机。11月19日温家宝表示正在密切关注人民币汇率出现的新变化，中国将增强人民币汇率双向浮动的弹性。

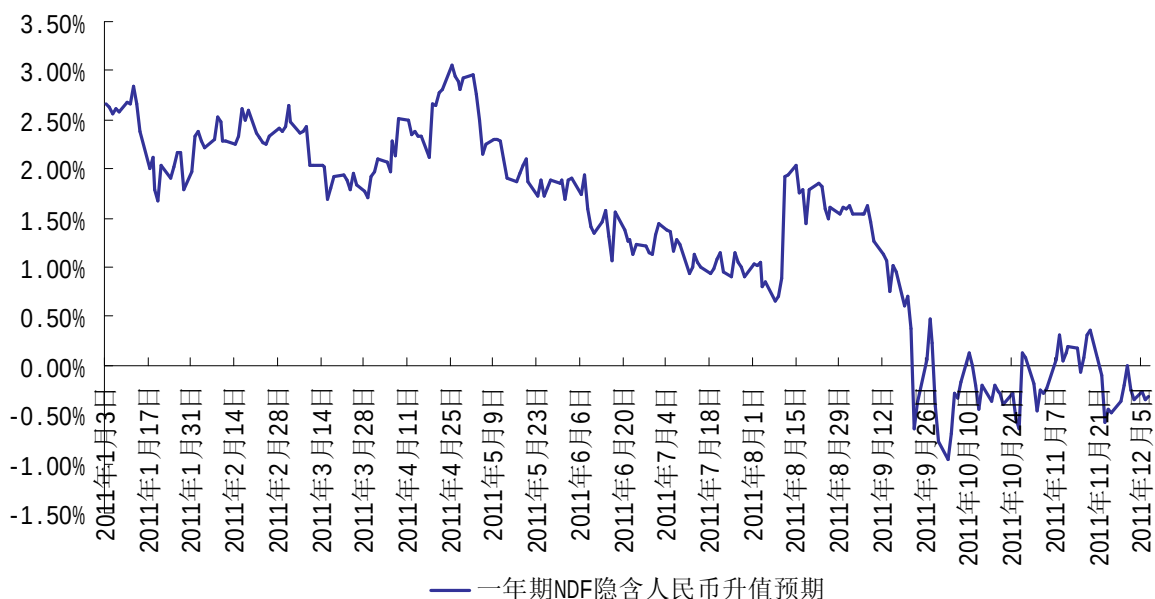
关于人民币的估值：是否已到均衡汇率水平

对此各方说法不一。如果用购买力平价，可能已经接近均衡。如果基于巴拉萨-萨缪尔森效应，可能还有一定升值空间（可能也就10%左右）。更重要的是，并非像流行观点所说，放开管制，由市场决定，人民币就会走向正确的定价（“均衡汇率水平”）东南亚金融危机已经证明了一点。因此和股票一样，如果是市场驱动，那么即使人民币未到均衡汇率水平，不代表人民币短期不能下跌。

人民币预期贬值参考指标

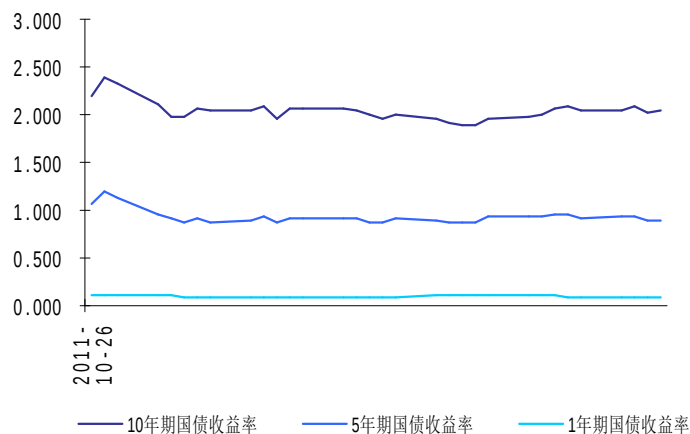
香港市场的 NDF 一年期也就是 6.38 左右，显示市场预期人民币贬值空间有限。另外可以参考人民币看空期权价格，但这个 OTC 市场，数据不好获取。海外资本最近更热衷于做空的是印度卢比。基本面有相似之处，但其现为贸易逆差国，外汇储备为中国的十分之一。从 NDF 市场看 4 月起人民币升值预期幅度下滑，至 9 月起 NDF 市场开始预期人民币贬值。但贬值幅度有限，波动暂趋稳定。

