

世界经济

2012 年 01 月 31 日

相关研究

外围风险偏好上升，经济数据向好——国际金融市场风险监测体系 2012 年 1 月 30 日

屋漏偏逢连夜雨——点评欧元区 9 国评级下调
2012 年 1 月 16 日

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

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@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>

欧盟峰会强化预算，欧央行出手在即

——国际金融市场风险监控 2012 年 1 月 31 日

总体判断：

- I 周一市场避险情绪加剧，因希腊和私营债权人未达成协议，而且欧盟峰会只提及加强财政预算监管，会后也讨论希腊问题也无进展，另外市场对葡萄牙债务大幅减记的担忧加剧。
- I 1 月 30 日欧盟峰会上，欧盟 27 个成员国中，除了捷克和英国以外的 25 国同意签署新的欧盟财政条约，捷克拒绝签约是由于财政协议与本国宪法存在一定冲突，而英国坚持之前的立场不变。新的财政协议主要是引进“平衡预算协议”，规定签约国年度结构性政府赤字不超过 GDP 的 0.5%。这一平衡预算规则必须在一年内写入成员国法律系统，写入宪法或者同等水平法律中。如果偏离了这一规则，将引发自动纠错机制。由欧盟司法法庭来确认。可处以 0.1%GDP 的罚款，支付给 ESM。新的条约将在 3 月 1 日和 2 日的欧盟理事会会议上签署。
- I 我们认为欧盟峰会进展基本符合市场预期，本质上对于缓解欧债危机没有积极作用，虽然财政进一步紧缩，但欧央行也会持续推行宽松政策。
- I 本次欧盟峰会上希腊债务重组与援助发放的谈判没有取得进展。只有债务重组谈判达成，欧盟与 IMF 才会考虑发放援助款，以避免希腊在 3 月 20 日出现违约，但这其中关于希腊是否需要上交预算控制权又存在分歧。
- I 我们预期，希腊债务重组谈判达成协议的难度不大，最近市场做空的焦点已集中于葡萄牙，葡萄牙 10 年期国债收益率已升至 17.4%，5 年期 CDS 也大涨 10%。标普将葡萄牙评级下调为垃圾级以来，金融机构因为其风险权重的上升加速抛售葡萄牙国债。从 13 页表 1 看，葡萄牙减赤压力很大，但是经济却已经进入负增长，这和此前的希腊情形非常类似。但是从图 16 和表 10 看，葡萄牙短期违约风险并不大，最近的一笔债务是 2 月 17 日 29.7 亿欧元，今年偿债高峰是 6 月 120 亿欧元债务到期。
- I 欧盟峰会要求的财政紧缩对欧洲经济提出了很大的挑战，因此我们预期欧央行将继续实施宽松的货币政策。我们预计，2 月 9 日的欧央行议息会议上，欧央行将进一步放宽 LTRO 抵押品标准甚至贷款期限，从而使得第二轮 LTRO 规模更大，这对于商品市场尤其是黄金走势将提供有力支撑，而欧元走势也将继续维持弱势。
- I 关注： 2 月 9 日：欧洲央行议息会议

