

2011 年 12 月 12 日

欧洲迈向财政联盟，但危机继续

——2011 年 12 月 9 日欧盟峰会点评

相关研究

欧盟峰会与人民币的贬值
2011 年 12 月 9 日

走向联合还是分裂？
2011 年 12 月 8 日

罗马不是一天建成的
2011 年 12 月 6 日

央行并非万能，通胀不是答案
2011 年 12 月 5 日

欧债危机面临三重政治博弈
2011 年 11 月 30 日

欧债危机升级之曙光微现
2011 年 11 月 28 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉 (86 21)2329 7464
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮 (86 21)2329 7484
zhongjin@swsresearch.com
陈果 (86 21)2329 7336
chenquo@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)2329 7484
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：

主要结论：欧盟峰会通过一项新的“财政协议”，加强成员国经济政策协调，在建立欧洲财政联盟上迈出实质性的一步，也为解决欧债危机的根本问题——统一的货币政策和分化的财政政策打下了基础，但短期内难以遏制经济基本面恶化和欧债危机升级的趋势，英国的反对令欧洲财政一体化再添变数。

今年最后一次欧盟峰会，积极意义大于不足。积极意义在于：

(1) 重塑财政纪律，以恢复信心。它使市场和欧央行相信，欧盟和各国政府在竭力加强财政纪律，一扫往日政治博弈造成效率低下的阴霾，这为欧央行发挥更大的作用做好铺垫。

(2) 加强金融救助，意图稳定金融市场。将永久性的欧洲稳定机制（ESM）提前至明年 7 月实施，上限 5000 亿欧元，加大欧洲救助火力；另一方面，欧盟国家将在 10 天内确认以双边贷款的形式向 IMF 提供最多 2000 亿贷款，这相当于借 IMF 之力扩大欧盟以外机构的救助能力，以帮助欧洲解决债务危机。

此次欧盟峰会的缺点在于：

(1) 缺乏细节，远水不解近渴。EFSF 杠杆化的 1 万亿欧元来源仍无实质进展，财政联盟未将财政紧缩和增长、就业联系起来，不能解决欧洲边缘国家缺乏竞争力的根本问题。

(2) 自动制裁减赤造成负循环，阻碍经济复苏。财政赤字占 GDP 的 3%、政府债务占比超过 60% 触发的自动惩罚机制，加速超限国家的经济陷入负循环。

(3) 英国反对，带来法律障碍和不稳定因素。因而无法在欧盟主体法的层次通过该协议，只能以国际协议的方式来立法，而且仍需非欧元区 9 国和芬兰的议会通过，存在一定不确定性。英国和欧盟其他国家的对峙，可能导致政治局势紧张、欧盟内部分化甚至英国可能未来退出欧盟。

我们认为，欧洲财政整顿和一体化是大势所趋，欧盟峰会的决议时往有利于欧债危机解决的方向前进，为从根本上解决欧盟的机制问题奠定基础，但并未解决所有问题。目前欧债危机仍处于第二阶段——银行业危机，近期应警惕欧洲银行被动收缩导致资金回流和信贷减少、边缘国家乃至匈牙利融资成本上升、法国可能被调降评级等事件带来的冲击。

关注： 12 月 13 日 美国商品零售额（预期：0.6%，前期：0.5%）
欧元区季度报告
12 月 14 日 美国 FOMC 利率决策
12 月 15 日 美国 CPI 环比（预期：0.1%，前期：0.3%）

1. 欧盟峰会的成果：走向财政联盟的第一步

2011年12月9日，欧盟通过一项新的“财政协议”，加强成员国经济政策协调，向明年3月进一步探讨财政整合迈出坚实的一步，也为解决欧债危机的根本问题——统一的货币政策和分化的财政政策打下了基础。

整体上，积极意义大于不足，具体包括：

(1) 重塑财政纪律，以恢复信心。它使市场和欧央行相信，欧盟和各国政府在竭力加强财政纪律，这为欧央行发挥更大的作用做好铺垫。难能可贵的是，除英国以外的26国政府求同存异，共同行动，一扫往日政治博弈造成效率低下的阴霾。

(2) 加强金融救助，意图稳定金融市场。将永久性的欧洲稳定机制(ESM)提前至明年7月实施，并将有效放贷能力维持在5000亿欧元，加大欧洲救助火力；另一方面，欧盟国家将在10天内确认以双边贷款的形式向IMF提供最多2000亿贷款，这相当于借IMF之力扩大欧盟以外机构的救助能力，以帮助欧洲解决债务危机。

缺点也显而易见：

(1) 缺乏细节，远水不解近渴。类似于10月26日的峰会，决议缺乏细节，不可能解决所有问题。EFSF杠杆化的1万亿欧元来源仍无实质进展，财政联盟的提议在短期内也难以遏制经济基本面恶化和欧债危机升级的趋势，也未将财政紧缩和增长、就业联系起来，不能解决欧洲边缘国家缺乏竞争力的根本问题。

(2) 减赤造成负循环，阻碍经济复苏。财政赤字占GDP的3%、政府债务占比超过60%触发的自动惩罚机制，加速超限国家的经济陷入负循环，而实际上，2010年，除了爱沙尼亚、芬兰、卢森堡、丹麦和瑞典，欧盟其他22国的赤字均超标，而且整个欧元区赤字占比高达6.2%。预计2011年，除了爱沙尼亚、芬兰、卢森堡、丹麦、瑞典和赤字占比下滑的德国，外加不加入新协议的应该，欧盟其他20国均面临自动制裁措施，除非欧洲理事会以“有效多数”投票否决（见下表）。