一年期NDF隐含人民币升值预期



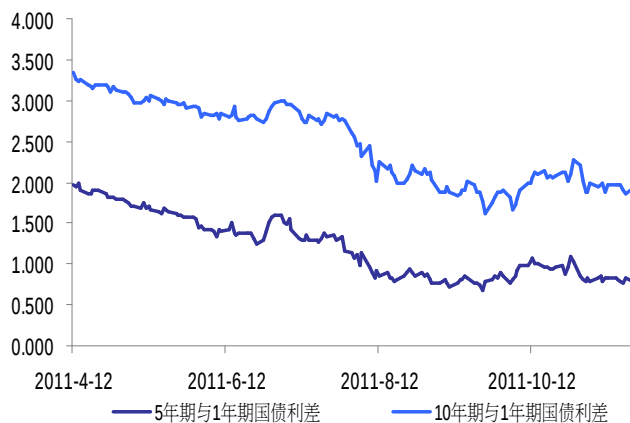
1. 对欧盟峰会进展表示悲观，美股商品下跌

图 1：美国国债收益率上涨，对其需求增加，对经济形势担忧有所减弱。



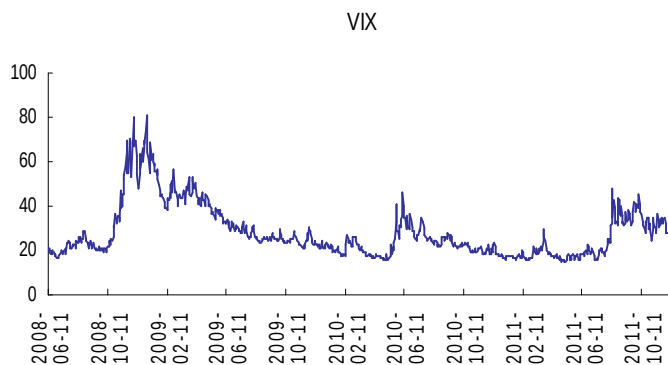
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所增加。



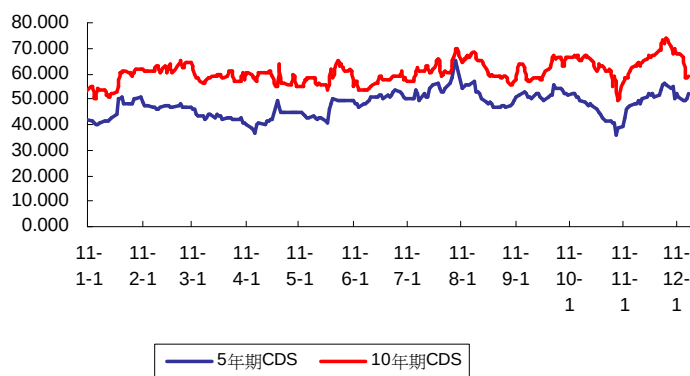
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



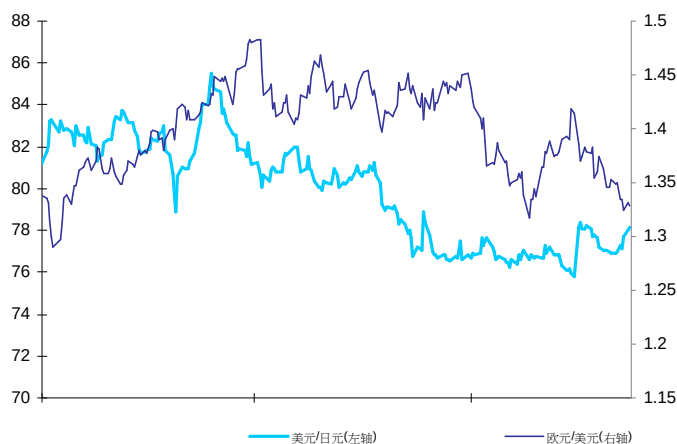
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



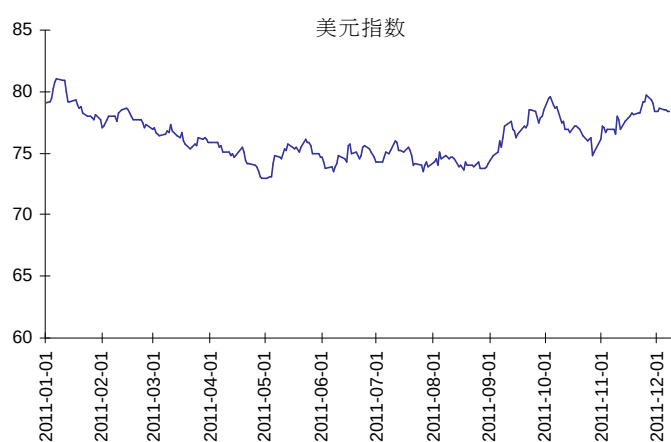
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元上涨，由于担心欧盟峰会进展。



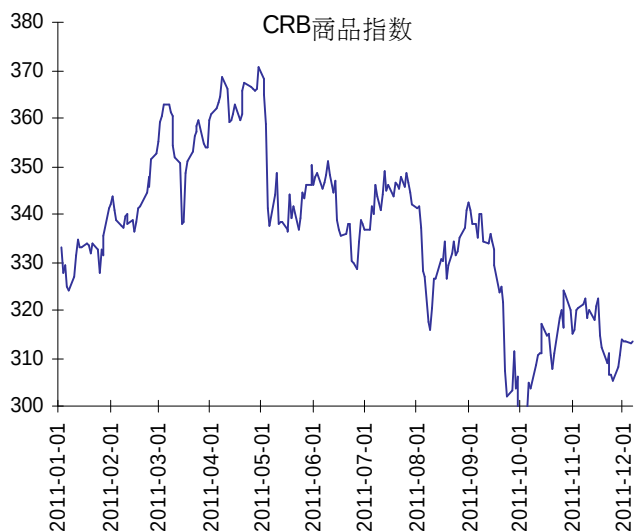
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅回升，对其避险需求增加。



