

2011 年 12 月 15 日

法国恐将调降评级，风险偏好持续下降

——国际金融市场风险监测 2011 年 12 月 15 日

相关研究

欧洲银行收缩拖累经济，美国明年仍可能推 QE3——国际金融市场风险监控 2011 年 12 月 14 日

欧洲迈向财政联盟，但危机继续——2011 年 12 月欧盟峰会点评 2011 年 12 月 12 日

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

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

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

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

- 主要结论：全球风险偏好持续下降，主要出于对欧债危机和银行体系风险增大的担忧加剧，原油、黄金遭到大量抛售，意大利融资成本上升。
- 避险情绪占据主流，美元指数突破 80，德国、美国国债拍卖收益率创新低，德国 2 年期国债拍卖的平均收益率低至 0.29%，认购率 1.4 倍；另一方面，风险资产遭到抛售，欧美股市、黄金第三天下跌，欧元兑美元跌破 1.3 关键关口，意大利拍卖 30 亿欧元 5 年期国债的收益率由上次的 6.29% 攀升至 6.47%，创欧元区新高，而 10 年期债券收益率也涨至 7.09%，这在明年 2 月意大利债务到期高峰期可能难以持续。
- 上周一（12 月 5 日），标普警告将德国、法国、荷兰、奥地利、芬兰、卢森堡的信用评级从 AAA 下调至 AA+，并将这 6 个国家的长期债务评级列入负面观察，意味着未来 90 天有 50% 的下调几率。如果所有欧元区国家评级被下调，全球仅剩的 AAA 国家和地区是：加拿大、澳大利亚、香港、新加坡、挪威、瑞典、英国。
- 尤其需要重视的是，法国评级即将被调降，主要原因如下：

1、法国经济疲软，明年上半年可能陷入负增长。经调整过的数据显示，法国二季度 GDP 环比已萎缩-0.1%，其中家庭开支缩减-0.8%、商品和服务品产值也萎缩-0.7%，内需严重不足，尽管三季度 GDP 环比增长 0.4%，有所好转，但法国央行与统计局均预计四季度经济重陷停滞，主要受财政紧缩和私人部门活动疲弱拖累。（见 P11 图 34：法国的 GDP 环比增速及各部分的贡献）

2、法国赤字和债务过大，财政面临紧缩。预计今年赤字占 GDP 的比重达 5.8%，明年公共债务占比将达 87%，按规定不得不进行财政整顿。近四个月，法国宣布了两次紧缩方案，通过提高增值税和企业边际税率、加快落实退休制度改革等措施，今明两年合计节约开支 186 亿欧元，今后五年内削减赤字 650 亿欧元，这将进一步阻碍经济复苏。

3、法国银行资本金不足，面临破产风险。法国银行业持有希腊、意大利和欧猪五国的债务量居各国之首（见 P12 图 35：法国和德国持有的欧猪五国风险敞口最大），法国农业信贷银行等因此而三季报大幅报亏、并相继被调降评级。

综合来看，法国的 AAA 评级已不堪重负，名存实亡，即将面临被调降评级的厄运，并波及欧洲金融市场出现下跌。

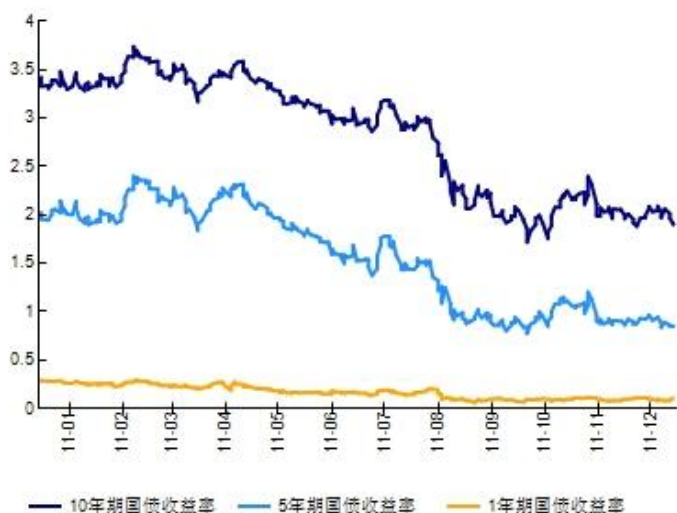
关注：12 月 15 日 美国 CPI 环比（预期：0.1%，前期：0.3%）

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。

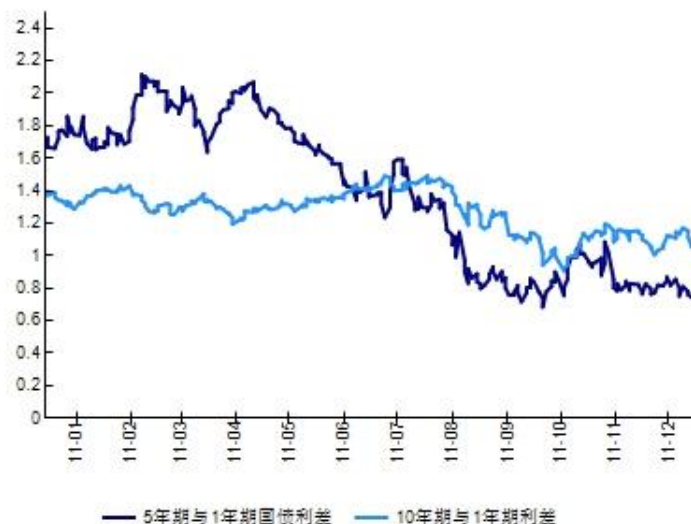
本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客

