

美国税收优惠法案如期延长，经济增长好于预期

总体判断：

- I 上周五，避险情绪继续下降，欧美股市全线上扬 1% 左右，因美国延长工资税优惠和良好的经济数据。
- I 美国众议院共和党迫于压力终于让步，美国如期延长工资税优惠和失业保险。因为工资税优惠关系到中产阶级收入，是一个非常重要的民生问题，可能影响明年的大选，两党均不愿因此受到负面影响。这对于稳定美国至少明年 1、2 月的消费至关重要，否则明年 1.6 亿美国人的工资税比例将增长两个百分点，减少消费者可支配收入、从而减少开支乃至消费者信心；而且，众议院推迟了关于明年如何弥补损失的税收收入的辩论，但是，由于美国减赤方案未能通过，政府投资和消费将大幅减少，预计美国第 1 季度经济仍将环比回落至 1.6%。
- I 美国经济数据略好于预期，良好的消费、贸易、房屋和存货数据，呼应了我们上调美国第 4 季度 GDP 至 2.5%。

(1) 美国耐用品订单（参见 P11：图 33），不仅前几个月数据均被上调，而且 12 月继续大幅增长 3.8%，主要是波音的新款飞机订单大增，合计 587 亿美元，带动交通设备订单增长 14.7%，而非运输的订单仅增长 0.3%。负面消息是发货量下降-0.4%，除飞机以外的资本品发货量继 11 月下降-0.8%后，12 月续跌-1%；资本品订单也相应下滑。据此推算，前期一直坚挺的设备软件的实际资本支出，今年第 4 季度可能下降超过 2%，对 GDP 造成拖累。

(2) 11 月个人收入小幅上升 0.1%，消费者支出相应上升 0.1%，主要是工资收入增长较慢（参见 P11：图 34）。据此推算，实际消费支出第四季度有望上涨 2.4%，对 GDP 增速构成较强的提振。

(3) 新屋销量方面，继 10 月被上调至增长 1.3%，11 月继续增长 1.6%至 31.5 万户，实现 2007 年以来首次 3 个月环比上升（参见 P11：图 35），暗示房屋市场有逐渐企稳迹象，但不容过于乐观，因为复苏仍然缓慢，而且增速峰值在 9 月。新屋售价的中值 11 月下降了-2.5%，经季调后下降-1.5%。售价最贵的东北部和西部的房屋销量最差，出现下降，而房价较低的南部销量大幅上涨。待售新屋库存进一步下滑。

我们预计，12 月非农就业增长 15 万人，而私营部门就业有望增加约 18 万人，失业率预计维持在 8.6%。

- I 欧洲方面，经济形势呈恶化趋势，为政策干预提供了必要性。

(1) 量化宽松的预期有所增强，欧央行董事会成员斯马吉（Smagi）22 日表示，量化宽松政策是一个值得考虑的政策工具，特别是在各国陷入“流动性陷阱”可能刺激通缩的情况下。

(2) 法国第 3 季度 GDP 环比增速向下修正至 0.3%，同比增长 1.5%，均不及预期，主要由于工业生产增速下调，而法国 12 月商业信心和制造业 PMI 均下滑，意味着法国第 4 季度经济形势可能进一步恶化，陷入环比零增长。

(3) 意大利消费者信心指数 12 月跌至 91.6，远不及预期的 95.3，达到 16 年来新低，主要因为上周四通过的 2012 年意大利减赤 330 亿欧元的紧缩措施。

相关研究

削骨疗伤，急救欧洲
2011 年 12 月 20 日

欧洲评级相继下调，法、意
衰退不可避免——国际金
融市场风险监测体系 2011
年 12 月 19 日

法国恐将调降评级，风险偏
好持续下降——国际金
融市场风险监测体系
2011 年 12 月 15 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
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com

联系人

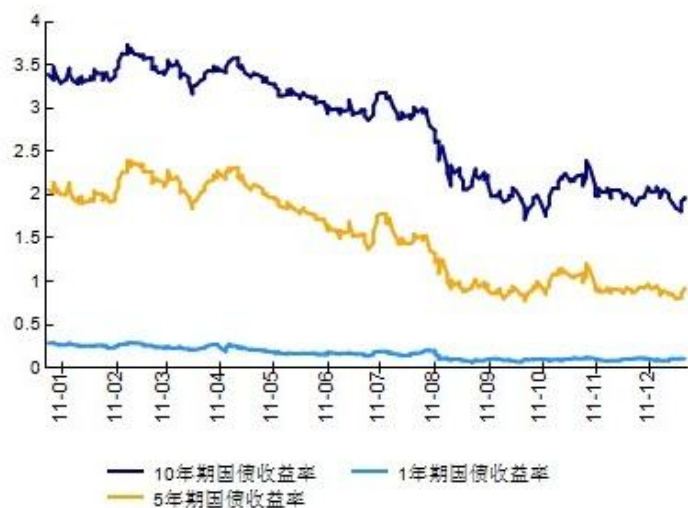
钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

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

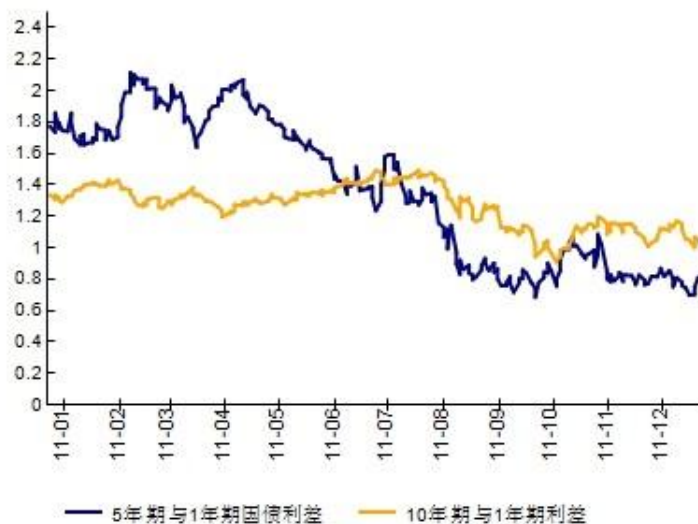
<http://www.swsresearch.com>

1. 美新屋销售数据创 7 个月新高，美股商品持续上扬势头

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。图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减弱。