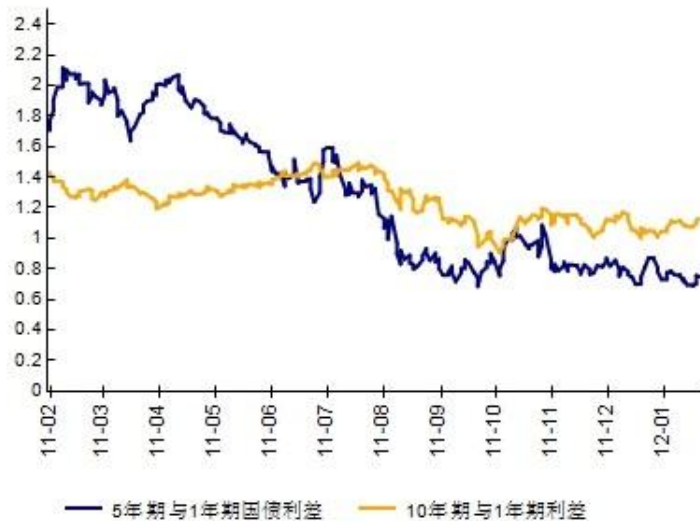
1、美国避险情绪加剧，因希腊减记未达成协议

图 1：美国 5 年期国债收益率创历史新低 0.747，因对希腊债务担忧加剧，反映对经济形势更不乐观。



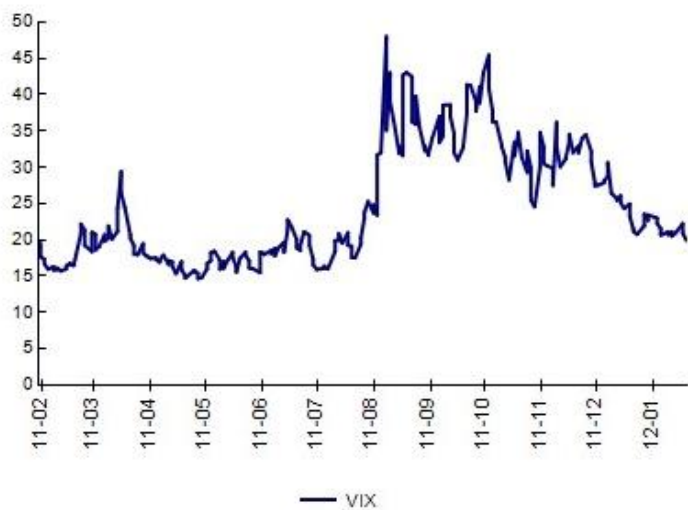
资料来源：Bloomberg，申万研究

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。



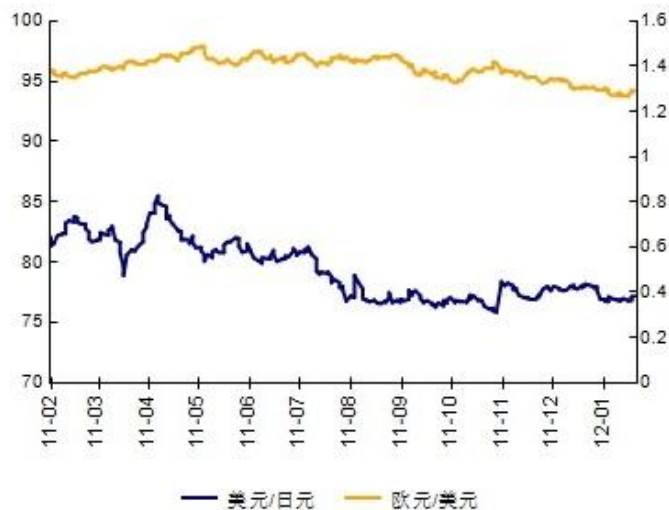
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 小幅下降，对美国债务违约风险的担忧有所减少。



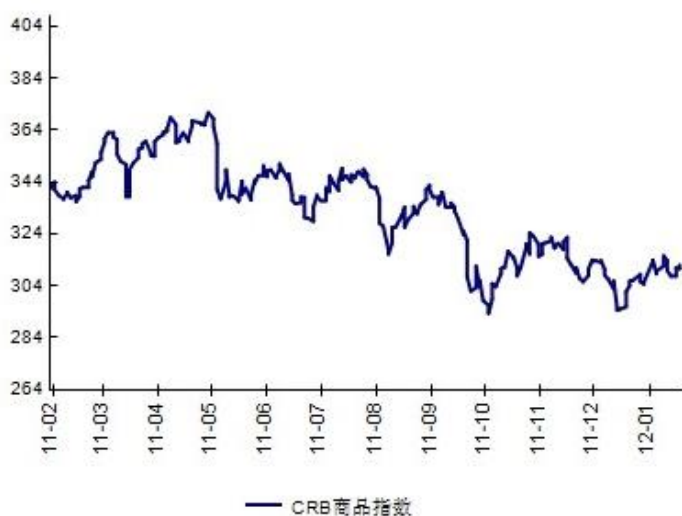
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对欧元走低，因希腊和欧盟关于第二轮援助的谈判未果；美元对日元走低，因预期欧元区失业形势可能恶化，导致欧债危机加剧，从而增加对日元这一避险资产的需求。



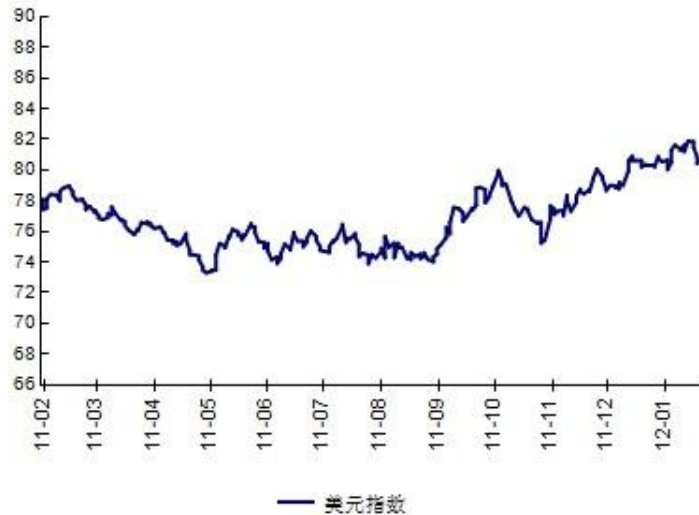
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下跌，因希腊和私营债权人仍未达成协议，拖累大宗商品指数。