1. 德国拒绝提高 ESM 上限, OPEC 增产, 美股商品大幅下跌

图 1: 美国国债收益率下跌, 对其需求减弱, 对经济形势担忧有所增加。
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



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。



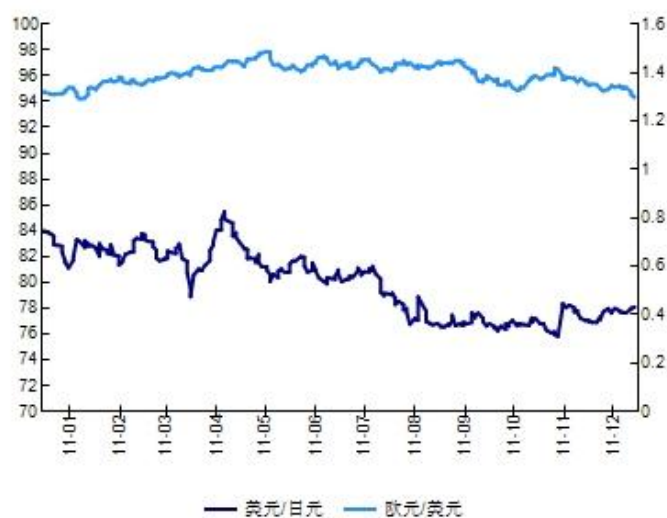
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 4: 美国 CDS 均下降, 由于美国赤字明显收窄, 对美国债务违约风险的担忧有所减弱。



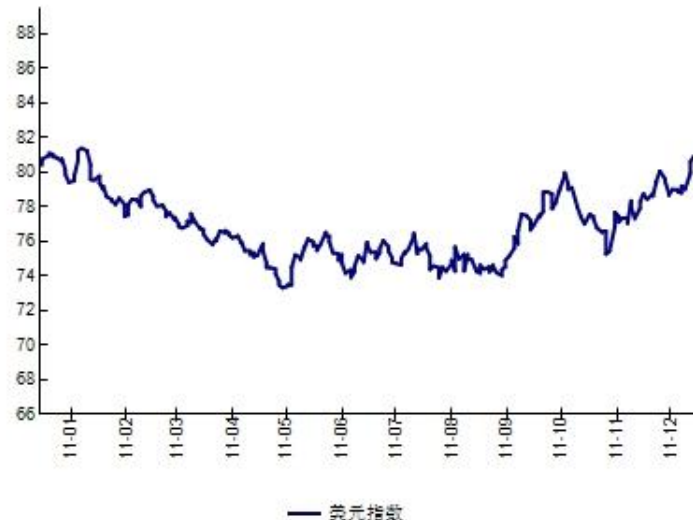
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 5：美元对日元小幅下跌，由于美联储决定维持超低利率至2013 年中。



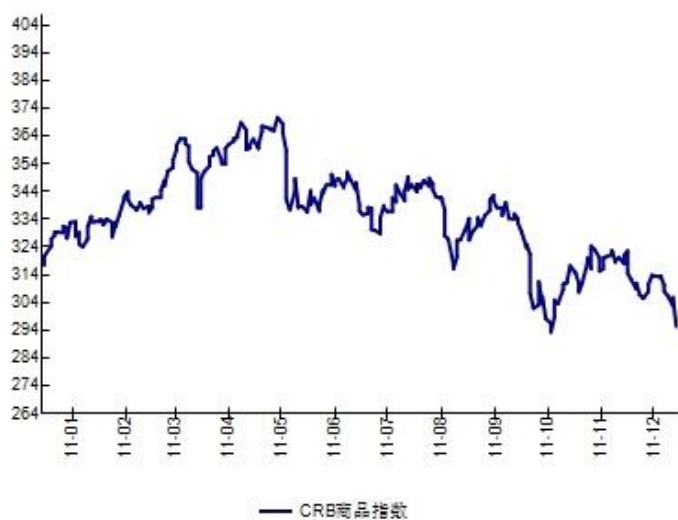
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数继续小幅上升，突破 80 大关。由于德国反对提高ESM 上限且意大利国债拍卖收益率创新高，对其避险需求增加。



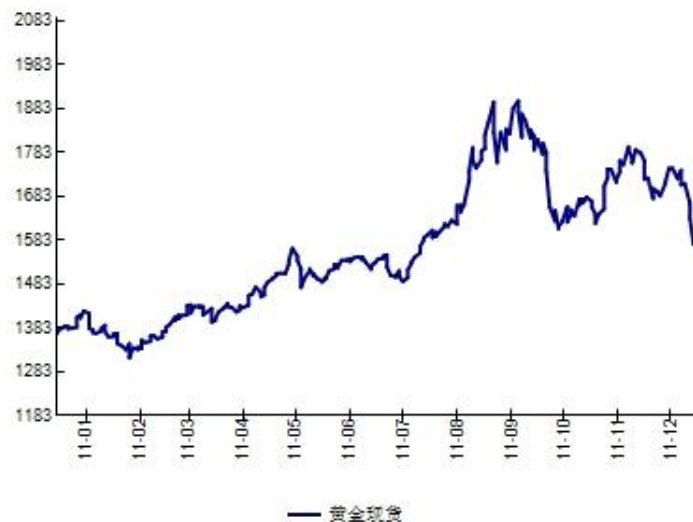
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格大幅下降 3.4%，由于意大利国债拍卖收益率创新高，且原油价格大幅下滑所致。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅回升，对其避险需求依然存在。