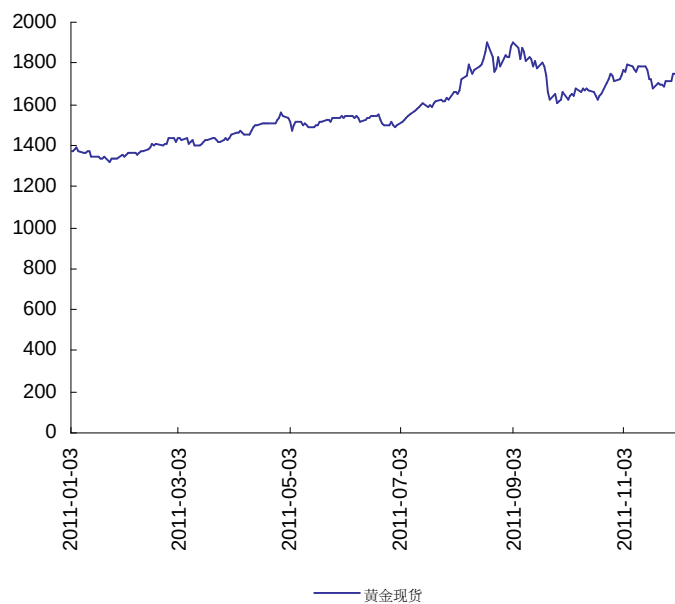
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于美最新抵押贷款申请创 5 年来新低，表明需求低迷。



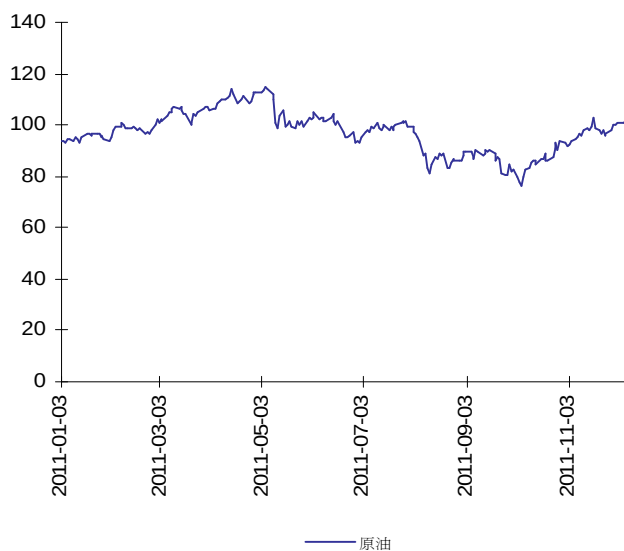
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格回升，由于担心欧债危机，对其避险需求有所增加。



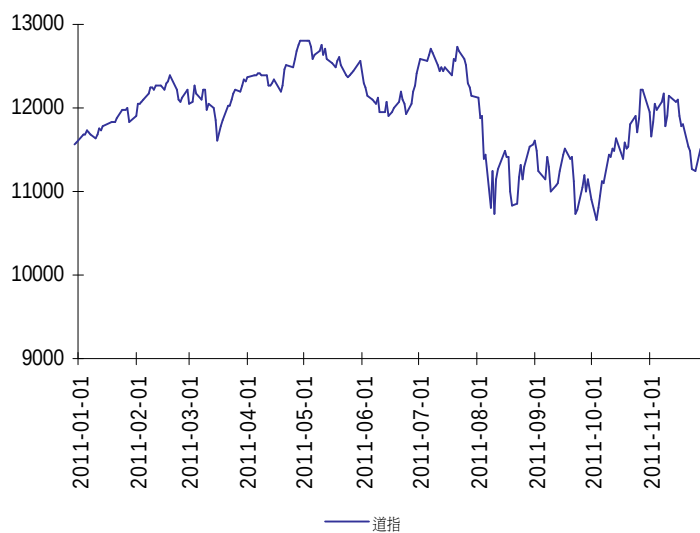
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，由于担忧欧盟峰会进展。



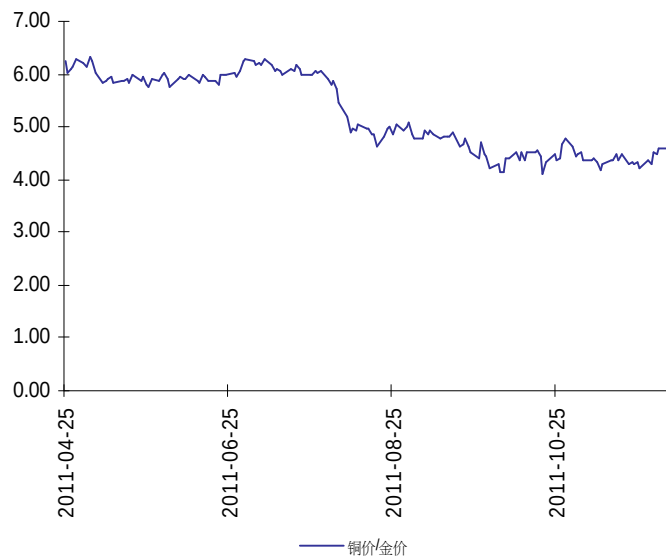
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下挫，由于欧央行称银行还需募集 1147 亿欧元流动资金才能缓和债务危机。



