

世界经济

2012 年 2 月 15 日

相关研究

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

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
陈果
chenguo@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>

欧洲危机已过？

——国际金融市场风险监测体系 2012 年 2 月 15 日

总体判断：

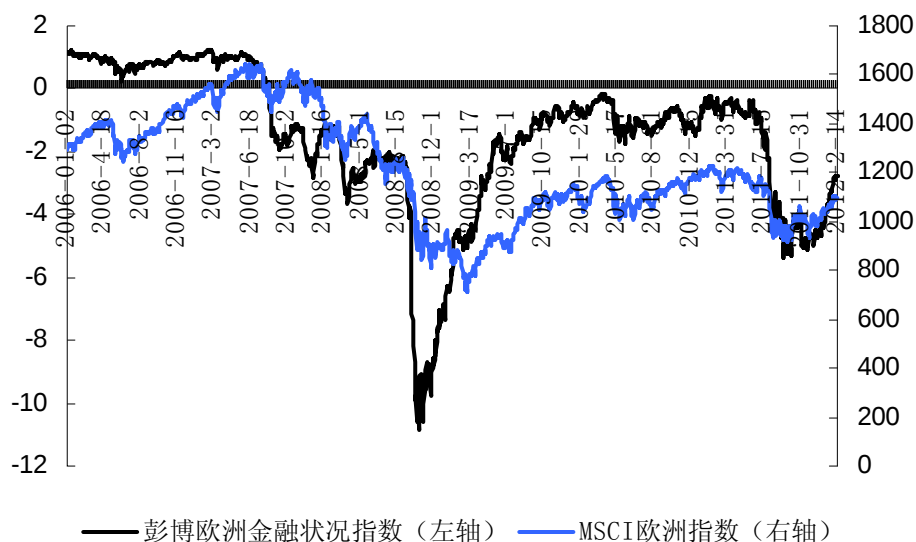
- 目前市场关心的一个问题是欧洲危机处在什么阶段，是否已经过去？
- 我们认为，从金融市场来看，欧洲危机最动荡的时候已经结束，彭博欧洲金融状况指数显示欧洲股市、债市和货币市场整体有所改善，而 MSCI 欧洲指数反映了欧洲股市在经历了去年 8 月和 11 月的大跌后，企稳并开始反弹。
- 从实体经济层面，欧洲确实出现改善的迹象，但各国有所分化，今年上半年还面临进一步下滑的风险，主要基于以下理由：
 1. 从 PMI 来看，虽然欧元区制造业 PMI 连续两月，下行趋势有所缓解，但仍处于筑底之中，类似于 2002 年初的情形，今年二季度由于欧元区财政和信贷紧缩，可能再度下滑。从国别来看，主要是德国、荷兰、奥地利等国 PMI 连续回升，而法、希、爱尔兰转而下滑。从分项来看，主要是产出回升至 50 拉动；而生产指数一路下滑，因企业仍在去库存，这与工业产值同比下滑是一致的；投入品价格涨幅要高于售价，反映需求端仍然偏弱，企业盈利面临下滑趋势；新订单依然呈下滑态势，源于企业普遍减少采购，以及之前欧元持续贬值。
 - 2、今年上半年，欧洲空前的财政紧缩将持续对经济造成压力；欧洲银行去年第 4 季度以来不断收缩对外投资、贸易融资，将对实体企业造成压力；特别是银行对非金融公司和家庭的贷款增速持续下降，货币供应增速也呈下滑趋势，欧洲需求仍然萎缩。
 - 3、欧元区失业率连创 1999 年以来新高，2011 年 12 月欧元区 12 国失业率 10.4%，分化比较明显，其中边缘国家尤其高，西班牙和希腊分别为 22.9%和 19.2%，而奥地利、荷兰与德国的失业率分别为 4.1%、4.9%和 5.5%，这为这些国家制造业持续改善提供支撑。
- 我们也关注到，一些先行指标显示欧洲经济有企稳的迹象，对未来不必过于悲观。
- 总体上，我们认为欧洲今年上半年可能延续下滑趋势，3、4 月欧债高峰仍有风险尚未释放，待 6 月银行一级核心资本充足率达到 9%的监管要求后，贷款环境有望逐步改善，财政紧缩的影响也边际递减，那么欧洲经济下半年企稳将有所反弹。

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”。

目前市场关心的一个问题是欧洲危机处在什么阶段，是否已经过去？

我们认为，从金融市场来看，欧洲危机最动荡的时候已经结束，从图 1 可见，彭博欧洲金融状况指数体现欧洲股市、债市和货币市场整体有所改善，而 MSCI 欧洲指数反映了欧洲股市在经历了去年 8 月和 11 月的大跌后，企稳并开始反弹。

