

2012 年 1 月 16 日

屋漏偏逢连夜雨——点评欧元区 9 国评级下调

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
陈果
chenguo@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：

- I 投资结论：标普下调法、意、葡、西、奥地利等欧元区 9 国的评级，短期令欧洲市场承压，因投资者担忧欧元区国家和 EFSF 的借贷能力和融资成本，加大对边缘国家国债的抛售，本周 EFSF、欧洲投资银行等超主权机构的评级也可能被下调，欧央行不得不加大对边缘国家国债的购买，欧债危机进一步升级。
- I 主要观点及逻辑：2011 年 12 月 6 日，标普将欧元区 17 国全部置于评级下调观察、并警告下调除德国和斯洛伐克以外的 15 国的评级；2012 年 1 月 13 日，如期下调了意、葡、西和塞浦路斯两个评级以及法、奥地利、马耳他、斯洛伐克、斯洛文尼亚等 5 国一个评级，欧洲政府近期不作为导致欧元区系统性风险难以完全消除也是这次下调的主要原因。其他原因包括：1、紧缩的信贷环境；2、越来越多的欧元区国债发行的风险溢价上升；3、政府与家庭去杠杆；4、经济增长前景疲弱。
- I 这次下调评级的影响有：
 - (1) 欧元区乃至欧洲超主权机构的融资成本上升、借贷能力下降。法国和欧元区边缘国家国债因抛售压力增大而收益率上行，令主要为其提供长期贷款的 EIB 等欧盟机构的贷款回收更加捉襟见肘，欧洲稳定基金（EFSF）的担保和救助能力下降；欧央行不得不加大对边缘国家国债的购买，以支撑其融资能力。
 - (2) 首次被下调评级的法、奥以及边缘国家获得的贷款减少，融资环境恶化，经济下滑风险增大。这些国家的再融资成本持续攀升，而且资金可能进一步流出。从违约概率来看，葡萄牙、塞浦路斯和希腊的违约风险最大，因其评级仍低于投资级。
 - (3) 欧洲金融市场短期承压较大，避险情绪高涨，特别是法国因持有欧债规模最大而饱受压力，金融市场下行风险较大。资金流出可能进一步加剧。
 - (4) 欧洲银行被迫加大收缩，导致欧洲经济增长乏力、新兴市场贷款和贸易减少，引发一系列连锁反应。主权评级的下调，可能导致这些国家的政府机构和银行的融资能力也将受到质疑并跟随被下调评级，这些银行不得不收缩对外贷款和投资，影响其在中东欧等新兴市场的投融资，拖累其经济下滑。
 - (5) 降级之危乃改革之机。欧元区国家被降级，无形中减少了建立欧洲财政联盟的阻力，为 1 月 30 日欧盟峰会讨论签订新的财政协议扫清了障碍，而且各国政府借机推进财政紧缩等改革、加大刺激增长、促进就业和竞争力等措施。

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”。

■ 后续可能的评级下调包括：

（1）其他评级机构可能跟随下调这些国家的评级，而且本周标普可能下调 EFSF 和欧洲投资银行（EIB）的长期评级，将削弱对边缘国家的担保额度的有效性和救助能力。EFSF 评级取决于其成员政府评级，而其 17 个成员国中 13 国已被下调评级，相当于承诺担保额度中 62.6% 的国家已丧失 AAA 评级，而且 EIB 的优先无担保债务已远大于其存款，EFSF 和 EIB 的息差屡创新高。

（2）除德国、斯洛伐克以外的 14 国的评级可能在 2012-2013 年还有 1/3 的概率被下调，因其展望仍为负面。这主要取决于欧债危机的救赎力度和融资压力的缓解程度；而德国与斯洛伐克未来两年被下调的概率低于 1/3，这可以有效确保欧央行乃至 EFSF 的担保能力。

（3）欧洲银行被下调评级的概率很高。2011 年 12 月 14 日，标普将 42 家欧洲银行在列入潜在债券降级名单，这些银行的融资能力将受到质疑，加上此次主权评级下调，掀起这些国家的银行等国内机构的评级纷纷被下调。

■ 整体来看，欧元区国家评级下调负面影响偏大，欧元区政府和银行融资能力下降，欧债危机深化，加大金融市场的下行风险，避险情绪持续上升，拖累其经济增长；另一方面，无形中施压各国政府，加快对欧债危机的解决，令一些国家欧洲财政联盟的反对之声减少，为 3 月前签订新的欧洲财政协议推波助澜。

欧债时间表——2012 年欧元区大事日程

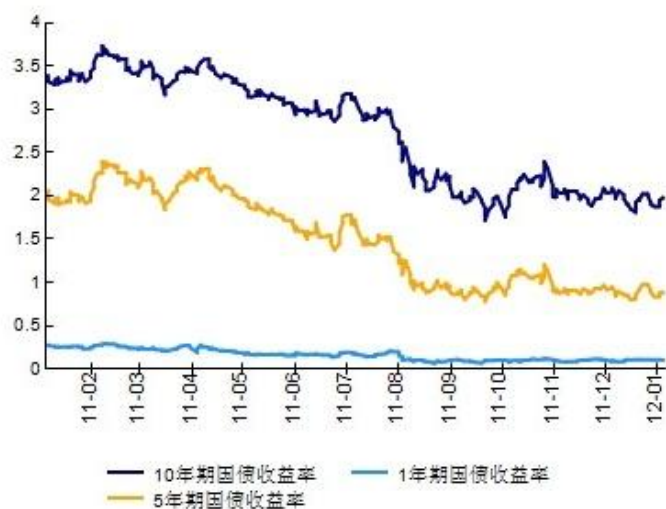
(黄色为政治和欧央行事件，红色为债务到期，黑体为重要事件)

