

2012 年 04 月 20 日

论欧债危机尚不会再次爆发

——国际金融市场风险监控 2012 年 4 月 20 日

总体判断:

- 投资结论: 基于对金融市场状况和经济领先指标的分析, 我们认为, 尽管欧洲经济今年将陷入衰退, 仍在探底之中, 但目前的迹象表明, 欧洲金融市场并不会重演去年的崩盘, 因欧债危机整体缓解, 西班牙虽起波澜但无大碍。
- 我们坚持今年 2 月的观点: 欧洲金融市场最坏的时候已过, 短期需要密切关注银行危机带来的下行风险。从彭博欧洲金融状况指数来看, 该指数自低点已经反弹 59%, 整体呈改善趋势, 尽管近期小幅下滑 18%, 但与去年欧洲危机导致该指数暴跌 12 倍相比, 只是小幅回调。不过, 值得警惕的是, 欧洲斯托克 600 银行指数近一个月已经下跌了 16%, 而去年下半年欧债危机导致银行股也仅下跌 36%, 近期市场情绪恶化可能拖累该指数继续下滑。这符合我们认为今年 6 月前、欧债危机处于银行业危机的判断。
- 西班牙短期还不会爆发类似于希腊的危机, 但需要警惕其债务状况。(1) 从十年期国债收益率来看, 虽然今年大都维持在 5% 以上, 特别是近一个月上涨 63 个基点至 5.92%, 最高触及 6.1%, 但仍不及去年 6.7% 的水平。但若持续于 6% 上方, 特别是接近 7% 这一考虑求援的水平, 则会引起市场对西班牙的担忧加剧。(2) 从国债拍卖来看, 虽然 4 月以来西班牙国债拍卖收益率一直上升, 但本周长短债拍卖认购踊跃, 表明投资者对西班牙的信心有所增强。(3) 欧央行仍有应对工具, 可以重启资产购买计划 (SMP), “三驾马车” 在必要时也会施以援手, 避免事态恶化, 这将有效缓解市场情绪。
- 欧债危机目前的问题主要集中在三方面: (1) 空前的财政紧缩。根据 IMF 的预测, 财政紧缩将拖累欧元区 GDP -1.4 个百分点, 其中对意大利、西班牙、法国、德国的拖累分别为 -2.1%、-1.9%、-1.1% 和 -0.8%。(2) 银行紧缩。尽管两轮 LTRO 暂时缓解了银行的资金紧张, 但 9% 的一级核心资本充足率约束导致银行依然惜贷, 对欧洲非金融企业和家庭的贷款增速一直减少, 拖累欧元区经济至少 1 个百分点。(3) 债务问题依然严重。西班牙的家庭债务和公司债务一直高企, 为欧元区主要国家中最高的, 连以前相对较低的政府债务, 今年也将升至 79%; 法国和意大利的总债务占 GDP 的比重已超过 300%。
- 总体来看, 尽管欧洲经济将继续下滑, 西班牙短期发酵使欧洲金融市场承压, 但其影响不及去年下半年的欧债危机, 并不会导致金融市场崩盘, 欧债危机已由急症转为慢性病。

相关研究

美国对华贸易逆差减小,
CPI 下行但核心 CPI 上行
2012 年 4 月 16 日

避险情绪缓解, 美联储暗示
低利率至 2015 年
2012 年 4 月 12 日

美国 3 月就业大失所望, QE3
仍是大概率事件
2012 年 4 月 9 日

西班牙不是下一个“希腊”
2012 年 4 月 6 日

外围市场下跌, 全球 PMI 下降
2012 年 4 月 5 日

美国投资强而出口弱, 欧洲
救助基金增至 9400 亿欧元
2012 年 3 月 30 日

欧洲危机已过?
2012 年 3 月 30 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@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

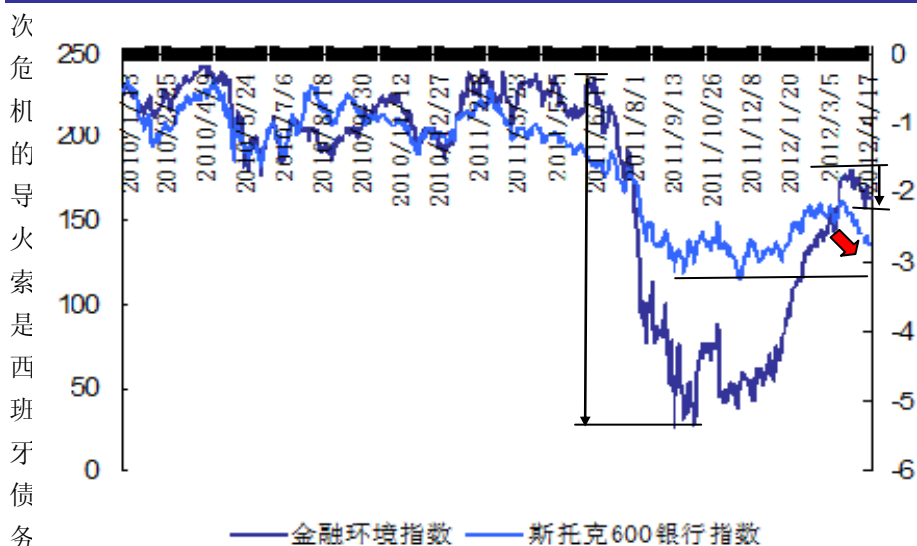
<http://www.swsresearch.com>

1、论欧债危机尚不会再次爆发

目前市场关心的一个问题是欧洲是否会和上次一样导致欧洲再次崩盘？我们的判断是，基于对金融市场状况和经济领先指标的分析，尽管欧洲经济今年将陷入衰退，仍在探底之中，但目前的迹象表明，欧洲金融市场并不会重演去年的崩盘，因欧债危机整体缓解，西班牙虽起波澜但无大碍。

我们坚持 2 月的观点，欧洲金融市场最坏的时候已过，但经济仍然下滑。从金融市场来看，欧洲危机最动荡的时候已经结束，从图 1.1 可见，去年 11 月底欧债危机第二波过去后，综合反映欧洲股市、债市和货币市场的彭博欧洲金融状况指数已反弹 59%，整体呈改善趋势。尽管近一个月，该指数下滑 18%，但与去年欧债危机导致该指数下跌 12 倍相比，仅仅为微弱回调；相比之下。不过，值得警惕的是，欧洲斯托克 600 银行指数近一个月已经下跌了 16%，而去年下半年欧债危机也才下跌 36%，此次下跌不容忽视，可能对市场情绪有所拖累而放大其影响。这符合我们认为去年 9 月至今年 6 月欧债危机处于银行业危机的判断。