图 1：欧洲金融状况有所改善

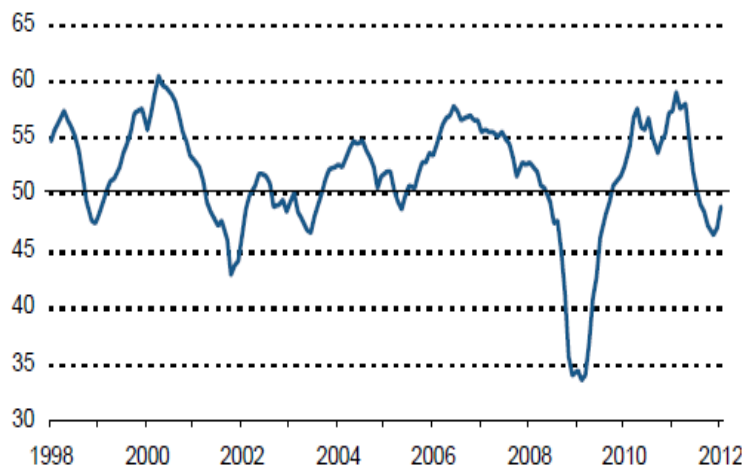


资料来源：IMF、申万研究

从实体经济层面，欧洲确实出现改善的迹象，但各国有所分化，今年上半年还面临进一步下滑的风险，主要基于以下理由：

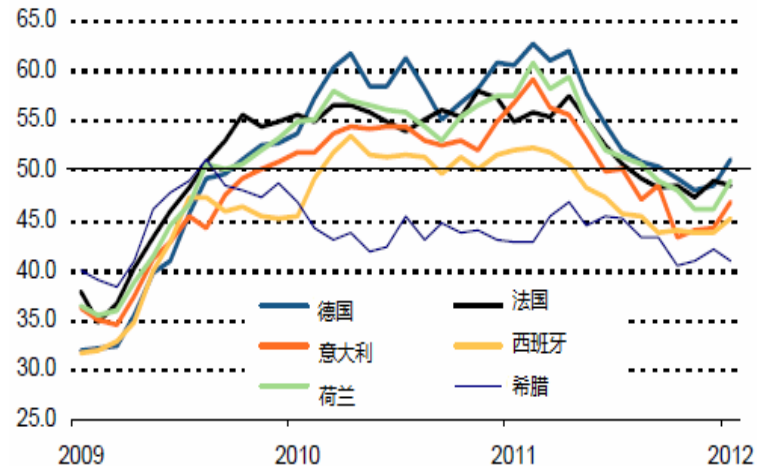
1. 从 PMI 来看，虽然欧元区制造业 PMI 连续两月，下行趋势有所缓解，但仍处于筑底之中，类似于 2002 年初的情形，今年二季度由于欧元区财政和信贷紧缩，可能再度下滑。从国别来看，主要是德国、荷兰、奥地利等国 PMI 连续回升，而法、希、爱尔兰转而下滑。从分项来看，主要是产出回升至 50 拉动；而生产指数一路下滑，因企业仍在去库存，这与工业产值同比下滑是一致的（见图 3）；投入品价格涨幅要高于售价，反映需求端仍然偏弱，企业盈利面临下滑趋势；新订单依然呈下滑态势，源于企业普遍减少采购，以及之前欧元持续贬值。