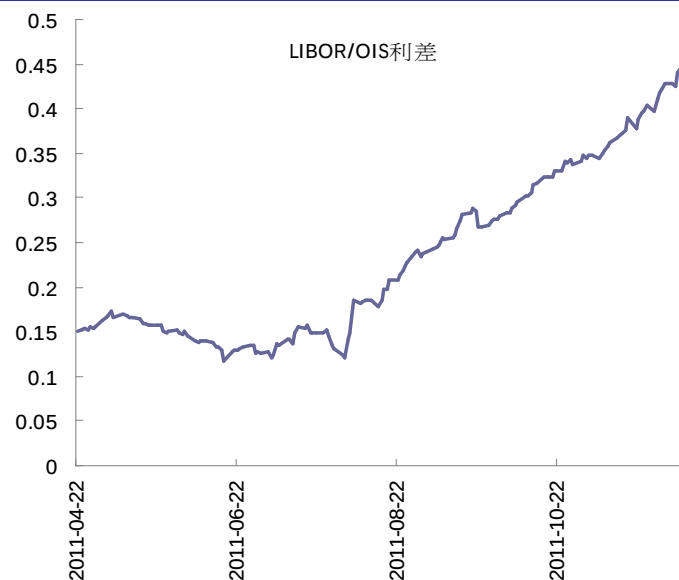
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于欧洲银行还要筹集多于预期的流动资金导致铜价下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下降，由于欧央行为银行提供为期三年贷款并降低抵押资产评级要求。



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
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	- -
12/05/2011 23:00	ISM 非制造业综合指数	NOV	53.5	52.0	52.9	- -
12/05/2011 23:00	工厂订单	OCT	-0.30%	-0.4%	0.30%	- -
12/07/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 2	- -	12.8%	-11.70%	- -
12/08/2011 04:00	消费者信用	OCT	\$7.000B	\$7.645B	\$7.386B	- -
12/08/2011 21:30	首次失业人数	DEC 2	395K	381K	402K	404K
12/08/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 25	3700K	3583K	3740K	3757K
12/08/2011 22:45	彭博消费者舒适度	DEC 4	-49.3	-50.3	-50.2	- -
12/08/2011 23:00	批发库存	OCT	0.3%	1.6%	-0.10%	0.0%

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
12/09/2011 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%	- -
12/06/2011 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	DEC	42.0	- -	40.6	- -
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%	- -

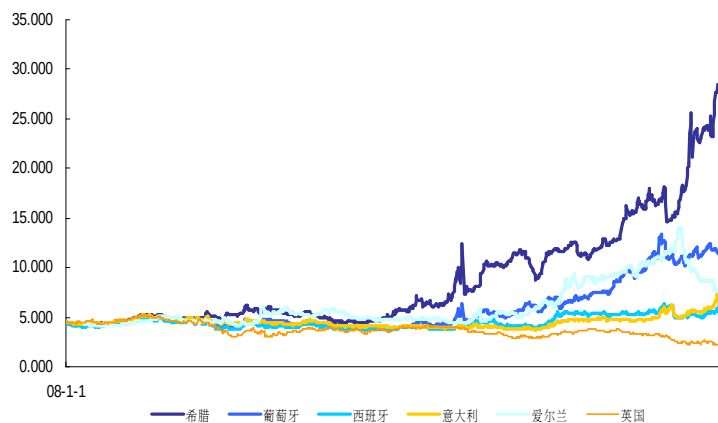
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

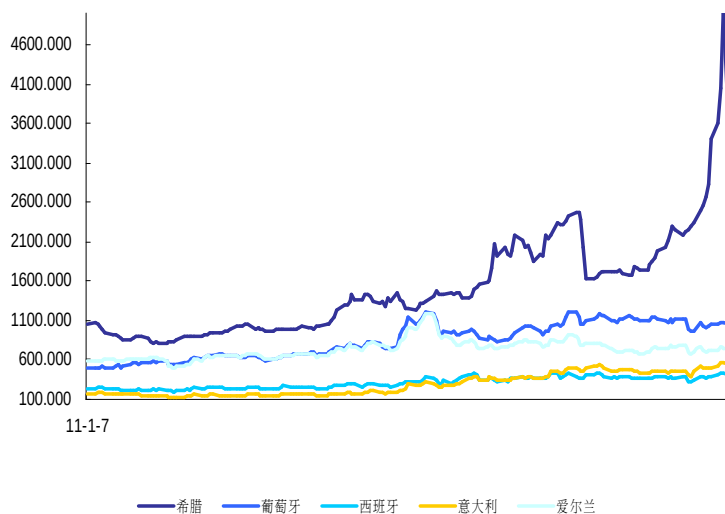
2. 欧央行不愿加大国债购买力度，欧股欧元下跌

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均上涨。由于欧央行称不会加大国债购买力度，对经济担忧情绪加大。