图 1.1：欧洲金融状况最坏的时候已过，短期受银行股拖累下滑风险，但不会重演去年的崩盘



资料来源：IMF、申万研究

目前市场的焦点是西班牙。我们认为，西班牙短期不会爆发类似于希腊的危机，主要基于以下原因：（1）从十年期国债收益率来看，虽然今年绝大部分时间维持在 5% 以上，特别是近一个月上涨 62 个基点至 5.82%，最高触及 6.1%，但仍不及去年 11 月下旬欧债危机升级时 6.7% 的水平，（2）与希腊、葡萄牙、爱尔兰接受救助的国家国债收益率均在 8% 以上相比，还有较大空间，近期涨幅也不及去年下半年欧猪国家国债收益率的涨幅。但若持续于 6% 上方，特别是接近 7% 这一考虑求援的水平，则会引起市场对西班牙的担忧加剧。（2）从国债拍卖来看，虽然 4 月 17 日西班牙 12 个月、18 个月国债拍卖收益率如期上升，接近翻倍；但认购倍数也上升，表明投资者对西班牙未来一年的信心有所增强，

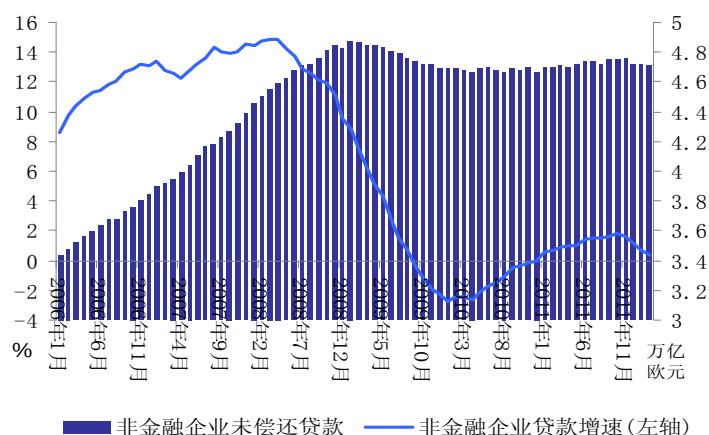
预计今日的西班牙长债拍卖虽拍卖成本上升，但仍将有踊跃认购，带动二级市场国债收益率也有所回落。（3）即使西班牙二级市场融资困难，欧央行目前仍有应对工具，可以重启资产购买计划（SMP），三驾马车也会在必要时会对西班牙进行救援，这将有效缓解市场情绪。但是，西班牙和希腊类似的是，失业率涨至加入欧元区以来的新高，超过 20%，青年人失业率更超过 50%，这可能引发社会问题，甚至带来社会动荡，是一个重大的潜在风险。

目前，欧债危机的问题主要集中在三方面：

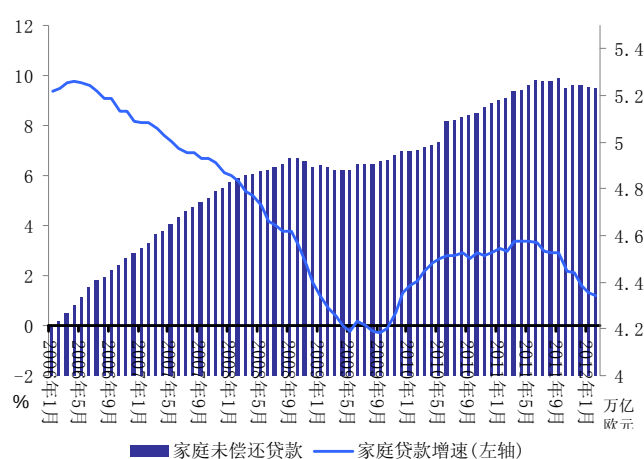
（1）空前的财政紧缩。根据 IMF 的预测，财政紧缩将拖累欧元区 GDP -1.4 个百分点，其中对意大利、西班牙、法国、德国的拖累分别为-2.1%、-1.9%、-1.1%和-0.8%。

（2）银行紧缩。尽管两轮 LTRO 暂时缓解了银行的资金紧张，但 9% 的一级核心资本充足率约束导致银行依然惜贷，欧洲主要银行被动收缩贷款和对外融资，表现在对欧洲非金融企业和家庭的贷款增速一直减少，特别是今年 2 月对非金融公司的贷款增速已下滑至 0.4%（见图 1.2 和图 1.3）。银行紧缩将拖累欧元区经济至少 1 个百分点。

图 1.2：欧元区 MFI 非金融公司未偿还贷款和贷款增速均下 图 1.3：欧元区 MFI 家庭未偿还贷款和贷款增速也下滑



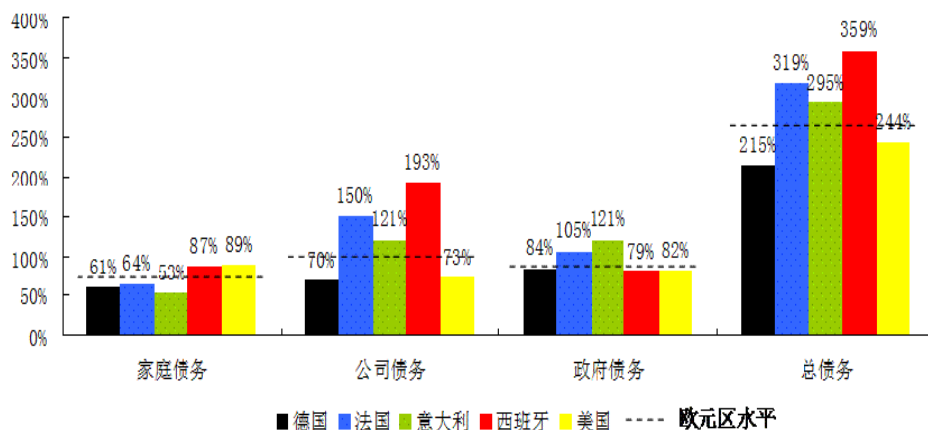
资料来源：Markit，申万研究



资料来源：Markit，申万研究

（3）债务问题依然严重（见图 1.4）。西班牙的债务是欧元区主要国家中最高，其中家庭债务和公司债务一直高企，连以前相对较低的政府债务，今年也将升至 79%；法国和意大利的总债务占 GDP 的比重已超过 300%。

