

2012 年 1 月 5 日

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>

欧洲通胀下行，量化宽松概率增加

——国际金融市场风险监测 2012 年 1 月 5 日

总体判断：

- I 隔夜，欧洲避险情绪上升但美国下降，因投资者认为欧洲前景依然黯淡，而美国和德国数据持续走强。
- I 美国方面，数据大多好于预期：
 - (1) 3 日公布的 2011 年 12 月 PMI 强劲显示美国经济持续扩张；
 - (2) 2011 年 11 月环比上升 1.2% 的建筑支出也表明住宅建筑支出增加明显，从而带动房地产投资上升，但非住宅建筑支出疲软；
 - (3) 3 日公布的 2011 年 11 月小企业信贷状况改善较大，同比上升 18%，为中小企业提供了宽松的信贷环境。
 - (4) 4 日公布的 11 月工厂订单环比增加 1.8%，其中核心资本品（除去飞机）发货量略微上调，由 -1% 上调至 -0.8%，意味着 2011 年第四季度的资本支出相应上调。制造业存货继续上升，增速由 10 月的 0.9% 放缓至 0.5%。
 - (5) 据测算，2011 年 4 季度的粗钢产量季调后上升 1.9%，创两年来新高；相应地，汽车产量也上升 9%，自 3 月日本大地震导致的产业链断裂以来持续复苏。
 - (6) 4 日公布的日度 Rasmussen 消费者信心也由去年 9 月的 65.6 跃升至 86.1，7 天均值也达到 84.1，表明第四季度消费者信心因就业市场改善和油价回落，恢复较快。
- I 欧洲方面，尽管欧央行于 2011 年 11 至 12 月连续两次加息，通胀继 11 月企稳后，12 月如期回落至 2.8%；从 12 月 PMI 终值来看，虽然德国产出上升，法国保持稳定，但是意大利和西班牙产出出现了急剧下滑，拖累欧洲经济整体继续下行。我们认为，欧洲通胀有望继续下行，2012 年 5 月可能跌至 2%，这使德国人对量化宽松的反对或有所降温。欧洲通胀压力的持续减轻、而上半年经济形势的不断恶化，为欧央行进一步推出量化宽松政策提供了强有力的支撑。
- I 美联储也面临相似的抉择——通胀下行，但房地产市场依然处于探底区间，增加了美国实施第三轮量化宽松（QE3）的概率。美国经济受财政紧缩和欧洲的金融传染，或难以维持 2011 年第四季度的强势，上半年偏弱而下半年略强，全年实际 GDP 预计增长 1.8%，与 2011 年 1.7% 的增速基本持平。从 3 日公布的 2011 年 12 月美联储议息会议纪要来看，美国联邦公开市场委员会（FOMC）17 个成员将于 2012 年 1 月的议息会议起，发布他们对 2012 年底和未来数年的利率预测。如果 FOMC 预测保持零利率的时间比市场预期的还要长，长期利率可能会下降，帮助联储提振经济。而对于 QE3，“许多”成员认为，目前的经济环境“有正当理由实施额外货币宽松”。

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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

从资金流向与美元的关系来看，2012 年上半年，资金仍以避险为主，因为欧债危机风险尚未释放，欧洲银行为了补充资本金而被迫紧缩直至 2012 年 6 月，新兴市场经济也在大幅下滑，所以美元 2012 年上半年或将走强，下半年略有回落，整体上看好美元。2011 年 9 月以来，由于欧债危机从主权债务危机演变为银行业危机，避险情绪高涨，以及“扭曲操作”带来的套利机会，导致资金流入美国的国债、货币基金和银行存款等美元资产，有力推动美元走强直至 2011 年中期。我们预计，美元 2012 年前两个季度末分别能上涨至 82 和 84。这一上涨趋势在 2012 年下半年或难以持续，因为随着欧债危机的风险逐渐释放，2012 年下半年全球经济如能逐步企稳复苏，资金或回流新兴市场甚至欧洲，美元将出现阶段性回落，2012 年底或回落至 81.5。长期来看，我们依然看好美元，预计 2013 年底或将达到 83.5。

