

2012 年 05 月 15 日

关注希腊退出欧元区的风险

——国际金融市场风险监测 2012 年 5 月 15 日

总体判断:

- 隔夜，全球风险资产继续下跌，欧美股市跌幅超过 1%，油价跌至近 5 个月新低，欧元跌至 4 个月新低，西班牙 10 年期国债突破 6.2%；避险资产受到追捧，美元连涨 11 天，英镑全线上涨，但黄金触及年内新低，因市场动荡时，投资者更倾向于美元，而非黄金。主要因为希腊恐将步入无政府状态，而且反对紧缩政党上台的概率增大，导致市场对希腊退出欧元区的担忧上升，加之欧元区 3 月工业生产萎缩超预期，预示欧洲衰退加剧。
- 希腊组阁基本无望，不得不进行第二轮选举，7 月前可能处入无政府状态，无法通过紧缩法案，加上反对紧缩的政党得票率上升，增加了希腊退出欧元区的概率。希腊形势岌岌可危，不仅欧洲政治风险加剧，银行也负债累累。不过，我们认为，尽管左翼联盟目前的口号非常激进，以赢得厌倦紧缩的民众选票，最终组成联合政府后，不得不考虑违约、退出欧元区的后果和民意，最终以适度减轻紧缩为代价获得救助，希腊留在欧元区仍是大概率事件。
- 14 日举行的欧元区财长会议也验证了这一观点。除了再次确认财政契约作为欧元区解决债务危机的主要方式，各国的承诺不容动摇，驳斥了关于希腊离开欧元区的“宣传和无稽之谈”，但告诫希腊必须尊重救助协议，暗示如形势恶化，不会排除讨论延长希腊达到目标的期限。这意味着，欧盟可能做出让步，在希腊组成政府、履行救助协议的前提下，适当降低救助的约束性条件，或允许例外情形。欧元区财长们认为，在财政整顿与增长政策并无矛盾之处，两者可以相互促进，应该同时推行；但财政整顿应该“有利于增长”，集中于投资、革新和“倾向增长的项目”。这为修改财政协议奠定了基础。
- 正如我们预期，西班牙形势继续恶化，政府要求银行为房地产贷款增加拨备 300 亿欧元，造成信贷紧缩加剧，短期欧洲经济的下行风险加大。房地产抵押贷款等问题贷款与相关损失可能仍呈增加之势，西班牙银行进一步紧缩信贷，使本已脆弱的欧洲金融市场和经济雪上加霜。
- 欧洲银行紧缩仍是欧洲经济最大的桎梏。欧洲银行业 4 月以来从资本市场筹集的资金锐减，一方面因为欧洲银行主要从两轮 LTRO 和欧央行借款获得大量低成本贷款；另一方面，融资环境恶化，银行持续去杠杆。这验证了自去年 9 月以来，欧洲危机处于银行业危机的阶段，银行惜贷成为影响欧洲经济最大的障碍。
- 从欧洲经济来看，欧元区 3 月工业生产环比收缩-0.3%，远低于 0.4% 的预期和 2 月 0.8% 的涨幅，这与我们对欧元区一季度就已陷入衰退的判断是一致的。工业生产同比收缩幅度高达-2.2%，降幅再创两年多新高。1、造成收缩的主要原因在于欧元区能源生产环比大幅减少-8.5%，耐用消费品生产也萎缩-0.2%；资本品和中间品的生产尚增长较快。2、从各国来看，拖累最大的是荷兰，环比萎缩-9%，同比数据中萎缩最大的是卢森堡(-11.3%)、希腊(-8.5%)和西班牙(-7.5%)，而欧盟中非欧元区的国家相对增长较快，带动欧盟工业生产环比增长 0.4%。值得注意的是，德国经济 2 月至今仍保持强劲势头。同比来看，欧盟工业生产一季度整体萎缩，根据工业生产与 GDP 的简单对应关系，预示着欧盟和欧元区一季度 GDP 分别将萎缩-0.5%和-0.6%。但考虑到 2 月欧盟的贸易顺差，我们预计欧盟今年一季度将萎缩-0.2%。

关注：5 月 15 日 欧元区第一季度 GDP

相关研究

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下
2012 年 5 月 3 日

美国第一季度经济放缓，但 4 月 PMI 走强
2012 年 5 月 2 日

美国房地产有望企稳，就业市场疲态显现
2012 年 4 月 27 日

美国新建住宅销售回升，下调欧洲经济增长预期
2012 年 4 月 25 日

4 月欧元区 PMI 显著恶化
2012 年 4 月 24 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉
xiewvy@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>