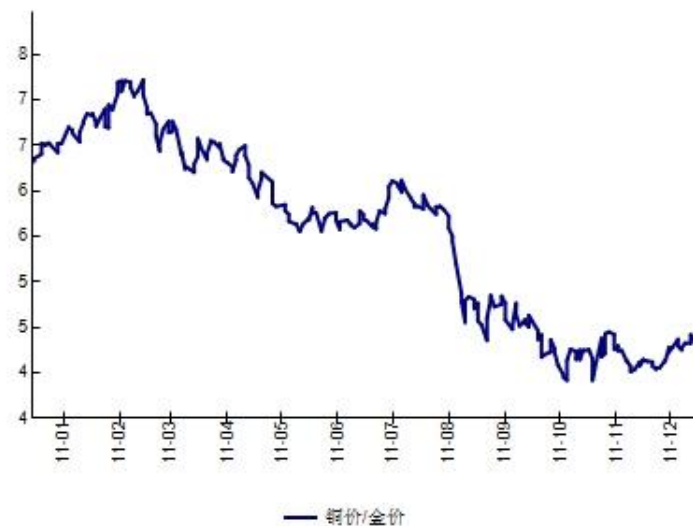
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格大幅下跌 5.2%，由于 OPEC 增产，每日原油产量设定为 3000 万桶，且 OPEC 下调原油需求预期。



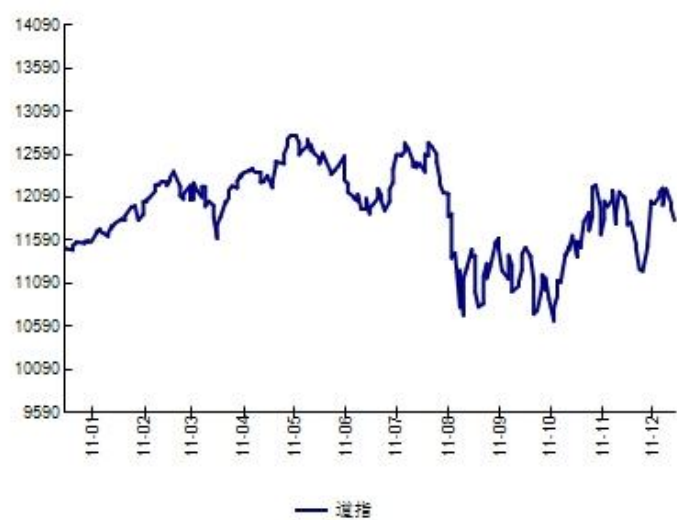
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于未见有效措施救助欧债，影响铜价大幅下挫。



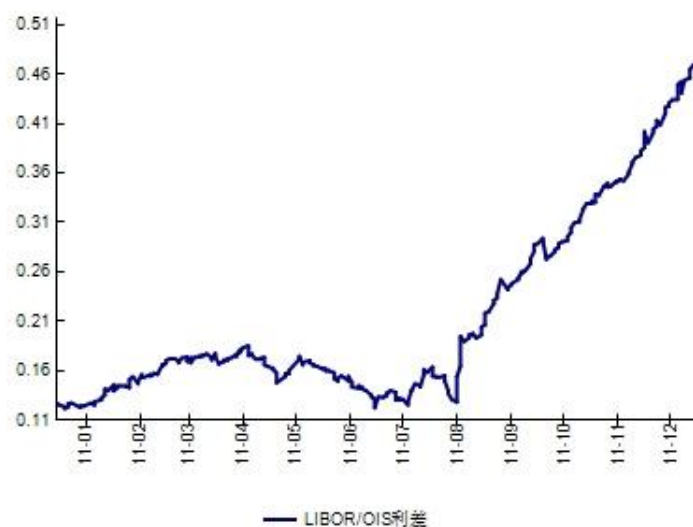
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指继续小幅下跌，由于意大利拍卖国债创新高。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差小幅回落，银行信贷压力有所减缓。



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
12/02/2011 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	46K	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%
12/09/2011 21:30	贸易余额	OCT	-\$44.0B	-\$43.5B	-\$43.1B	--
12/09/2011 22:55	密执安大学消费者信心	DEC P	65.8	67.7	64.1	--
12/09/2011 01:00	Flow of Funds Third Quarter					
12/13/2011 03:00	预算月报	NOV	-\$154.0B	-\$137.3B	-\$98.5	--
12/13/2011 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	NOV	--	-\$137.3B	90.2	--
12/13/2011 21:30	商品零售额	NOV	0.60%	92	0.50%	--
12/13/2011 21:30	除汽车外零售额	NOV	0.50%	0.20%	0.60%	--
12/13/2011 21:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	NOV	--	0.20%	0.70%	--
12/06/2011 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	DEC	42.0	0.20%	40.6	--
12/13/2011 23:00	JOLTS 职位空缺	OCT	--	42.8	3354	--
12/13/2011 23:00	营运库存	OCT	0.30%	3267	0.00%	--
12/14/2011 03:15	FOMC 利率决策	DEC 13	--	0.80	0.25%	--
12/14/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 9	--	4.1%	12.8%	--
12/14/2011 1:30	进口价格指数(月环比)	NOV	1.00%	0.7%	-0.60%	--
12/14/2011 21:30	进口价格指数(同比)	NOV	10.2%	9.9%	11.00%	--