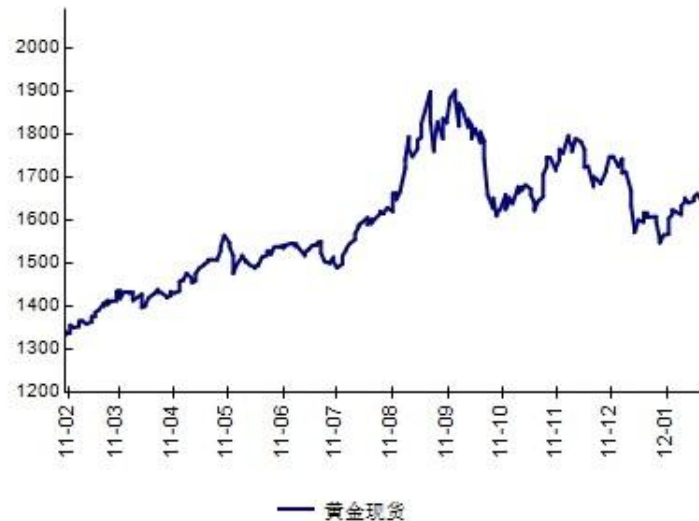
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅回升，显示避险需求增加。



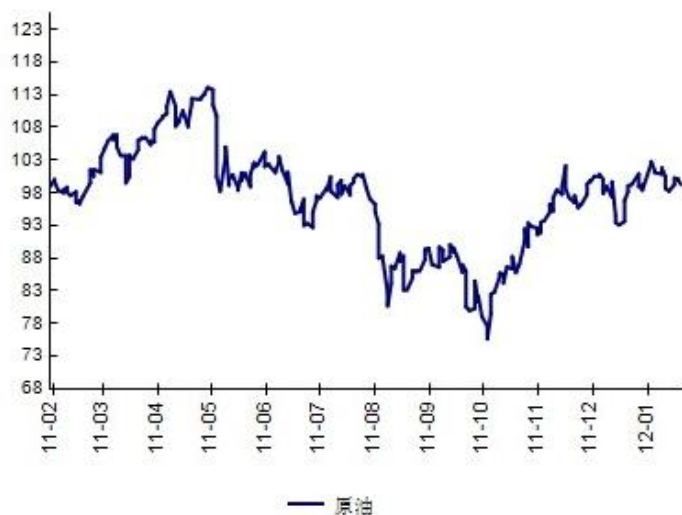
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货 30 日价格回调，31 日微涨，对其避险需求有所减弱。



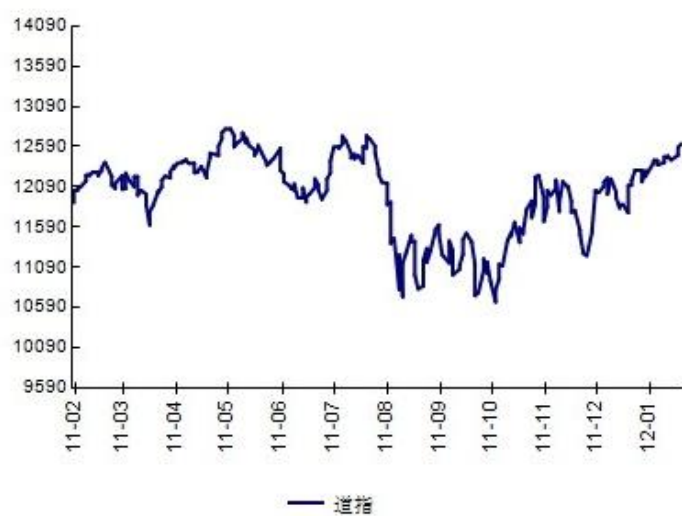
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，交易量达一周新低，由于因欧债危机深化导致原油需求减少。



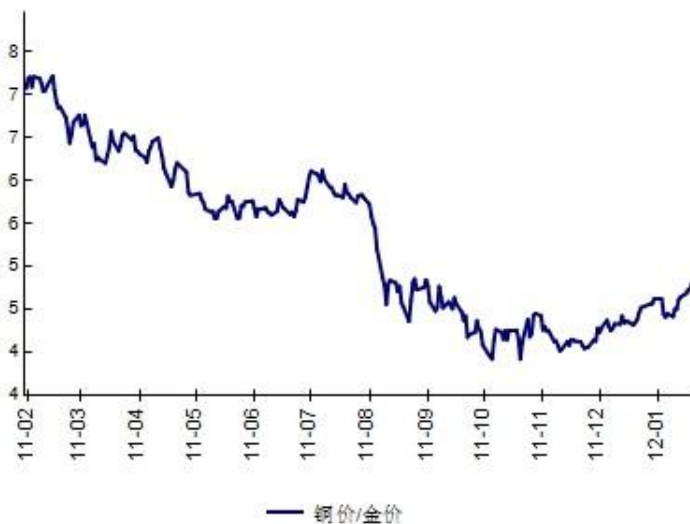
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下跌，由于希腊反对向欧盟移交部分财权。