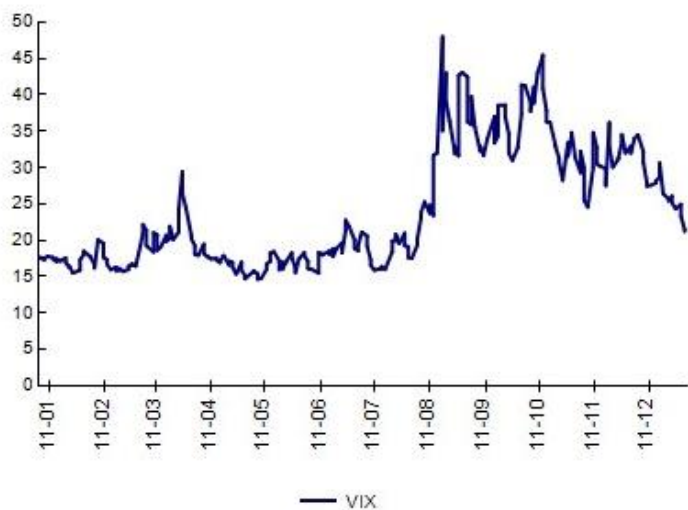


资料来源：Bloomberg，申万研究



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。



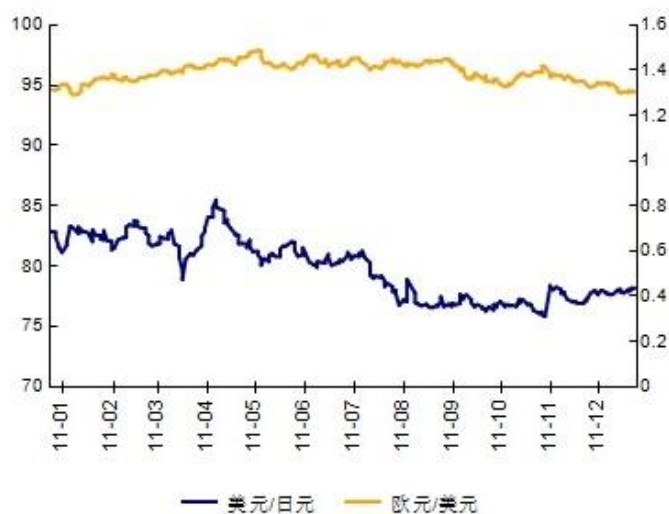
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 小幅上涨，对美国短期债务违约风险的担忧有所增加。



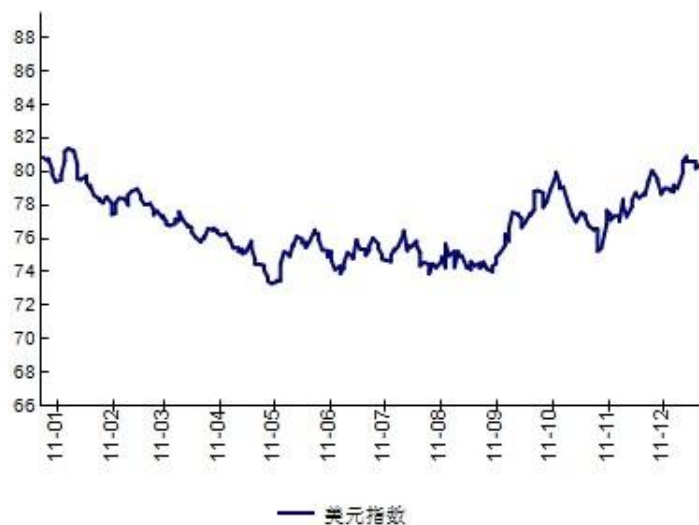
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对日元下跌，由于预期 27 日公布的消费者信心会大幅上升，对美元避险需求下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅下降，由于美国近期经济数据反弹，对其避险需求减弱。



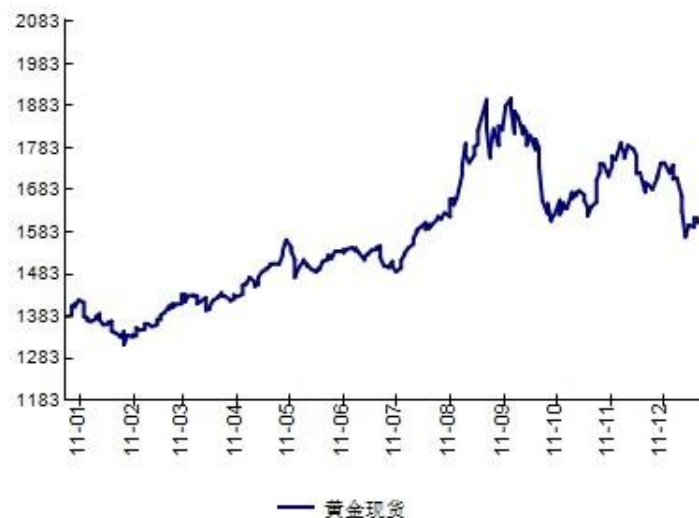
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格上涨，由于美国圣诞期间，预期需求回暖。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅回升，由于美国最新经济数据抢眼，对其需求有所增加。



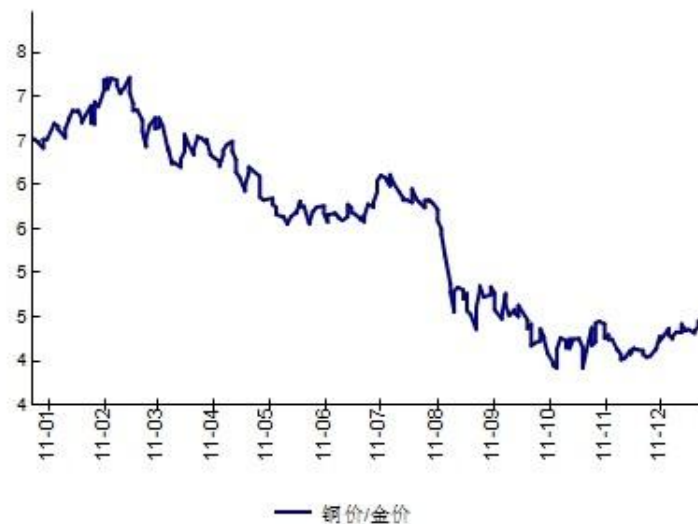
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格继续上涨, 由于美国经济报告称消费者信息增速加大。