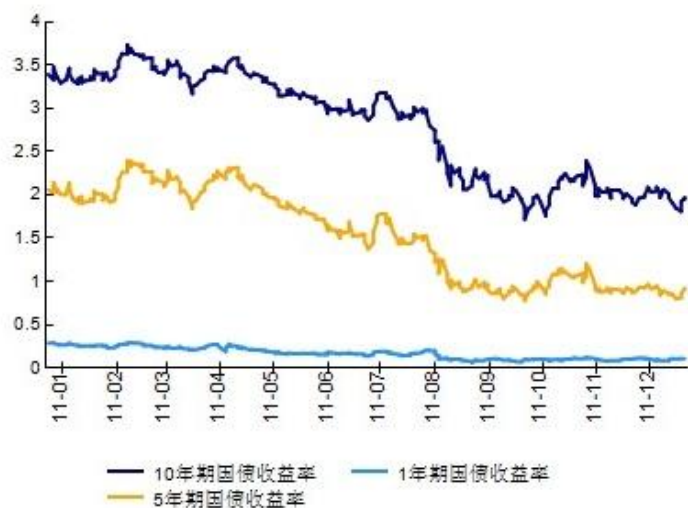
关注： 1 月 9 日 德法柏林会谈

1. 美国通用等公司年报显示汽车销售数据抢眼，美股商品上涨

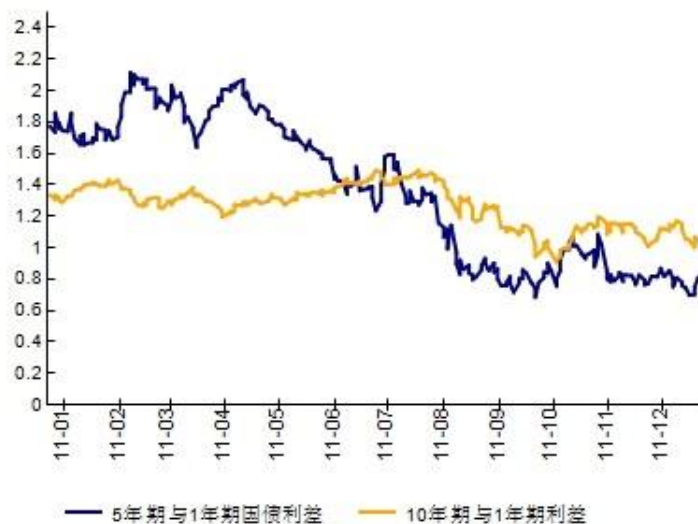
图 1：美国 10 年期国债收益率上涨，对其需求增加，对长期经济

图 2：美国 10 年期国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减少，

齐形势担忧有所减弱。



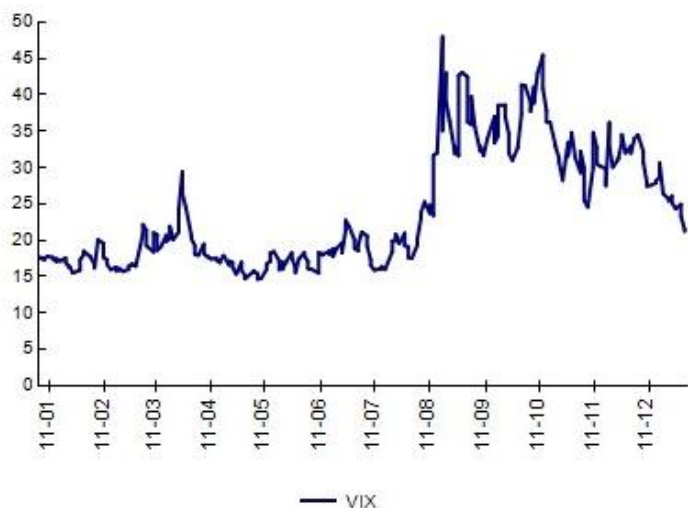
资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下跌，显示股市波动风险有所减缓。

图 4：美国 10 年期 CDS 大幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。

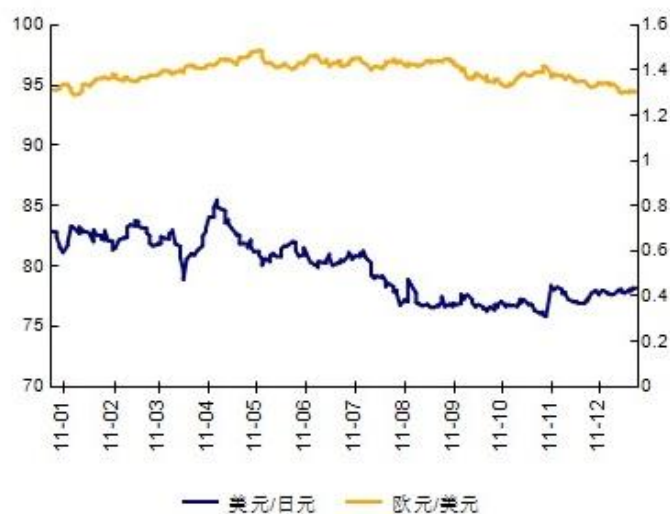


资料来源：Bloomberg，申万研究



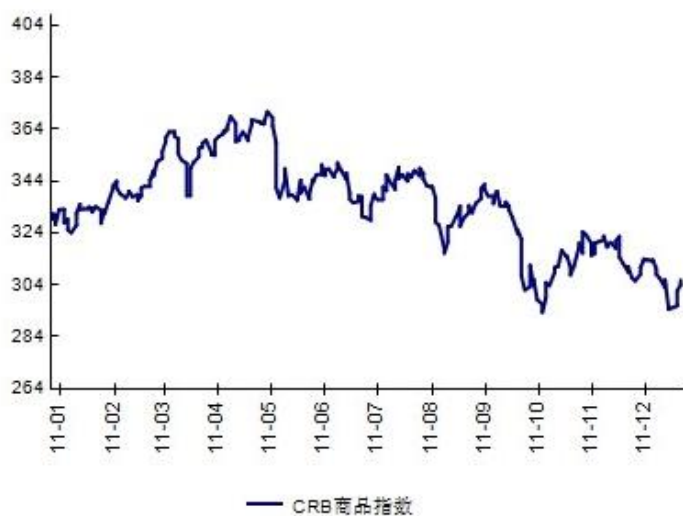
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元小幅下滑, 由于美国汽车制造和零售数据好转, 对其避险需求减弱。



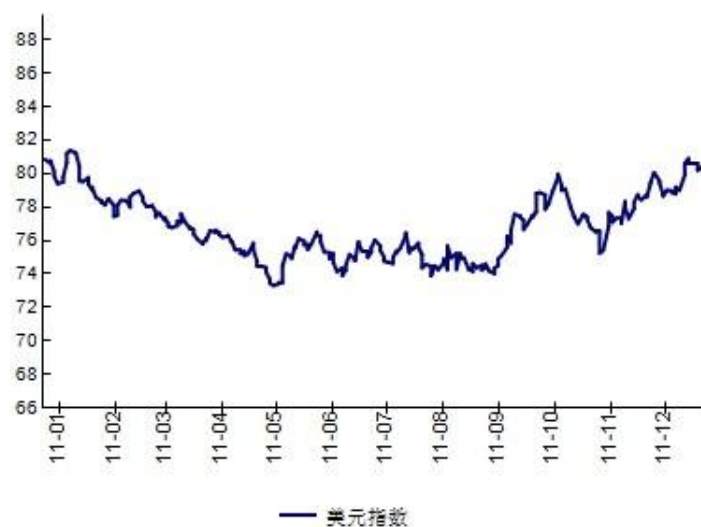
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格小幅上涨, 由于汽车销售数据超预期, 下游需求回暖。