图 1.4：欧洲工业产值同比仍然下滑，但环比出现改善



资料来源：IMF、申万研究

图 1.5：欧洲工业产值同比仍然下滑，但环比出现改善

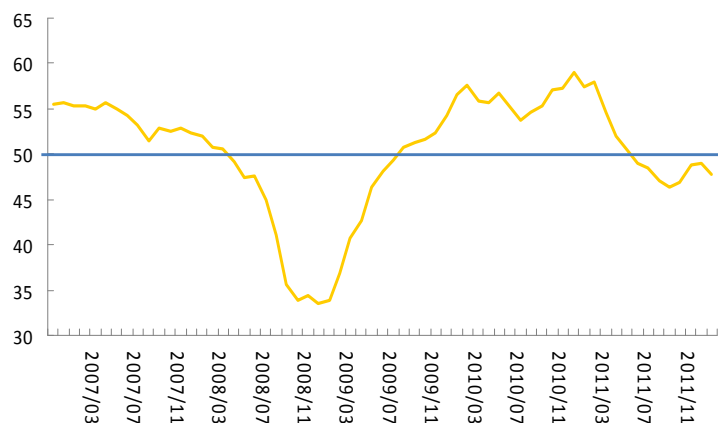


资料来源：IMF、申万研究

从实体经济层面，欧洲经济虽然仍在下滑，前三个季度衰退加剧，但一些先行指标出现改善的迹象，预示 6 个月后经济可能出现企稳迹象，主要表现在：

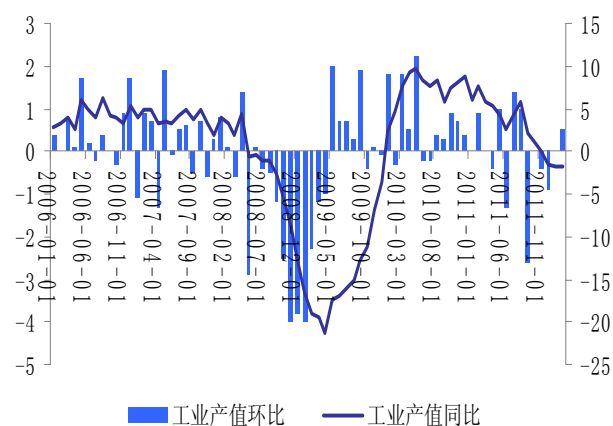
1. 从 PMI 来看，欧元区制造业 PMI 低于 50，且 3 月德、法等核心国家也出现下滑。其中，产出走弱，生产指数更是持续下滑，因企业仍在去库存，这与工业产值同比下滑是一致的（见图 1.6）；投入品价格涨幅要高于售价，反映需求端仍然偏弱，企业盈利面临下滑趋势；新订单依然呈下滑态势，源于企业普遍减少采购，以及之前欧元持续贬值。

图 1.6：欧元区制造业 PMI 持续低于 50，3 月加速收缩



资料来源：Markit，申万研究

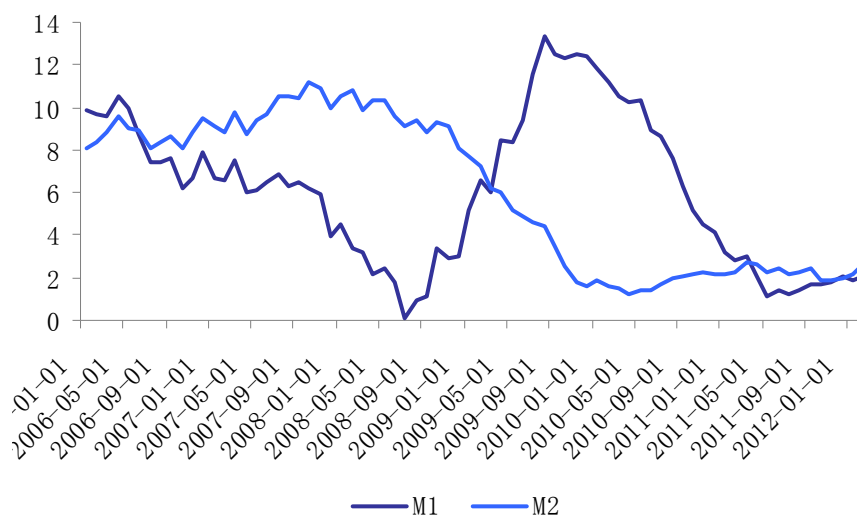
图 1.7：欧元区工业产值（除建筑业）持续下滑



资料来源：bloomberg，申万研究

2、欧元区货币供应回暖，增速有所上升，再加上两轮 LTRO，这体现了宽松的货币政策对短期资金供给有所环境。

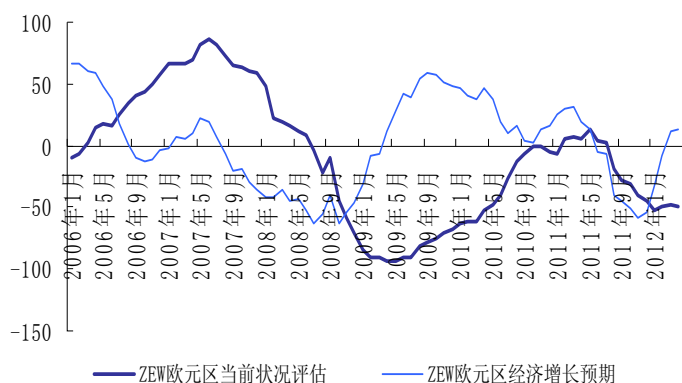
图 1.8：欧元区货币供给有所加速



资料来源：IMF、申万研究

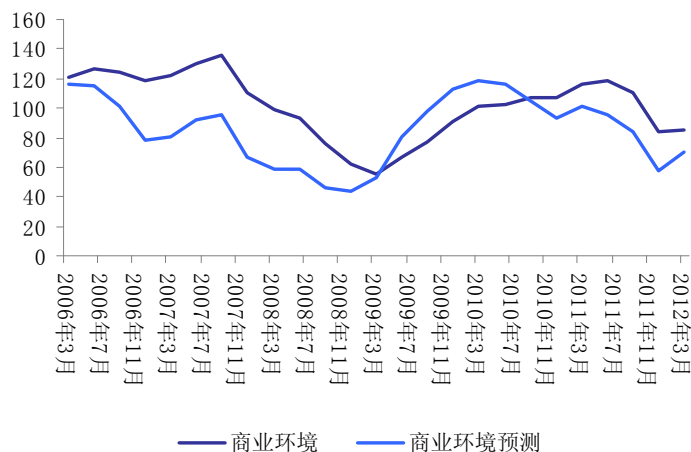
3、商业调查表明人们认为欧元区的经济现状糟糕，但认为未来经济景气和商业环境有所改善。（1）欧元区 ZEW 经济景气预期连续 4 个月上升，对当前情况的评估也企稳。（2）人们对欧元区 IFO 商业环境的预期上升，对欧元区的现状也持平。