表、欧盟各国政府赤字/盈余占 GDP 的百分比 (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011(预测)
爱尔兰	2.7	4.7	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.3	-14.2	-31.3	-10.3
希腊	-	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.8	-10.6	-8.9
英国	0.9	3.6	0.5	-2.1	-3.4	-3.5	-3.4	-2.7	-2.7	-5.0	-11.5	-10.3	
葡萄牙	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.6	-10.1	-9.8	-5.8
西班牙	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.3	-6.6
拉脱维亚	-3.9	-2.8	-2.0	-2.3	-1.6	-1.0	-0.4	-0.5	-0.4	-4.2	-9.7	-8.3	
波兰	-2.3	-3.0	-5.3	-5.0	-6.2	-5.4	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-7.3	-7.8	
斯洛伐克	-7.4	-12.3	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.7	-5.8
法国	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1	-5.8
立陶宛	-2.8	-3.2	-3.5	-1.9	-1.3	-1.5	-0.5	-0.4	-1.0	-3.3	-9.5	-7.0	
罗马尼亚	-4.4	-4.7	-3.5	-2.0	-1.5	-1.2	-1.2	-2.2	-2.9	-5.7	-9.0	-6.9	
欧盟(27 国)	-1.0	0.6	-1.5	-2.6	-3.2	-2.9	-2.4	-1.5	-0.9	-2.4	-6.9	-6.6	
欧元区(17 国)	-1.5	-0.1	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1
斯洛文尼亚	-3.0	-3.7	-4.0	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0.0	-1.9	-6.1	-5.8	-5.7
塞浦路斯	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.6	-4.1	-2.4	-1.2	3.5	0.9	-6.1	-5.3	-6.7
荷兰	0.4	2.0	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.1	-4.3
捷克	-3.6	-3.6	-5.6	-6.5	-6.7	-2.8	-3.2	-2.4	-0.7	-2.2	-5.8	-4.8	
意大利	-1.9	-0.8	-3.1	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.6	-4.0
奥地利	-2.3	-1.7	0.0	-0.7	-1.5	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.4	-3.4
德国	-1.6	1.1	-3.1	-3.8	-4.2	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	-0.1	-3.2	-4.3	-1.3
匈牙利	-5.5	-3.0	-4.1	-9.0	-7.3	-6.5	-7.9	-9.3	-5.1	-3.7	-4.6	-4.2	
比利时	-0.6	0.0	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-1.3	-5.8	-4.1	-3.6
马耳他	-7.7	-5.8	-6.4	-5.8	-9.2	-4.7	-2.9	-2.8	-2.4	-4.6	-3.7	-3.6	-3.0
保加利亚	0.1	-0.5	1.1	-1.2	-0.4	1.9	1.0	1.9	1.2	1.7	-4.3	-3.1	
丹麦	1.3	2.3	1.5	0.4	0.1	2.1	5.2	5.2	4.8	3.2	-2.7	-2.6	
芬兰	1.7	6.9	5.1	4.1	2.6	2.5	2.8	4.1	5.3	4.3	-2.5	-2.5	-1.0
卢森堡	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.0	-0.9	-1.1	-0.6
爱沙尼亚	-3.5	-0.2	-0.1	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2.0	0.2	0.8
瑞典	0.9	3.6	1.5	-1.3	-1.0	0.6	2.2	2.3	3.6	2.2	-0.7	0.2	

注：红色区域为财政赤字/GDP>6%，黄色区域为财政赤字/GDP 在 3%-6%之间，绿色区域是财政盈余。英国未加入新条约。

资料来源：欧盟统计局、申万研究

(3) 英国反对，带来法律障碍和不确定性。尽管 26 国元首均同意，但缺乏英国的支持，无法在欧盟主体法的层次通过该协议，只能以国际协议的方式来立法，并将在明年三月前签署，在签署前仍需非欧元区的 9 国议会通过，还需芬兰议会通过欧洲稳定机制（ESM）在 85%多数同意时启动应急机制的规定，存在一定的不确定性；而且从法律上来看，没有英国同意，不能利用欧盟机构或改变欧盟公约，新的欧盟准则缺乏法律约束力。另一方面，英国和欧陆国家在修改欧盟条约和欧洲救援上的差异，可能引发政治局势紧张甚至导致英国可能退出欧盟。

对欧盟峰会的主要内容及其点评以下：

1、新的财政规则：一般政府预算应实现平衡或盈余，年度结构性赤字不得超过名义 GDP 的 0.5%，这将写入各国法律，并建立自动纠错和司法监督机制。将结构性赤字——政府收支的基本面失衡导致的预算赤字作为考察标准，剔除了一次性和短期因素的影响，而且将其立法并赋予欧洲司法部司法管辖权，降低了外部监测的必要性和成本。

2、强化“超额赤字程序”，自动制裁赤字占 GDP 的比例超过 3%的国家，并建立发债预报机制；明确主权债务占 GDP 不超过 60%的削减债务目标，超过后每年必须削减债务超额部分的 1/20。例如，希腊 2010 年政府债务总额占 GDP 的比例小幅上修至 144.9%，那么按照 1/20 规则，则希腊的债务比例 2011 年期每年需要缩减 $(144.9\% - 60\%) \times 1/20 = 4.245\%$ ，那么 2011 年公共债务占比控制在 140.655% 以下。赤字占比上限，3%，和结构性赤字占比上限，0.5%，以及主权债务占比上限 60%，主要是德法两国妥协的结果。鉴于德国未超限而法国等大多数国家均超限，不少国家的债务占比仍在上升，自动制裁机制实施有一定难度。事实上，此前已有类似协议，例如欧盟委员会 2011 年 1 月 12 日提出的“欧洲学期”（European Semester）¹，以及 2011 年 3 月 11 日提出的欧元增强公约（Euro Plus Pact）²，关键在于具体实施的力度。

3、加速落实欧洲稳定基金（EFSF）的杠杆化，欧央行将作为 EFSF 的代理机构。这缺乏实质进展，关于杠杆化的措施，在 11 月 30 日的欧元区财长会议已经确认：

（1）为 20-30% 的新发行债券提供担保：通过在卢森堡设立的特别目的工具（SPV）发行“部分保护凭证”，与成员国债券共同发售作为信用增级，相当于风险保险，以增加需求和降低融资成本。

（2）创建一个共同投资基金（CIF）购买一级和二级市场债券，为 EFSF 引入公私金融机构和投资者，以增加贷款、银行资本和购买债券的资源。

4、计划将 ESM 提前至 2012 年 7 月实行，分批引入资金合计 5000 亿欧元，这意味着从 2012 年 7 月至 2013 年 6 月，EFSF 和 ESM 将同时运行，互不影响，而且明年 3 月，欧盟将再次评估 EFSF 和 ESM 的 5000 亿欧元的火力是否足够，这也保留了进一步提高援助资源的权力，明年 7 月起，欧洲金融救助的火力将得到有效加强。另外，引进了 ESM 的紧急程序，85% 多数同意即可，取代了原有的双边协议，简化了欧洲动用 ESM 作为应急贷款的难度，也提高了效率，但芬兰议会需要确认，表明一些国家对多数同意原则而非一致同意的投票权仍存疑义。

¹ “欧洲学期”¹（European Semester），是欧盟委员会 2011 年 1 月 12 日提出的，一种各国政府制定 2012 年预算之前，对各国及欧盟经济政策进行有效的预先协调的新尝试。

² 欧元增强公约（Euro Plus Pact）是欧盟峰会 2011 年 3 月 11 日提出的旨在欧盟内部建立一个更强的竞争力和趋同性的经济政策协调的协议。

另外，需要明确传达给投资者的是，私营债权人参与计划（PSI）只是针对希腊的特例，未来不允许出现，而且将列入 ESM 的法律协议中，因为市场担心，如果希腊债权人蔓延至意大利、西班牙等国，那么将一发不可收拾。