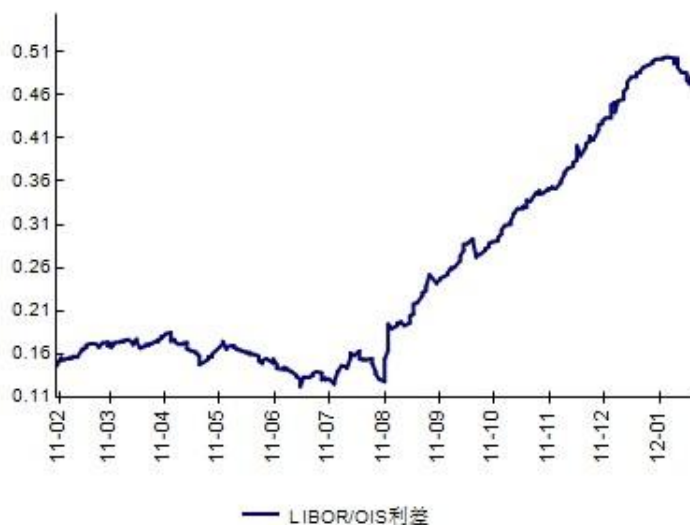
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下降，由于铜价跌幅创三周新高，超过金价跌幅，反映风险厌恶情绪上升。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差微涨，反映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
01/20/2012 23:00	现房销售	DEC	4.65E+06	4.61E+06	4.42E+06	4.39E+06
01/20/2012 23:00	旧宅销售 月环比	DEC	5.20%	5%	4%	3.30%
01/24/2012 23:00	里士满联储制造业指数	JAN	6	12	3	--
01/25/2012 10:00	2012 State of the Union Address					
01/25/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	JAN 20	--	-5%	23.10%	--
01/25/2012 23:00	住宅价格指数 月环比	NOV	0%	1%	-0.20%	-0.70%
01/25/2012 23:00	待定住宅销售量(月环比)	DEC	-1%	-3.50%	7.30%	--
01/25/2012 23:00	待定住宅销售 同比	DEC	--	4.40%	6.90%	--
01/26/2012 01:30	FOMC 利率决策	JAN 25	0.25%	0.25%	0.25%	--
01/26/2012 21:30	芝加哥联储全美活动指数	DEC	-0.12	0.17	-0.37	-0.46
01/26/2012 21:30	耐用品订单	DEC	2%	3%	3.80%	4.30%
01/26/2012 21:30	耐用消费品（除运输类）	DEC	0.90%	2.10%	0.30%	0.50%
01/26/2012 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	DEC	1%	2.90%	-1.20%	--
01/26/2012 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	DEC	1%	2.90%	-1%	--
01/26/2012 21:30	首次失业人数	JAN 21	370000	377000	352000	356000
01/26/2012 21:30	持续领取失业救济人数	JAN 14	3.50E+06	3.55E+06	3.43E+06	3.47E+06
01/26/2012 22:45	Revisions: Chicago Purchasing Managers Index					
01/26/2012 22:45	彭博消费者舒适度	JAN 22	-46	-46.4	-47.4	--
01/26/2012 23:00	Revisions: Leading Indicators					
01/26/2012 23:00	领先指标	DEC	0.70%	0.40%	0.50%	0.20%
01/26/2012 23:00	新建住宅销售	DEC	321000	307000	315000	314000
01/26/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	DEC	1.90%	-2.20%	1.60%	2.30%
01/27/2012 00:00	Revisions: Kansas City Fed. Manf. Activity					
01/27/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	JAN	2	7	-4	-2
01/27/2012 21:30	GDP 季环比(年度化)	4Q A	3%	2.80%	1.80%	--
01/27/2012 21:30	个人消费	4Q A	2.40%	2%	1.70%	--
01/27/2012 21:30	GDP 价格指数	4Q A	1.90%	0.40%	2.60%	--
01/27/2012 21:30	核心个人消费支出 季环比	4Q A	0.90%	1.10%	2.10%	--
01/27/2012 22:55	密执安大学消费者信心	JAN F	74	75	74	--
01/30/2012 21:30	个人收入	DEC	0.40%	0.50%	0.10%	--
01/30/2012 21:30	个人开支	DEC	0.10%	0.00%	0.10%	--
01/30/2012 21:30	个人消费性支出平减指数（年比）	DEC	2.30%	2.40%	2.50%	2.60%
01/30/2012 21:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	DEC	0.10%	0.20%	0.10%	--
01/30/2012 21:30	个人消费性支出核心指数（年比）	DEC	1.80%	1.80%	1.70%	--

	比)					
01/30/2012 23:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	JAN	1.5	15.3	-3	-0.3