图 1.9: 欧元区 ZEW 经济景气预期连续上升, 尽管对当前情况评估仍然不佳



资料来源: bloomberg, 申万研究

图 1.10: 人们对欧元区 IFO 商业环境的预期改善, 尽管认为现状仍然不佳



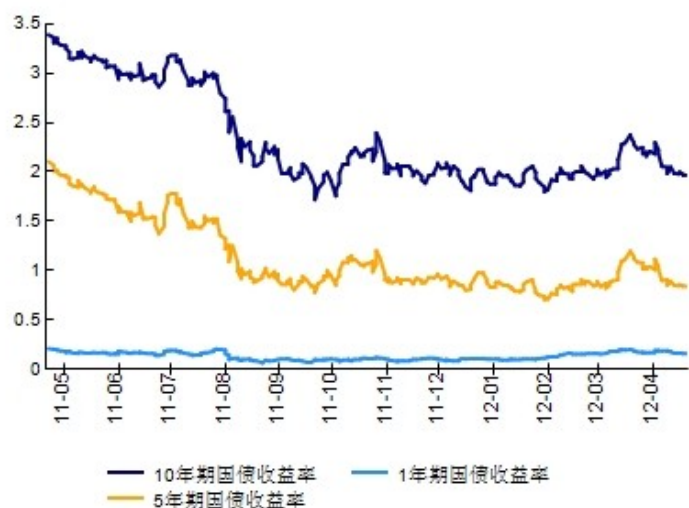
资料来源: bloomberg, 申万研究

总体上, 我们认为, 从经济层面, 欧洲今年前三个季度可能延续下滑趋势, 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, 从领先实体经济 6 个月的 ZEW、IFO 等领先指标来看, 欧洲经济第四季度企稳的概率较大。

尽管欧洲经济将继续下滑, 西班牙短期发酵使欧洲金融市场承压, 但其影响不及去年下半年的欧债危机, 特别是今年未来几个月到期债务减少, 偿债压力减小, 并不会导致金融市场崩盘, 欧债危机已由急症转为慢性病。但我们需要警惕西班牙的债务问题和高失业率问题带来的风险, 关注西班牙能否安度 4 月的偿债高峰, 10 年期国债收益率会否持续在 6% 上方。

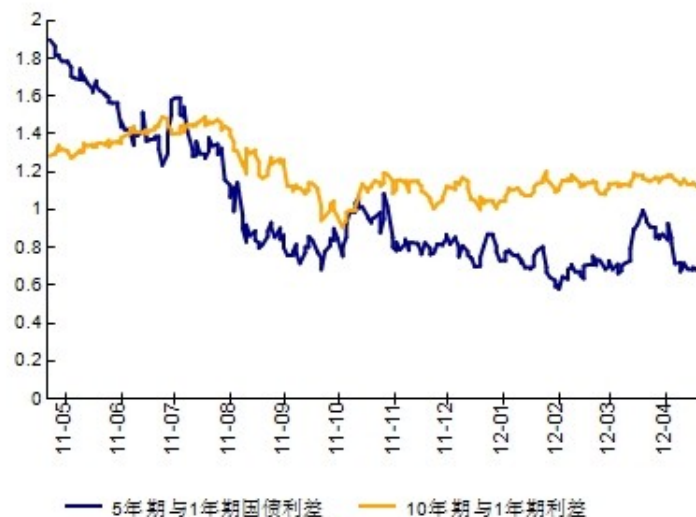
2. 美国首次失业人数及费城联储商业前景指数坏于市场预期，美股下挫

图 1：美国 10 年期国债收益率下降，对其需求减弱，对经济形势担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国 10 年期与 1 年期国债利差下滑，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 指数回落，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 上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



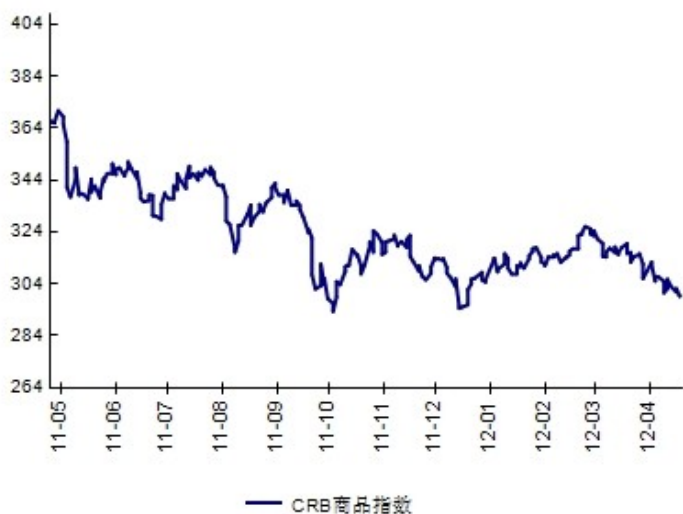
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于市场预期日本银行或于 4 月 27 日加强货币宽松措施, 导致日元走弱。



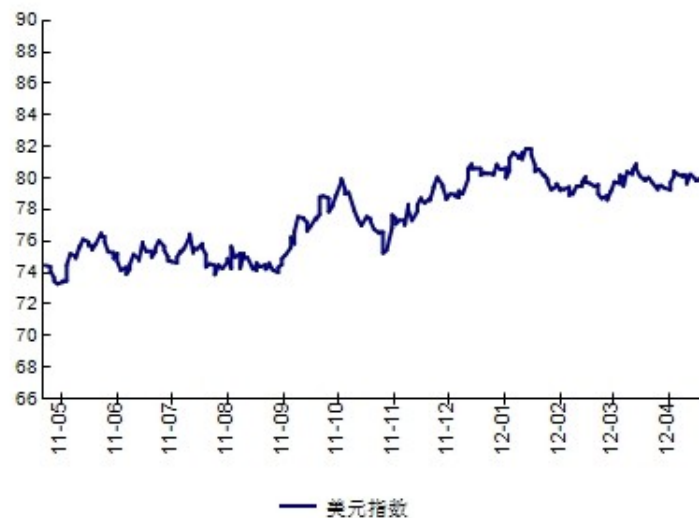
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品小幅上升, 由于金属价格和玉米出口需求大幅上涨, 带动大宗指数上行。