1 月 9 日	德法领导人柏林会晤，讨论欧洲财政联盟
1 月 12 日	欧洲、英国央行公布利率
1 月 16 日	三驾马车检查希腊减赤进展，决定 3 月是否发放 50 亿欧元贷款。
1 月 25 日	欧元区财长会议
1 月 25-29 日	世界经济论坛年会
1 月 30 日	欧盟领导人峰会，讨论欧洲财政联盟；意大利国债拍卖
1 月 31 日前	希腊必须就私营部门参与救助 (PSI) 达成协议，以获得第二批 1300 亿欧元贷款
1 月 31 日	
-2 月 1 日	意大利 358 亿欧元债务到期
2 月 9 日	欧洲、英国央行公布利率
2 月 17 日	西班牙 130 亿欧元债务到期
2 月 19 日	希腊议会选举
2 月 21 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
2 月 27-28 日	意大利国债拍卖
2 月 29 日	
-3 月 1 日	意大利 502 亿欧元债务到期
3 月 1-2 日	欧盟领导人峰会
3 月 8 日	欧洲、英国央行公布利率
3 月 13 日	欧元区财长会议
3 月 20 日	希腊 151 亿欧元债务到期
3 月	IMF 审查葡萄牙和希腊
3 月底	希腊出售 70 亿欧元资产，50 亿欧元援助发放期
4 月 4 日	欧央行公布利率决议
4 月 12 日	意大利国债拍卖
4 月 15-16 日	意大利和西班牙分别 251 亿、151 亿欧元债务到期
4 月 18 日	爱尔兰 230 亿欧元债务到期
4 月 22 日	法国首轮选举
4 月 26-27 日	意大利国债拍卖
4 月 30 日	意大利和西班牙分别 208 亿、123 亿欧元债务到期
4 月	希腊大选，总理 Papademos 面临考验
5 月 3 日	欧央行公布利率决议
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 15 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
5 月 18 日	希腊 84 亿欧元债务到期
5 月	IMF 审查希腊
6 月 6 日	欧央行公布利率决议
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期

6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事、会员会议
6 月底	IMF 审查葡萄牙, 希腊 100 亿欧元援助发放期
7 月 5 日	欧央行公布利率决议
7 月 30 日	西班牙 135 亿欧元债务到期
8 月 2 日	欧央行公布利率决议
8 月 20 日	希腊 80 亿欧元债务到期
9 月 6 日	欧央行公布利率决议
10 月 4 日	欧央行公布利率决议
10 月 15 日	意大利和葡萄牙分别 258 亿、250 亿欧元债务到期
10 月 18 日	爱尔兰 249 亿欧元债务到期
10 月 31 日	西班牙 159 亿欧元债务到期
11 月 8 日	欧央行公布利率决议
12 月 6 日	欧央行公布利率决议
12 月 15 日	意大利 189 亿欧元债务到期

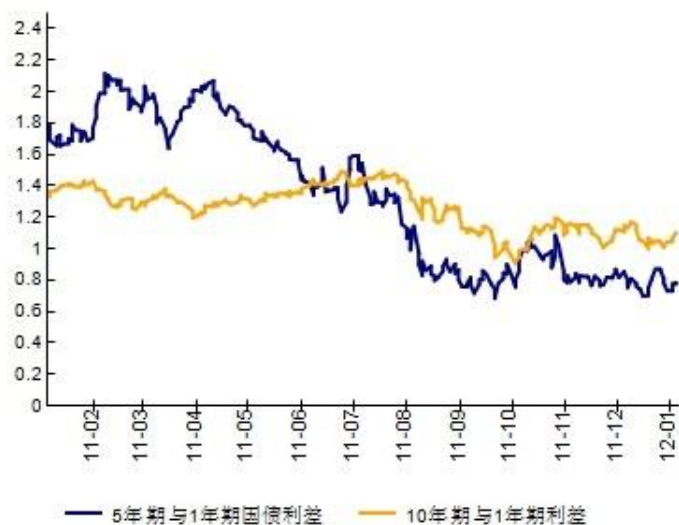
1. 受欧元区 9 国评级下调影响，美股商品下跌

图 1：美国国债收益率下跌，对其需求减弱。



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。



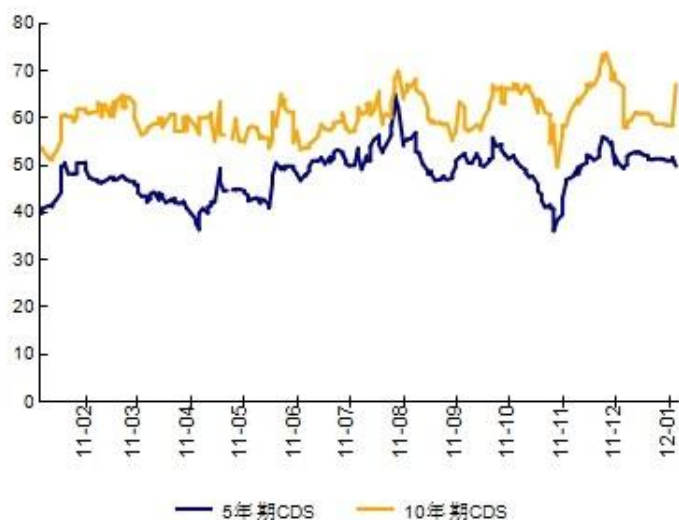
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



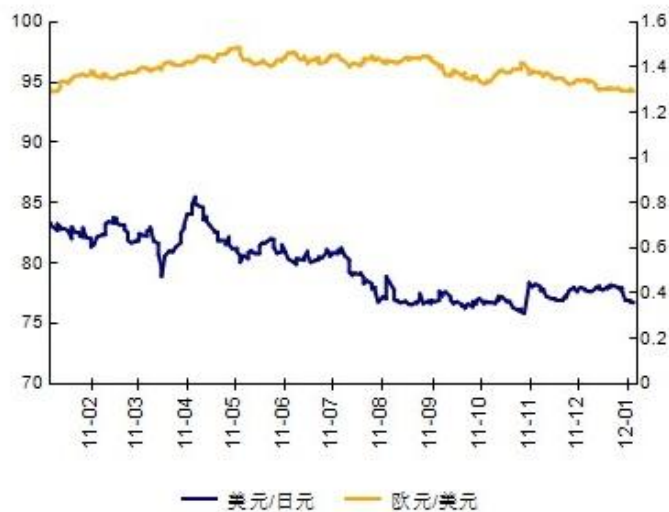
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 小幅上涨，由于奥巴马要求再次提高债务上限，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