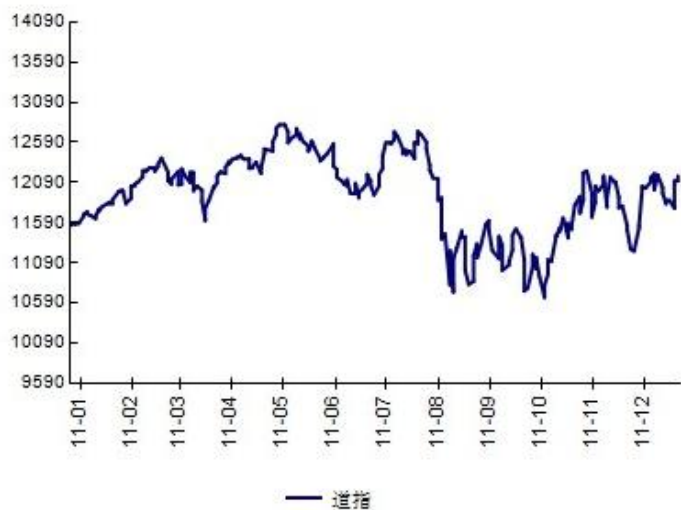
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比继续上升, 由于美国耐用品订单数据和新屋出售数据大幅上升, 导致铜价大幅上扬。



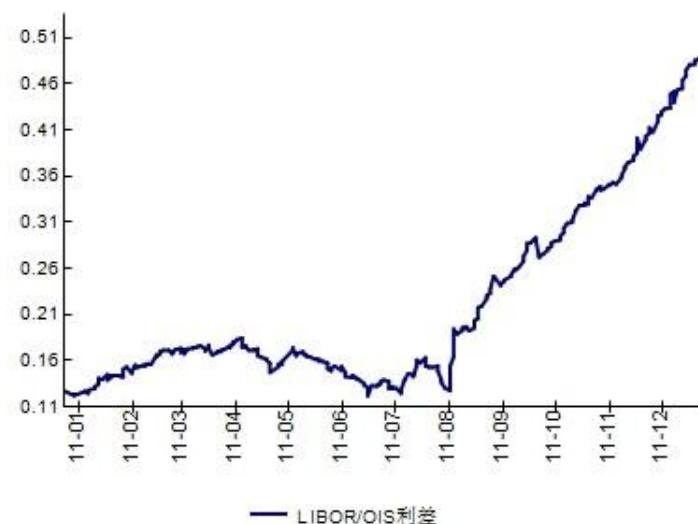
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指继续上涨, 由于美国耐用品订单数据和新屋出售数据大幅上升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差继续上涨, 银行信贷压力持续增加。



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
12/16/2011 21:30	消费价格指数 (月环比)	NOV	0.10%	0.00%	-0.10%	--
12/16/2011 21:30	消费价指除食品 能源(月环比)	NOV	0.10%	0.20%	.10%	--
12/16/2011 21:30	消费价格指数(同比)	NOV	3.50%	3.40%	3.50%	--
12/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	NOV	2.10%	2.20%	2.10%	--
12/16/2011 21:30	消费价格指数-无季节调整	NOV	226.241	226.23	226.421	--
12/16/2011 21:30	CPI 核心指数 经季调	NOV	--	226.836	226.444	-
12/19/2011 3:00	NAHB 住宅市场指数	DEC	20	21	20	--
12/20/2011 21:30	新宅开工指数	NOV	635K	685K	628K	--
12/20/2011 21:30	房屋开工(月环比)%	NOV	1.10%	9.3%	-0.30%	--
12/20/2011 21:30	建筑许可	NOV	635K	681K	653K	644K
12/20/2011 21:30	建筑许可(月环比)%	NOV	-1.40%	5.7%	10.90%	9.30%
12/21/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 16	--	-2.6%	4.10%	--
12/21/2011 23:00	现房销售	NOV	5.09M	4.42M	4.97M	--
12/21/2011 23:00	旧宅销售 月环比	NOV	2.60%	4.0%	1.40%	--
12/22/2011 21:30	芝加哥联储全美活动指数	NOV	-0.17	-0.37	-0.13	--
12/22/2011 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q T	2.00%	1.80%	2.00%	--
12/22/2011 21:30	个人消费	3Q T	2.30%	1.70%	2.30%	--
12/22/2011 21:30	GDP 价格指数	3Q T	2.50%	2.60%	2.50%	--
12/22/2011 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q T	2.00%	2.10%	2.00%	--
12/22/2011 21:30	首次失业人数	DEC 17	378K	364K	--	--
12/22/2011 21:30	持续领取失业救济人数	DEC 10	3600K	3546K	--	--
12/22/2011 22:45	彭博消费者舒适度	DEC 18	--	-45	-49.9	--
12/22/2011 22:45	彭博经济预期	DEC	--	-17	-32	--
12/22/2011 22:55	密执安大学消费者信心	DEC F	68	69.9	67.7	--
12/22/2011 23:00	领先指标	NOV	0.30%	0.50%	0.90%	--
12/22/2011 23:00	住宅价格指数 月环比	OCT	0.20%	-0.20%	0.90%	--
12/23/2011 21:30	耐用品订单	NOV	2.00%	3.80%	-0.70%	-0.50%
12/23/2011 21:30	耐用消费品 (除运输类)	NOV	0.40%	0.30%	0.70%	1.10%
12/23/2011 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	NOV	0.90%	-1.20%	-1.80%	--
12/23/2011 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	NOV	--	-1.00%	-1.10%	--
12/23/2011 21:30	个人收入	NOV	0.20%	0.10%	0.40%	--
12/23/2011 21:30	个人开支	NOV	0.30%	0.10%	0.10%	--
12/23/2011 21:30	个人消费性支出平减指数(年比)	NOV	2.70%	2.50%	2.70%	--
12/23/2011 21:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	NOV	0.10%	0.10%	0.10%	--
12/23/2011 21:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	NOV	1.70%	1.70%	1.70%	--