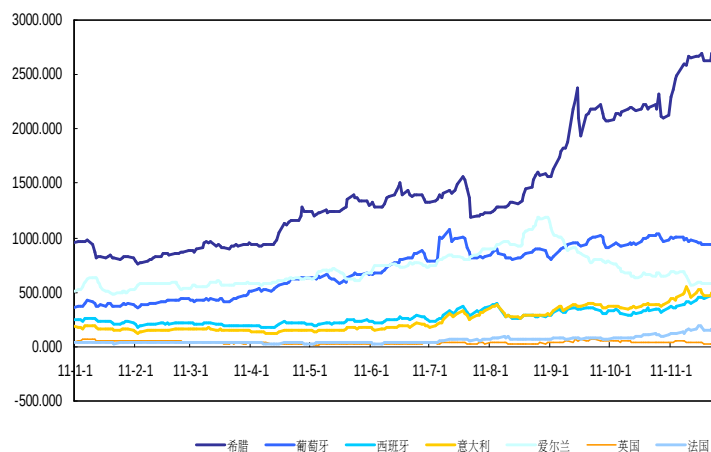
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均上涨，由于欧央行表示不会加大国债购买力度。



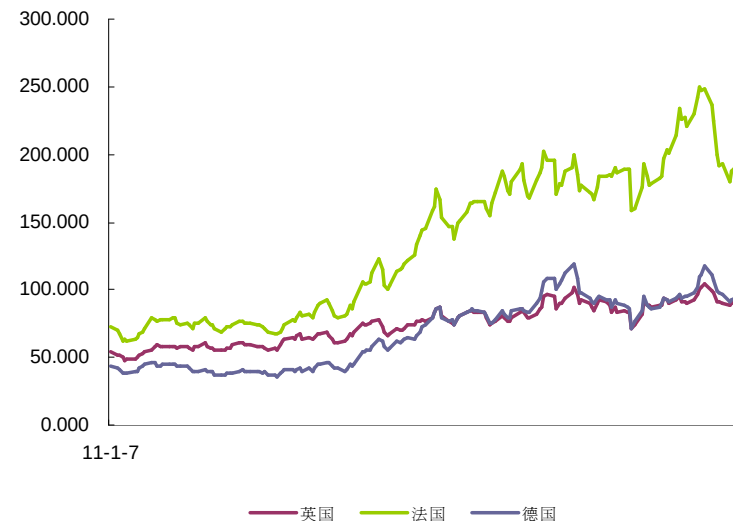
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



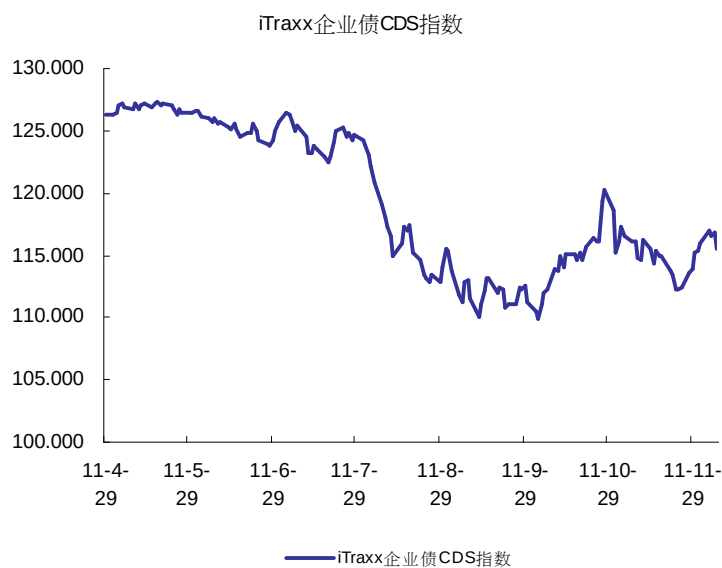
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均大幅上涨，由于欧央行称银行还需募集超预期的流动资金才能缓和债务危机，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



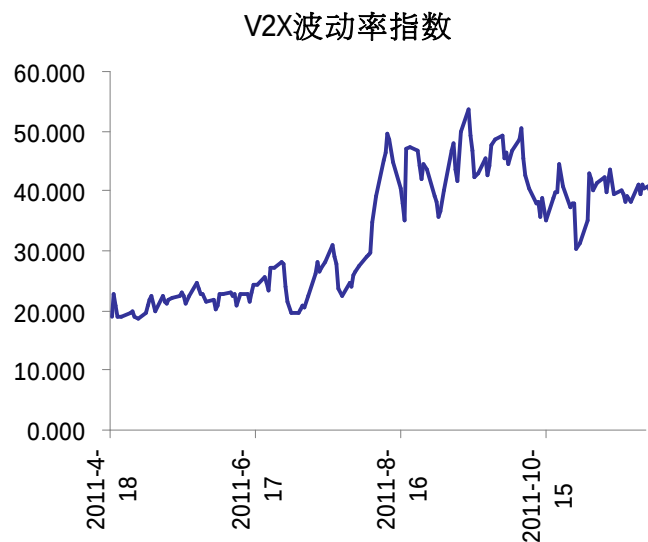
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 下跌，对企业违约风险情绪减弱。



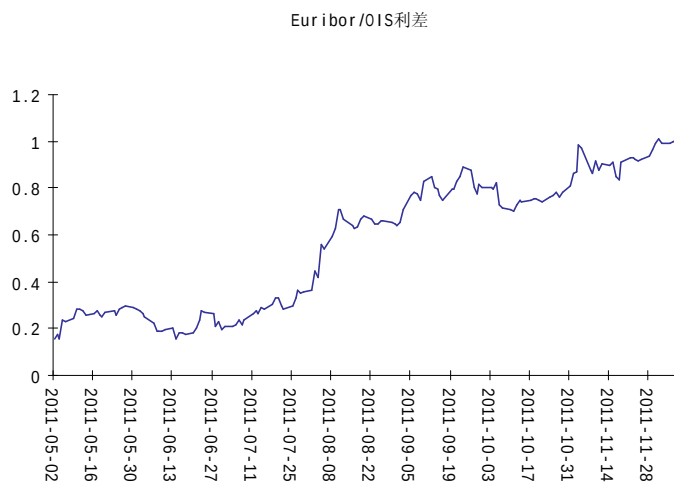
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动上升，股市波动风险增加。