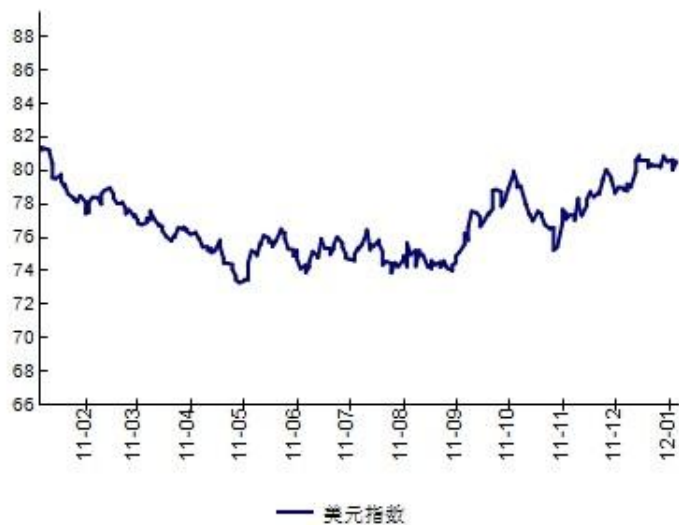
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元上升，由于欧元区 9 国评级下调。



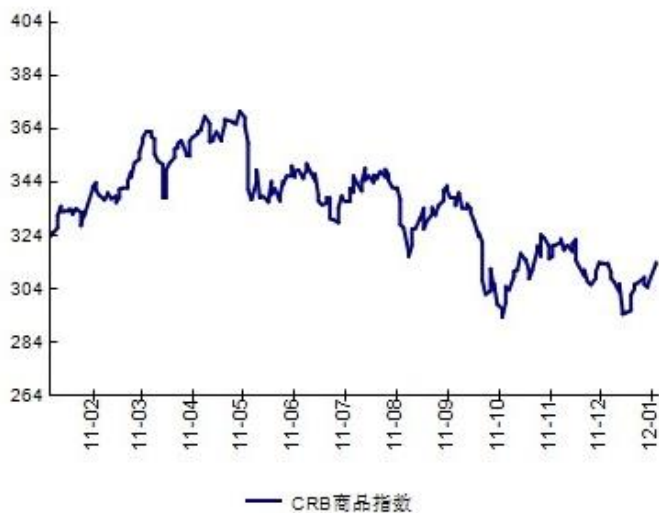
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅回升，对其避险需求增加。



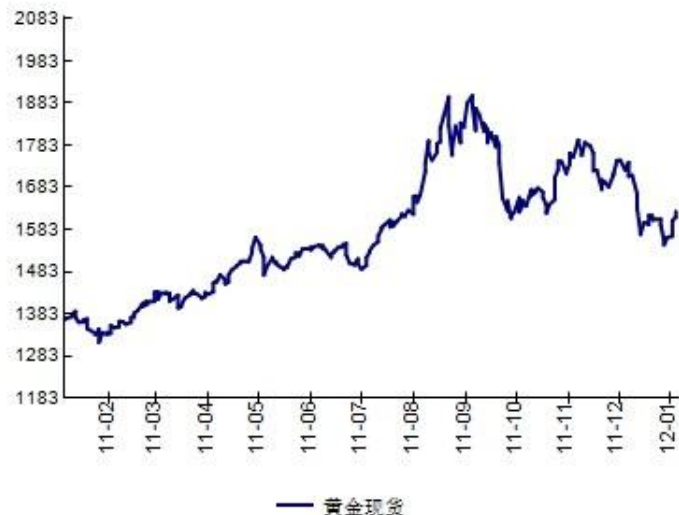
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于欧元区 9 国惨遭标普下调评级。



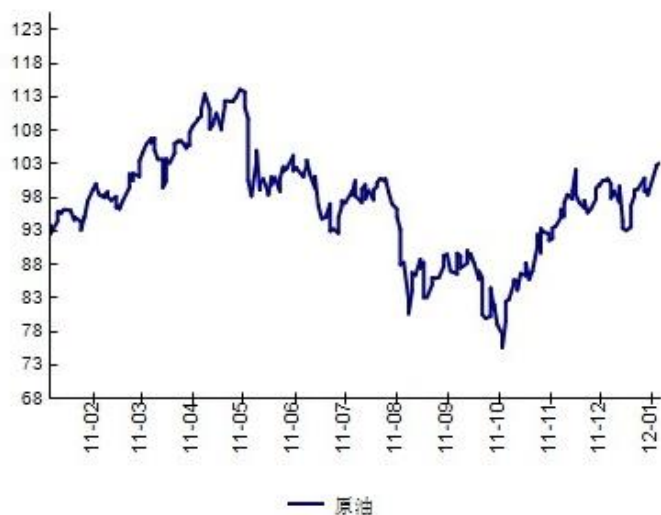
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅下跌，对其避险需求有所减弱。



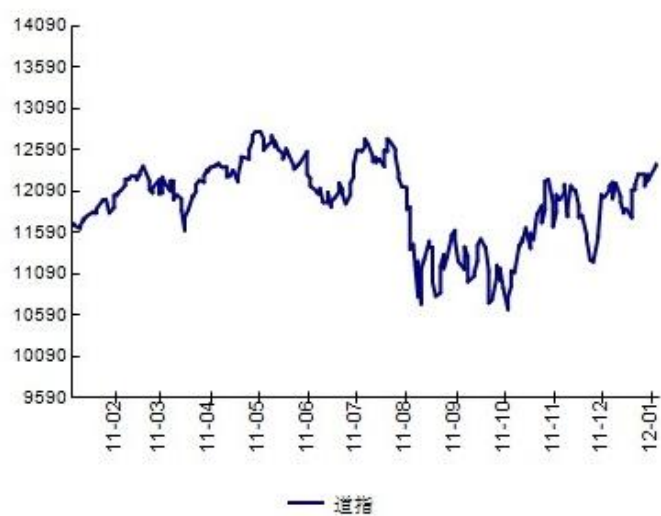
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于欧洲危机升级, 而对伊朗出口无去进行及时限制。