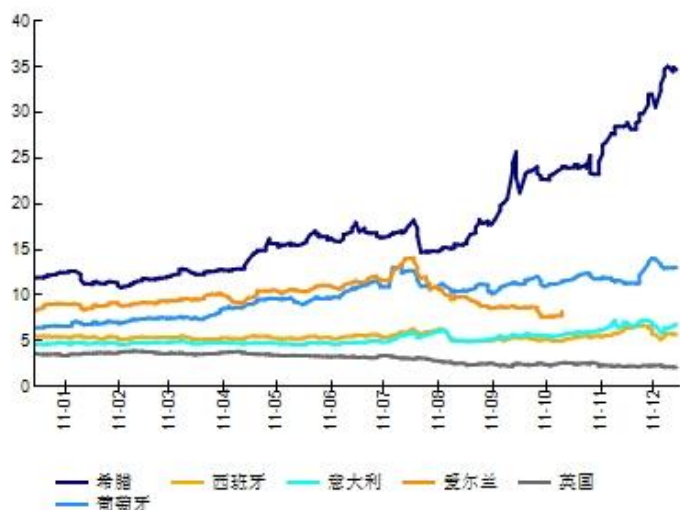
本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
12/15/2011 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%	--
2/15/2011 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	--	--	--
12/15/2011 22:00	长期净 TIC 流量	OCT	--	--	\$68.6B	--
12/15/2011 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	--
12/15/2011 23:00	费城联储商业前景指数	DEC	5	--	3.6	--
12/16/2011 21:30	消费价格指数 (月环比)	NOV	0.10%	--	-0.10%	--
12/16/2011 21:30	消费价指除食品 能源(月环比)	NOV	0.10%	--	0.10%	--
12/16/2011 21:30	消费价格指数(同比)	NOV	3.50%	--	3.50%	--
12/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	NOV	2.10%	--	2.10%	--
12/16/2011 21:30	消费价格指数-无季节调整	NOV	226.241	--	226.421	--
12/16/2011 21:30	CPI 核心指数 经季调	NOV	--	--	226.444	-
12/19/2011 23:00	NAHB 住宅市场指数	DEC	20	--	20	--

2. 意大利国债拍卖收益率峰会后创新高，欧股欧元大幅下跌

图 13：除葡萄牙、爱尔兰和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均下跌。意大利国债拍卖收益率创新高。



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，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



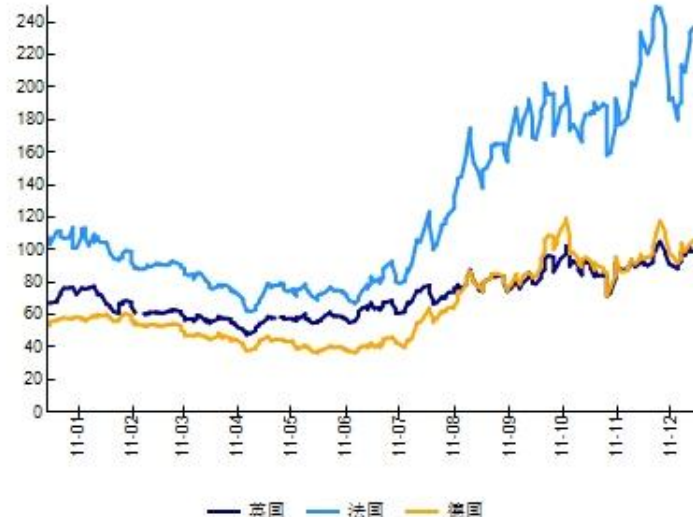
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊和法国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



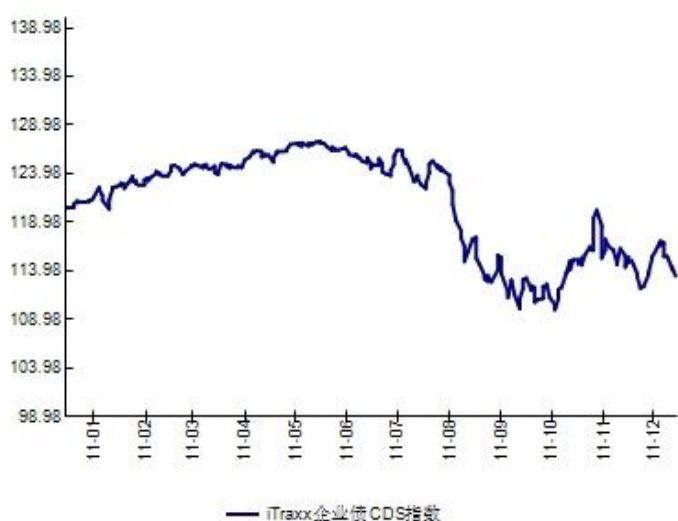
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