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减弱。



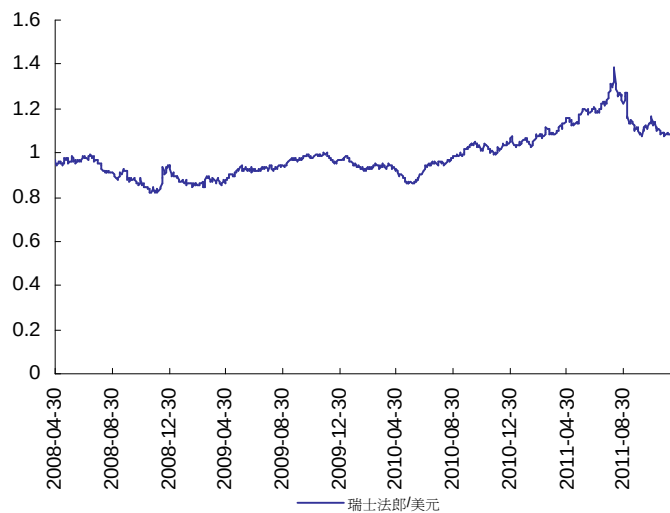
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元对日元下跌，由于担忧欧盟峰会进展。



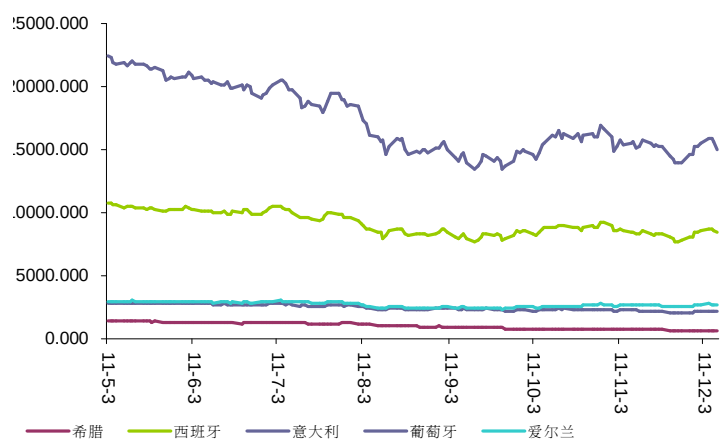
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅回升, 对其避险需求有所上升。



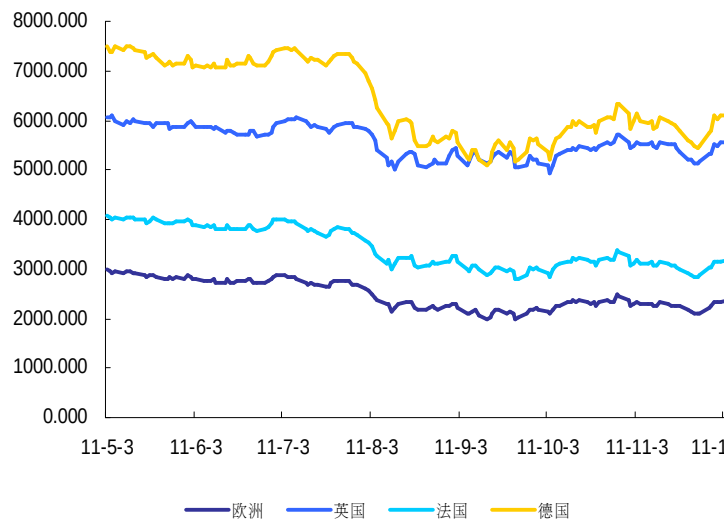
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌。



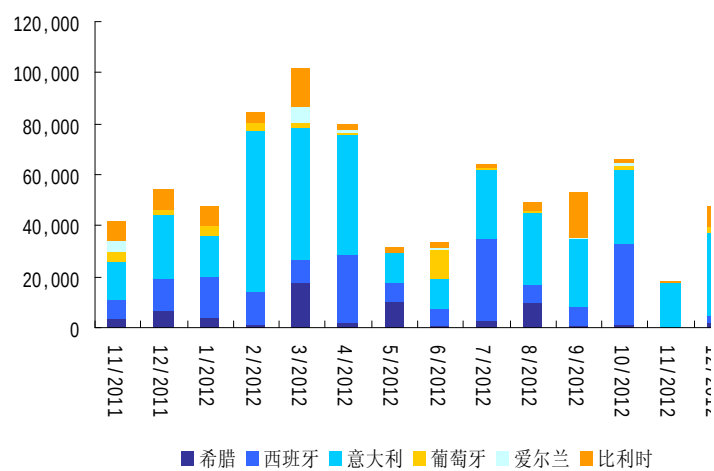
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均继续小幅下跌, 由于欧央行表示不会加大购买力度。