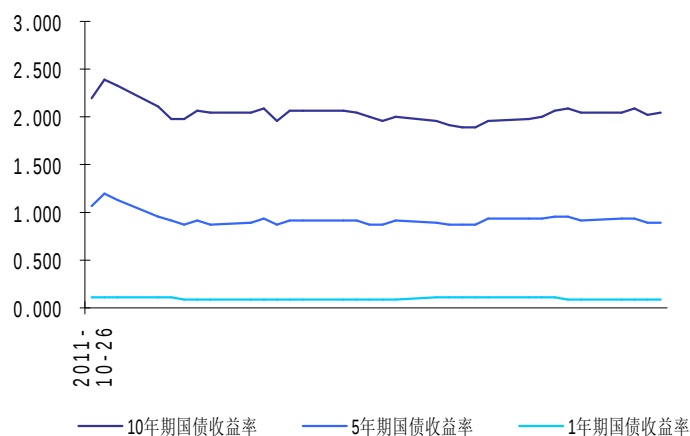
5、欧洲向 IMF 提供 2000 亿欧元双边贷款，其中 1500 亿欧元由欧元区国家承担。这表明欧央行特别是德国央行对此作出了妥协，他们之前从原则上反对欧元区各国央行通过 IMF 贷款给欧元区，因为他们认为这违反了欧洲央行关于禁止直接向政府提供融资的规定。要减小 IMF 和欧盟双边贷款的违约风险，各国央行贷款给 IMF 时，资金必须进入 IMF 的“一般资源账户”(general resources account)，该账户可向任何一个成员国政府提供危机贷款，而不是通过一个由 IMF 管理的特殊信托基金专门用于欧元区。这在法律程序上很重要，开启了 IMF 救助欧洲国家的新方式。

从实施情况来看，目前，除英国以外的 26 国原则上同意，其中保加利亚、捷克、丹麦、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚和瑞典元首表明在本国议会通过后，可能加入这一进程。而英国的反对，无疑将自己与欧盟孤立和边缘化，加大了英吉利海峡两岸的隔阂。

我们认为，欧洲财政整顿和一体化是大势所趋，欧盟峰会的决议时往有利于欧债危机解决的方向前进，为从根本上解决欧盟的机制问题奠定基础，但并未解决所有问题。目前欧债危机仍处于第二阶段——银行业危机，近期应警惕欧洲银行被动收缩导致资金回流和信贷减少、边缘国家乃至匈牙利融资成本上升、法国可能被调降评级等事件带来的冲击；政策方面，尤其要关注欧央行采取的进一步救助欧洲边缘国家的措施，以及欧盟承诺的 10 天内确认向 IMF 提供最多 2000 亿欧元贷款的进展。

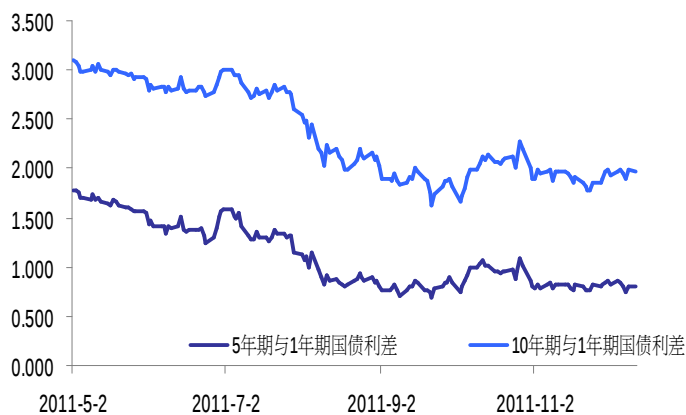
2、 欧盟峰会顺利结束， 美股美元上涨

图 1： 美国国债收益率下降， 对其需求有所减弱。



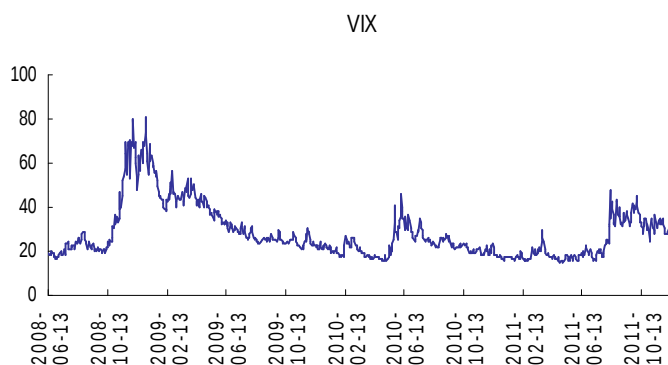
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2： 美国国债利差下降， 对长期经济形势担忧有所增加。



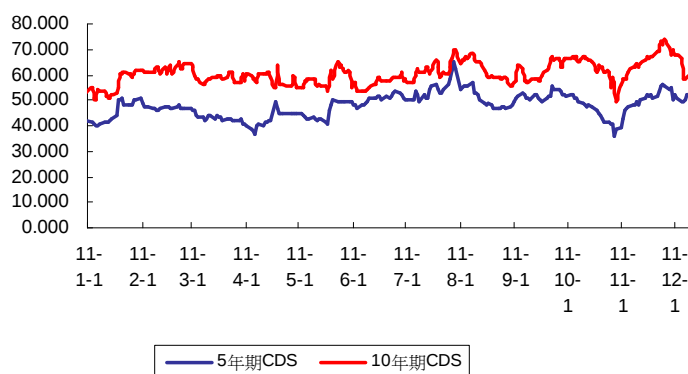
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3： VIX 指数大幅下降， 显示股市波动风险有所减弱。



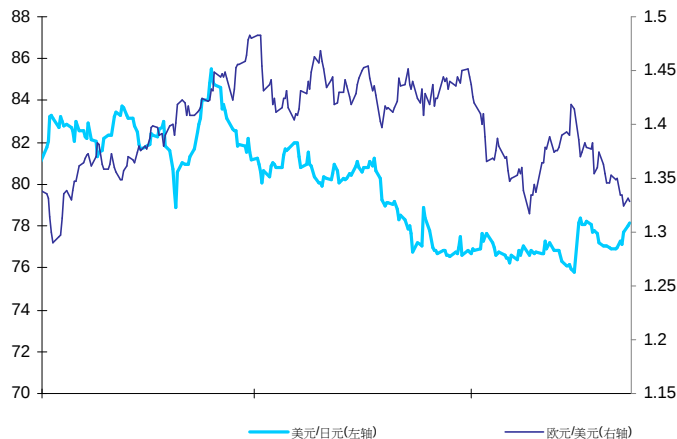
资料来源：Bloomberg，申万研究

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。



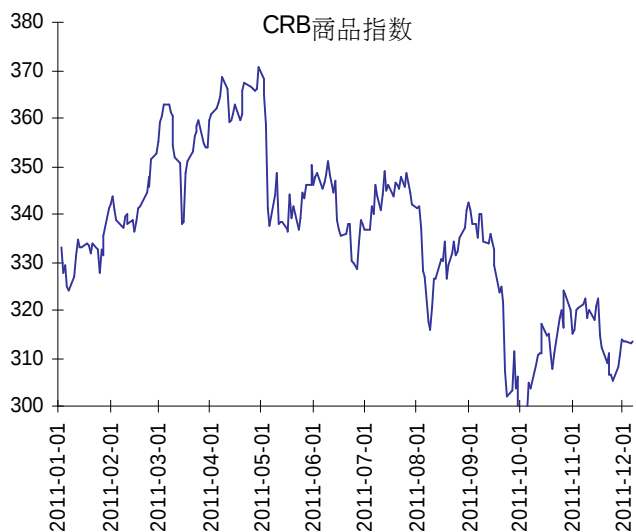
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对日元由 9 日的上涨转为下跌，因即将召开美联储议息会议。