图 2：欧元区 PMI 连续两月上涨，但仍处于 50 下方，二季度仍面临财政和信贷紧缩，趋势难言稳定，



资料来源：Markit，申万研究

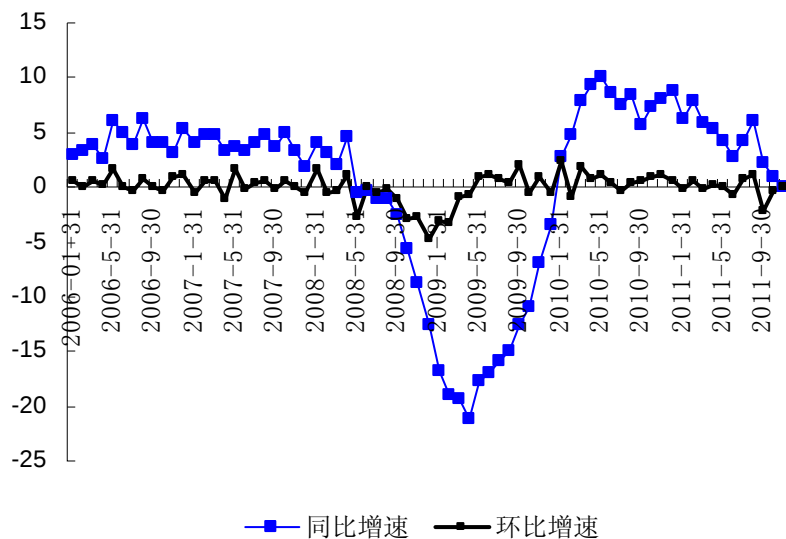
图 3：欧元区 PMI 近期企稳，核心国家缓慢扩张，边缘国家衰退减弱。



资料来源：Markit，申万研究

图 4：欧洲工业产值同比仍然下滑，但环比出现改善

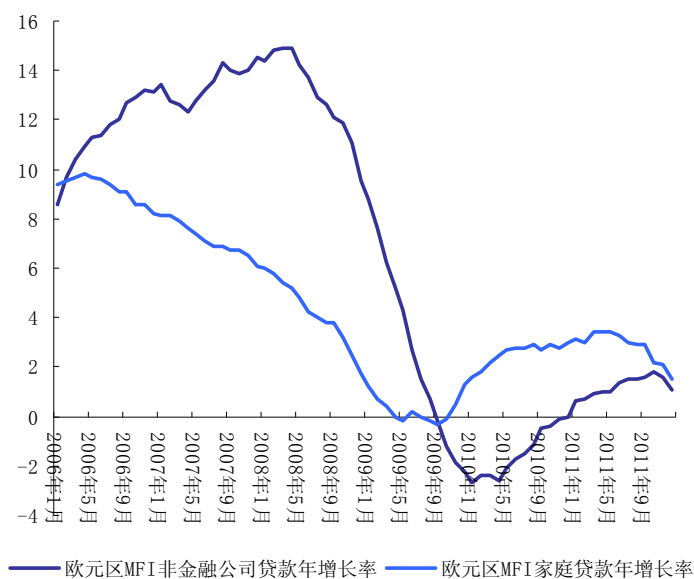
欧元区工业产值



资料来源：IMF、申万研究

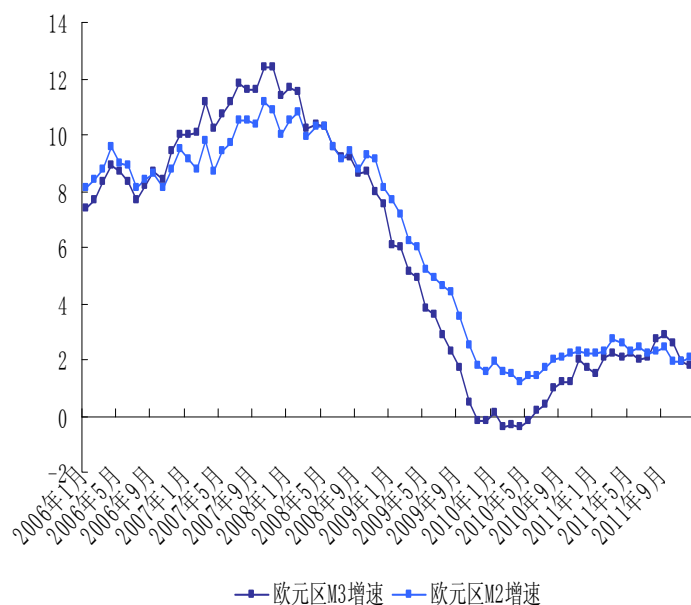
- 2、今年上半年，欧洲空前的财政紧缩将持续对经济造成压力；欧洲银行去年第 4 季度以来不断收缩对外投资、贸易融资，将对实体企业造成压力；特别是银行对非金融公司和家庭的贷款增速持续下降（见图 4），货币供应增速也呈下滑趋势，欧洲需求仍然萎缩。

图 5：欧元区 MFI 非金融公司和家庭的贷款增速仍下滑



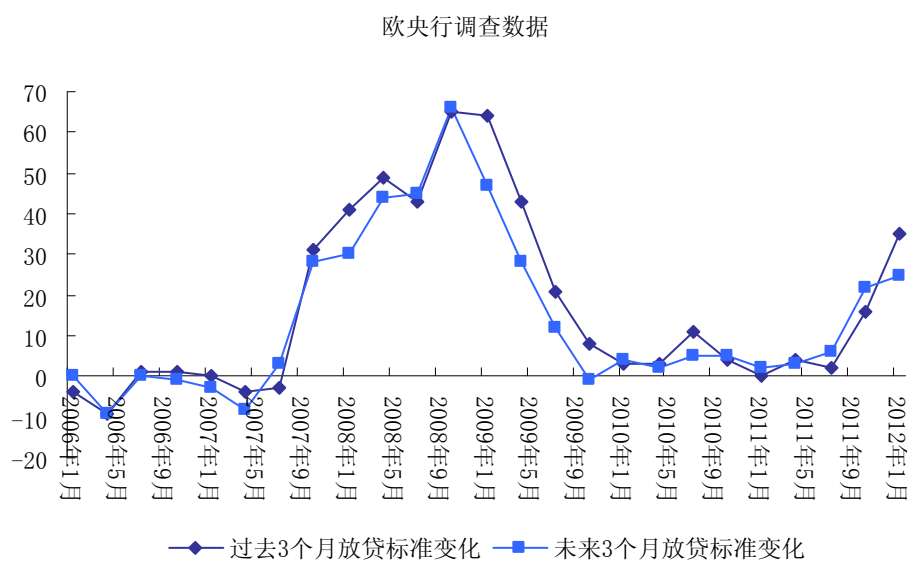
资料来源：Markit, 申万研究

图 6：欧元区货币供给增速下滑



资料来源：Markit, 申万研究

图 7：欧央行调查的过去和未来 3 个月的放贷标准变化，显示银行的放贷标准更加严格

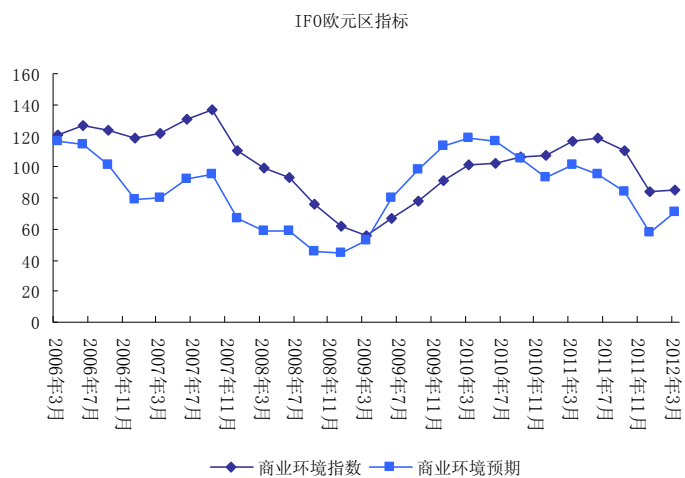


资料来源：IMF、申万研究

- 3、欧元区失业率连创 1999 年以来新高，2011 年 12 月欧元区 12 国失业率 10.4%，分化比较明显，其中边缘国家尤其高，西班牙和希腊分别为 22.9% 和 19.2%，而奥地利、荷兰与德国的失业率分别为 4.1%、4.9% 和 5.5%，这为这些国家制造业持续改善提供支撑。