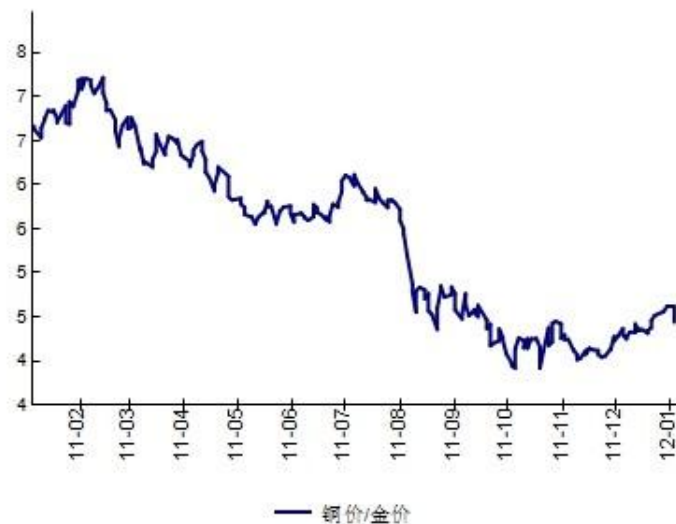
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下挫, 由于受欧元区 9 国评级下调影响。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比小幅上涨, 但是铜价与金价皆下跌。由于中国铜库存上涨导致铜价下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下跌, 银行信贷压力有所减弱。



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
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	200K	120K	--
01/06/2012 21:30	非农私企就业人数增减	DEC	173K	212K	140K	--
01/06/2012 21:30	制造业就业人数增减	DEC	5K	23K	2K	--
01/06/2012 21:30	失业率	DEC	8.70%	8.50%	8.60%	--
01/06/2012 21:30	就业不足率 (U6)	DEC	--	15.20%	15.60%	--
01/06/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	DEC	0.20%	0.20%	-0.10%	--
01/06/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	DEC	2.10%	2.10%	1.80%	--
01/06/2012 21:30	周平均工时 所有员工	DEC	34.3	34.4	34.3	--
01/06/2012 21:30	家庭调查就业率变动	DEC	--	176	278	--
01/10/2012 04:00	消费者信用	NOV	\$7.000B	20.374B	\$7.645B	\$7.646B
01/10/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	DEC	93.8	93.8	92	--
01/10/2012 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	JAN	45.0	47.5	42.8	--
01/10/2012 23:00	JOLTS 职位空缺	NOV	--	3161	3267	3224
01/10/2012 23:00	批发库存	NOV	0.50%	0.10%	1.60%	1.2%
01/11/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	JAN 6	--	4.5%	-4.10%	--
01/12/2012 03:00	Fed's Beige Book					
01/12/2012 21:30	商品零售额	DEC	0.20%	0.10%	0.20%	--
01/12/2012 21:30	除汽车外零售额	DEC	0.30%	-0.20%	0.20%	--
01/12/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	DEC	0.30%	0.00%	0.20%	--
01/12/2012 21:30	Retail Sales "Control Group"	DEC	--	-0.20%	0.20%	--
01/12/2012 21:30	首次失业人数	JAN 7	--	399K	372K	--
01/12/2012 21:30	持续领取失业救济人数	DEC 31	--	3628K	3595K	--
01/12/2012 22:45	彭博消费者舒适度	JAN 8	--	-44.7	-44.8	--
01/12/2012 23:00	Revisions: Philadelphia Fed Business Outlook Survey					
01/12/2012 23:00	营运库存	NOV	0.40%	0.30%	0.80%	--
01/13/2012 03:00	预算月报	DEC	-\$79.0B	-\$86.0B	-\$78.1B	--
01/13/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	DEC	-0.10%	-0.1%	0.70%	0.8%
01/13/2012 21:30	进口价格指数(同比)	DEC	8.20%	8.5%	9.90%	10.1%
01/13/2012 21:30	贸易余额	NOV	-\$45.0B	-\$47.8B	-\$43.5B	-\$43.3B
01/13/2012 22:55	密执安大学消费者信心	JAN P	71.5	74.0	69.9	--

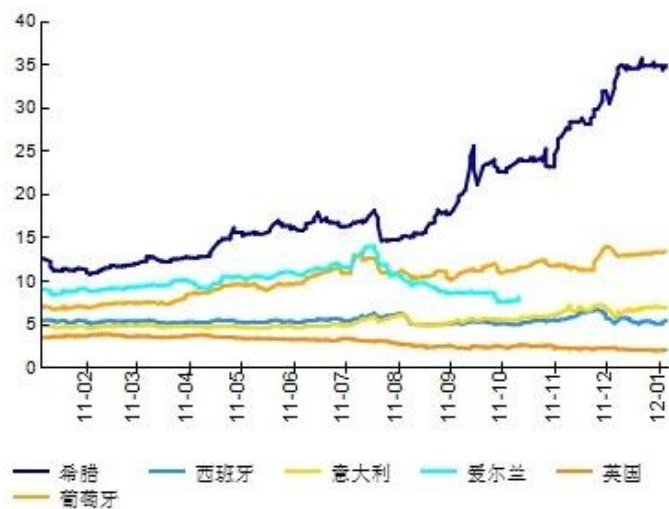
本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
01/17/2012 21:30	Revisions: Empire State Manufacturing Activity Index					

01/17/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	JAN	10.5	--	9.53	--
01/18/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	JAN 13	--	--	4.50%	--
01/18/2012 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	DEC	0.10%	--	0.30%	--
01/18/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	DEC	0.10%	--	0.10%	--
01/18/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	DEC	2.80%	--	2.90%	--
01/18/2012 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	DEC	5.10%	--	5.70%	--
01/18/2012 22:00	净 TIC 流量总计	NOV	--	--	-\$48.8B	--
01/18/2012 22:00	长期净 TIC 流量	NOV	--	--	\$4.8B	--
01/18/2012 22:15	工业产值	DEC	0.50%	--	-0.20%	--
01/18/2012 22:15	设备使用率	DEC	78.10%	--	77.80%	--
01/18/2012 23:00	NAHB 住宅市场指数	JAN	22	--	21	--
01/19/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	DEC	0.10%	--	0.00%	--
01/19/2012 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	DEC	0.10%	--	0.20%	--
01/19/2012 21:30	消费价格指数(同比)	DEC	3.10%	--	3.40%	--
01/19/2012 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	DEC	2.20%	--	2.20%	--
01/19/2012 21:30	消费价格指数-无季节调整	DEC	--	--	226.23	--
01/19/2012 21:30	CPI 核心指数 经季调	DEC	--	--	226.836	--