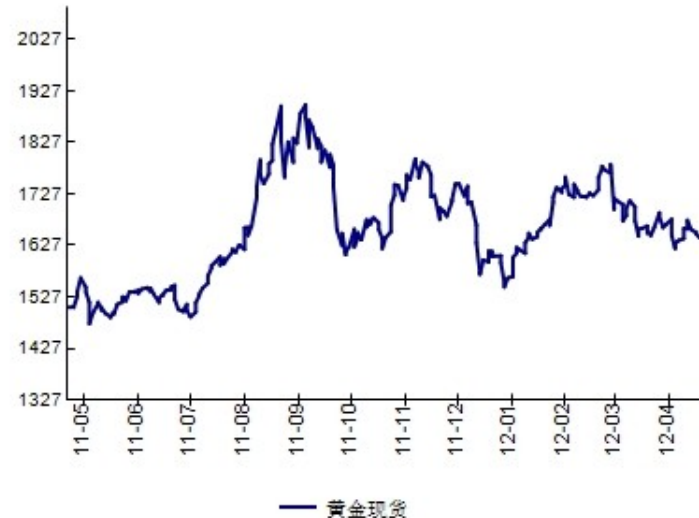
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数回落, 对其避险需求减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格上涨, 对其避险需求有所增强。



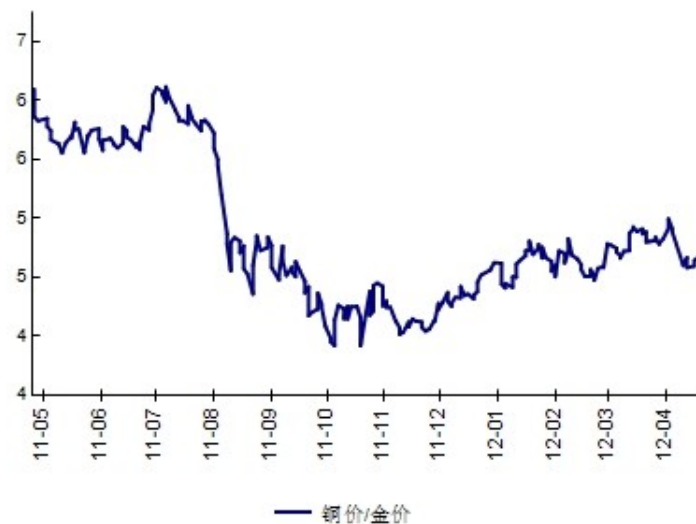
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于坏于预期的经济数据导致市场对美国经济增长的乐观程度降低。



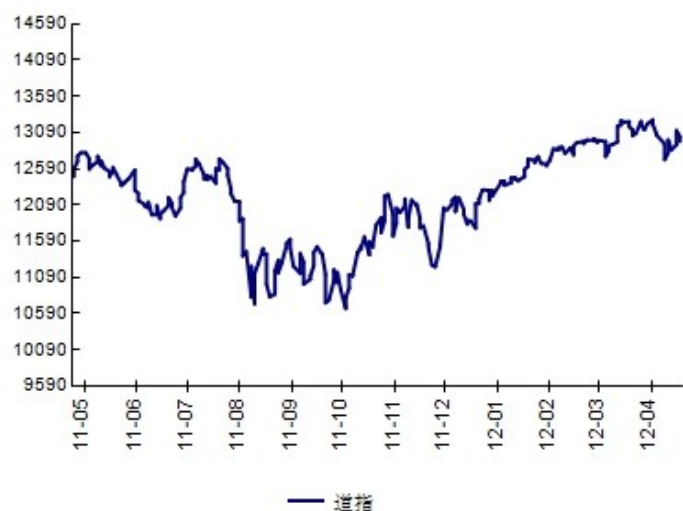
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比与上一日持平, 由于市场预期铜的供给量或将低于需求量, 导致铜价上涨。



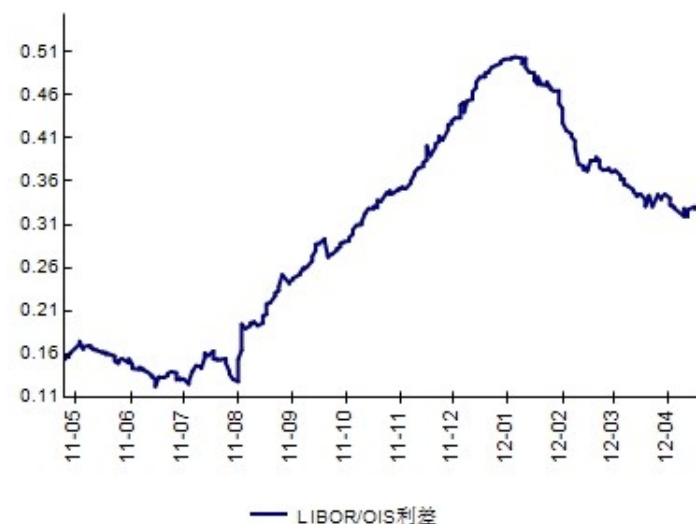
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下跌, 由于美国经济数据坏于市场预期且市场对欧债危机的担忧掩盖了部分公司优于预期的收益数据。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差上涨, 由于美国经济数据坏于市场预期, 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
04/13/2012 20:30	居民消费价格(同比)	MAR	2.70%	2.70%	2.90%
04/13/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	MAR	2.20%	2.30%	2.20%
04/13/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	MAR	229.254	229.392	227.663
04/13/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	MAR	--	228.432	227.907
04/13/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	APR P	76.2	75.7	76.2
04/16/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	APR	18	6.56	20.21
04/16/2012 20:30	商品零售额	MAR	0.30%	0.80%	1.10%
04/16/2012 20:30	除汽车外零售额	MAR	0.60%	0.80%	0.90%
04/16/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	MAR	0.50%	0.70%	0.60%
04/16/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAR	0.50%	0.40%	0.50%
04/16/2012 21:00	净 TIC 流量总计	FEB	\$30.0B	\$107.7B	\$18.8B
04/16/2012 21:00	长期净 TIC 流量	FEB	\$42.5B	\$10.1B	\$101.0B
04/16/2012 22:00	营运库存	FEB	0.60%	0.60%	0.70%
04/16/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	APR	28	25	28
04/17/2012 20:30	新宅开工指数	MAR	705K	654K	698K
04/17/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	MAR	1.00%	-5.80%	-1.10%
04/17/2012 20:30	建筑许可	MAR	710K	747K	717K
04/17/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	MAR	-0.70%	4.50%	5.10%
04/17/2012 21:15	工业产值	MAR	0.30%	0.00%	0.00%
04/17/2012 21:15	设备使用率	MAR	78.50%	78.60%	78.70%
04/17/2012 21:15	制造业(SIC)产值	MAR	--	-0.20%	0.30%
04/18/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 13	--	6.9%	-2.4%
04/19/2012 20:30	首次失业人数	APR 14	370K	386K	380K
04/19/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 7	3300K	3297K	3251K
04/19/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 15	--	-31.4	-32.8
04/19/2012 21:45	彭博经济预期	APR	--	-3	1
04/19/2012 22:00	费城联储商业前景指数	APR	12	8.5	12.5
04/19/2012 22:00	现房销售	MAR	4.61M	4.48M	4.59M
04/19/2012 22:00	旧宅销售 月环比	MAR	0.50%	-2.60%	-0.90%
04/19/2012 22:00	领先指标	MAR	0.20%	0.30%	0.70%