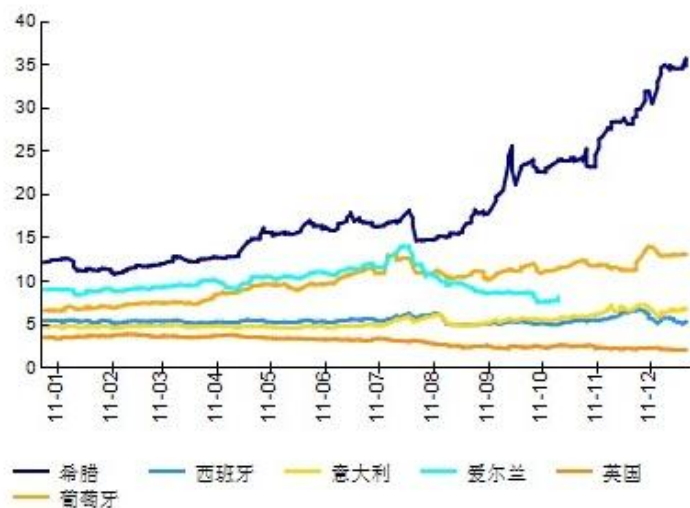
12/23/2011 23:00	新建住宅销售	NOV	315K	315K	307K	--
12/23/2011 23:00	新建住宅销售 月环比	NOV	2.60%	1.60%	1.30%	--

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
12/27/2011 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	OCT	-0.20%	--	-0.57%	--
12/27/2011 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	OCT	-3.20%	--	-3.59%	--
12/27/2011 22:00	标普/CS 住宅价格指数	OCT	--	--	141.97	--
12/27/2011 23:00	消费者信心	DEC	58.5	--	56	--
12/27/2011 23:00	里士满联储制造业指数	DEC	5	--	0	--
12/27/2011 23:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	DEC	4.5	--	3.2	--
12/29/2011 21:30	首次失业人数	DEC 24	--	--	--	--
12/29/2011 21:30	持续领取失业救济人数	DEC 17	--	--	--	--
12/29/2011 22:45	芝加哥采购经理指数	DEC	60.2	--	62.6	--
12/29/2011 23:00	待定住宅销售量(月环比)	NOV	1.80%	--	10.40%	--
12/29/2011 23:00	待定住宅销售 同比	NOV	--	--	7.30%	--
12/30/2011 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	DEC	6	--	4	--
12/30/2011 23:00	密尔沃基采购经理指数	DEC	58.5	--	56.7	--
01/03/2012 23:00	建筑开支月环比	NOV	0.50%	--	0.80%	--
01/03/2012 23:00	ISM 制造业	DEC	53.2	--	52.7	--
01/03/2012 23:00	ISM 支付价格	DEC	47.9	--	45	--
01/04/2012 03:00	Minutes of FOMC Meeting					
01/04/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 30	--	--	--	--
01/04/2012 23:00	工厂订单	NOV	1.70%	--	-0.40%	--
01/05/2012 06:00	汽车总销售量	DEC	13.50M	--	13.59M	--
01/05/2012 06:00	国内汽车销售量	DEC	10.35M	--	10.53M	--
01/05/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	DEC	--	--	-12.80%	--

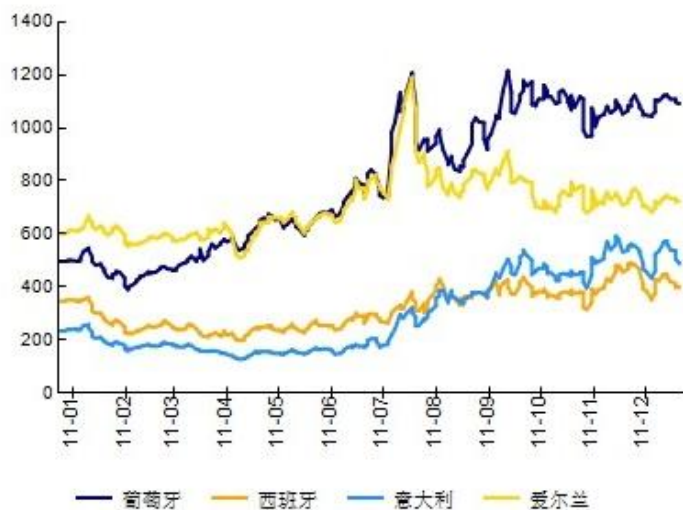
2. IMF 对欠发达国家延期一年零利率贷款，欧股上扬

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



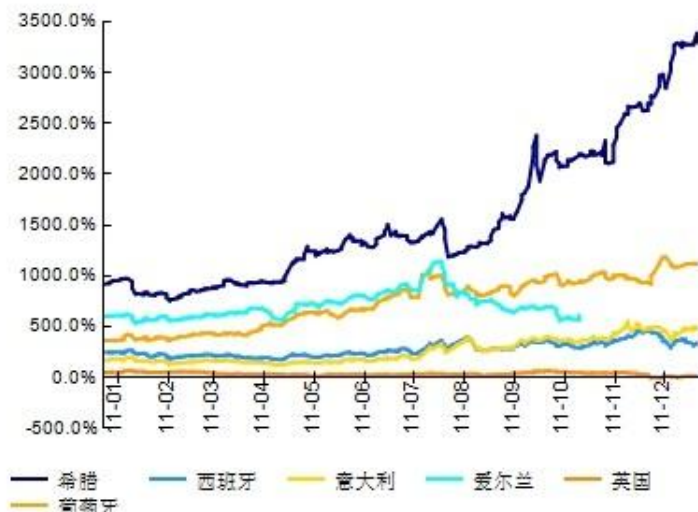
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊和意大利外，其他欧猪五国 CDS 均下降。