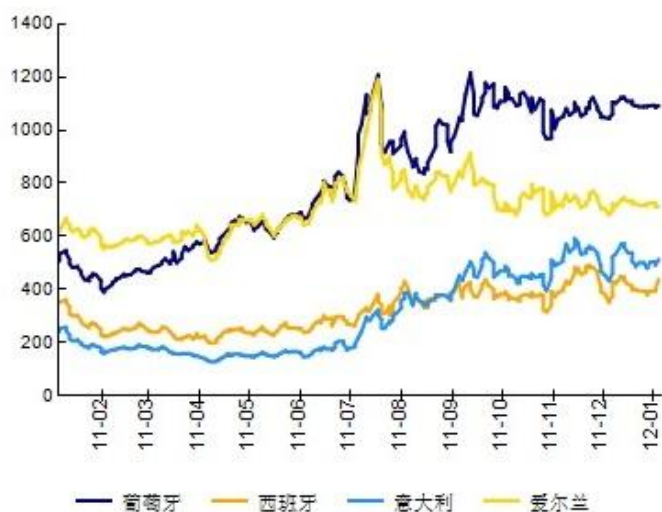
2. 法国 3A 评级终破，核心国股市欧元下跌

图 13：除希腊和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



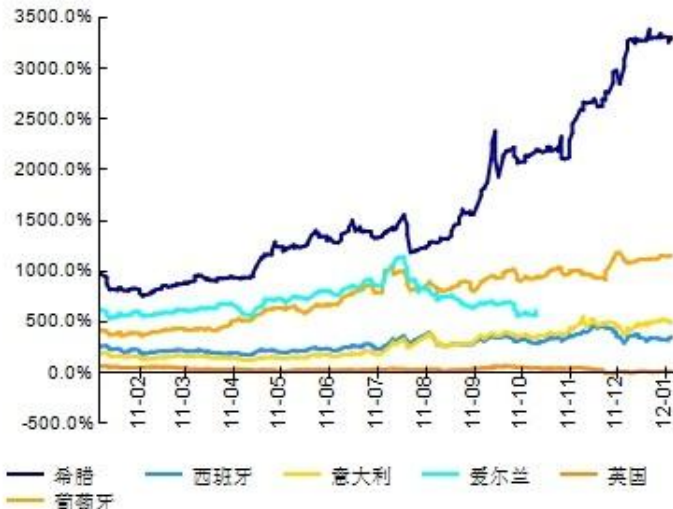
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，由于担忧 ESFS 的评级也难保，对债务违约风险情绪加大。



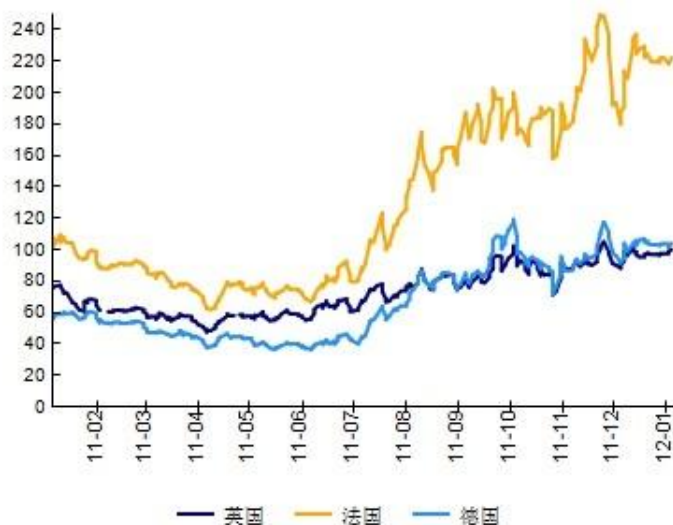
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：国债利差均上涨，受欧元区 9 国评级下调影响，对经济担忧情绪加剧。



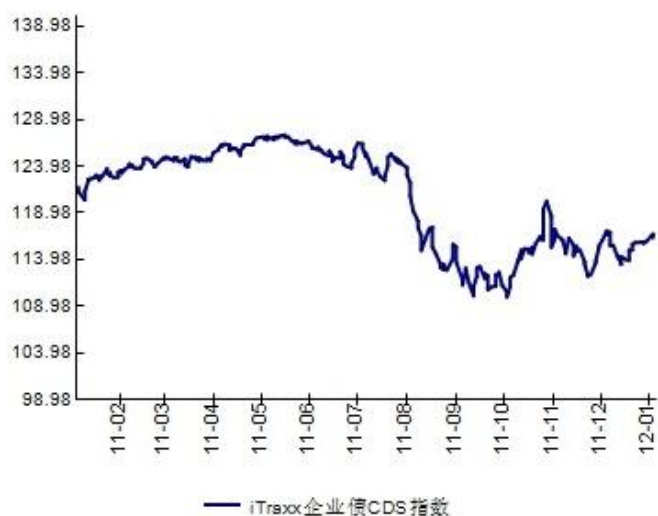
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