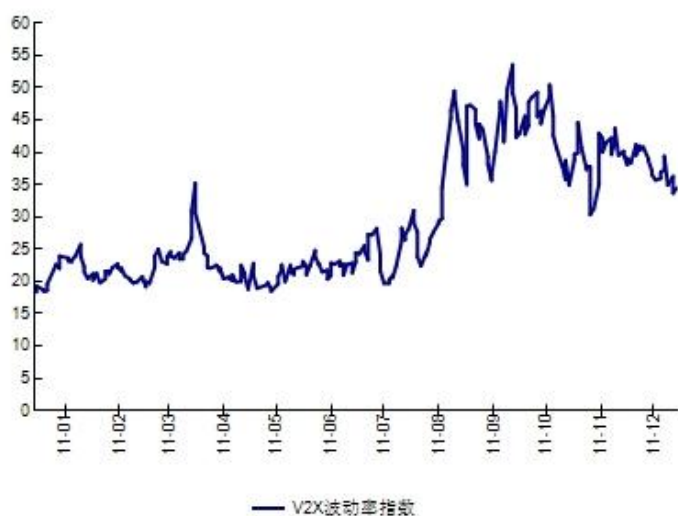
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减弱。



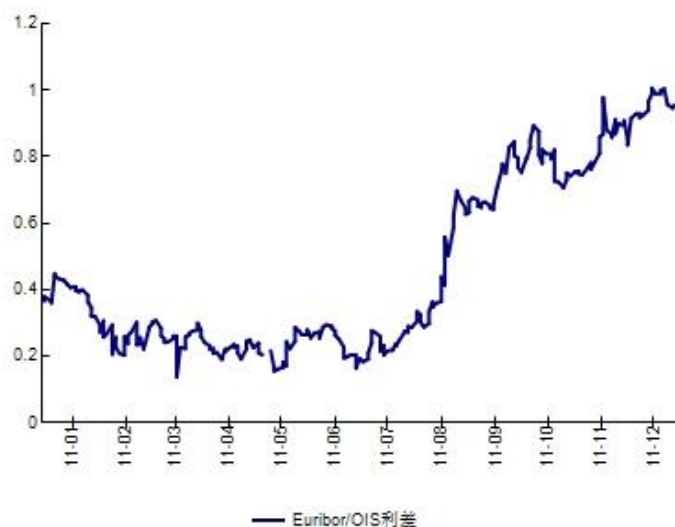
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上涨, 股市波动风险增加。



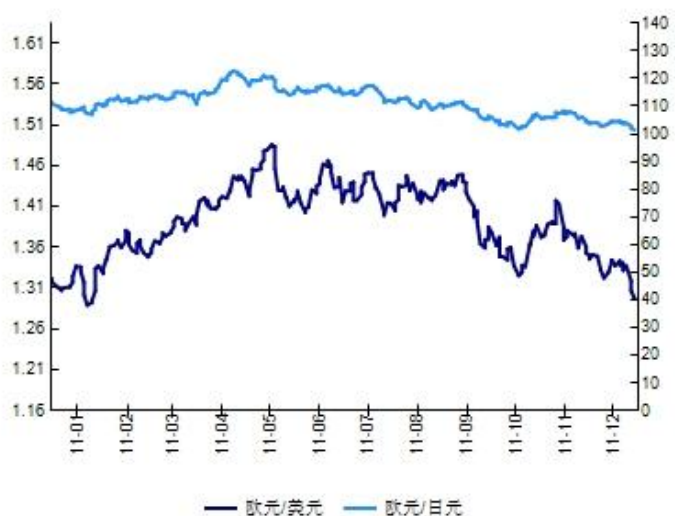
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



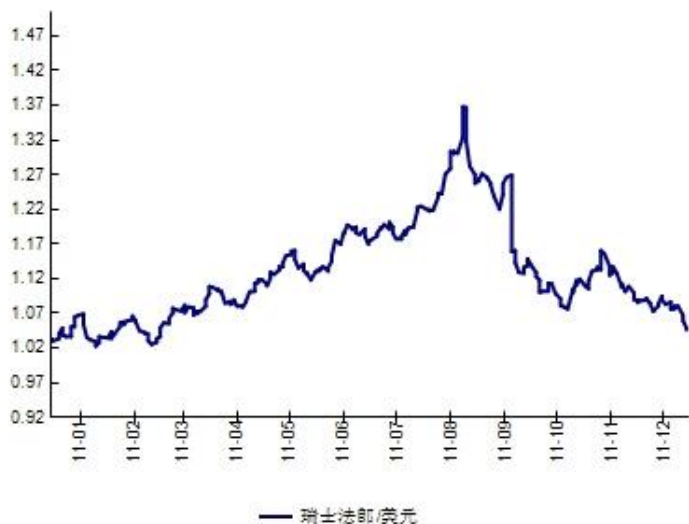
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元大幅下跌, 由于标德国反对提高 ESM 上限且意大利国债拍卖收益率创新高。