1. 希腊将步入无政府状态，退出欧元区风险加大

希腊组阁基本无望，不得不进行第二轮选举，7月前可能处入无政府状态，无法通过紧缩法案，加上反对紧缩的政党得票率上升，增加了希腊退出欧元区的概率。前三大政党均宣布组阁失败，总统试图组建联合政府的努力恐也将以失败告终。一个重要变化是，根据Eleftheros Typos14日的民调结果，左翼联盟Syriza党的支持率从16.8%上升至20.5%；而两大传统政党——新民主党和社运党（PASOK）的支持率均降至40年新低，分别为18.1%和12.2%，这进一步降低Syriza党妥协加入联合政府的概率。而Kappa Research民调也显示相似的结果。

表 1.1 希腊三大政党的政治主张及得票变化

	5月13日 民调结果	5月9 日选举 结果	变动	政治地位	政治主张
极左翼联盟 (SYRIZA)	20.50%	16.78%	3.72%	左翼	1、放弃严苛的削减预算措施，废除削减养老金、工人工资以及其它撤消工人基本权利的法律；2、呼吁把银行业置于国家控制之下；3、推翻劳动改革；4、暂停偿还国债；5、政治上，实现选票和议席成比例的选举制度
新民主党	19.40%	18.85%	0.55%	中间偏右 /保守党	1、坚持赤字目标和削减债务；2、勉强同意执行紧缩措施，但强调财政紧缩只会让希腊陷入更深的衰退；3、加入促进增长的措施，用减税和刺激增长对抗危机；
社会主义运动 党 (PASOK)	11.80%	13.18%	-1.38%	中间偏左 /社会主义党	1、同意紧缩，保证执行经济改革以换取救助，认为只有改革才能让希腊脱离危机；

资料来源：iGraphics、Eleftheros Typos、申万研究

希腊形势岌岌可危，不仅欧洲政治风险加剧，银行也负债累累。根据3月达成的私人债权人自愿减记协议（PSI），希腊和塞浦路斯的金融机构和养老基金持有的800亿欧元国债将大幅缩水，希腊前两大银行已经为负，而剩下2500亿欧元国债仍面临偿付风险，包括5月到期的88.7亿欧元债务。此时的希腊，不啻于埋了一颗定时炸弹，一旦6月底左翼联盟Syriza党上台撕毁救助协议，相当于引爆这颗炸弹，希腊退出的概率进一步上升，那么将对欧洲乃至全球的经济和金融市场带来巨大冲击，影响甚至大于雷曼倒闭的冲击波。不过，我们认为，尽管左翼联盟目前的口号非常激进，以赢得厌倦紧缩的民众选票，最终组成联合政府后，不得不考虑违约、退出欧元区的后果和民意（目前53.6%的人希望坚持目前的经济方案，81.5%的人希望留在欧元区），最终以适度减轻紧缩为代价获得救助，留在欧元区仍是大概率事件。

14日举行的欧元区财长会议也验证了这一观点。除了再次确认财政契约作为欧元区解决债务危机的主要方式，各国的承诺不容动摇，同时驳斥了关于希腊离开欧元区的“宣传和无稽之谈”，但告诫希腊必须尊重救助协议，暗示如形势恶化，不会排除讨论延长希腊达到目标的期限。这意味着，欧盟可能做出让步，在希腊组成政府、履行救助协议的前提下，适当降低救助的约束性条件，或允许例外情形。针对即将上任的法国总统提出的在财政协议中增加增长条款的提议，欧元区财长们认为，在财政整顿与增长政策并无矛盾之处，两者可以相互促进，应该同时推行；但财政整顿应该“有利于增长”，集中于投资、革新和“倾向增长的项目”，并暗示6月21日的欧元区财长会议可能以增长作为主题。这为修改财政协议奠定了基础。