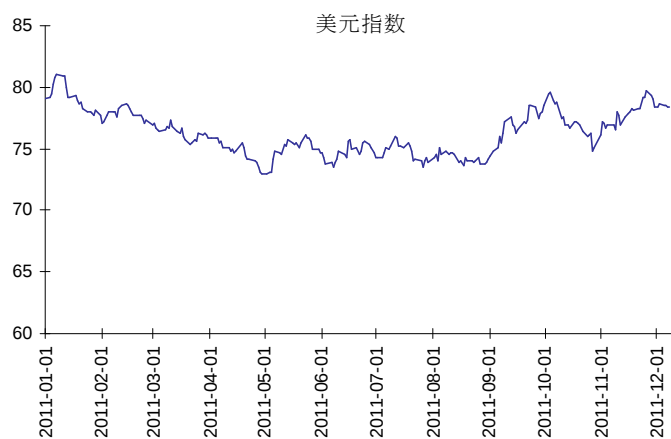
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格小幅下降，由于农副产品全球供给上升。



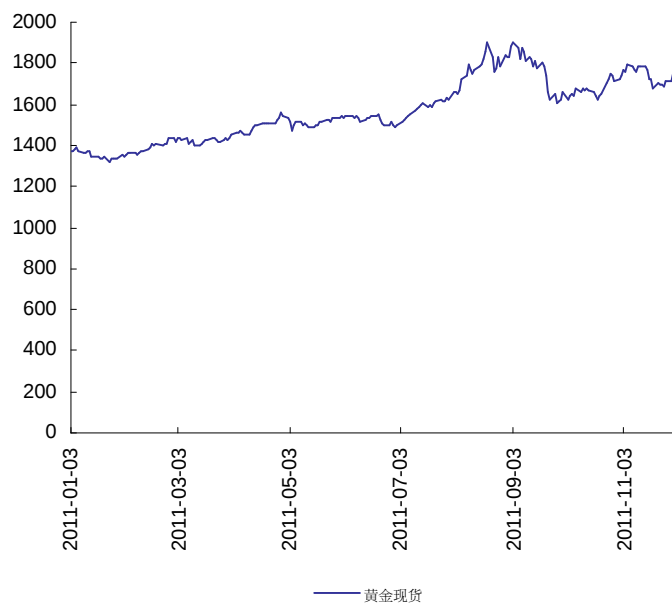
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数下跌，因预期最新零售数据会上涨且即将召开美联储议息会议，对其避险需求减弱。



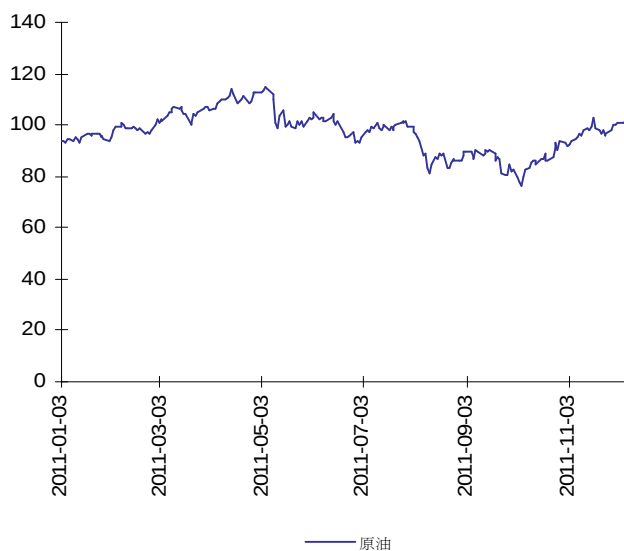
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格回升，对其避险需求有所增加。



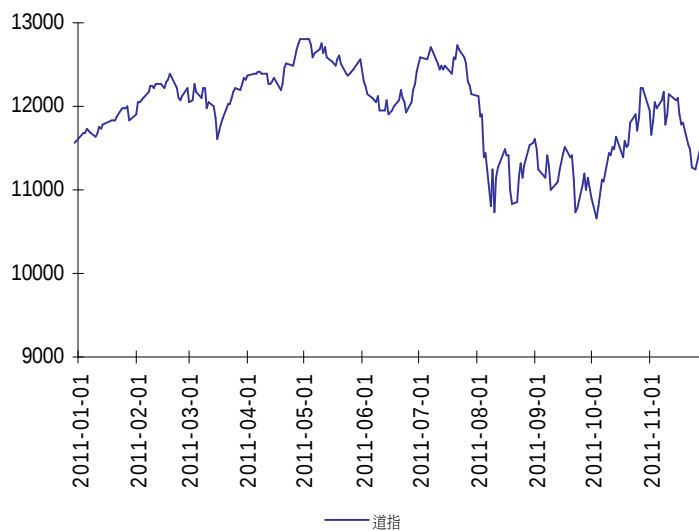
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅回升，由于 OPEC 准备讨论原油生产配额且欧盟 26 国同意修订新财政政策。



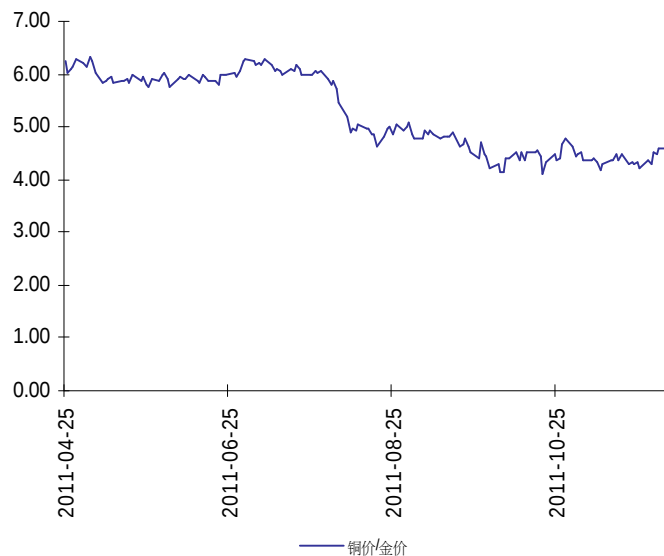
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指上涨 1.6%，由于欧盟 26 国同意修订新财政政策。