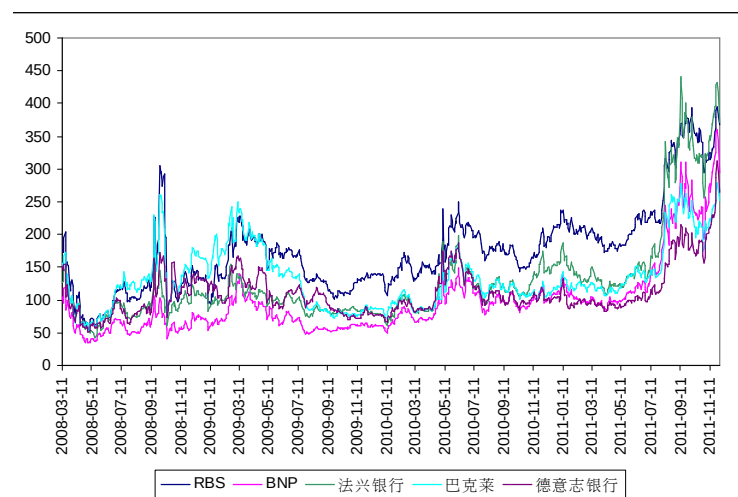
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



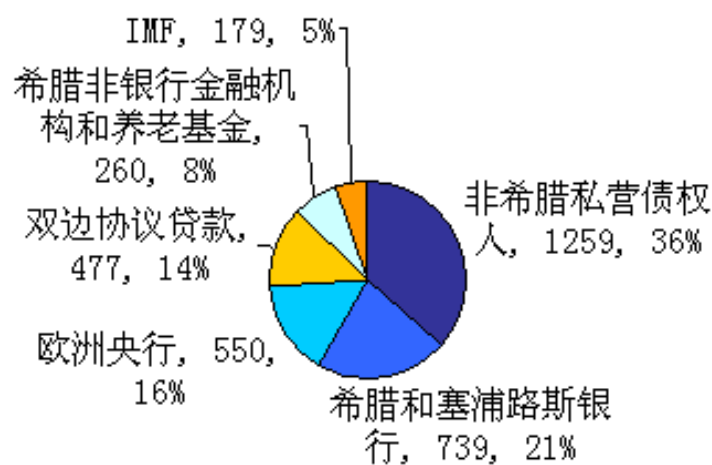
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上涨，由于欧央行称银行还需募集超预期的流动资金才能缓和欧债问题。



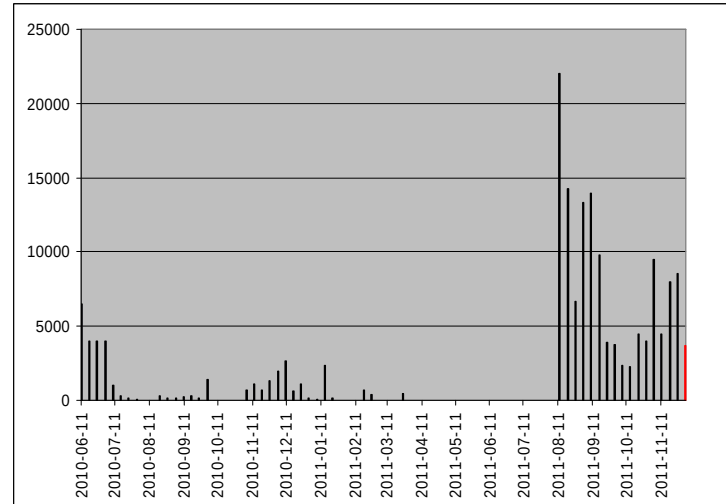
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



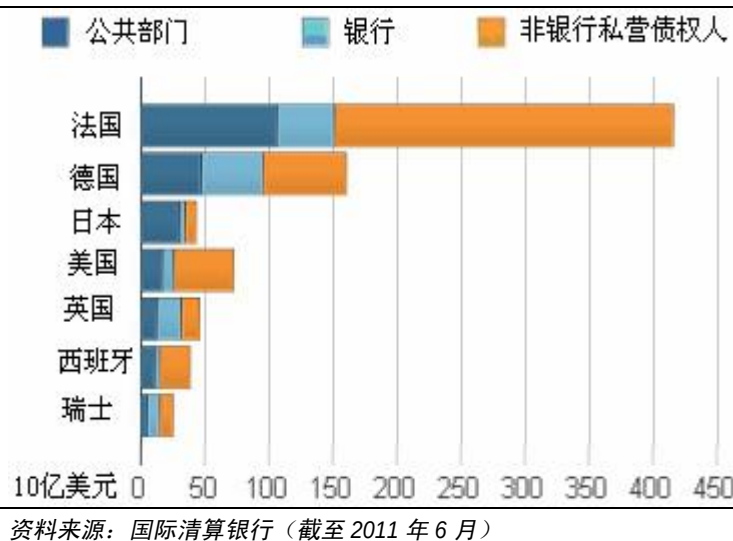
资料来源：申万研究

图 26：欧央行购买债券力度有所减弱（单位：百万欧元）



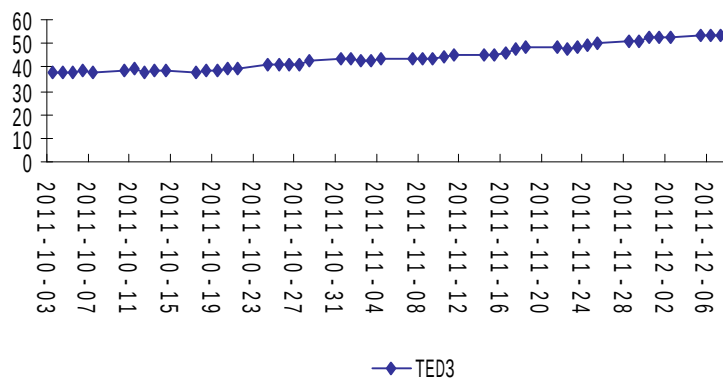
资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