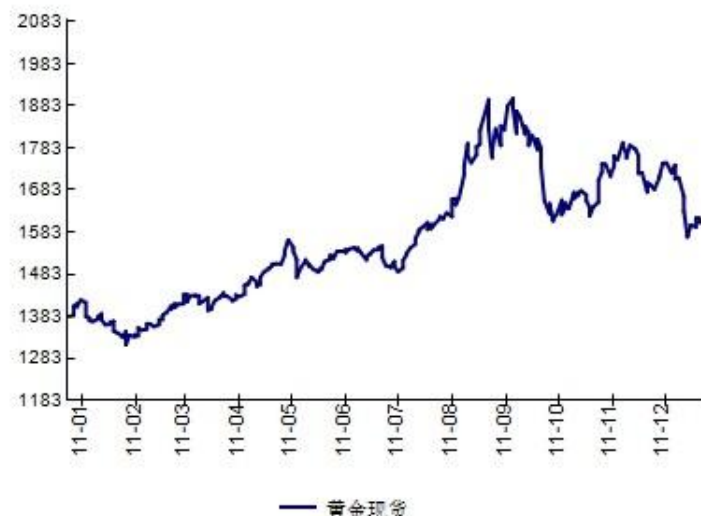
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数继续小幅下跌, 由于近期美国公布的数据均超预期, 对其避险需求下滑。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上涨, 由于欧债危机未见改善且伊朗局势严峻, 对其避险需求增加。



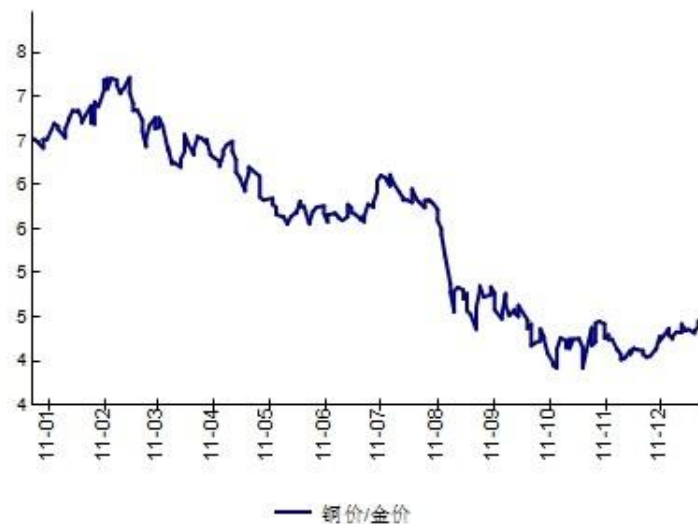
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格继续小幅攀升，由于美原油库存收缩且欧盟对伊朗原油销售进行制裁的可能性加大。



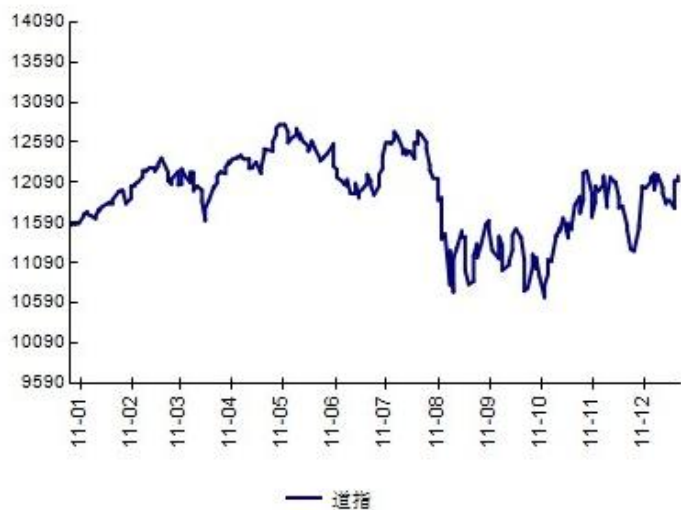
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比小幅下跌，由于欧洲边缘国家 PMI 数据出现大幅下滑。



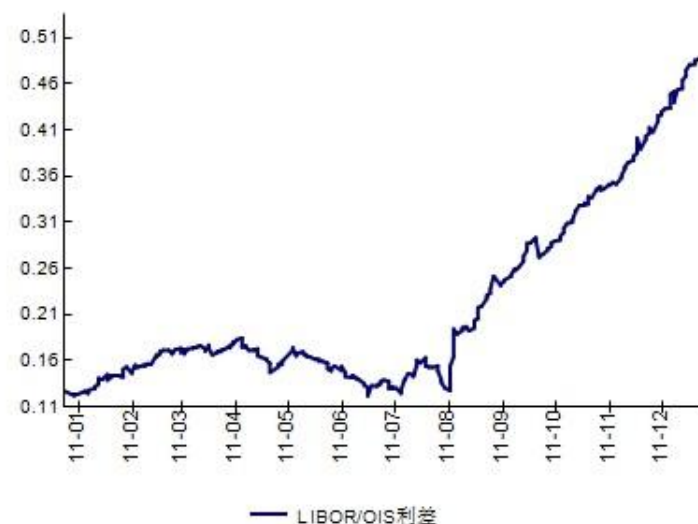
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于通用、福特等汽车公司年报数据显示销售和利润表现抢眼。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上涨，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