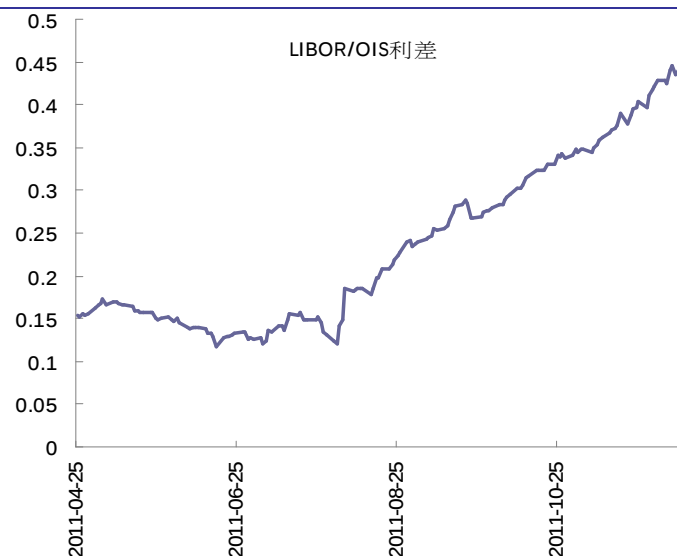
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨，由于欧盟 26 国同意修改财政条约导致铜价上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上升，银行信贷压力增加。



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
12/01/2011 0 :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	OV	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	.00%	8.6%	9.00%	--
12/02/2011 21:30	就业不足率 (U6)	N V	--	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 23:0	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	--
12/0 /2011 21:30	首次失业人数	DEC 2	395K	381K	402K	404K
12/ 8/2011 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%
12/09/2011 21:30	贸易余额	OCT	-\$44.0B	-\$43.5B	-\$ 3.1B	--
12/09/2011 22:55	密执安大学消费者信心	DEC P	65.8	7.7	64.1	--
12/09/2011 01:00	Flow of Funds Third Quarter					

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
12/13/2011 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	CT	--	--	3354	--
12/13/2011 23:00	营运库存	OCT	0.0%	--	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)	OV	--	--	11.00%	--
12/14/2011 21:30	进口价格指数(同比)	NOV	10.10%	--	11.00%	--
12/15/2011 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	NOV	0.20%	--	-0.30%	--
12/15/2011 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	NOV	0.20%	--	0.00%	--
12/15/2011 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	NOV	5.90%	--	5.90%	--
12/15 2011 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	NOV	2.80%	--	2.80%	--
12/15/2011 21:30	经常项目结存	3Q	-\$108.7B	--	-\$118.0B	--
12/15/2011 21:30	纽约州制造业调查指数	DEC	3	--	0.61	--
12/15/2011 21:30	首次失业人数	DEC 10	390K	--	--	--
12/15/2011 21:30	持续领取失业救济人数	DEC 3	3630K	--	--	--
2/15/2011 22:00	长期净 TIC 流量	OCT	--	--	\$68.6B	--
2/15/2011 22:00	净 TIC 流量总计	OCT	--	--	\$57.4B	--
12/15/2011 22:15	工业产值	NOV	0.20%	--	0.70%	--
12/15/2011 22:15	设备使用率	NOV	77.90%	--	77.80%	--
12/15/2011 22:45	彭博消费者舒适度	DEC 11	--	--	-50.3	--
12/15/2 11 23:00	费城联储商业前景指数	DEC	5	--	3.6	--

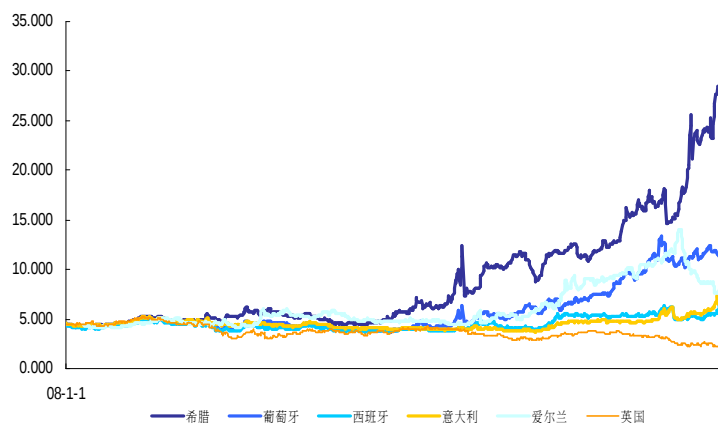
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

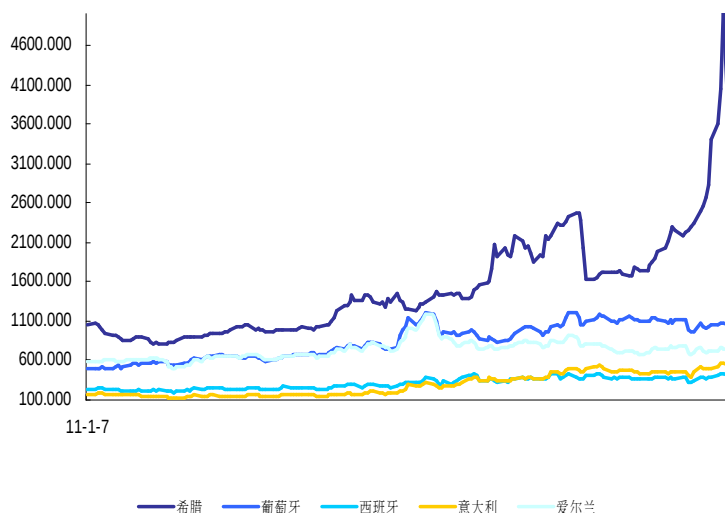
3、欧盟 26 国同意修订新财政政策， 欧股上涨希腊股市下跌

图 13：除西班牙和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。由于欧盟 26 国同意修订财政政策，对这些国家经济担忧情绪加大。



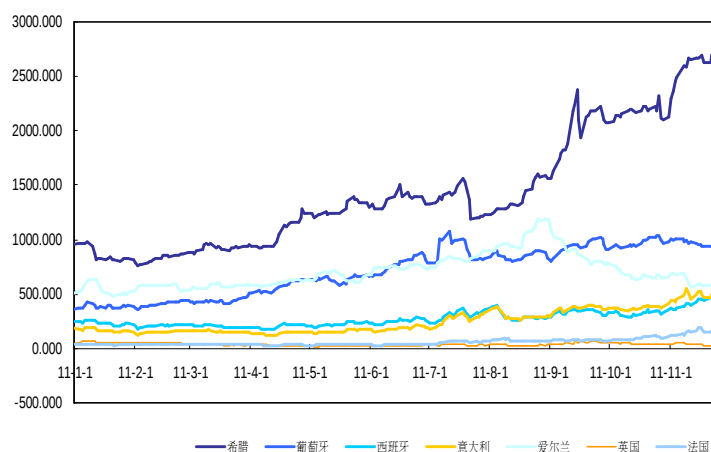
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利和希腊外，其他欧猪五国 CDS 均下跌。