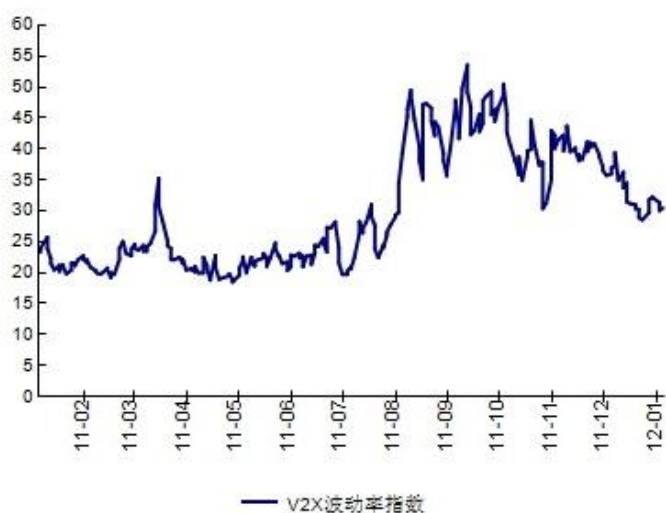
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 小幅回落, 但仍处于高位, 对企业违约风险情绪存在。



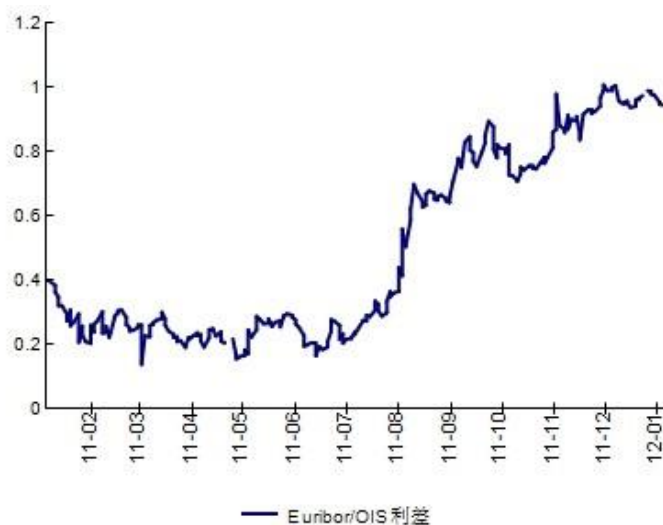
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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 利差小幅下降, 显示银行信贷压力有所减缓。



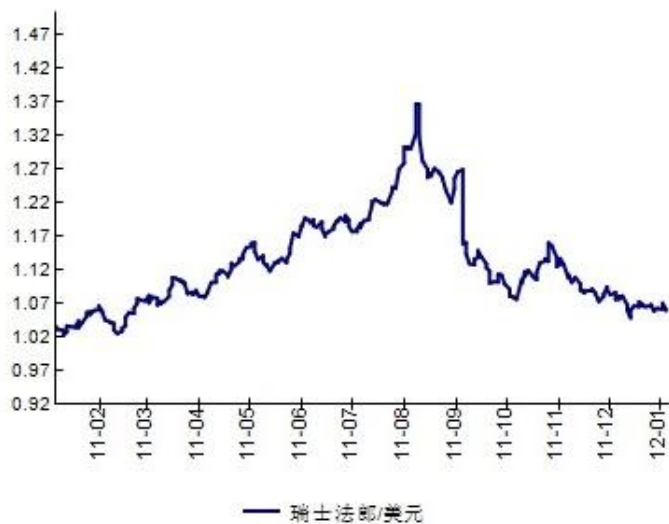
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于法国 3A 评级遭标普下调。



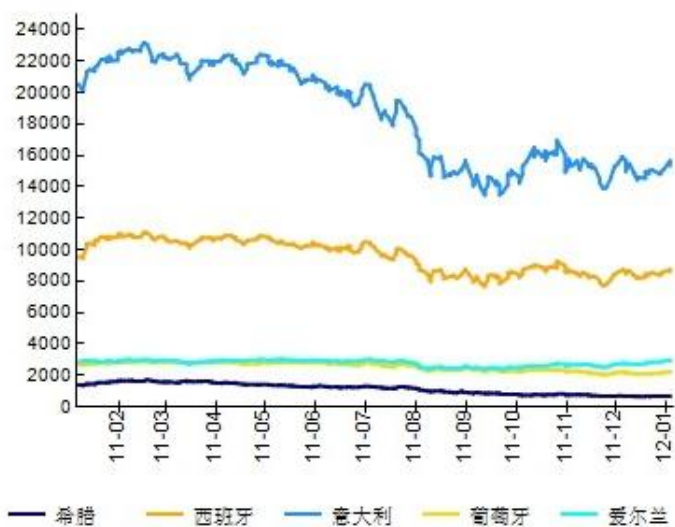
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



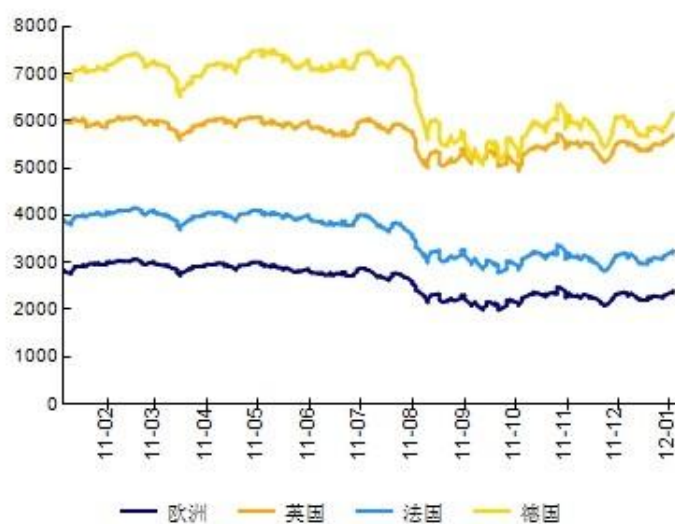
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除意大利和葡萄牙外, 其他欧猪五国股市均回升。