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
01/31/2012 21:30	员工成本指数	4Q	0.40%	--	0.30%
01/31/2012 22:00	标普/CS 住宅价格指数	NOV	--	--	140.3
01/31/2012 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	NOV	-0.50%	--	-0.62%
01/31/2012 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	NOV	-3.26%	--	-3.40%
01/31/2012 22:45	芝加哥采购经理指数	JAN	63	--	62.2
01/31/2012 23:00	消费者信心	JAN	68	--	64.5
01/31/2012 23:00	密尔沃基采购经理指数	JAN	57.5	--	57.8
02/01/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	JAN 27	--	--	-5%
02/01/2012 21:15	ADP 就业变动指数	JAN	183000	--	325000
02/01/2012 23:00	建筑开支月环比	DEC	0.50%	--	1.20%
02/01/2012 23:00	ISM 制造业	JAN	54.5	--	53.9
02/01/2012 23:00	ISM 支付价格	JAN	49.8	--	47.5
02/02/2012 06:00	国内汽车销售量	JAN	1.05E+07	--	1.05E+07
02/02/2012 06:00	汽车总销售量	JAN	1.35E+07	--	1.35E+07
02/02/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	JAN	--	--	30.60%
02/02/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	FEB	--	--	45.8
02/02/2012 21:30	非农生产力	4Q P	0.80%	--	2.30%
02/02/2012 21:30	单位劳务成本	4Q P	0.90%	--	-2.50%
02/02/2012 21:30	首次失业人数	JAN 28	370000	--	377000
02/02/2012 21:30	持续领取失业救济人数	JAN 21	3.53E+06	--	3.55E+06
02/02/2012 22:45	彭博消费者舒适度	JAN 29	--	--	-46.4
02/02/2012-02/03/2012	ICSC 连锁店销售 同比	JAN	--	--	3.50%
02/03/2012 21:30	非农就业人数增减	JAN	150000	--	200000
02/03/2012 21:30	非农私企就业人数增减	JAN	168000	--	212000
02/03/2012 21:30	制造业就业人数增减	JAN	11000	--	23000
02/03/2012 21:30	失业率	JAN	8.50%	--	8.50%
02/03/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	JAN	0.20%	--	0.20%
02/03/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	JAN	1.90%	--	2.10%
02/03/2012 21:30	周平均工时 所有员工	JAN	34.4	--	34.4
02/03/2012 21:30	家庭调查就业率变动	JAN	--	--	176
02/03/2012 21:30	就业不足率 (U6)	JAN	--	--	15.20%
02/03/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	JAN	53.2	--	52.6
02/03/2012 23:00	工厂订单	DEC	1.50%	--	1.80%

美联储议息会议决定公布时点

3/14/2011 02:15

FOMC 利率决策

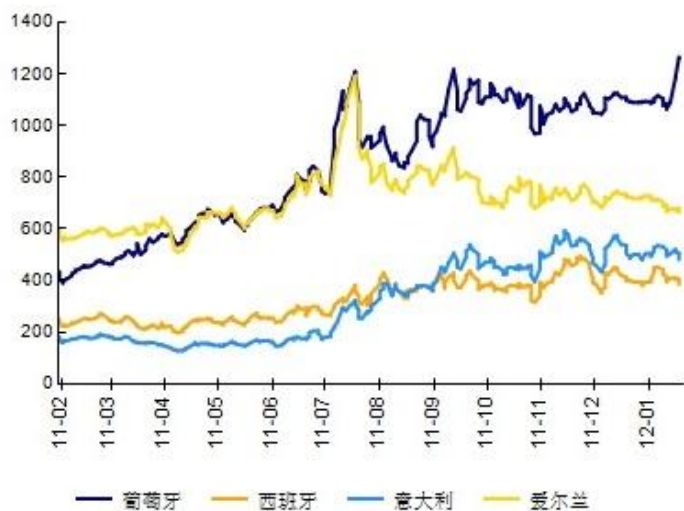
2. 欧洲避险情绪上升，因对葡萄牙担忧加剧，且欧盟峰会和希腊减记无实质进展

图 13：欧猪五国国债收益率均上涨。尤其是葡萄牙上涨至 7.39%，对其经济担忧情绪加大。



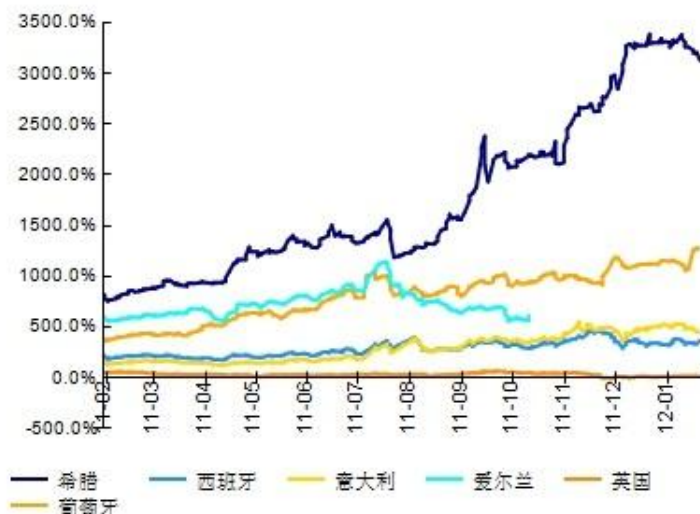
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，其中葡萄牙上涨 10.5% 至 1582，因市场担心葡萄牙成为下一个“希腊”。