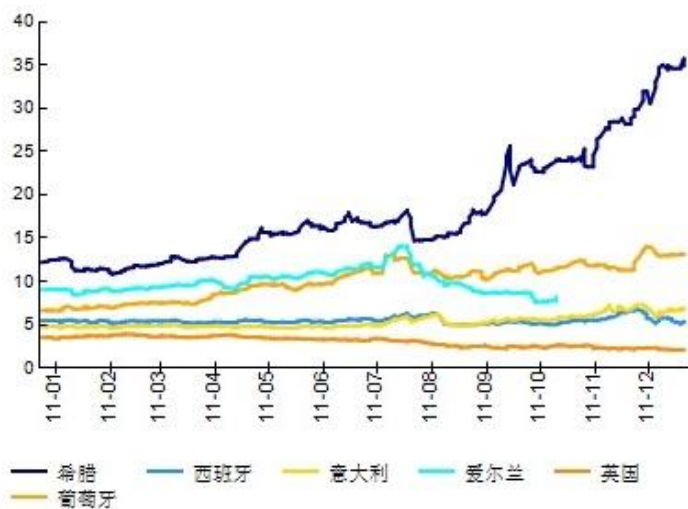
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
12/23/2011 21:30	耐用品订单	NOV	2.00%	3.80%	-0.70%	-0.50%
12/23/2011 21:30	耐用消费品（除运输类）	NOV	0.40%	0.30%	0.70%	1.10%
12/23/2011 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	NOV	0.90%	-1.20%	-1.80%	--
12/23/2011 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	NOV	--	-1.00%	-1.10%	--
12/23/2011 21:30	个人收入	NOV	0.20%	0.10%	0.40%	--
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%	--
12/27/2011 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	OCT	-0.20%	-0.62%	-0.57%	--
12/27/2011 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	OCT	-3.20%	-3.40%	-3.59%	--
12/27/2011 22:00	标普/CS 住宅价格指数	OCT	--	140.30	141.97	--
12/27/2011 23:00	消费者信心	DEC	58.5	64.5	56	--
12/27/2011 23:00	里士满联储制造业指数	DEC	5	3	0	--
12/27/2011 23:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	DEC	4.5	-3.0	3.2	--
12/29/2011 21:30	首次失业人数	DEC 24	--	364K	--	--
12/29/2011 21:30	持续领取失业救济人数	DEC 17	--	3546K	--	--
12/29/2011 22:45	芝加哥采购经理指数	DEC	60.2	62.6	62.6	--
12/29/2011 23:00	彭博消费者舒适度	DEC 25	--	-47.5	-45	--
12/29/2011 23:00	待建住宅销售量(月环比)	NOV	1.80%	7.30%	10.40%	--
12/29/2011 23:00	待建住宅销售 同比	NOV	--	6.90%	7.30%	--
12/30/2011 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	DEC	6	-4	4	--
12/30/2011 23:00	密尔沃基采购经理指数	DEC	58.5	57.8	56.7	--
01/03/2012 23:00	建筑开支月环比	NOV	0.50%	1.20%	0.80%	--
01/03/2012 23:00	ISM 制造业	DEC	53.2	53.9	52.7	--
01/03/2012 23:00	ISM 支付价格	DEC	47.9	47.5	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	--	-4.1%	--	--
01/04/2012 23:00	工厂订单	NOV	1.70%	1.8%	-0.40%	--
01/05/2012 06:00	汽车总销售量	DEC	13.50M	13.52M	13.59M	--
01/05/2012 06:00	国内汽车销售量	DEC	10.35M	10.45M	10.53M	--

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
01/05/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	DEC	--	--	-12.80%	--
01/05/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	JAN	--	--	40.3	--
01/05/2012 21:15	ADP 就业变动指数	DEC	178K	--	206K	--
01/05/2012 21:30	首次失业人数	DEC 31	375K	--	381K	--
01/05/2012 21:30	持续领取失业救济人数	DEC 24	3570K	--	3601K	--
01/05/2012 22:45	彭博消费者舒适度	JAN 1	-46	--	-47.5	--
01/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	DEC	53	--	52	--
05-06 JAN	ICSC 连锁店销售 同比	DEC	3.80%	--	3.20%	--
01/06/2012 21:30	Revisions: Household Employment Survey Annual Revisions					
01/06/2012 21:30	非农就业人数增减	DEC	150K	--	120K	--
01/06/2012 21:30	非农私企就业人数增减	DEC	173K	--	140K	--
01/06/2012 21:30	制造业就业人数增减	DEC	5K	--	2K	--
01/06/2012 21:30	失业率	DEC	8.70%	--	8.60%	--
01/06/2012 21:30	就业不足率 (U6)	DEC	--	--	15.60%	--
01/06/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	DEC	0.20%	--	-0.10%	--
01/06/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	DEC	2.10%	--	1.80%	--
01/06/2012 21:30	周平均工时 所有员工	DEC	34.3	--	34.3	--
01/06/2012 21:30	家庭调查就业率变动	DEC	--	--	278	--

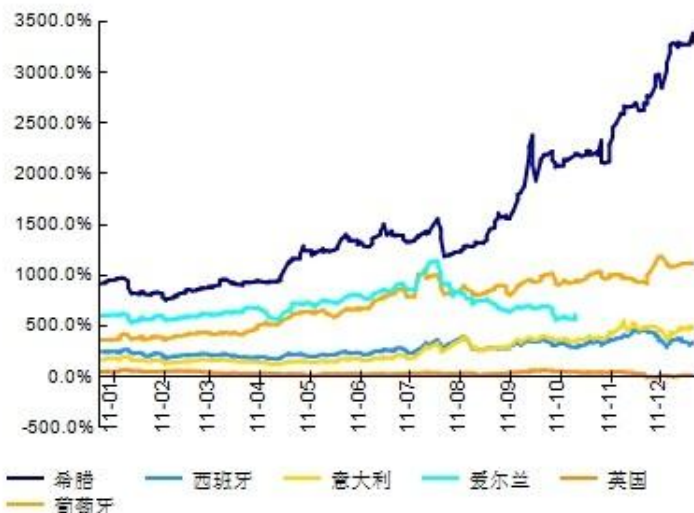
2. 欧洲银行扩充资本金难度大，欧股欧元下跌

图 13：欧猪五国和英国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



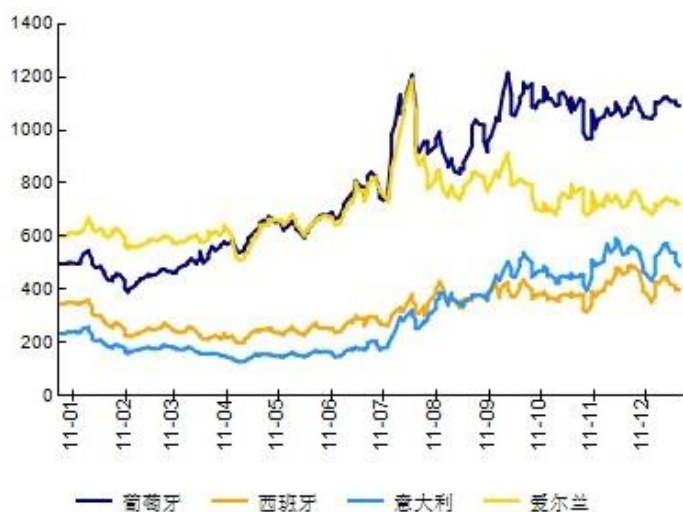
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