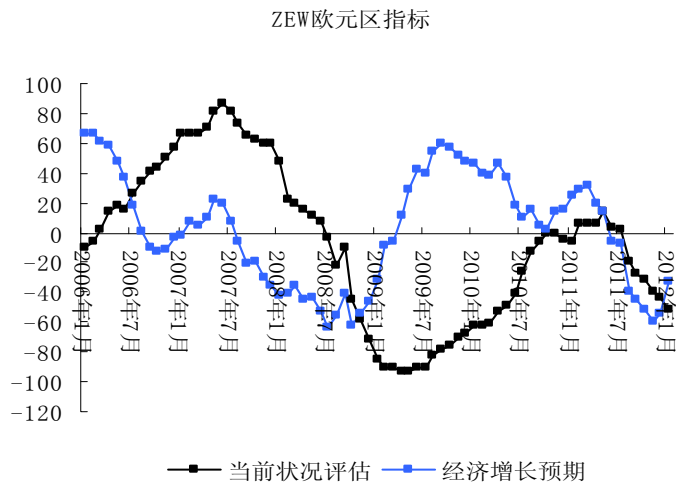
我们也关注到，一些先行指标显示欧洲经济有企稳的迹象，对未来不必过于悲观。

图 7：IFO 欧元区经济景气指数企稳



资料来源：彭博，申万研究

图 8：欧元区 ZEW 预期指数改善

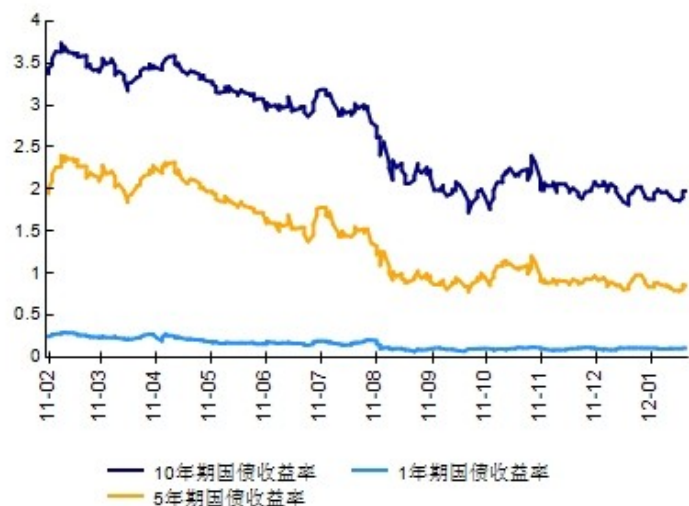


资料来源：彭博，申万研究

总体上，我们认为欧洲今年上半年可能延续下滑趋势，3、4月欧债高峰仍有风险尚未释放，待6月银行一级核心资本充足率达到9%的监管要求后，贷款环境有望逐步改善，财政紧缩的影响也边际递减，那么欧洲经济下半年企稳将有所反弹。

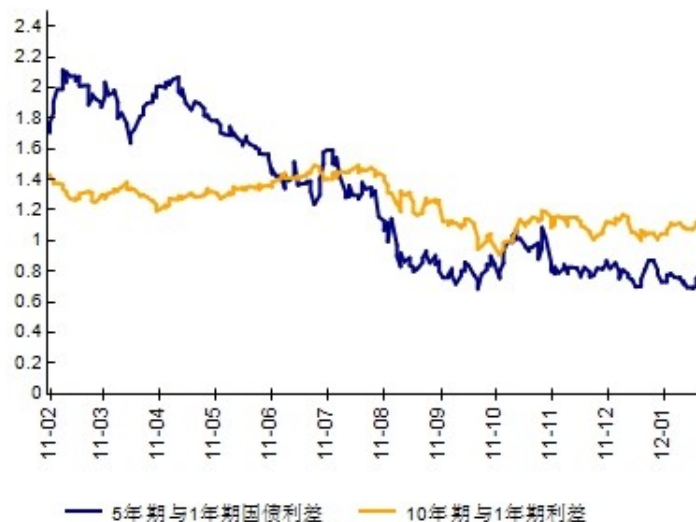
1. 商品零售额增速不如预期，商品下跌

图 1：美国国债收益率下降，对其需求减少。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下跌，对长期经济形势担忧有所增加。



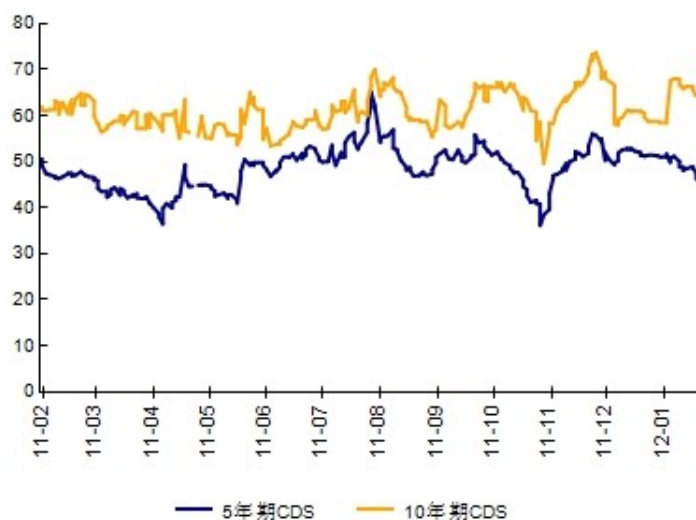
资料来源：Bloomberg，申万研究

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：美国小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。