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
04/24/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	FEB	0.10%	--	-0.04%
04/24/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	FEB	-3.50%	--	-3.78%
04/24/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	FEB	--	--	135.46
04/24/2012 22:00	消费者信心	APR	70	--	70.2
04/24/2012 22:00	里士满联储制造业指数	APR	7	--	7
04/24/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	FEB	0.10%	--	0.00%
04/24/2012 22:00	新建住宅销售	MAR	320K	--	313K
04/24/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	MAR	2.20%	--	-1.60%
04/25/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 20	--	--	6.90%
04/25/2012 20:30	耐用品订单	MAR	-1.50%	--	2.20%
04/25/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	MAR	0.50%	--	1.60%
04/25/2012 20:30	非国防资本货物订单（飞机除外）	MAR	0.70%	--	1.20%
04/25/2012 20:30	非国防资本货物出货（飞机除外）	MAR	--	--	1.40%
04/26/2012 00:30	FOMC 利率决策	APR 25	0.25%	--	0.25%
04/26/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	MAR	--	--	-0.09
04/26/2012 20:30	首次失业人数	APR 21	--	--	386K
04/26/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 14	--	--	3297K
04/26/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 22	--	--	-31.4
04/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	MAR	1.50%	--	-0.50%
04/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	MAR	--	--	13.90%
04/26/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	APR	--	--	9
04/27/2012 20:30	员工成本指数	1Q	0.50%	--	0.40%
04/27/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q A	2.50%	--	3.00%
04/27/2012 20:30	个人消费	1Q A	2.30%	--	2.10%

3. 美国近期经济数据利空且西班牙国债收益率回升，避险情绪加剧

图 13：除葡萄牙外，其他国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪有所加大。



图 14：除葡萄牙外，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

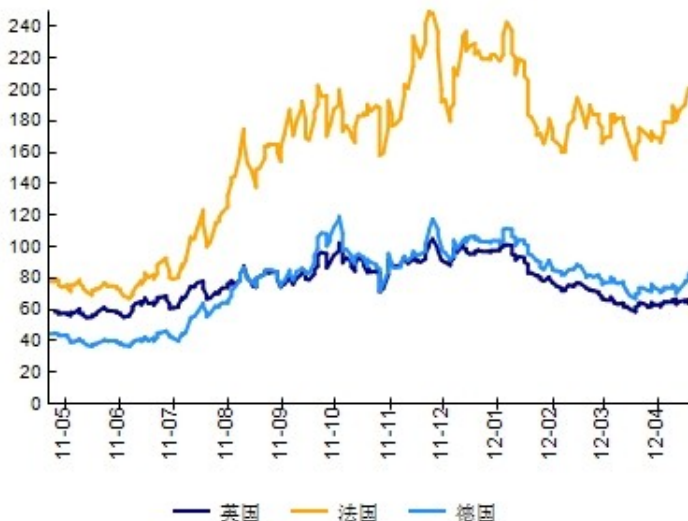
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



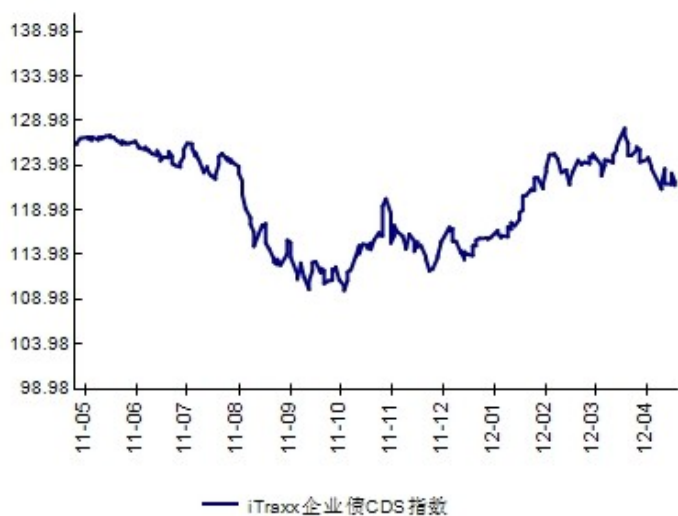
资料来源：Bloomberg，申万研究

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



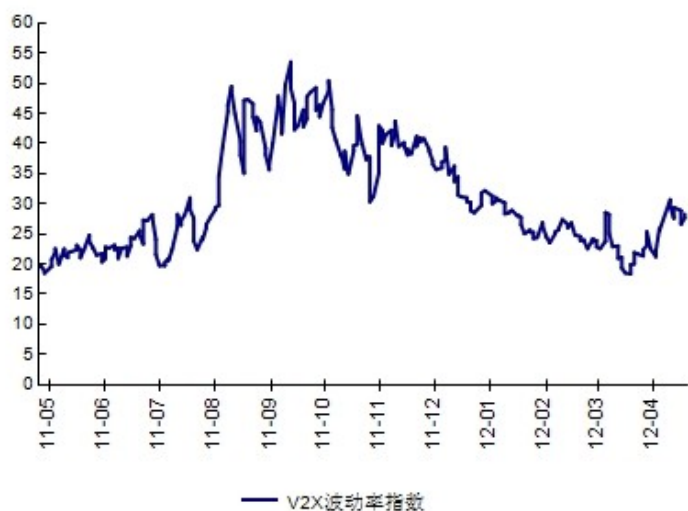
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减轻。