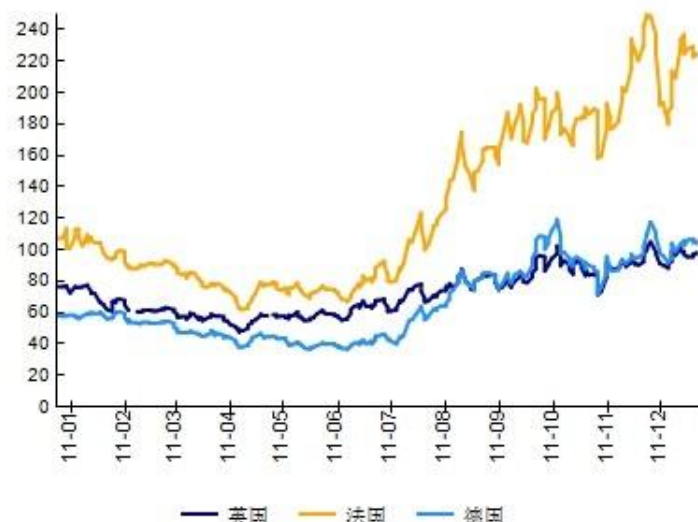
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙和意大利外，其他国国债利差均下跌，由于对德国国债避险需求上涨。



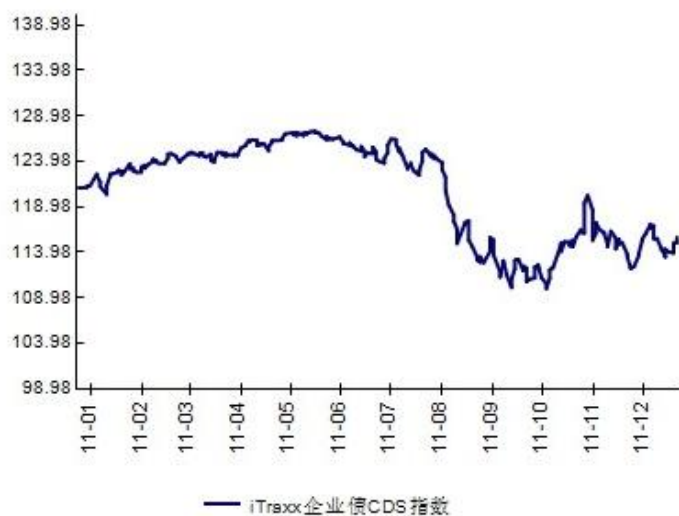
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下跌，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



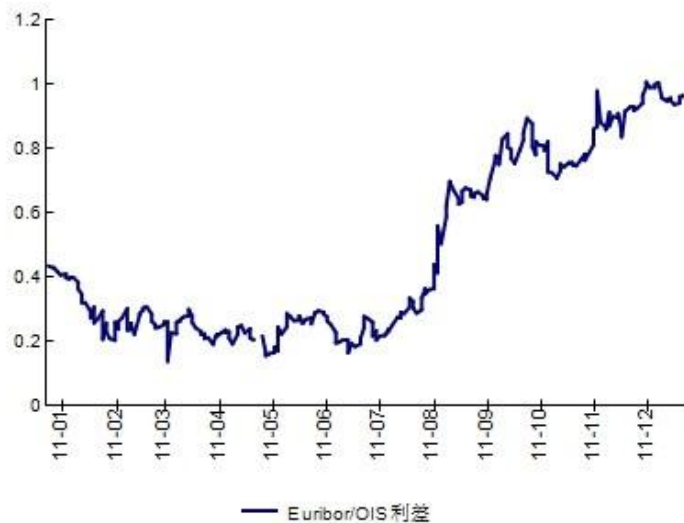
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



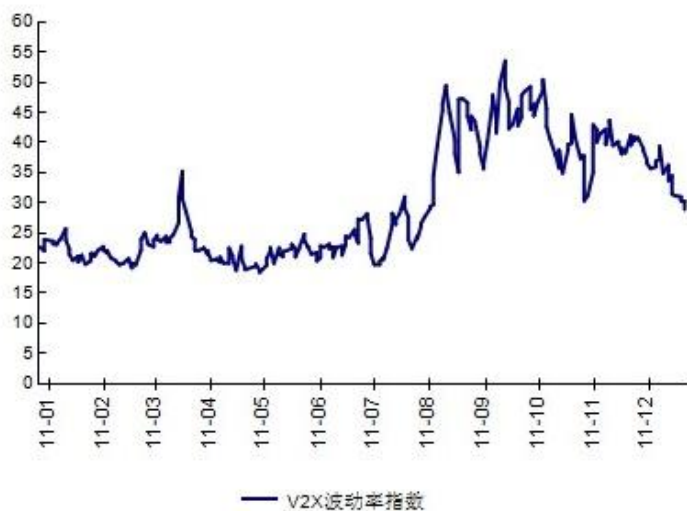
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减缓。



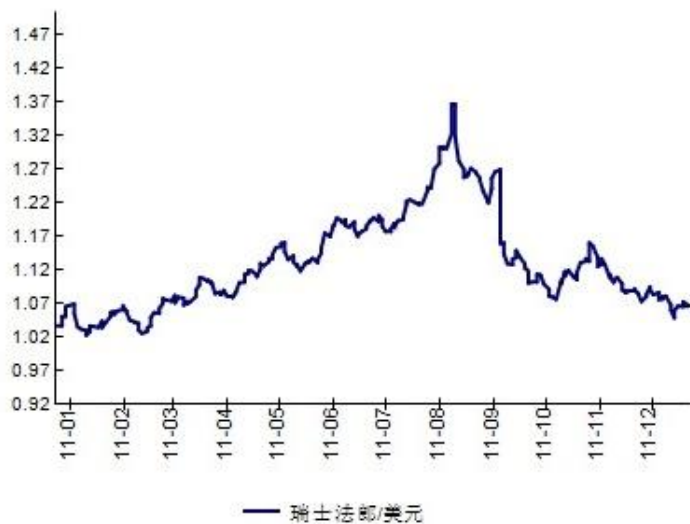
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于 IMF 对不发达国家延期一年零利率贷款。