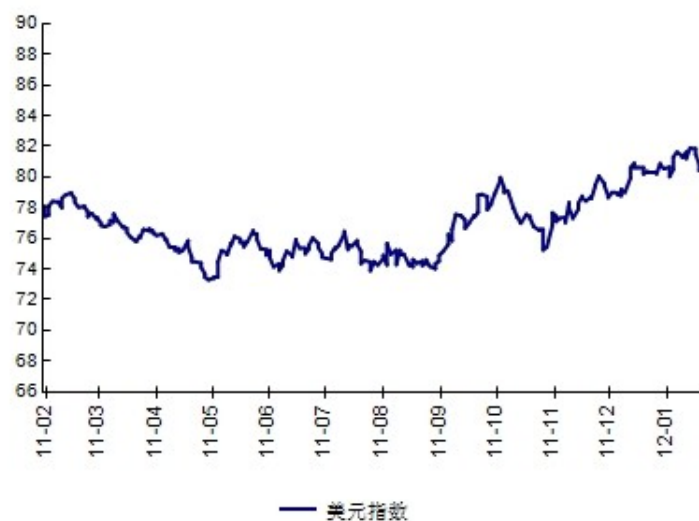


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元上升，由于穆迪将英法两国评级展望调为负面。



图 6：美元指数微幅下跌，对其避险需求依然存在。



资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下滑，由于商品零售额增长不如预期。

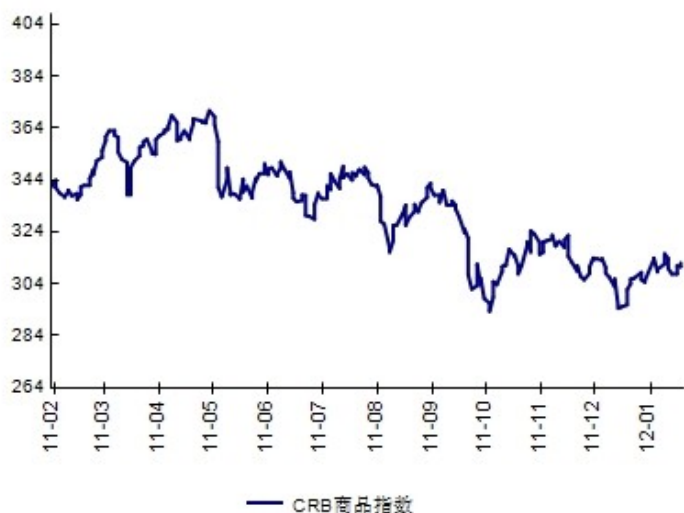
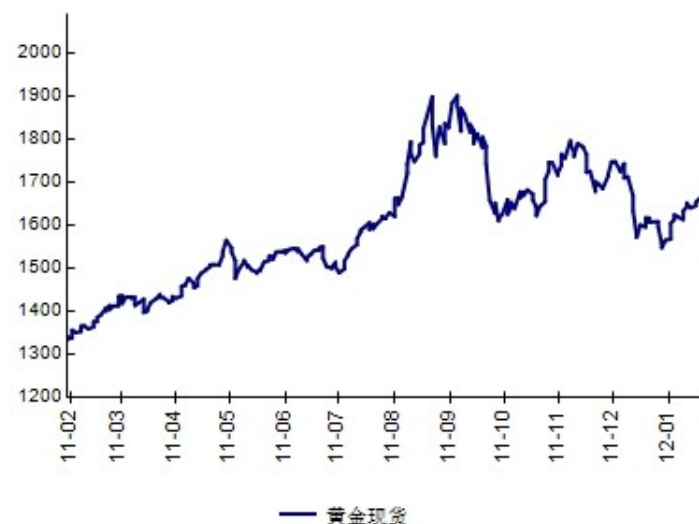


图 8：黄金现货价格小幅下跌，对其避险需求有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

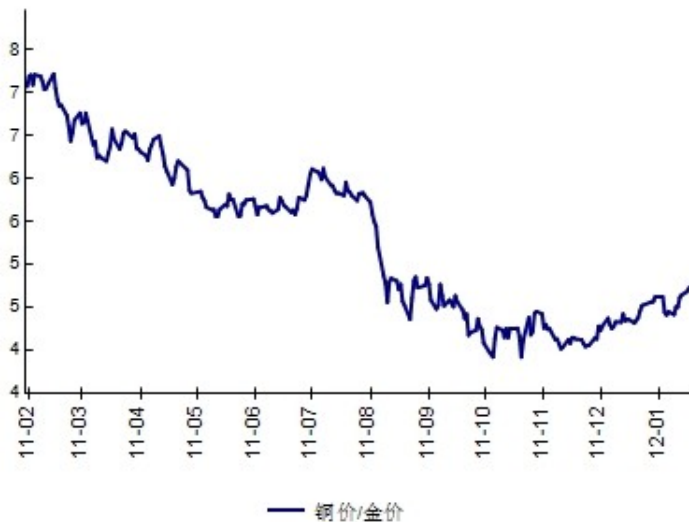
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格小幅下滑, 但仍处于高位, 由于预期美国原油库存上涨。



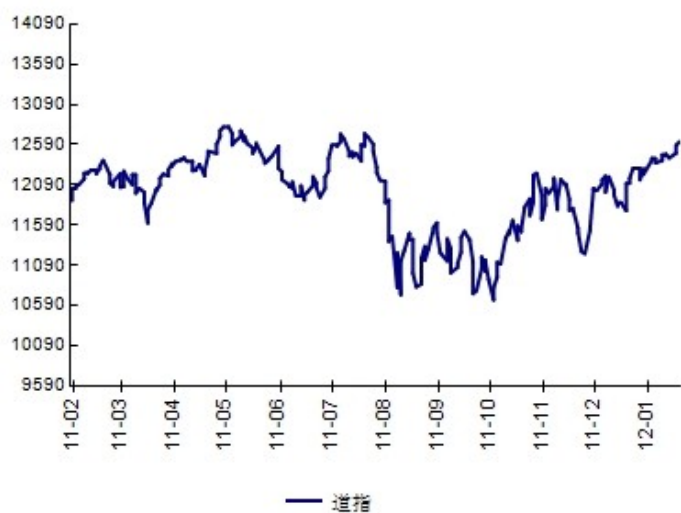
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比继续下降, 由于穆迪下调意西葡三国评级且将英法展望调为负面。



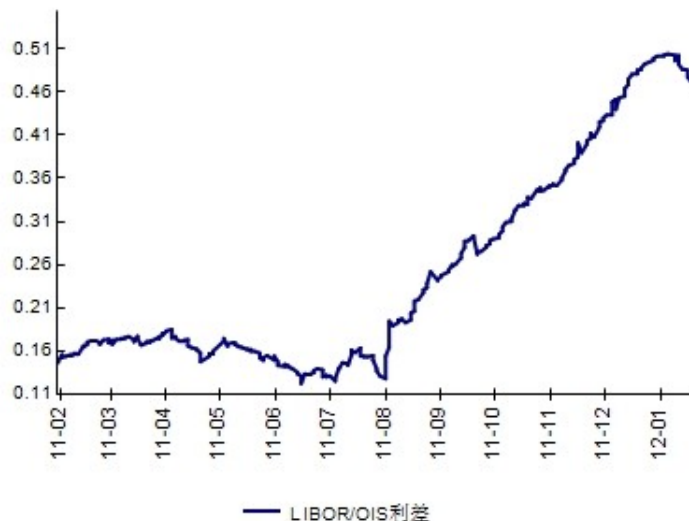
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 虽然商品零售增长不如预期, 但由于 2 月德国投资者信息创 10 个月来新高。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下降, 银行信贷压力有所缓和。