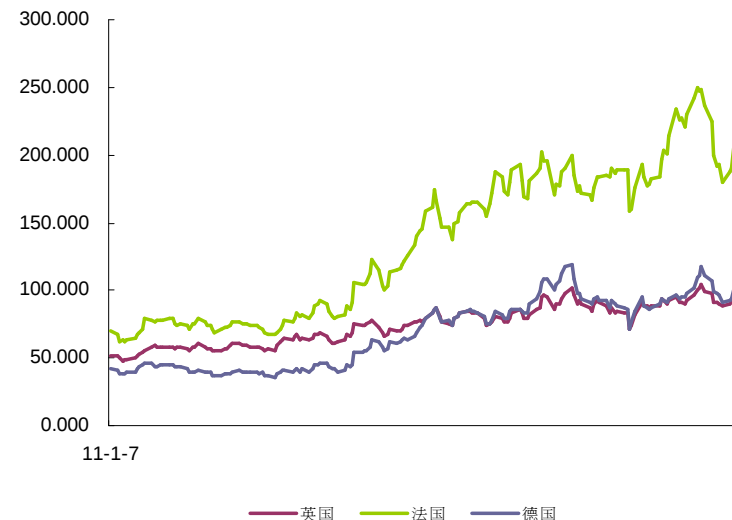
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊和爱尔兰外，其他国国债利差均下降，由于德国国债收益率上涨，对其经济担忧情绪有所减缓。



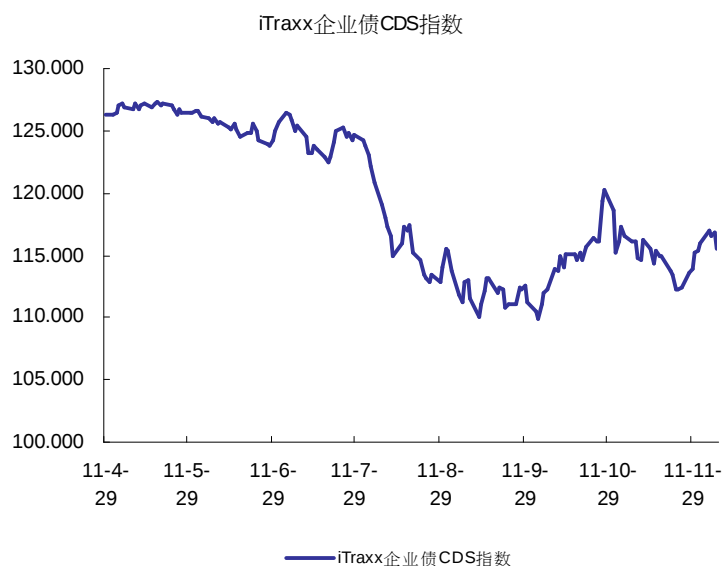
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



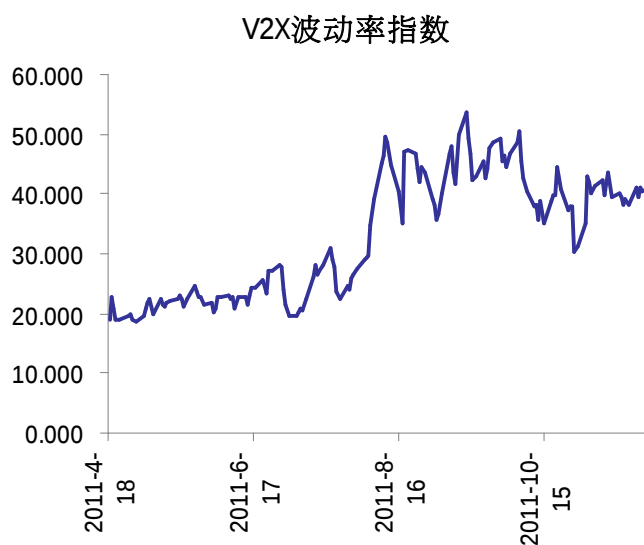
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 小幅回升，对企业违约风险情绪依然存在。



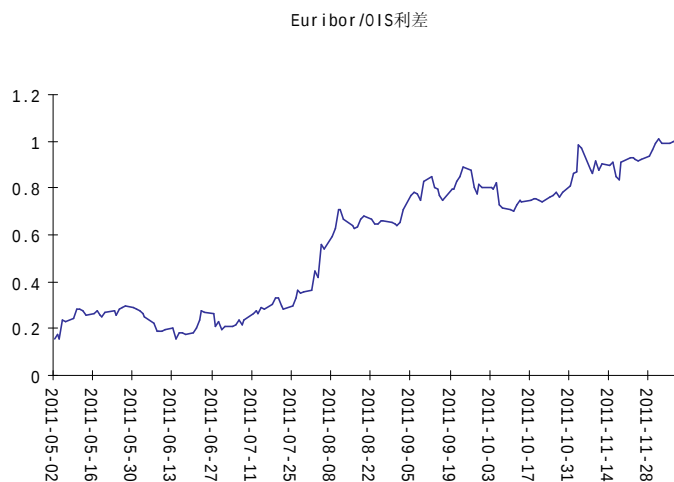
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动大幅下滑，股市波动风险减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差继续下跌，由于欧盟同意 ESM 提前实施，显示银行信贷压力有所减弱。



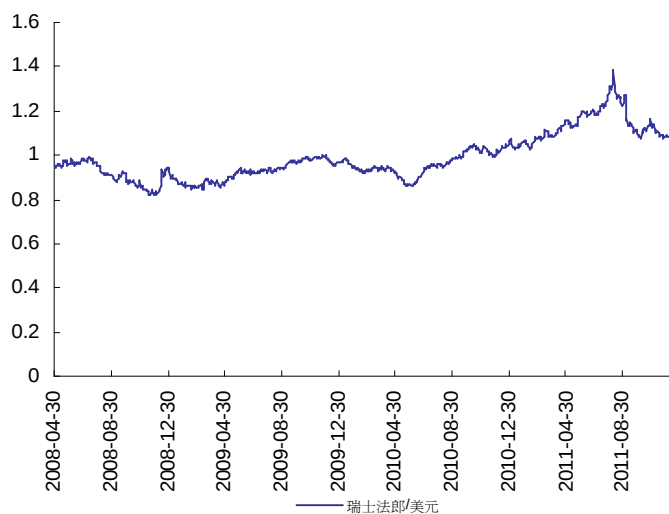
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元止升回跌，由于担忧德国投资者信心会创 3 年新低。