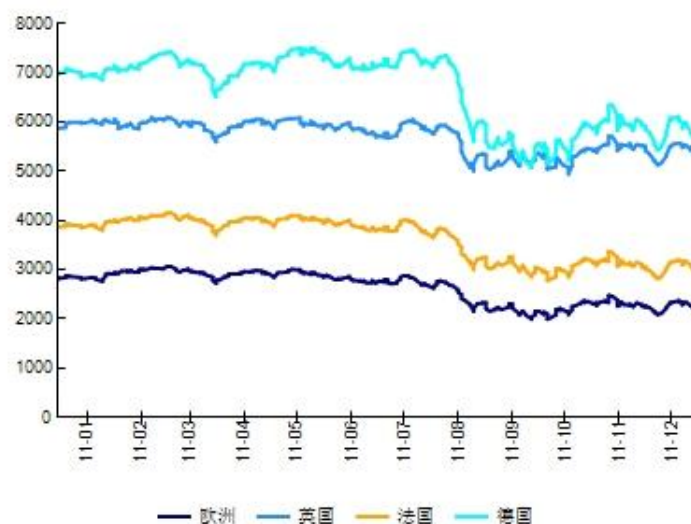
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



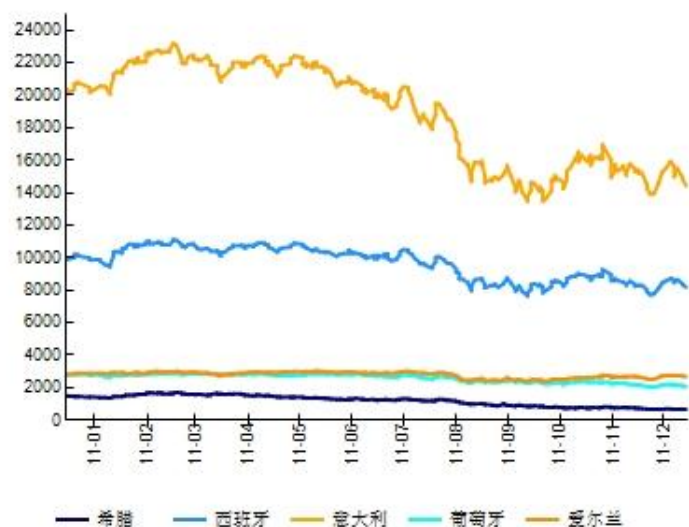
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于意大利国债拍卖收益率创新高且德国反对提高 ESM 上限。



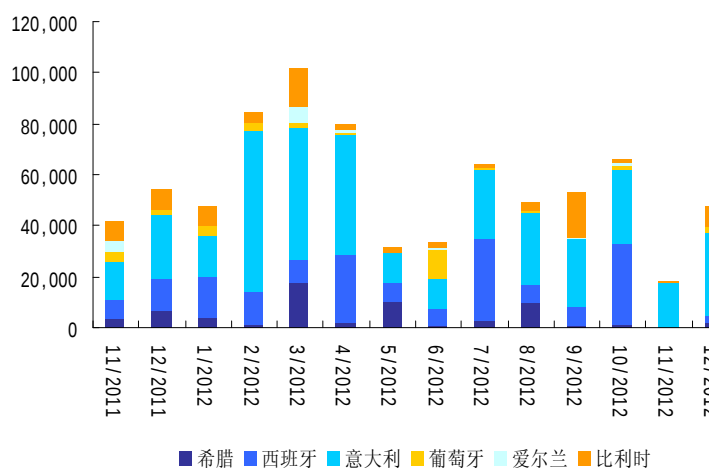
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下降。



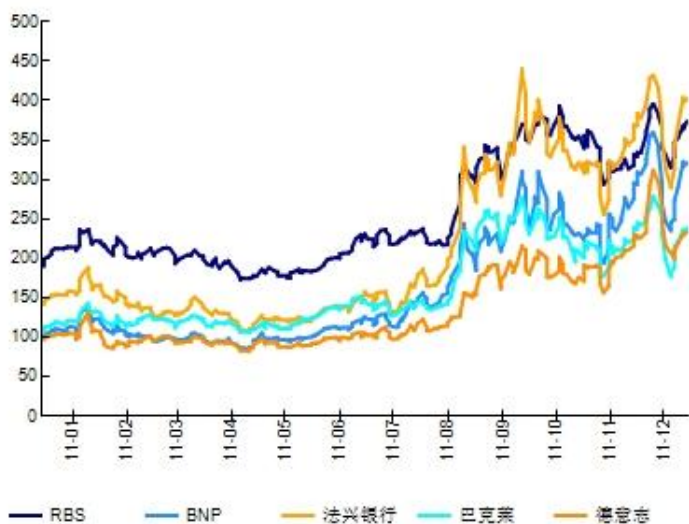
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



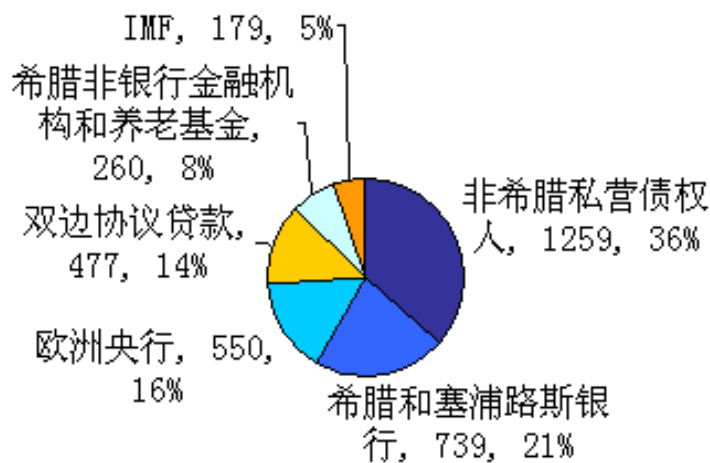
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均上涨, 由于德国不愿提高 ESM 上限。