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
02/02/2012 21:30	持续领取失业救济人数	JAN 21	3.53E+06	3437K	3.5 E+06
02/02/2012 22:45	ISM 纽约	JAN	--	60.1	51.1
02/02/2012 22:45	彭博消费者舒适度	AN 29	--	-44.8	-46.4
02/02/2012-02/03/2012	ICSC 连锁店销售 同比	JAN	--	4.80%	3.50%
02/03/2012 21:30	非农就业人数增减	JAN	150000	243K	200000
02/03/2012 21:30	非农私企就业人数增减	JAN	168000	257K	212000
02/03/2012 21:30	制造业就业人数增减	JAN	11000	50K	23000
02/03/2012 21:30	失业率	JAN	8.50%	8.30%	8.50%
02/03/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	JAN	0.20%	0.20%	0.20%
02/03/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	JAN	1.0%	1.90%	2.10%
02/03/2012 21:00	周平均工时 所有员工	JAN	34.4	34.5	34.4
02/03/2012 21:30	家庭调查就业率变动	JAN	--	847	176
02/03/2012 21:30	就业不足率(U6)	JAN	--	15.10%	15.20%
02/03/2012 3:00	ISM 非制造业综合指数	JAN	53.2	56.8	52.6
02/03/2012 23:00	工厂订单	DEC	1.50%	1.10%	1.80%
02/07/2012 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	FEB	48.1	49.4	47.5
02/07/2012 23:00	JOLTS 职位空缺	DEC	3250	3376	3161
02/08/2012 04:00	消费者信用	DEC	\$7.000B	\$19.308B	\$20.374B
02/08/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 3	--	7.5%	-2.90%
02/09/2012 21:30	首次失业人数	FEB 4	370K	358K	367K
02/09/2012 21:30	持续领取失业救济人数	JAN 28	3500K	3515K	3437K
02/09/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 5	--	-41.7	-44.8
02/09/2012 23:00	批发库存	DEC	0.40%	1.00%	0.10%
02/10/2012 21:30	贸易余额	DEC	-\$48.5B	-\$48.8B	-\$47.8B
02/10/2012 22:55	密执安大学消费者信心	FEB P	74.8	72.5	75
02/11/2012 03:00	预算月报	JAN	-\$34.0B	-\$27.4B	-\$49.8B
02/14/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	JAN	95	93.9	93.8
02/14/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	JAN	0.30%	0.30%	-0.10%
02/14/2012 21:30	进口价格指数(同比)	JAN	7.20%	7.10%	8.50%
02/14/2012 21:30	商品零售额	JAN	0.80%	0.40%	0.10%
02/14/2012 21:30	除汽车外零售额	JAN	0.50%	0.70%	-0.20%
02/14/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	JAN	0.50%	0.60%	0.00%
02/14/2012 21:30	零售销售“对照小组”	JAN	0.40%	0.70%	--
02/14/2012 23:00	营运库存	DEC	0.50%	0.40%	0.30%

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
02/15/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 10	--	--	7.50%
02/15/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	FEB	15	--	13.48
02/15/2012 21:30	Revisions: Consumer Price Index				
02/15/2012 22:00	净 TIC 流量总计	DEC	--	--	\$48.6B
02/15/2012 22:00	长期净 TIC 流量	DEC	\$45.0B	--	\$59.8B
02/15/2012 22:15	工业产值	JAN	0.70%	--	0.40%
02/15/2012 22:15	设备使用率	JAN	78.60%	--	78.10%
02/15/2012 23:00	NAHB 住宅市场指数	FEB	26	--	25
14-15 FEB	Revisions: Producer Price Index				
02/16/2012 03:00	Minutes of FOMC Meeting				
02/16/2012 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	JAN	0.40%	--	-0.10%
02/16/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	JAN	0.20%	--	0.30%
02/16/2012 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	JAN	4.10%	--	4.80%
02/16/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	JAN	2.70%	--	3.00%
02/16/2012 21:30	首次失业人数	FEB 11	365K	--	--
02/16/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 4	3490K	--	--
02/16/2012 21:30	新宅开工指数	JAN	675K	--	657K
02/16/2012 21:30	房屋开工(月环比)%	JAN	2.70%	--	-4.10%
02/16/2012 21:30	建筑许可	JAN	680K	--	679K
02/16/2012 21:30	建筑许可(月环比)%	JAN	1.30%	--	-0.10%
02/16/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 12	-40.8	--	-41.7
02/16/2012 22:45	彭博经济预期	FEB	--	--	-19
02/16/2012 23:00	房贷拖欠	4Q	--	--	7.99%
02/16/2012 23:00	MBA Mortgage Foreclosures	4Q	--	--	4.43%
02/16/2012 23:00	费城联储商业前景指数	FEB	9	--	7.3
02/17/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	JAN	0.30%	--	0.00%
02/17/2012 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	JAN	0.20%	--	0.10%
02/17/2012 21:30	消费价格指数(同比)	JAN	2.80%	--	3.00%

2. 英国通胀回落，欧元对日元回升

图 13：除英国和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均回升。对经济担忧情绪加剧。



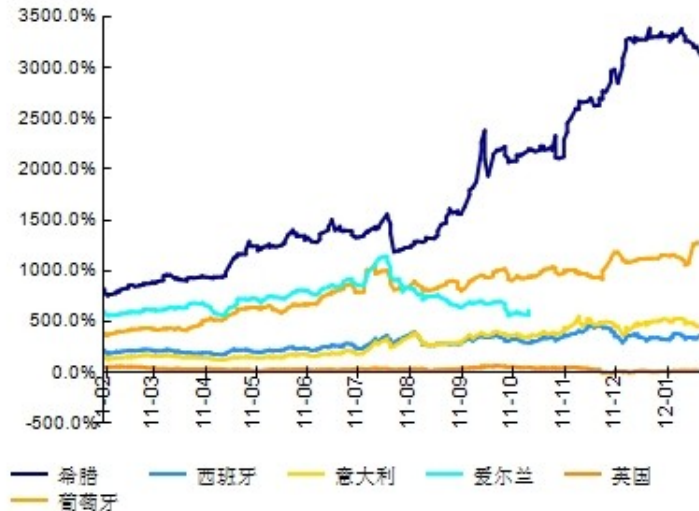
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