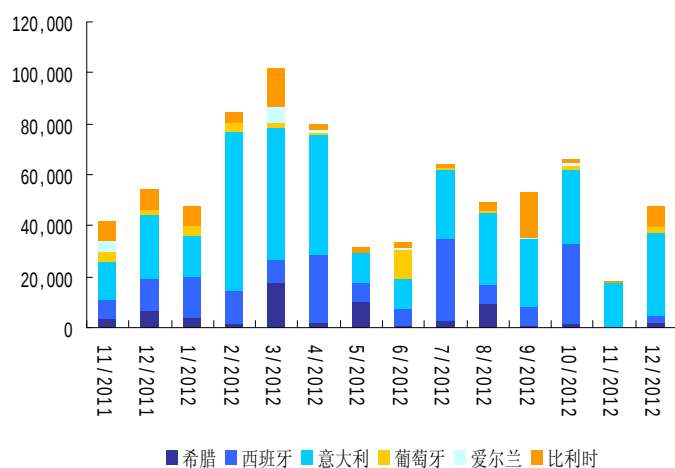
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 欧元区 9 国评级遭下调, 由于法国 3A 评级不保。



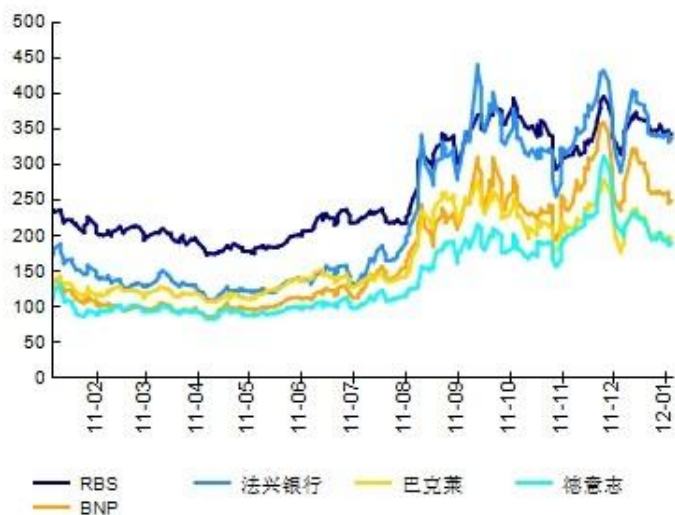
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



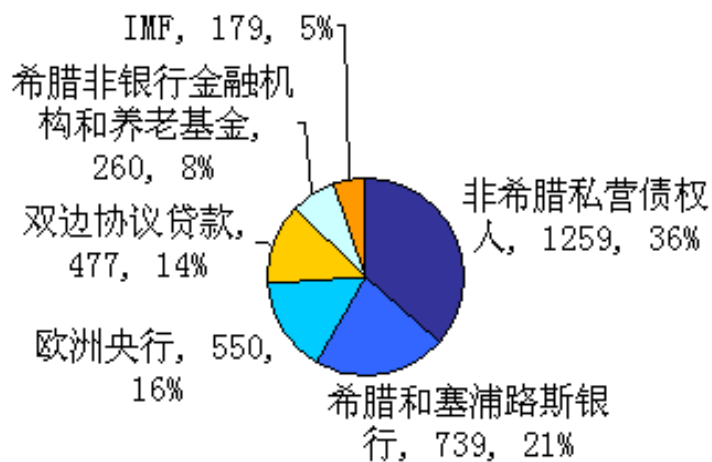
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除 RBS 外，其他银行 CDS 均上升。



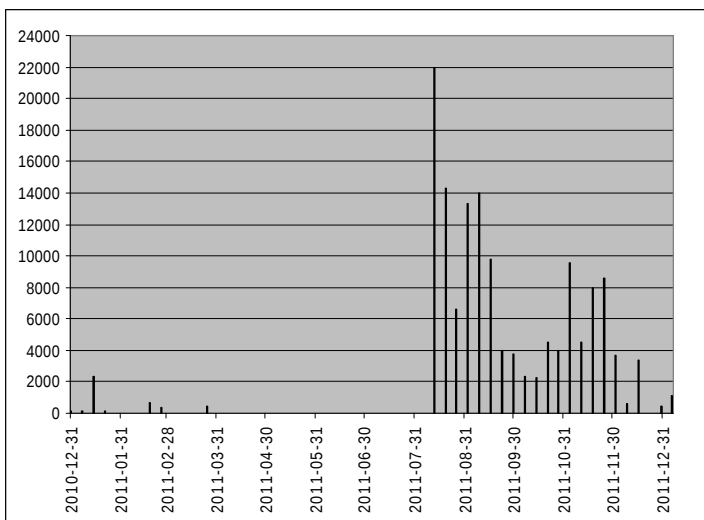
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



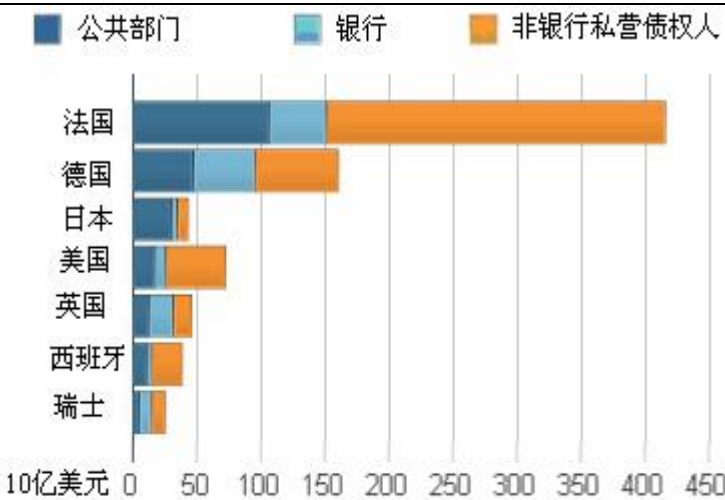
资料来源：申万研究

图 26：欧央行购买债券力度继续上升。（单位：百万欧元）



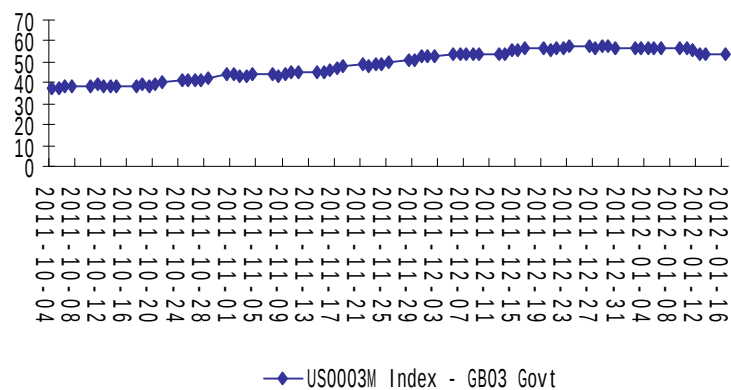
资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