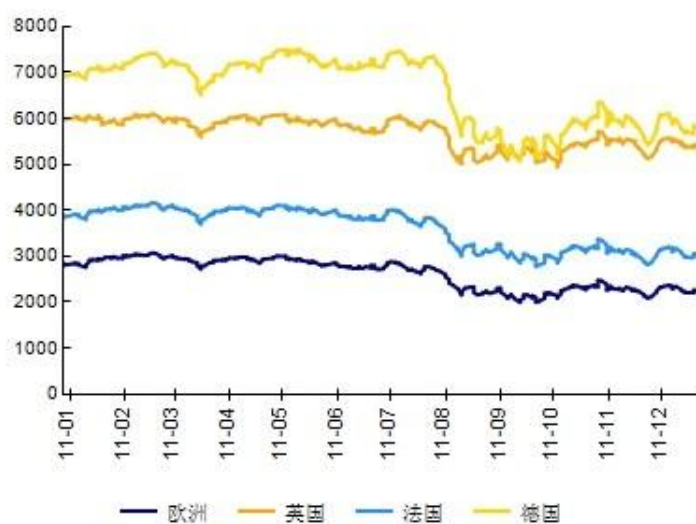
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



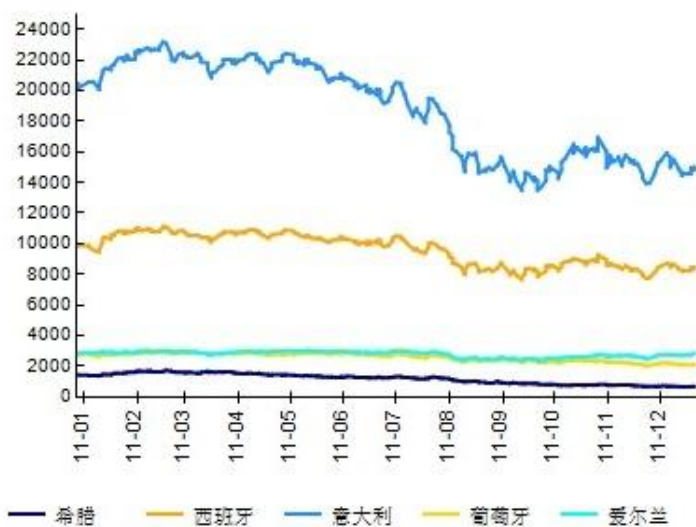
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅回升, 由于受美国最新经济数据亮眼拉动。



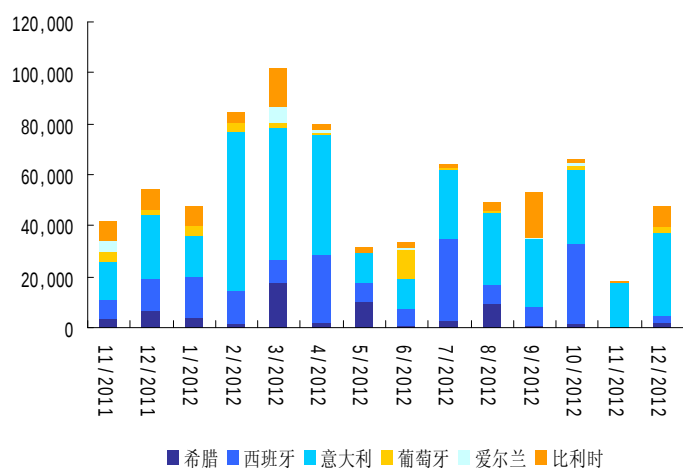
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均上涨, 由于 IMF 对不发达国家延期一年零利率贷款。



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 月是偿债高峰。



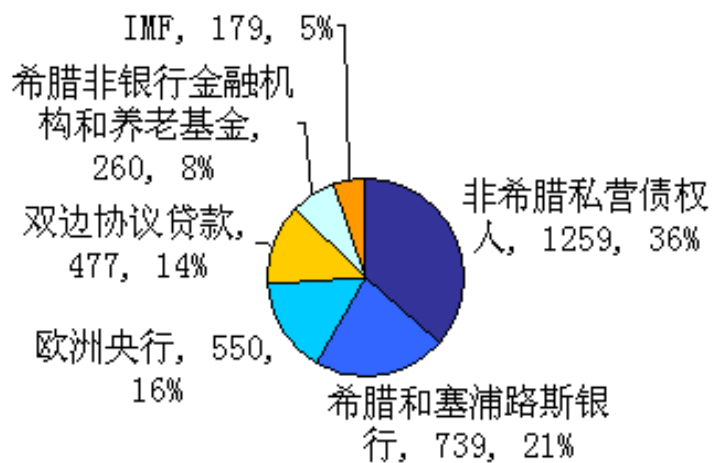
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均下跌, 由于美国新屋数据创 7 个月以来新高。



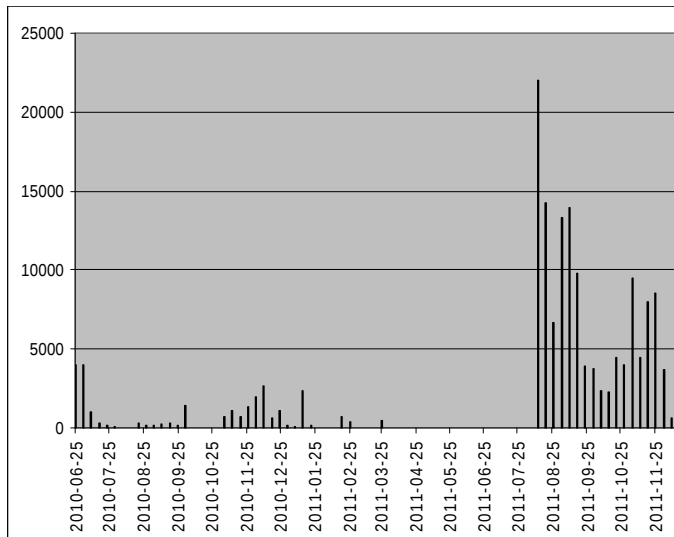
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: 希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布 (亿欧元)。