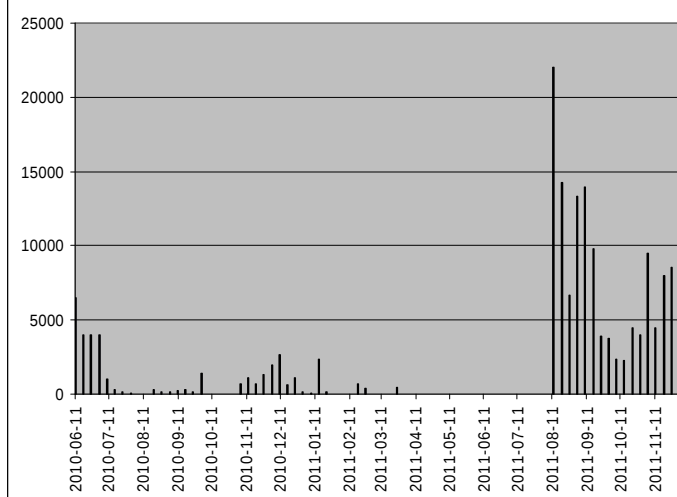
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: 希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布 (亿欧元)。



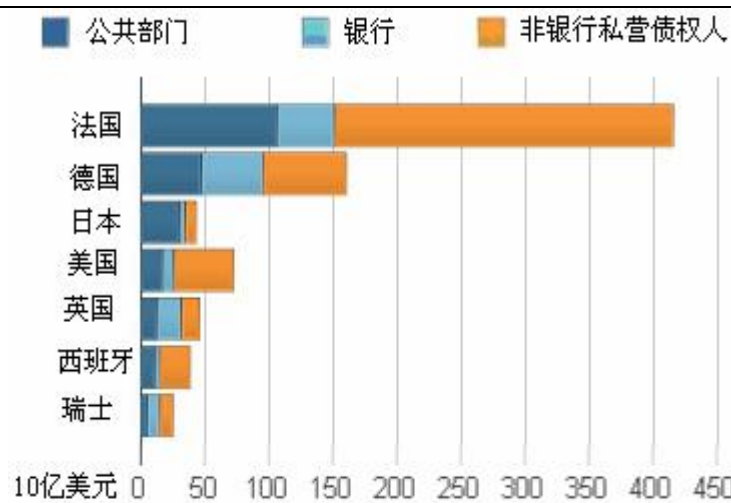
资料来源: 申万研究

图 26: 欧央行购买债券力度有所减弱 (单位: 百万欧元)



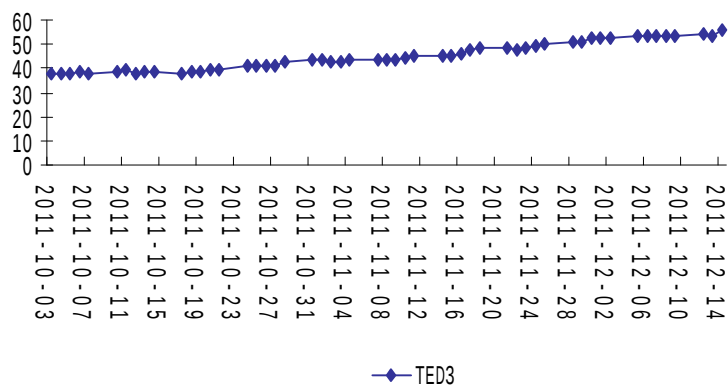
资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



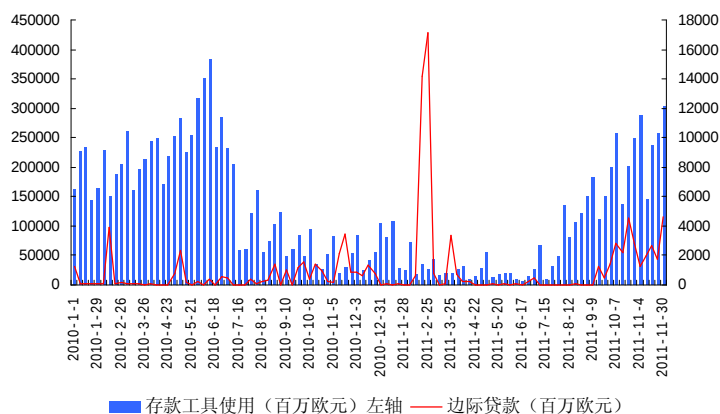
资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

图 29: TED3M 上涨, 表示市场资金紧张。



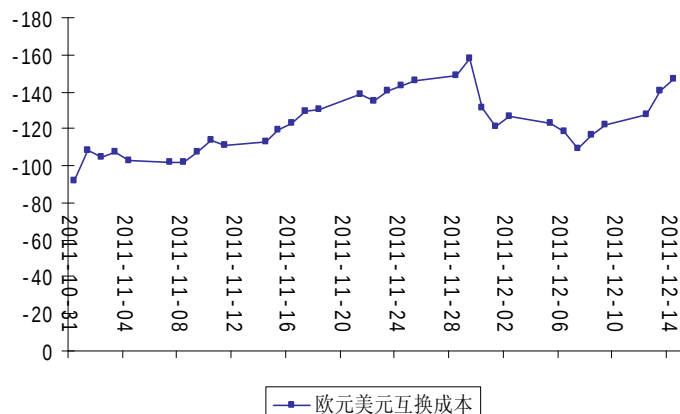
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