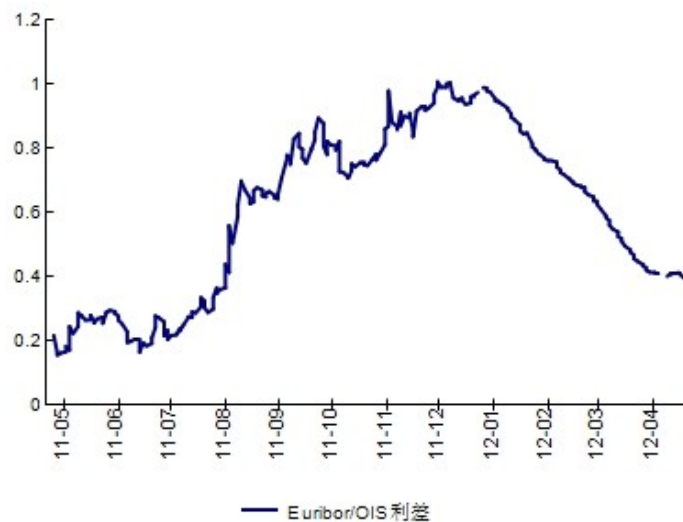
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场继续上升, 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: 欧元上涨, 由于西班牙成功拍卖国债。

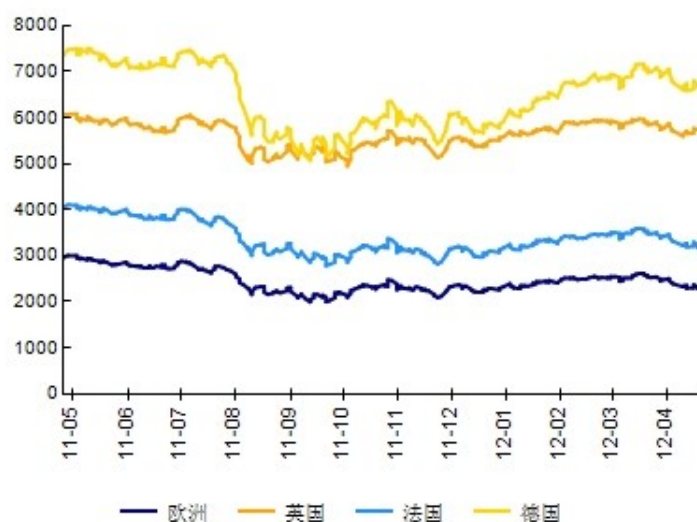


资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上涨, 对美元的避险需求有所下降。



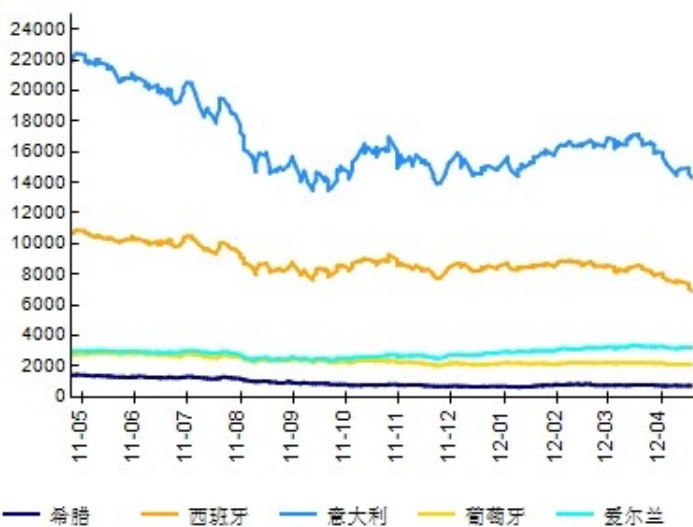
图 22: 欧洲股市均下跌, 由于二手房交易率下降和就失业补助提出索赔的美国人多于预期。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

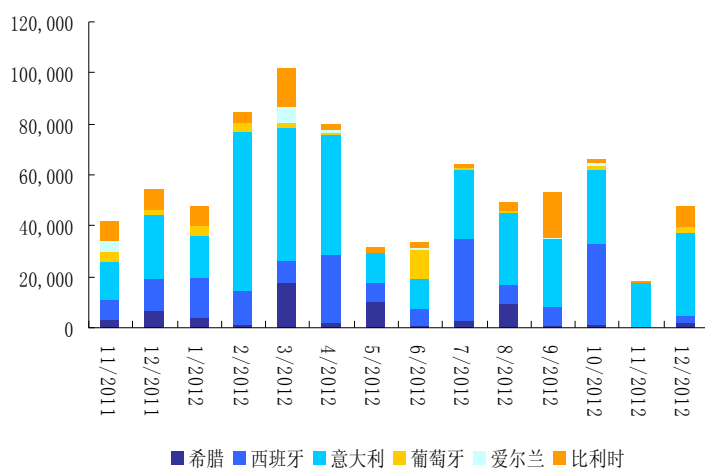
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌,



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



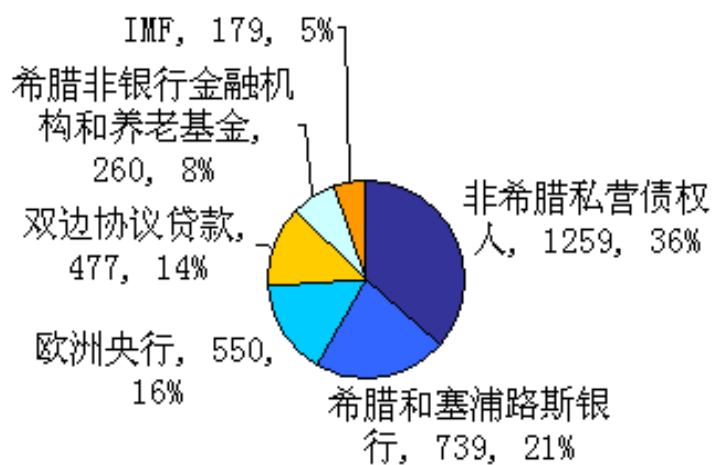
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除 RBS 外，其他银行 CDS 均上涨。