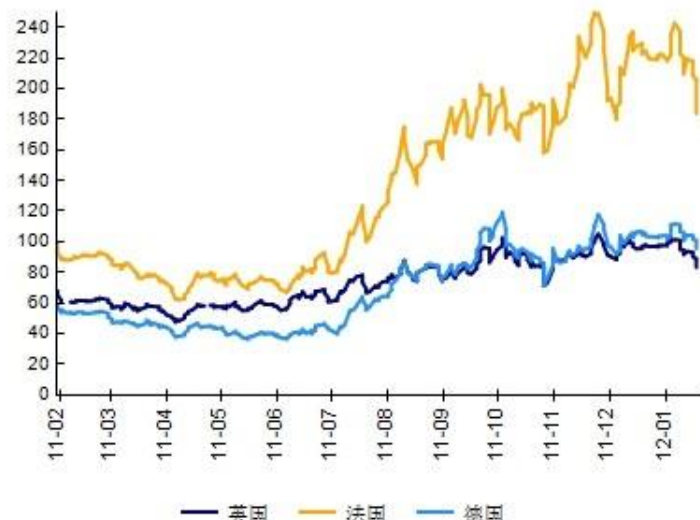
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：欧猪五国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



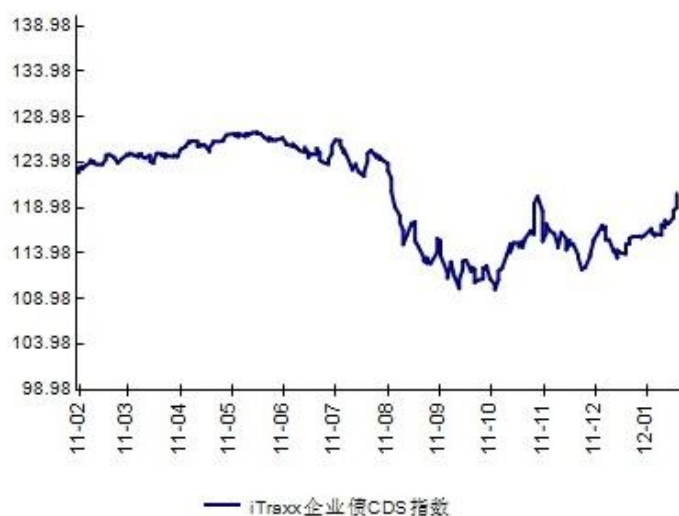
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨超过 4%，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



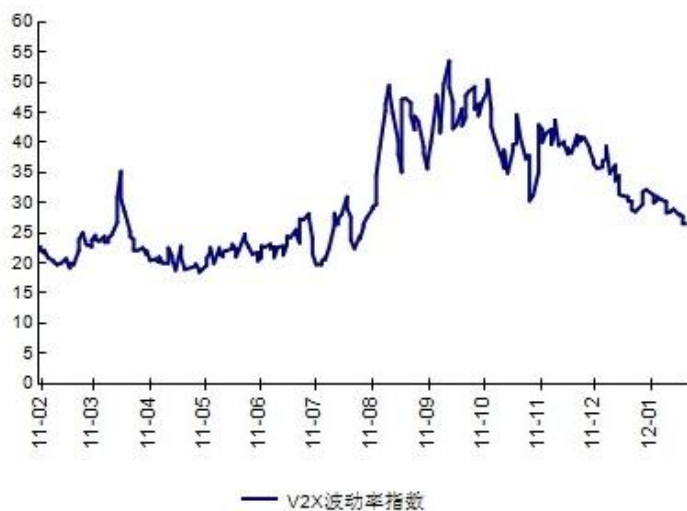
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减弱。



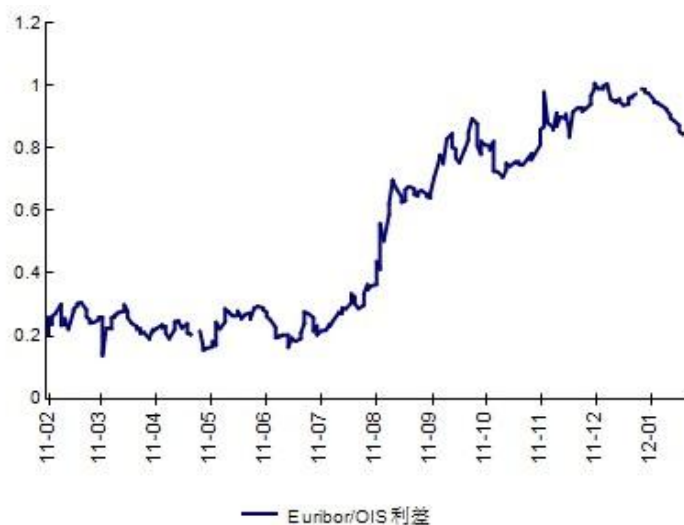
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上升 10%, 股市波动风险增加。