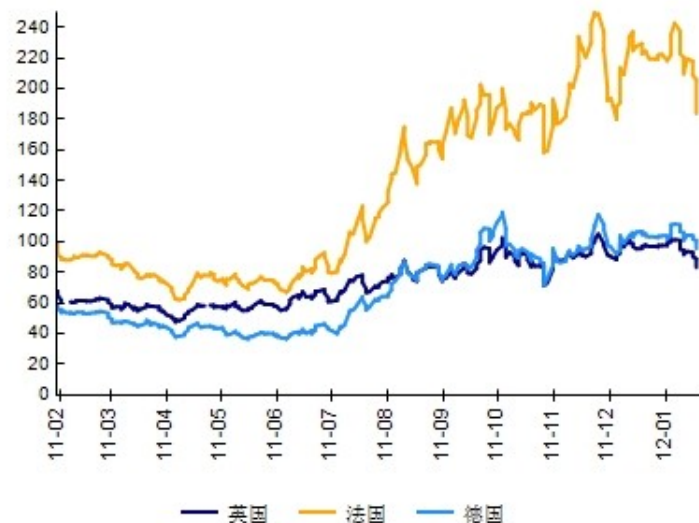
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国和意大利外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



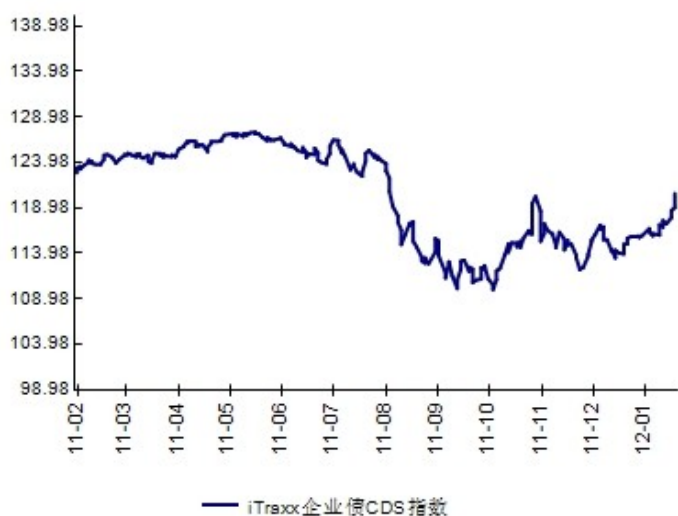
资料来源：Bloomberg，申万研究

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



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 回落, 对企业违约风险情绪有所缓解。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减少。



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: 欧元对日元回升, 由于英国通胀回落至 3.6%, 为 14 个月来新低。



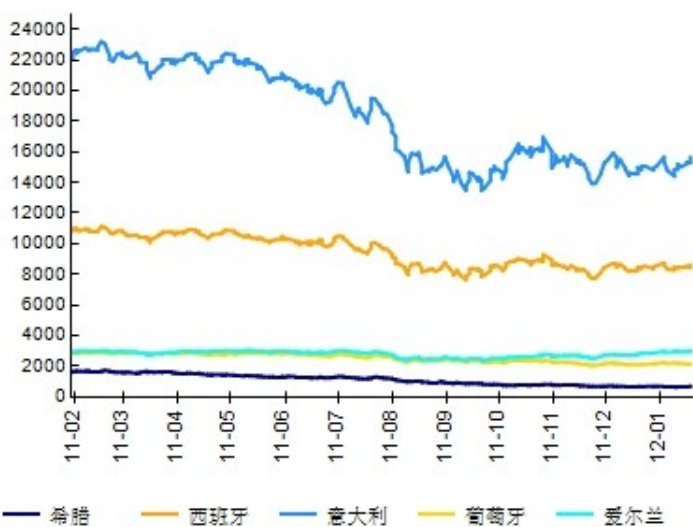
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



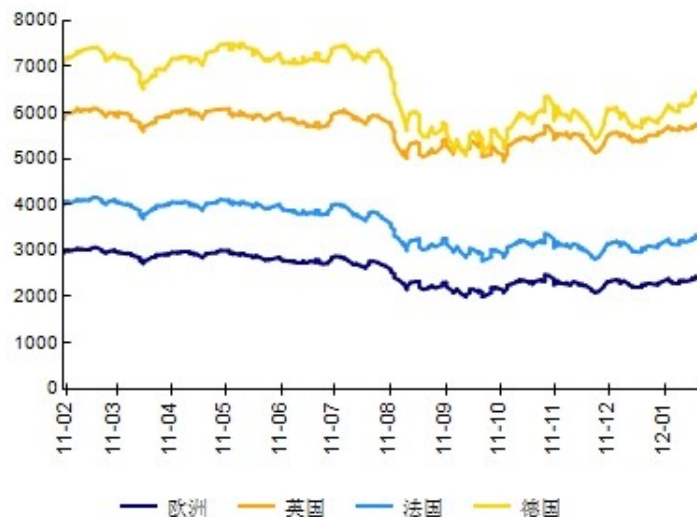
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除意大利外, 其他欧猪五国股市均下跌。



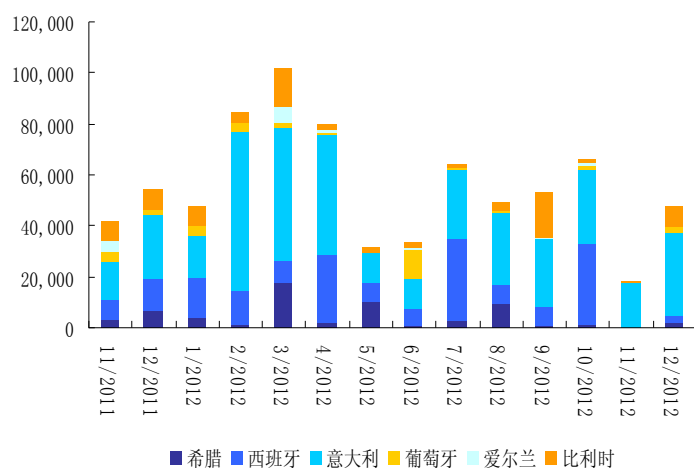
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于穆迪下调西葡的主权评级并将英法两国的展望调为负面。