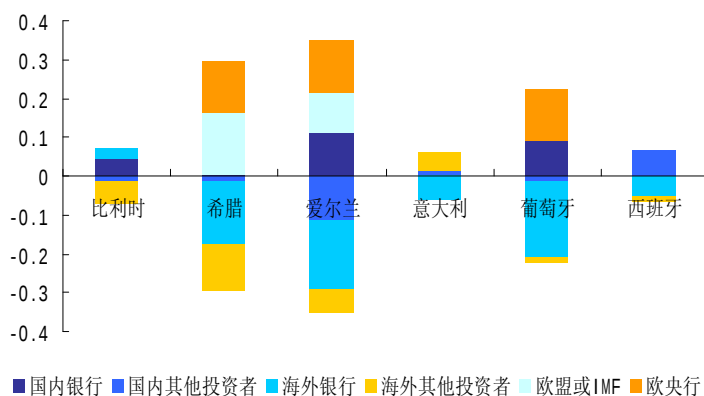
资料来源: ECB, 申万研究

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



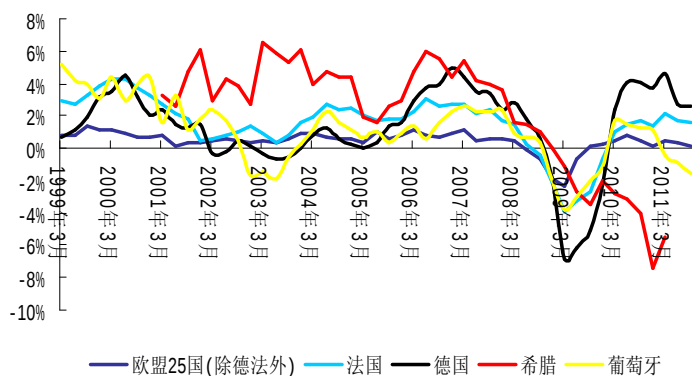
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



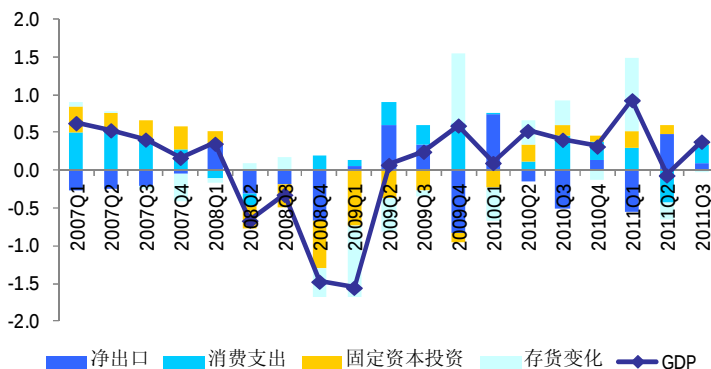
资料来源: IMF, 申万研究

图 33: 欧盟主要经济体的 GDP 同比增速



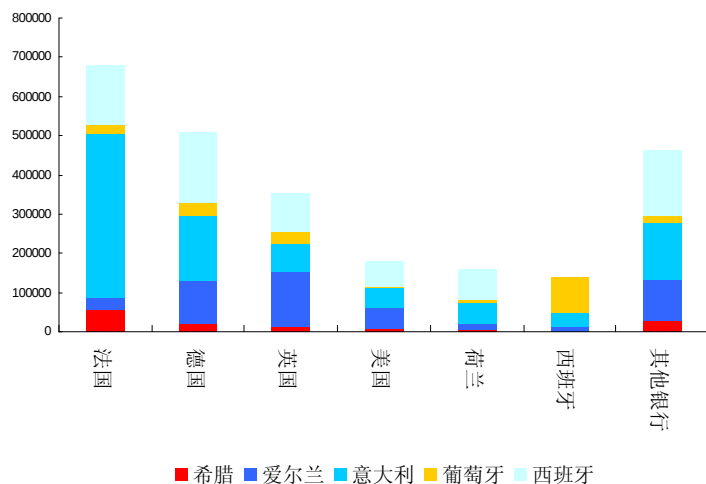
资料来源: 欧盟统计局、申万研究

图 34: 法国的 GDP 环比增速及各部分的贡献



资料来源: 法国统计局、申万研究

图 35：法国和德国持有的欧猪五国风险敞口最大



资料来源：欧盟统计局、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

	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	标普将其从 A 下调至 A-
		花旗银行	
		高盛银行	
		摩根士丹利	
法国	9 月 14 日	摩根大通	标普将其从 A+ 下调至 A
		法国兴业银行	
		法国农业信贷银行	穆迪将其从 Aa2 下调至 Aa3，并将长期债务评级列为负面。
		德克夏银行	
葡萄牙	10 月 7 日	Caixa Geral de Depositos	穆迪将其从 Aa1 下调至 Aa2。
		Banco Comercial Portugues	
		Banco Espirito Santo	
		Banco BPI	
		Banco Santander Totta	
		Caixa Economica Montepio Geral	
		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

		Banco Portugues de Negocios	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
	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。