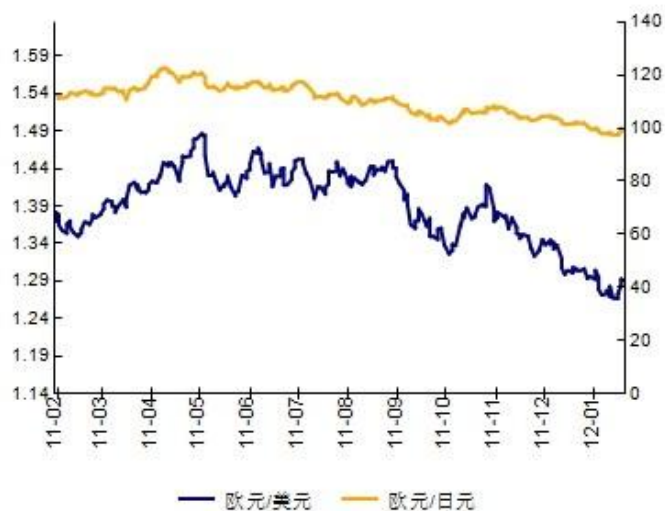
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小跌, 显示银行信贷压力略减。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 美元对欧元 30 日走低, 31 日微涨, 因希腊和欧盟关于第二轮援助的谈判未果, 而欧盟峰会结果对欧元略有提振。



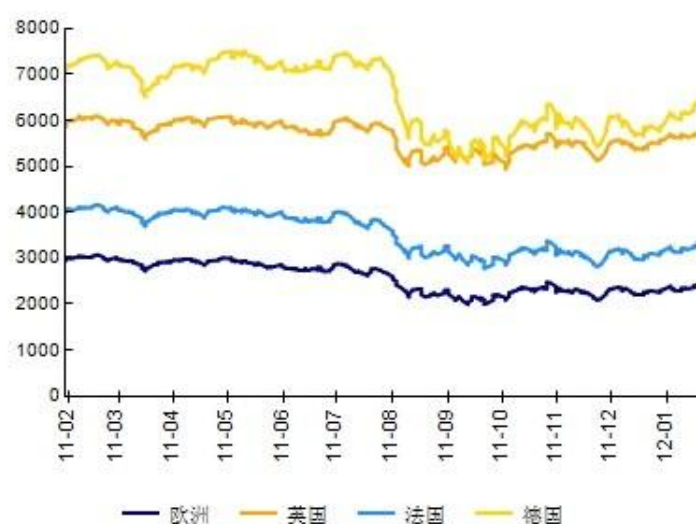
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎 30 日走低, 31 日微涨, 对避险资产的需求整体有所上升。



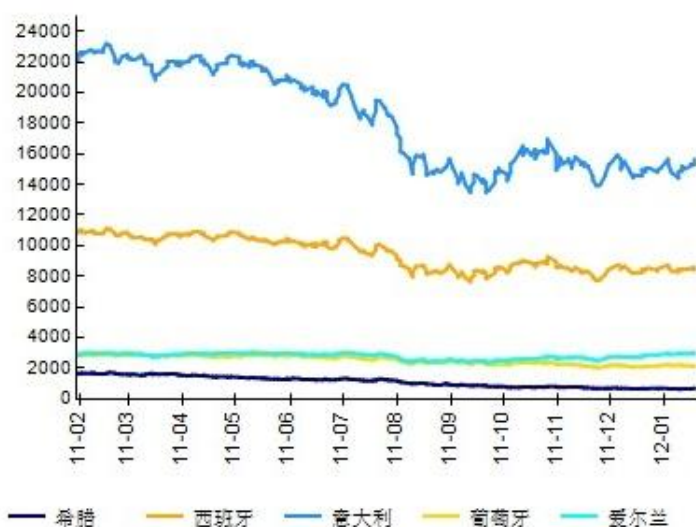
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌超过 1%, 因希腊减记未达成协议, 而盟峰会无实质进展, 对葡萄牙违约的担忧加剧。