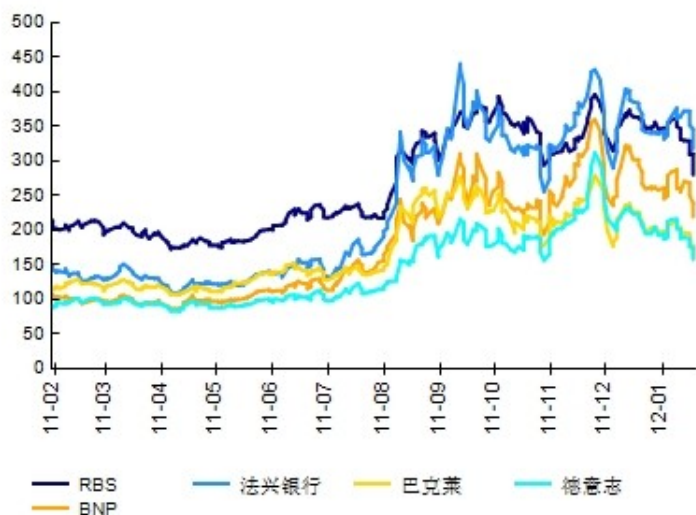
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



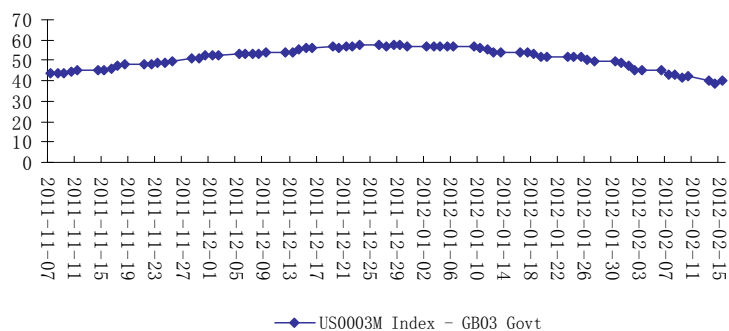
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均回升。



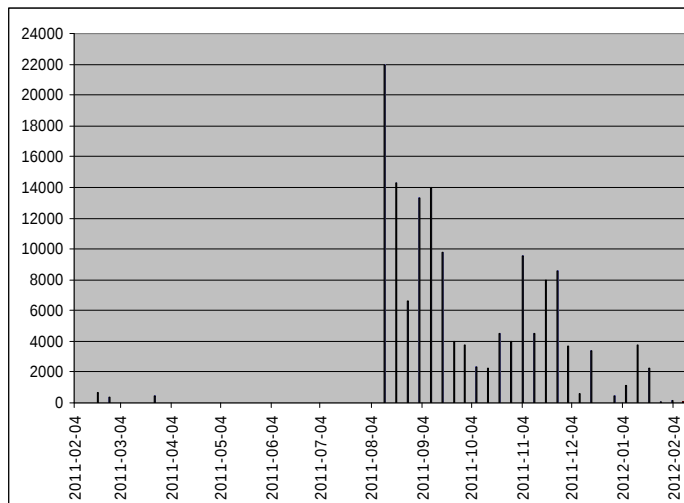
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 上涨, 资金趋紧。



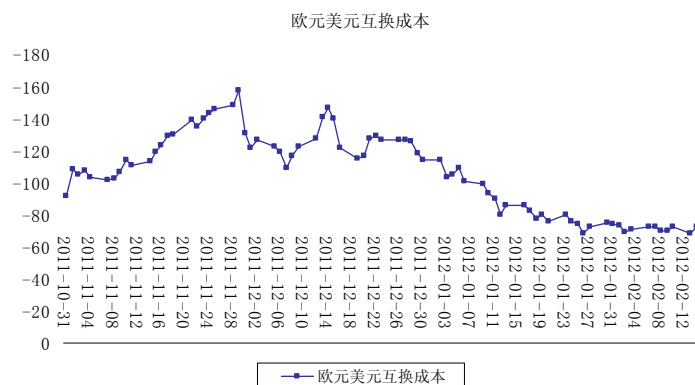
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 欧央行购买债券力度下滑, 上周仅 5.9 千万。(单位: 百万欧元)



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 欧元互换成本上涨。



资料来源: ECB, 申万研究

表 1: 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 2: 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 3: 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
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

表4：截至2011-9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	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		2301.28	346.57	48.62	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39
希腊	13.52	478.99	186.36	31.64	10.48	115.46	60.07	11.65	1047.17
爱尔兰	233.63	290.29	1015.65	158.52	86.00	1370.89	436.60	196.35	3575.99
意大利	222.17	3724.00	1446.86		355.12	612.68	330.12	364.25	7357.71
葡萄牙	32.39	257.55	299.93	34.71	788.09	234.04	49.67	14.38	1758.31
西班牙	212.34	1445.21	1608.65	295.23		930.83	477.54	246.84	5902.67
德国	164.01	2456.29		2449.56	600.36	2303.36	2173.68	1392.05	12940.06
法国	623.66		2170.00	480.15	65.55	178.33	331.91	158.54	4403.39

资料来源：BIS，申万研究

表 5：欧猪五国债务今内到期明细

到期日	国家	未偿还(千)	应付利息(千)	本息和(亿)	货币
01/11/12	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 6：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							12-01-27	BBB+	负面
	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							12-01-27	A-	负面
				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
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	12-01-27	A	负面
				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						

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。