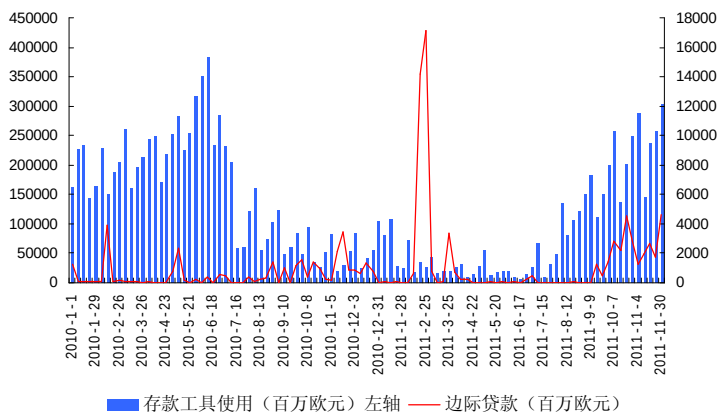
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

图 29: TED3M 与上一日持平, 表示市场资金仍紧张。



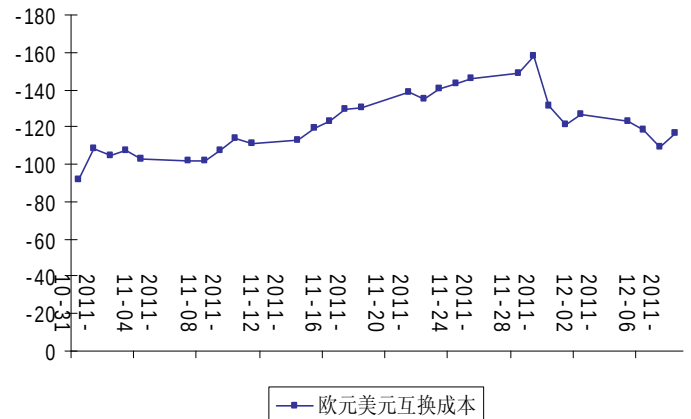
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



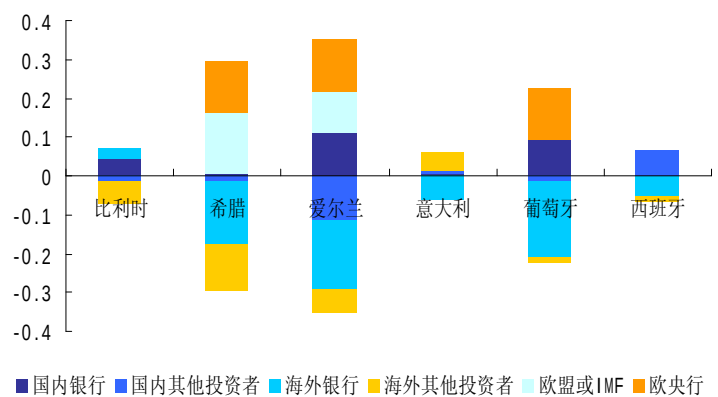
资料来源: ECB, 申万研究

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



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 32: 2011Q1 与 2010Q1 主权债务持有者份额占比变动, 海外持有者份额下降



资料来源: IMF, 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%	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%	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

请参阅最后一页的信息披露和法律声明	13	申万研究·拓展您的价值
-------------------	----	-------------

美国	11 月 29 日	美国银行	标普将其从 A 下调至 A-	
		花旗银行		
		高盛银行		
		摩根士丹利		
		摩根大通		
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	
		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		
葡萄牙	10 月 7 日	Banco Espirito Santo	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 BPI		
		Banco Santander Totta		
		Caixa Economica Montepio Geral		
		Banco Internacional do Funchal		
英国	11 月 29 日	Banco Portugues de Negocios	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。	
		Espirito Santo		
		RBS		穆迪将其评级下调一档，从 AA3 调整为 A1。
		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。
		RBS 和劳埃德银行集团		
瑞士	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+	
		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”。
				标普将其从 A+下调至 A
				标普将其评级被从 AA 下调至 AA-，评级前景负面。
西班牙	10 月 12 日	桑坦德银行	标普将其评级下调 1 级，从 AA 至 AA-。	
		西班牙信贷银行		
		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-。
		毕尔巴鄂对外贸易银行		惠誉将其评级由 AA-调降至 A+。
	10 月 13 日	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	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 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
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: GDP 环比情况

	2011Q1	2011Q2	2011Q3
比利时	0.9	0.4	0
西班牙	0.4	0.2	0
葡萄牙	-0.6	-0.1	-0.4
意大利	0.1	0.3	NA
爱尔兰	1.9	1.6	NA
希腊	NA	NA	NA

资料来源：欧盟统计局，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。