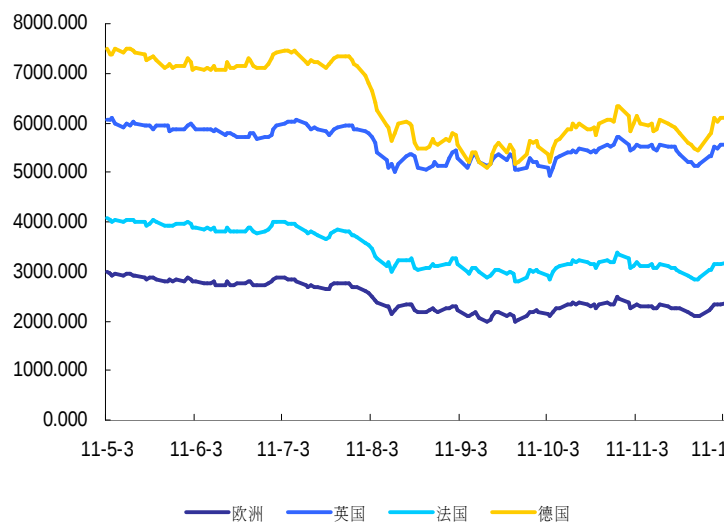
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下降, 对其避险需求有所减弱。



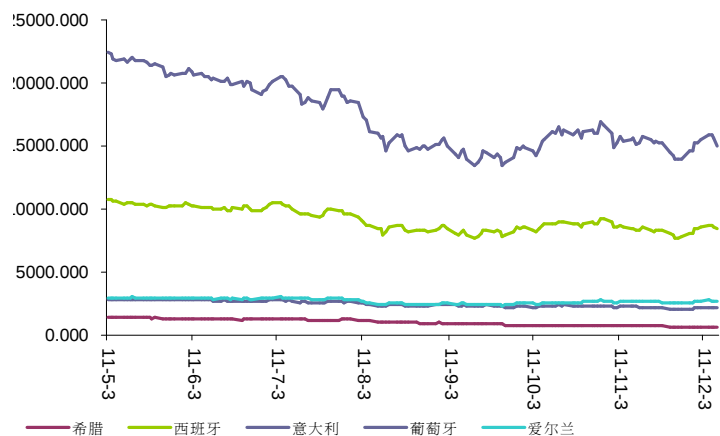
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上涨, 由于欧盟 26 国同意修订新财政政策。



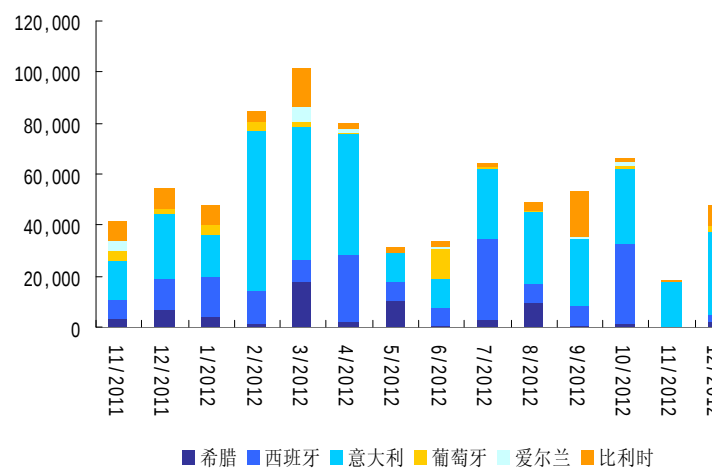
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均上涨。



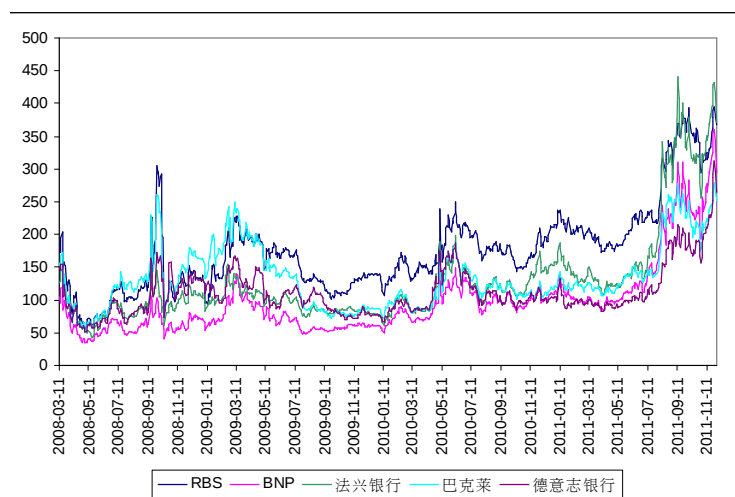
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



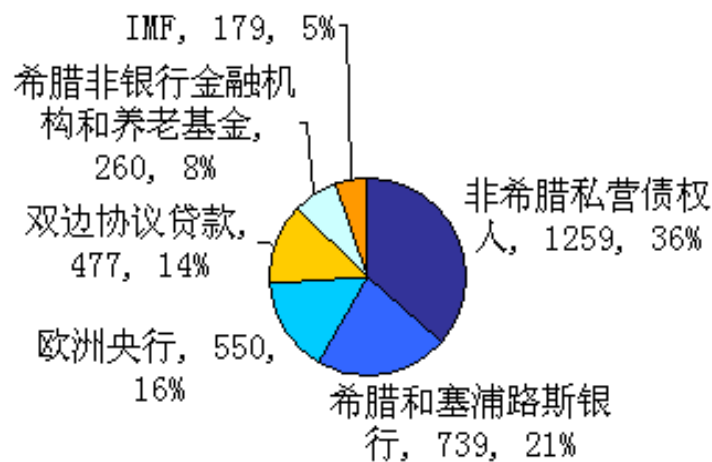
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上涨，由于欧盟峰会未就 ESM 领取银行牌照和共同国债等做出决定。



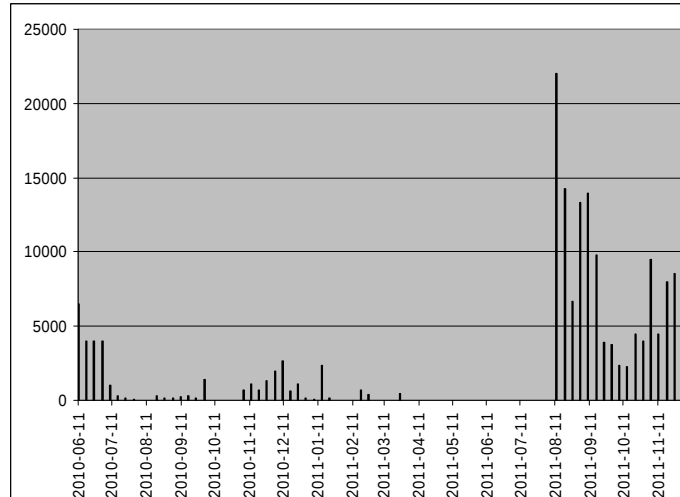
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