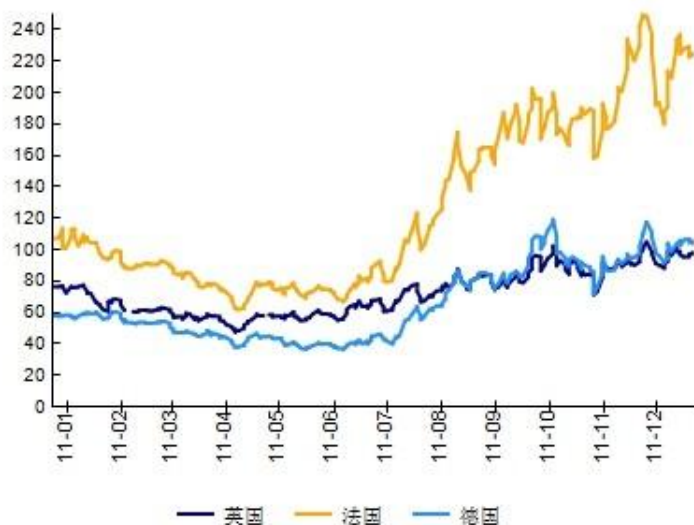
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均上涨，对债务违约风险的担忧情绪加大。



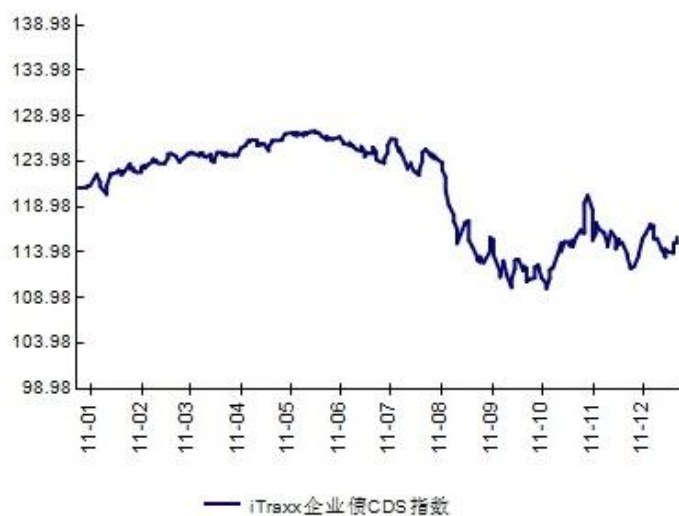
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：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 小幅下跌，但仍处于高位，对企业违约风险情绪依然存在。



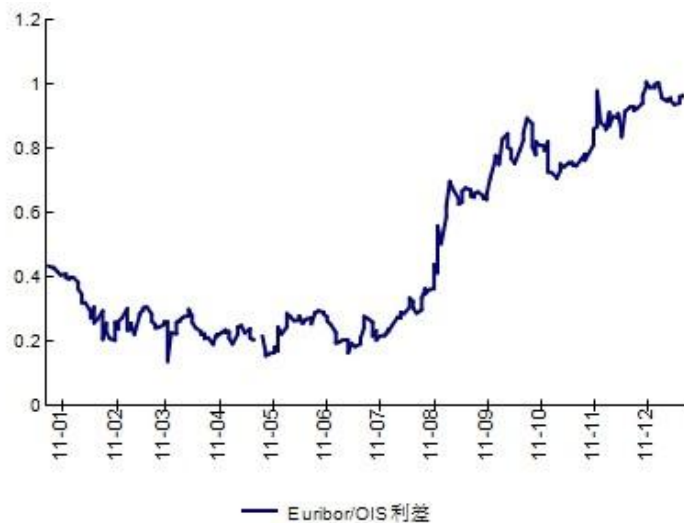
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 利差小幅下滑，显示银行信贷压力有所减弱。



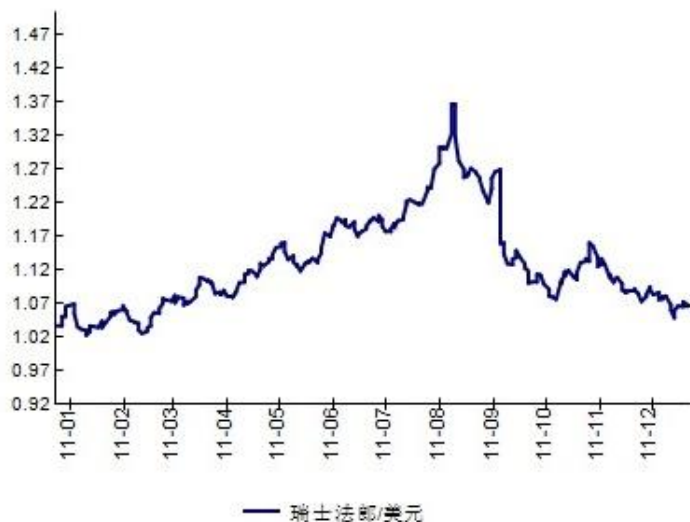
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元下跌，由于欧洲银行仍在为资本金扩充而苦苦挣扎，对今日法国国债拍卖有所担忧。



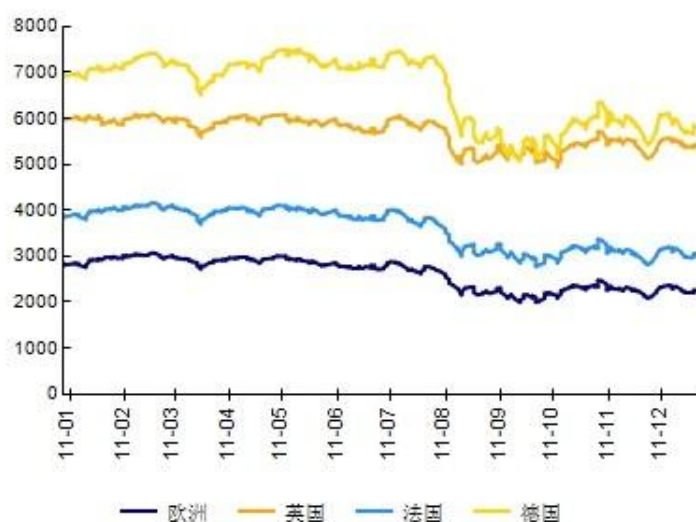
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上升, 由于欧债危机不见好转, 对其避险需求有所上升。