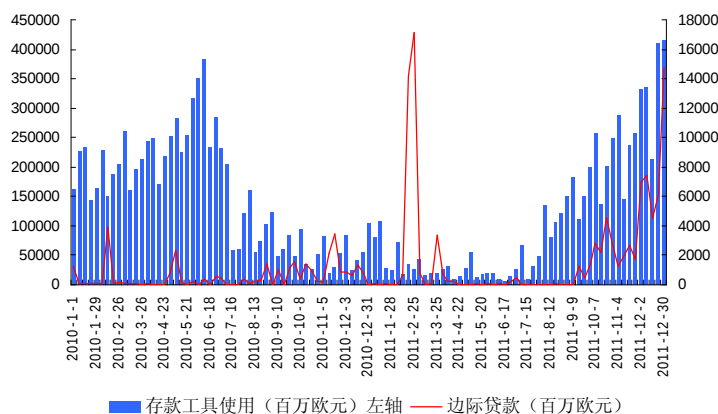
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

图 29: TED3M 上涨, 表示市场资金紧张。



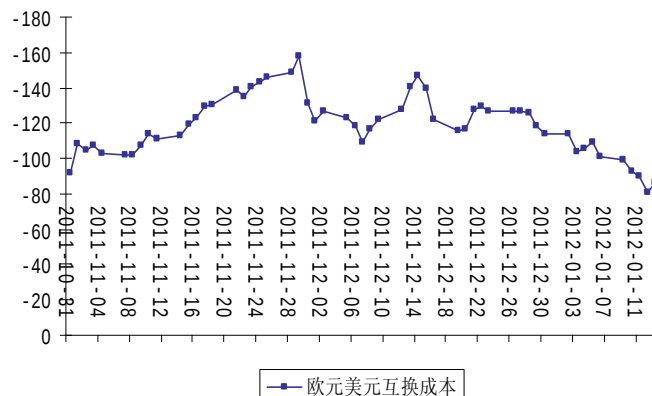
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用上升, 银行间惜贷情况严重, 资金全流回央行。



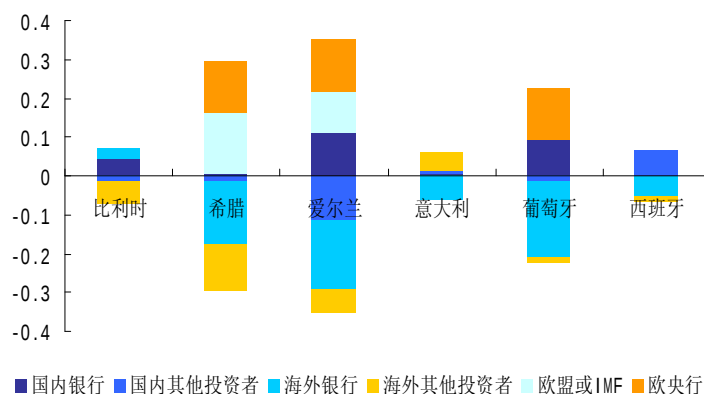
资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERU0/DOLLAR SWAP 回落, 欧元换美元成本上涨。



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%	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	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
				92-07-27	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				12-01-13	BBB+	负面	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				12-01-13	BB	负面			
	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				12-01-13	A	负面			
	11-07-29	Aa2*-	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-12	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

到期日	国家	应付利息		本息和(亿)	货币
		未偿还(千)	(千)		
01/11/12	希腊	16,037	321	0.16	EUR
01/13/12	希腊	2,000,000		20.00	EUR
01/16/12	西班牙	500,000	23,500	5.24	NOK
01/16/12	意大利	7,700,000		77.00	EUR
01/20/12	葡萄牙	3,957,700		39.58	EUR
01/20/12	西班牙	8,515,540		85.16	EUR
01/20/12	希腊	2,000,000		20.00	EUR
01/23/12	意大利	400,000	1,541	4.02	EUR
01/24/12	西班牙	500,000	14,500	5.15	EUR
01/31/12	意大利	7,500,000		75.00	EUR
02/01/12	西班牙	200,000		2.00	EUR
02/01/12	意大利	25,807,000	645,175	264.52	EUR
02/07/12	西班牙	675,000	33,075	7.08	NOK
02/10/12	希腊	1,000,000		10.00	EUR
02/15/12	意大利	8,025,000		80.25	EUR
02/17/12	葡萄牙	2,971,700		29.72	EUR
02/17/12	西班牙	10,859,720		108.60	EUR
02/17/12	希腊			0.00	EUR
02/26/12	葡萄牙	250,000	2,227	2.52	EUR
02/28/12	西班牙	1,337,800	116,389	14.54	EUR
02/29/12	意大利	10,600,000		106.00	EUR
02/29/12	意大利	8,710,000		87.10	EUR
03/01/12	意大利	14,871,000	223,065	150.94	EUR
03/01/12	意大利	12,277,000	147,324	124.24	EUR
03/05/12	爱尔兰	5,545,000	216,255	57.61	EUR
03/05/12	西班牙	1,000,000	27,500	10.28	USD
03/05/12	意大利	1,500	52	0.02	USD
03/09/12	希腊	1,455,000		14.55	EUR
03/15/12	意大利	8,250,000		82.50	EUR
03/16/12	西班牙	2,250,000	64,688	23.15	EUR
03/16/12	西班牙	20,000	46	0.20	USD
03/20/12	希腊	14,435,000	620,705	150.56	EUR
03/23/12	葡萄牙	1,780,100		17.80	EUR

03/23/12	西班牙	5,775,429		57.75	EUR
03/23/12	西班牙	2,000,000	19,800	20.20	JPY
03/30/12	意大利	8,800,000		88.00	EUR

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。