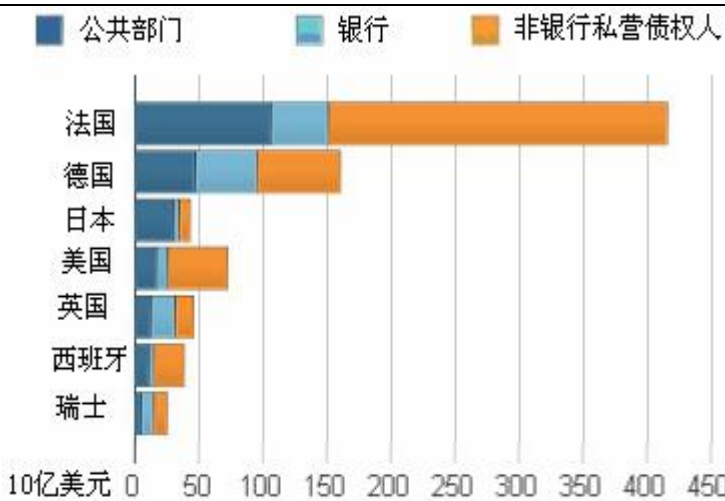
资料来源: 申万研究

图 26: 欧央行购买债券力度有所回升 (单位: 百万欧元)



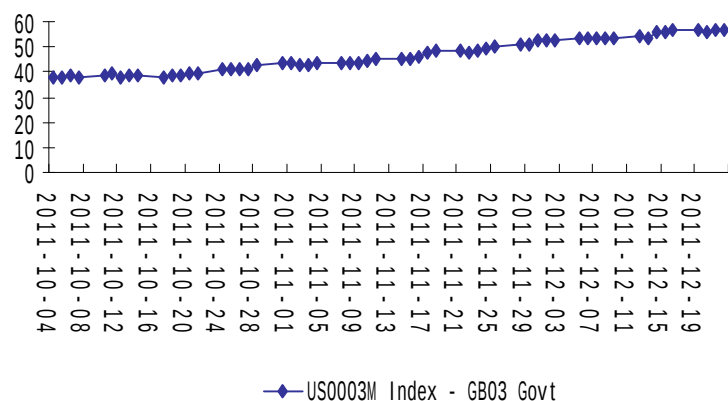
资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



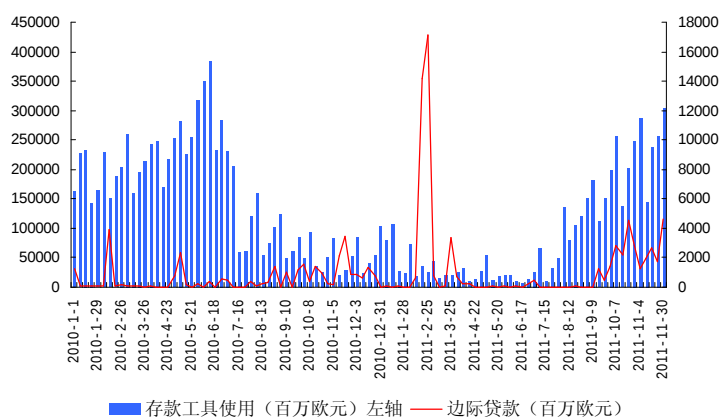
资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

图 29: TED3M 下滑, 表示市场资金放宽。



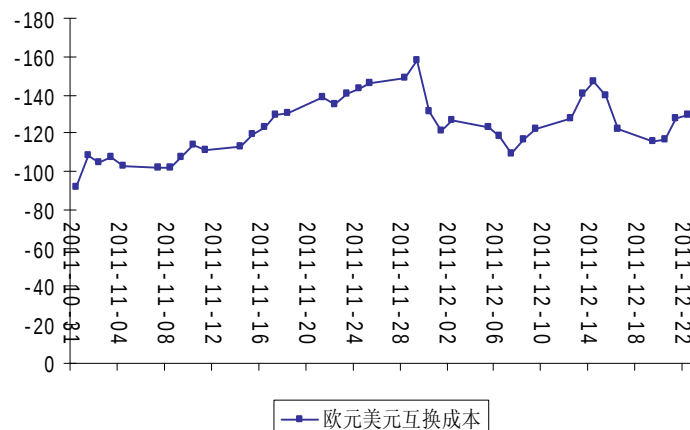
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



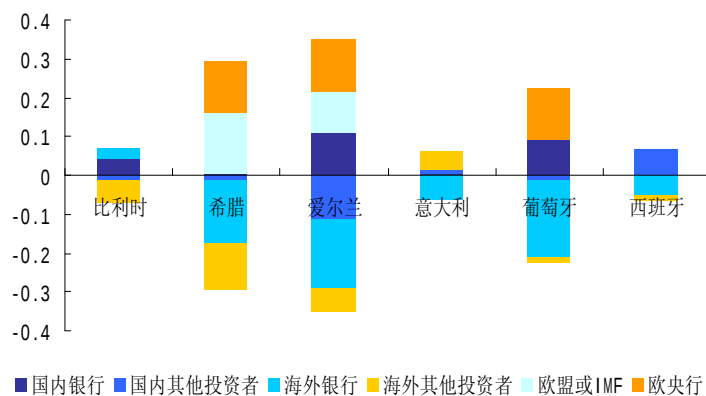
资料来源: ECB, 申万研究

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



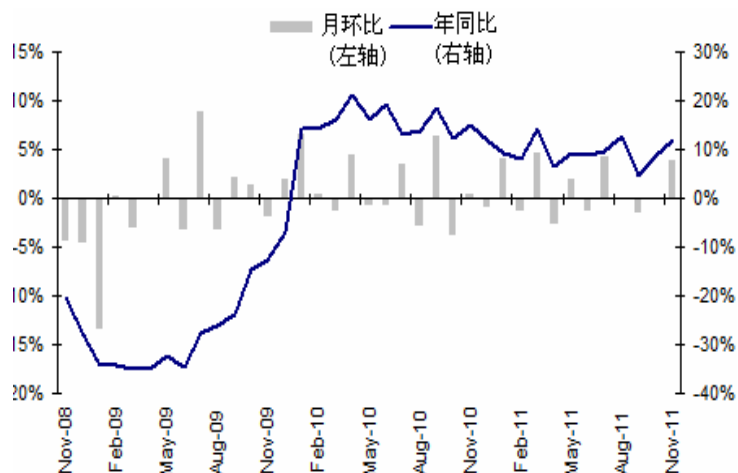
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