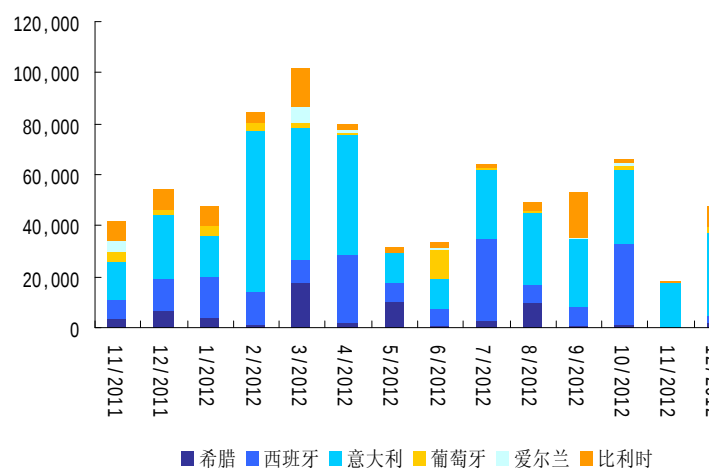
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊微涨外, 其他欧猪五国股市均下跌, 因对葡萄牙违约的担忧加剧。



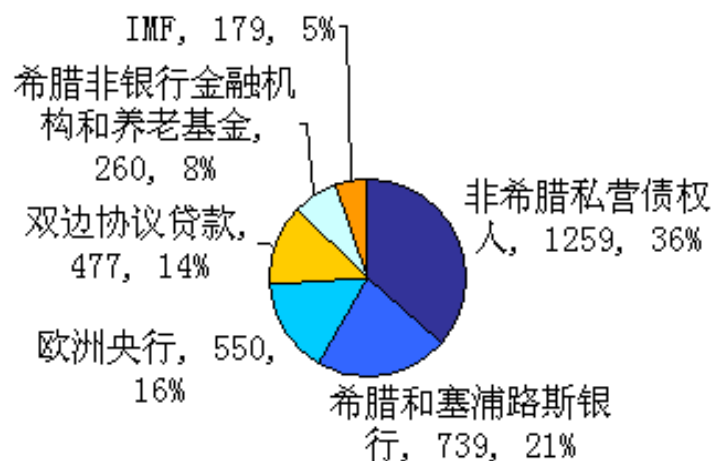
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 2、3 月是偿债高峰



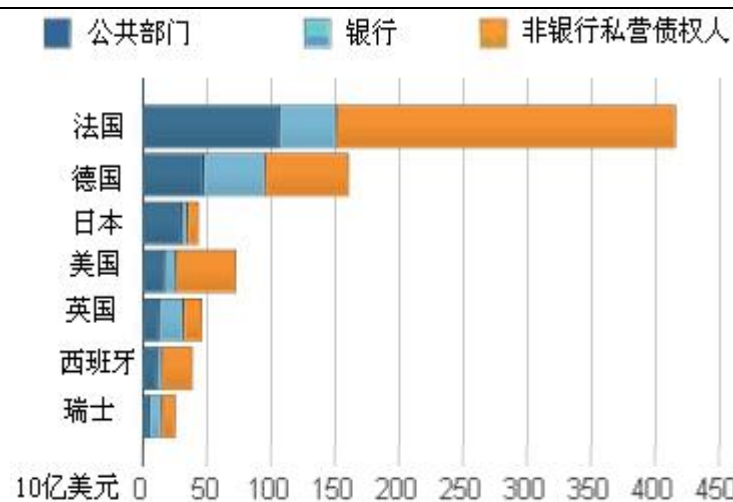
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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 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）

表、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

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	
		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	穆迪将其从 Aa1 下调至 Aa2。
	10 月 7 日	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
		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	
葡萄牙	10 月 7 日	Banco Espirito Santo	
		Banco BPI	
		Banco Santander Totta	
		Caixa Economica Montepio Geral	
		Banco Internacional do Funchal	
英国	10 月 13 日	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	穆迪将其评级下调两档，从 AA3 下调至 A2。
		RBS	
		劳埃德银行集团	
		RBS 和劳埃德银行集团	
瑞士	10 月 13 日	巴克莱银行	惠誉将其的评级均下调两个等级，从 AA- 下调至 A。
		汇丰银行	标普将其从 A+ 下调至 A
		UBS	标普将其从 AA- 下调至 A+
			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”。
			标普将其从 A+ 下调至 A
西班牙	10 月 12 日	桑坦德银行	标普将其评级被从 AA 下调至 AA-，评级前景负面。
		西班牙信贷银行	标普将其评级下调 1 级，从 AA 至 AA-。
	10 月 13 日	桑坦德银行	惠誉将其评级由 AA 调降至 AA-。
		西班牙信贷银行	惠誉将其评级由 AA 调降至 AA-。
		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：欧猪五国债务今年内到期明细

到期日	国家	未偿还(千)	应付利息(千)	本息和(亿)	货币
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：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	2011Q4
比利时	0.9	0.4	0	NA
西班牙	0.4	0.2	0	-0.3
葡萄牙	-0.6	-0.1	-0.4	NA
意大利	0.1	0.3	NA	NA
爱尔兰	1.9	1.6	NA	NA
希腊	NA	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。