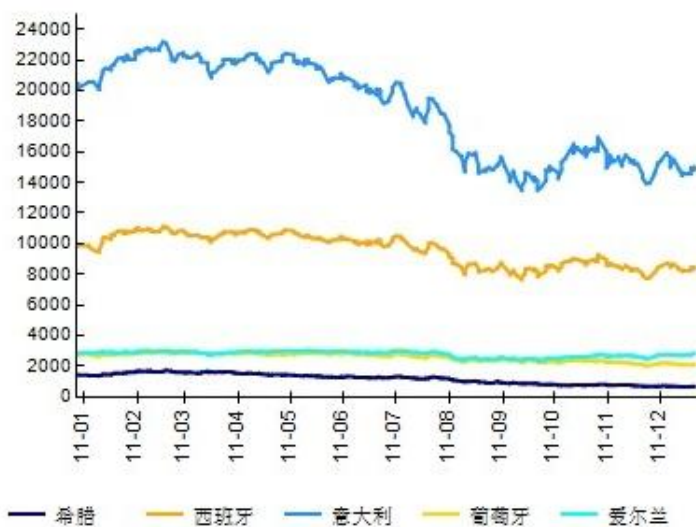
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于欧洲银行为扩充资本金而艰苦奋斗。



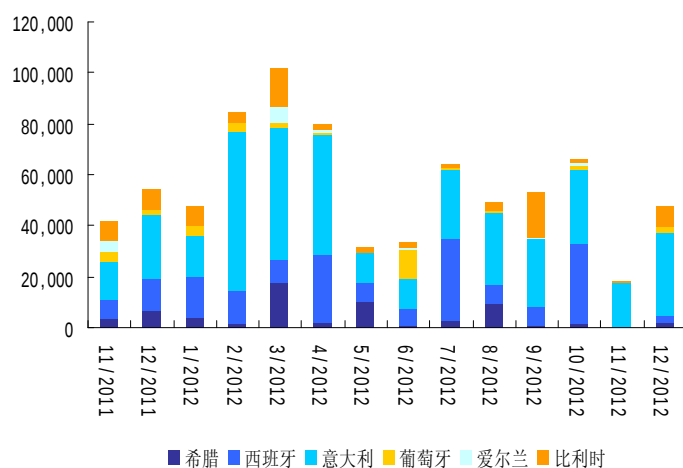
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌, 由于边缘国家的 PMI 数据明显下滑。



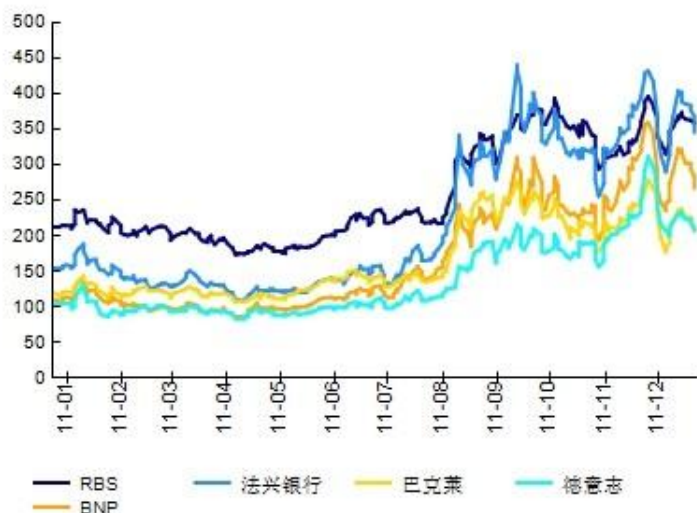
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



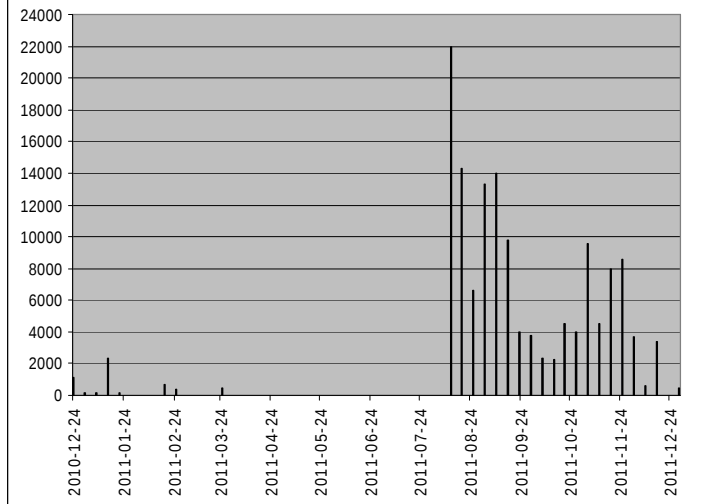
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均上涨, 由于扩充资本金难度大。



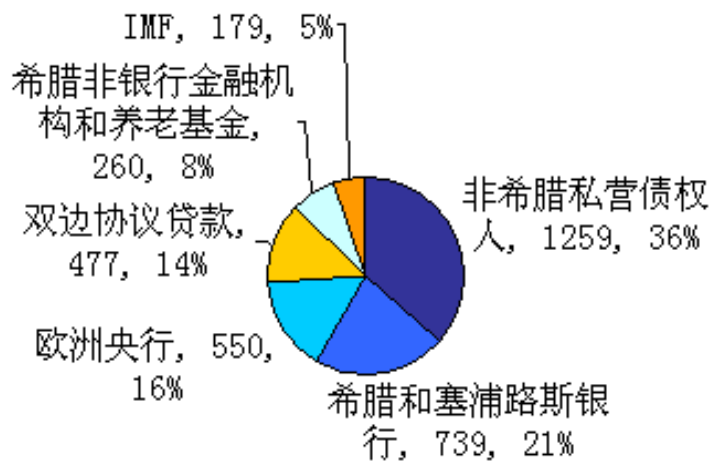
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 欧央行购买债券力度小幅回升。(单位: 百万欧元)