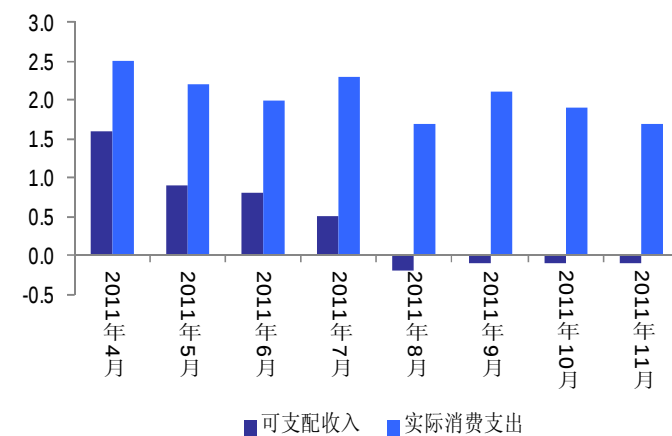
资料来源: IMF, 申万研究

图 33：美国耐用品订单增速



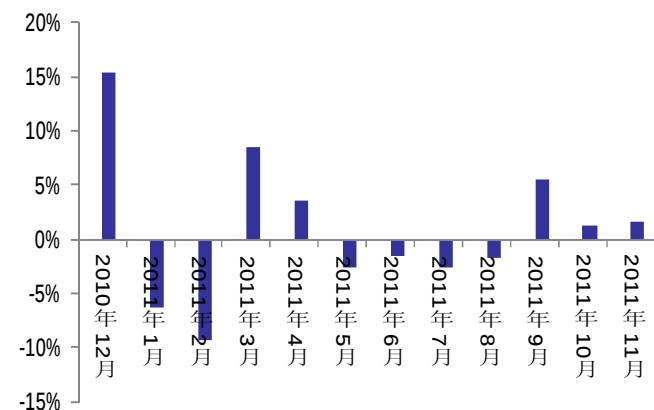
资料来源：IFO，申万研究

图 34：美国可支配收入和实际消费支出环比增速



资料来源：IFO，申万研究

图 35：新屋销售月环比增幅



资料来源：美国统计局，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		季度 GDP 环 比
							政府债 务/GDP%	GDP 同比	
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%	20%	50%	100%	150%	100%

资料来源：申万研究

表4：银行业所持其他国债务（单位：亿美元）

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	希腊银行业	爱尔兰银行业	意大利银行业	葡萄牙银行业	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		2295.33	374.94	3.27	44.52	46.58	4.50	47.21	183.55	322.32	162.85	4406.33
希腊	17.38	557.39	213.72		8.31	37.28	101.31	11.55	126.42	82.28	14.05	1208.07
爱尔兰	254.41	320.15	1105.09	4.92		148.43	52.97	92.12	1408.50	524.71	207.80	3801.15
意大利	240.06	4163.73	1617.57	5.11	120.14		30.59	397.65	737.20	441.87	442.04	8374.51
葡萄牙	35.11	256.62	358.52	0.29	21.56	39.32		884.83	254.39	52.31	22.17	1966.69
西班牙	239.04	1508.92	1774.65	3.77	135.92	229.79	265.20		1008.80	638.99	268.86	6431.56
德国	168.15	2771.20		21.05	615.60	2728.86	33.48	598.52	1899.91	1647.09	1457.41	13289.22
法国	622.29		2232.85	18.54	146.94	505.92	74.05	327.86	3052.63	2014.66	1072.43	9248.46

资料来源：BIS, 申万研究

银行业所持其他国债务（单位：亿美元）（prelim）

	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		2295.33	374.94	46.58	47.21	183.55	342.27	162.85	4406.33
希腊	17.38	557.39	213.72	37.28	11.55	126.42	83.55	14.05	1208.07
爱尔兰	254.41	320.15	1105.09	148.43	92.12	1408.50	535.88	207.80	3801.15
意大利	240.06	4163.73	1617.57		397.65	737.20	468.99	442.04	8374.51
葡萄牙	35.11	256.62	358.52	39.32	884.83	254.39	52.50	22.17	1966.69
西班牙	239.04	1508.92	1774.65	299.79		1008.80	667.73	268.86	6431.56
德国	168.15	2771.20		2728.86	598.52	1899.91	2347.25	1457.41	13289.22
中国	12.69	326.46	226.60	72.10	100.52	1512.20	817.12	486.50	2636.40
法国	622.29		2232.85	505.92	327.86	3052.63	2716.80	1072.43	9248.46

资料来源：BIS，申万研究

表 5：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	1.57
		两年国债	7.814%	4.628%	1.59	2.01
		3 年国债	7.890%		1.502	
	11 月 29 日	10 年国债	7.280%		1.538	
			7.560%		1.335	
	12 月 12 日	1 年国债	5.952%	6.087%	1.92	1.99
	12 月 14 日	5 年国债	6.470%	6.290%		
西班牙	11 月 22 日	3 月国债	5.110%	2.292%	2.9	3.1
		6 月国债	5.227%	3.302%	4.9	2.6
德国	11 月 23 日	10 年国债	1.980%	2.090%	1.1	1.1
比利时	11 月 29 日	3 月国债	2.185%		5.61	1.45
		5 月国债	2.438%		2.76	

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	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。
		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	
		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)
	12/19/11	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)
	12/30/11	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)
	12/15/11	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：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 13：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 14：1500 亿资金分配

	注资金额（十亿欧元）	注资占比（%）
奥地利	6.13	4.09
比利时	9.99	6.66
塞浦路斯	0.48	0.32
芬兰	3.76	2.51
法国	31.4	20.94
德国	41.5	27.67
意大利	23.48	15.66
卢森堡	2.06	1.37
马耳他	0.26	0.17
荷兰	13.61	9.07
斯洛伐克	1.56	1.04
斯洛文尼亚	0.91	0.61
西班牙	14.86	9.91

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。