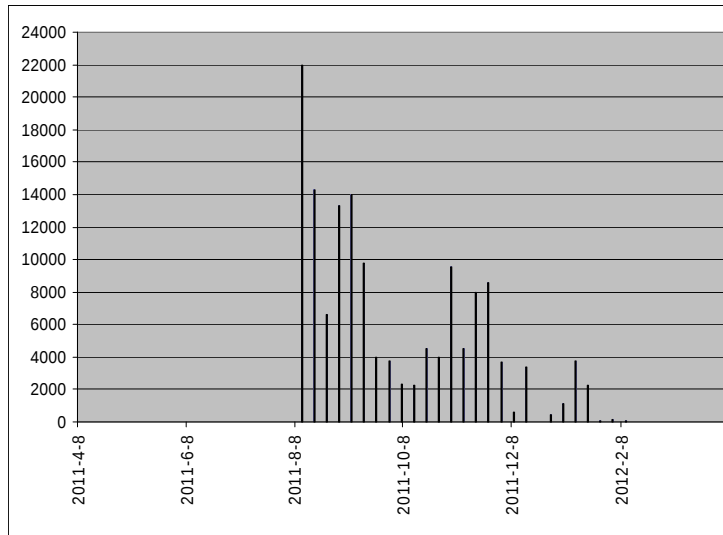
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



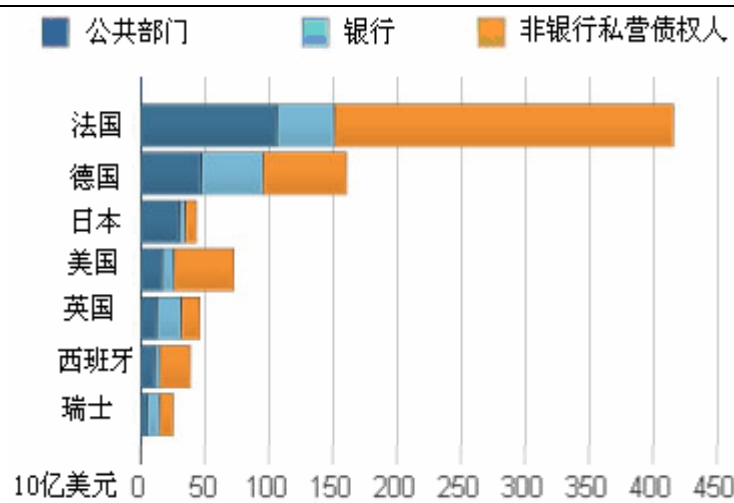
资料来源：申万研究

图 26：欧央行上周购买为 0（单位：百万欧元）



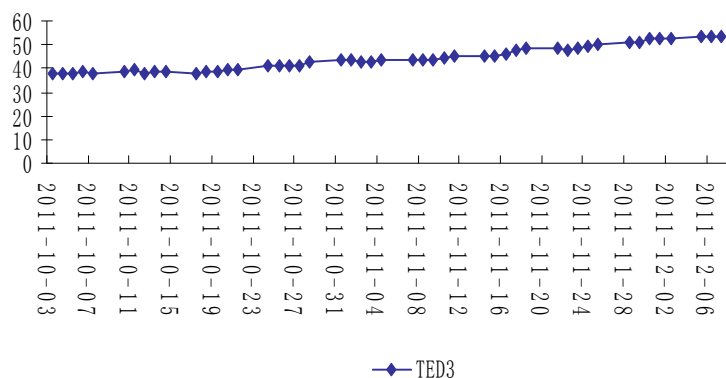
资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



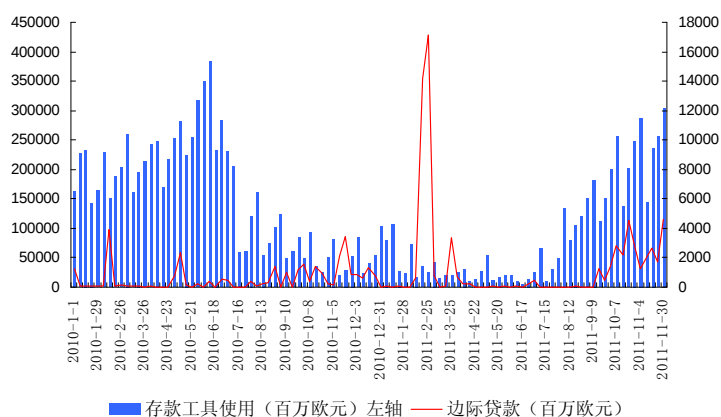
资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）

图 29: TED3M 与上一日持平, 表示市场资金无显著收放。



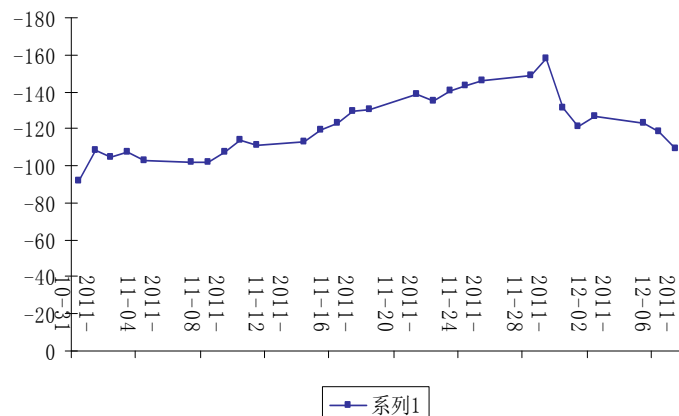
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 31: 存款工具使用及边际贷款上升, 资金有所外流。



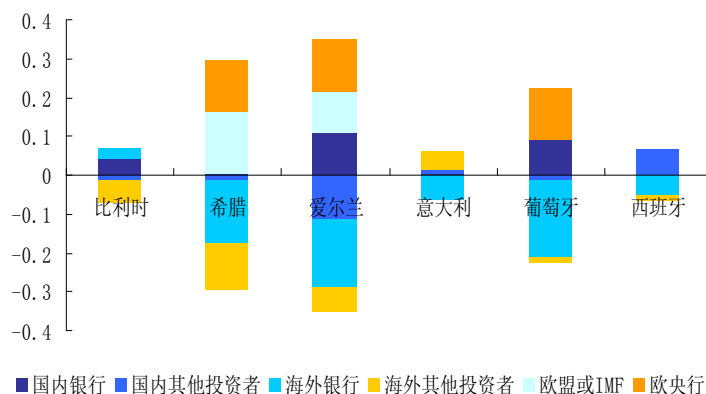
资料来源: ECB, 申万研究

图 30: ERU0/DOLLAR SWAP 继续上涨, 欧元美元互换成本下降。



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)

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	2010 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 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
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	12-03-02	C	负面	12-02-27	SD（选择性违约）	负面	12-02-22	C	负面
	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

	11-06-17	Aa2	负面	12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	02-05-15	AA2	正面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
				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
	11-07-29	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						

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。本报告清晰准确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。