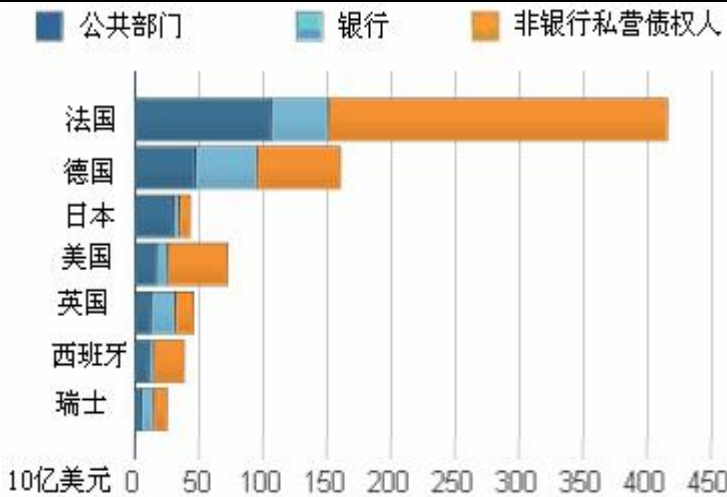
资料来源: ECB, 申万研究

图 27: 希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布 (亿欧元)。



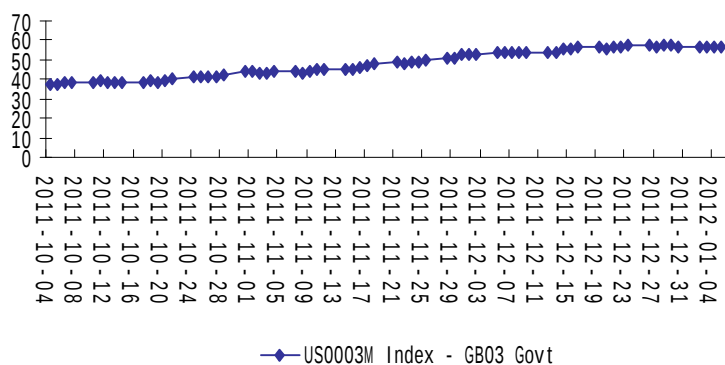
资料来源: 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



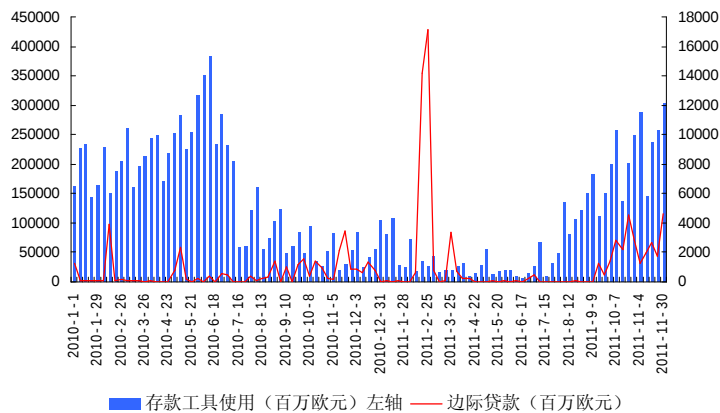
资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

图 29: TED3M 下滑, 表示市场资金放宽。



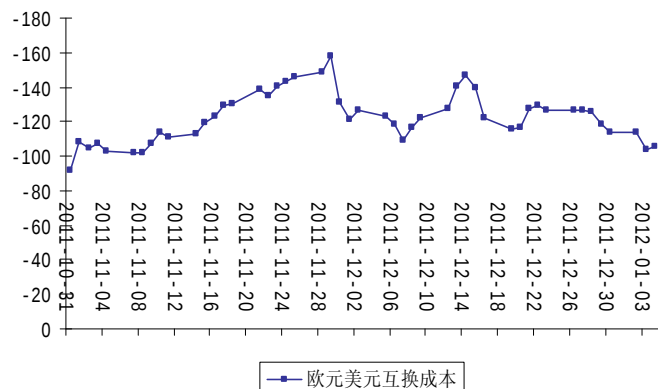
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



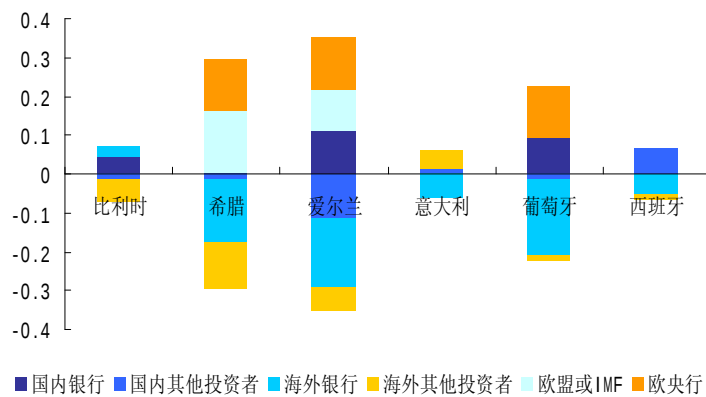
资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERU0/DOLLAR SWAP 下跌, 欧元换美元成本上升。