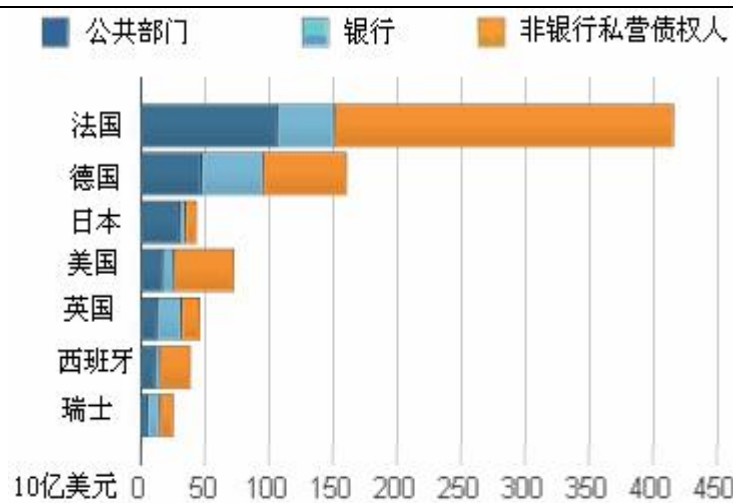
资料来源：申万研究

图 26：欧央行购买债券力度有所减弱（单位：百万欧元）



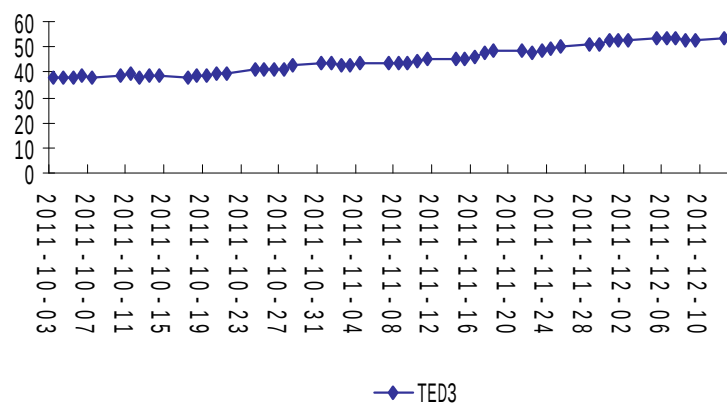
资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



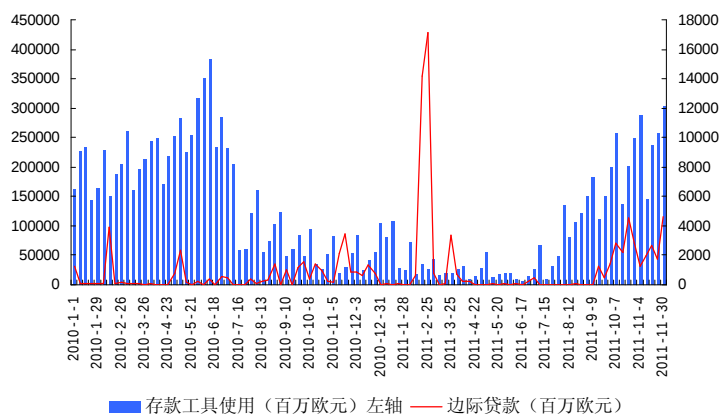
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

图 29: TED3M 上涨, 表示市场资金紧张。



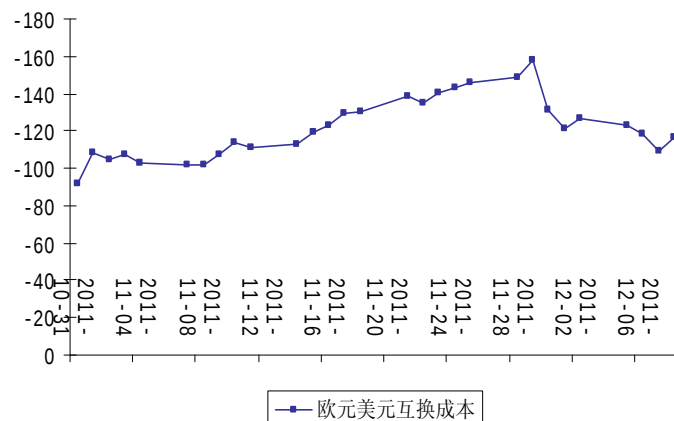
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



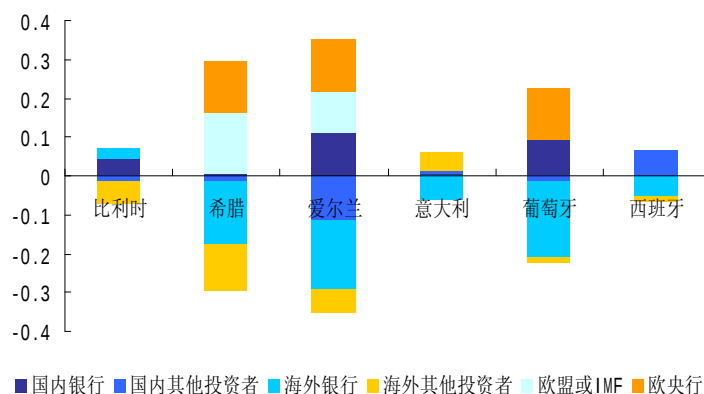
资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERU0/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%	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

国家	EFSF担保额度（亿欧元）	出资比例
德国	2110	29.07%
法国	1585	21.83%
意大利	1393	19.18%
西班牙	925	12.75%
荷兰	444	6.12%
比利时	270	3.72%
奥地利	216	2.98%
芬兰	140	1.92%
斯洛伐克	77	1.06%
斯洛文尼亚	37	0.50%
爱沙尼亚	20	0.27%
卢森堡	19	0.27%
塞浦路斯	15	0.21%
马耳他	7	0.10%
希腊	-	0
爱尔兰	-	0
葡萄牙	-	0
欧盟17国合计	7260	100%

资料来源：EFSF、申万研究

表 6: 银行评级下调一览

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	
		德克夏银行	
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	
		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	
		RBS	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。
	10 月 8 日	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
		桑坦德银行	标普将其评级被从 AA 下调至 AA-，评级前景负面。
	10 月 12 日	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	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

兰									
	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。