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

2011 年 1 月 4 日至 1 月 5 日公布的世界经济数据

北京 时间	指标	上期值	去年同期值	本期预测值	实际值
1 月 4 日					
07:50	日本 上周买进外国股票(亿日元)(至1223)	-601			+57
07:50	日本 上周买进外国债券(亿日元)(至1223)	+262			+1464
07:50	日本 上周外资买进日股(亿日元)(至1223)	-2106			-489
07:50	日本 上周外资买进日债(亿日元)(至1223)	+2788			-5679
15:45	法国 11月家庭消费支出(年率)	-0.9%			-2.1%
15:45	法国 11月家庭消费支出(月率)	持平	+0.3%		-0.1%
16:43	意大利 12月Markit/ADACI服务业采购经理人指数	45.8	45.2		44.5
16:48	法国 12月Markit/CDAF服务业采购经理人指数终值	50.2	50.2		50.3
16:53	德国 12月Markit/BME服务业采购经理人指数终值	52.7	52.7		52.4
16:58	欧元区 12月Markit服务业采购经理人指数终值	48.3	48.3		48.8
16:58	欧元区 12月Markit综合采购经理人指数终值	47.9	47.9		48.3
17:30	英国 11月M4货币供给(年率)	-2.7%			-2.6%
17:30	英国 11月M4货币供给(月率)	-0.3%			-0.6%
17:30	英国 11月M4货币供给变动(十亿英镑)	-6.9			-12.2
17:30	英国 11月消费信贷(亿英镑)	+0.49	+2.0		+4.0
17:30	英国 11月央行抵押贷款变动(亿英镑)	+13.0	+9.0		+10.0
17:30	英国 11月央行抵押贷款许可(万件)	5.2743	5.25		5.2854
17:30	英国 12月Markit/CIPS建筑业采购经理人指数	52.3	51.8	51.7	53.2
18:00	欧元区 12月调和消费者物价指数初值(年率)	+3.0%	+2.2%	+2.8%	+2.8%
18:00	意大利 12月调和消费者物价指数初值(年率)	+3.7%	+2.0%	+3.5%	+3.7%
18:00	意大利 12月调和消费者物价指数初值(月率)	-0.1%	+0.3%	+0.2%	+0.3%
18:00	意大利 12月消费者物价指数初值(年率)	+3.3%	+1.9%	+3.2%	+3.3%
18:00	意大利 12月消费者物价指数初值(月率)	-0.1%	+0.4%	+0.2%	+0.4%
20:00	美国 上周MBA30年期固定抵押贷款利率(至1216)	4.12%			4.08%
20:00	美国 上周MBA30年期固定抵押贷款利率(至1230)	4.10%			4.07%
20:00	美国 上周MBA抵押贷款购买指数(至1216)	190.9			181.6
20:00	美国 上周MBA抵押贷款购买指数(至1230)	181.4			163.9
20:00	美国 上周MBA抵押贷款申请活动指数(至1216)	667.0			659.3
20:00	美国 上周MBA抵押贷款申请活动指数(至1230)	661.4			634.6
20:00	美国 上周MBA抵押贷款再融资活动指数(至1216)	3573.7			3516.8
20:00	美国 上周MBA抵押贷款再融资活动指数(至1230)	3535.0			3448.3
20:45	美国 上周ICSC-高盛连锁店销售(年率)(至1230)	+4.5%			+5.3%
20:45	美国 上周ICSC-高盛连锁店销售(较上周)(至1230)	+0.9%			+1.2%
21:55	美国 上周红皮书商业零售销售(年率)(至1230)	+4.3%			+4.9%
23:00	美国 11月工厂订单(月率)	-0.4%	+0.7%	+1.7%	+1.8%
23:00	美国 11月扣除飞机非国防资本耐用品订单修正值(月率)	-1.2%	+2.6%		-1.2%
23:00	美国 11月扣除国防的耐用品订单修正值(月率)	+3.7%	+0.3%		+1.8%
23:00	美国 11月扣除运输的耐用品订单修正值(月率)	+0.3%	+2.4%		+0.3%
23:00	美国 11月耐用品订单修正值(月率)	+3.8%	-0.3%		+3.7%

1 月 5 日

05:30 美国 上周API精炼油库存变化 (万桶) (至1230)	+55.4		+520
05:30 美国 上周API汽油库存变化 (万桶) (至1230)	+190		+340
05:30 美国 上周API原油库存变化 (万桶) (至1230)	+960		-440
06:30 澳大利亚 12月AIG/CBA服务业表现指数	47.7		
07:50 日本 12月基础货币 (年率)	+19.5%		
08:30 澳大利亚 11月出口 (月率)	持平		
08:30 澳大利亚 11月进口 (月率)	+2.0%		
08:30 澳大利亚 11月商品及服务贸易帐 (百万澳元)	+1595		
15:00 德国 11月实际零售销售 (年率)	-0.4%	+2.0%	+0.8%
15:00 德国 11月实际零售销售 (月率)	+0.7%	-2.4%	持平
15:45 法国 12月消费者综合信心指数	79.0		79.0
16:00 台湾 12月底外汇存底 (亿美元)	3879.68		
16:00 英国 12月Halifax季调后房价指数 (年率) (0105-0106公布)	-1.8%		-0.9%
16:00 英国 12月Halifax季调后房价指数 (月率) (0105-0106公布)	-1.0%		+0.2%
16:00 台湾 12月消费者物价指数 (年率)	+1.01%		
16:30 香港 12月外汇储备 (亿美元) (0105-0110公布)	2,825		
17:00 意大利 11月失业率	8.5%		8.5%
17:30 英国 12月Markit/CIPS服务业采购经理人指数	52.1	49.7	51.5
18:00 欧元区 10月工业订单 (年率)	+1.6%	+14.8%	+3.0%
18:00 欧元区 10月工业订单 (月率)	-6.4%	+1.4%	+2.4%
18:00 欧元区 11月生产者物价指数 (年率)	+5.5%	+4.5%	
18:00 欧元区 11月生产者物价指数 (月率)	+0.1%	+0.3%	
20:30 美国 12月挑战者企业裁员	-0.7%	-34.0%	
20:30 美国 12月挑战者企业裁员人数	4,2474	3,2004	
21:15 美国 12月ADP就业人数变动 (万人)	+20.6	+29.7	+17.6
21:30 加拿大 11月工业品物价指数 (年率)	+4.7%	+2.1%	
21:30 加拿大 11月工业品物价指数 (月率)	-0.1%	+0.5%	+0.2%
21:30 加拿大 11月原材料价格指数 (年率)	+11.3%	+6.8%	
21:30 加拿大 11月原材料价格指数 (月率)	-1.2%	+3.5%	
21:30 美国 上周季调后初请失业金人数 (万人) (至1231)	38.1		37.5
21:30 美国 上周季调后初请失业金人数四周均值 (万人) (至1231)	37.5		
21:30 美国 上周季调后续请失业金人数 (万人) (至1224)	360.1		358.0
23:00 加拿大 12月末季调Ivey采购经理人指数	57.1		
23:00 美国 12月ISM非制造业供应商交付指数	50.0	50.5	
23:00 美国 12月ISM非制造业就业指数	52.0	44.0	
23:00 美国 12月ISM非制造业库存指数	63.0	61.0	
23:00 美国 12月ISM非制造业物价指数	82.5	58.7	
23:00 美国 12月ISM非制造业新订单指数	53.0	52.1	
23:00 美国 12月ISM非制造业指数	48.9	50.1	
23:00 美国 上周道琼斯-三菱东京MFT银行商业景气指数 (至1223)	+1.7%		
23:30 美国 12月ICSC连锁店销售 (年率)	+3.2%		
23:30 美国 上周EIA天然气库存变化 (亿立方英尺) (至1231)	-810		

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)	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。