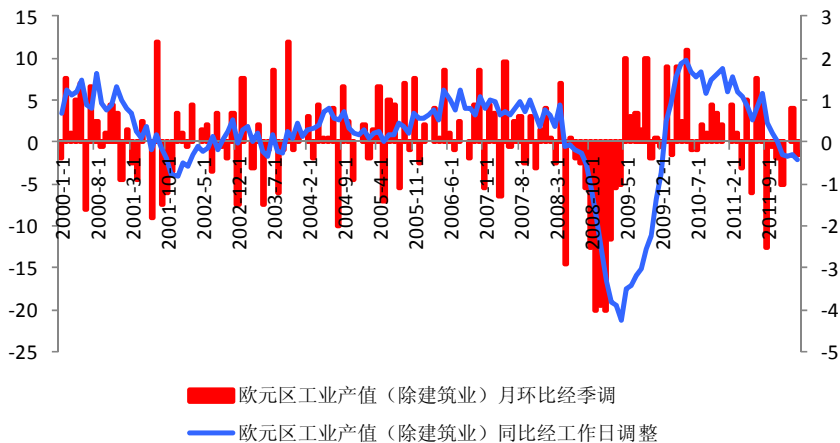
正如我们预期，西班牙形势继续恶化，政府要求银行为房地产贷款增加拨备300亿欧元，造成信贷紧缩加剧，短期欧洲经济的下行风险加大。这一举措是为了解决该国银行坏账率过高、特别是房地产有毒资产的问题，目的在于避免房地产不良资产过大造成银行体系的动荡，从长期来解决房地产泡沫破灭的后遗症。作为回应，西班牙前五大银行决定为风险性房产贷款增加拨备150亿欧元，占新增拨备总额的一半。但短期内，房地产抵押贷款等问题贷款与相关损失可能仍呈增加之势，西班牙银行进一步紧缩信贷，使本已脆弱的欧洲金融市场和经济雪上加霜。

欧洲银行紧缩仍是欧洲经济最大的桎梏。根据数据公司Dealogic的统计，欧洲银行业4月以来从资本市场筹集的资金仅为330亿美元，相比于去年二季度月均723亿美元的融资额锐减一半，一方面因为欧洲银行主要从两轮LTRO和欧央行借款获得大量低成本贷款，以西班牙为例，该国银行不仅凑够两轮LTRO净增借款1100亿欧元，4月又向欧洲央行借款额达到3169亿欧元；另一方面，银行评级不断被调降，昨日穆迪下调26家意大利银行评级，展望仍为负面，银行外部融资环境恶化，银行持续去杠杆，加之今年1月初意大利联合信贷银行融资失败的阴影仍未消除。不仅是欧洲融资能力不畅，全球银行业的债券发行量也创7年新低，今年至今仅发行债券融资5239亿美元，同比大幅下滑，受到需求萎缩、监管更严的限制，摩根大通20亿美元巨亏，也为美国银行业监管敲响了警钟，预计将迎来更严格的监管。这验证了自去年9月以来，欧洲危机处于银行业危机的阶段，银行惜贷成为影响欧洲经济最大的障碍。

从欧洲经济来看，欧元区3月工业生产环比收缩-0.3%，远低于0.4%的预期和2月0.8%的涨幅，这与我们对欧元区一季度就已陷入衰退的判断是一致的。工业生产同比收缩幅度高达-2.2%，降幅再创两年多新高，大幅高于-1.4%的预期和2月-1.8%的降幅。1、造成收缩的主要原因在于欧元区能源生产在2月强劲增长7.7%后，环比大幅减少-8.5%，反映了2012年2月欧洲炼厂的复产行情并未持续，也说明了欧洲能源商也对高企的能源前景并不乐观，在预期需求不足、价格回调前提前削减产量；另外，耐用消费品生产也萎缩-0.2%，反映欧元区消费不振，消费者仍持谨慎态度，主要耐用品购买意愿等先行指标仍处于历史低点。相比之下，资本品和中间品的生产尚增长较快。2、从各国来看，拖累最大的是荷兰，环比萎缩-9%，不过这是基于2月工业生产大幅扩张13%的高基数，同比数据中萎缩最大的是卢森堡（-11.3%）、希腊（-8.5%）和西班牙（-7.5%），而欧盟中非欧元区的国

家相对增长较快，带动欧盟工业生产环比增长0.4%。值得注意的是，德国经济2月至今仍保持强劲势头，工业活动速度加快，加上内需和就业较好，ZEW经济景气指数和IFO商业景气指数均连续上升，反映工业活动展望显著提升，唯一较差的数据是4月PMI降至33个月最低的46.2，显示经济前景仍有不确定性。同比来看，欧盟工业生产一季度整体萎缩，根据工业生产与GDP的简单对应关系，预示着欧盟和欧元区一季度GDP分别将萎缩-0.5%和-0.6%。但考虑到2月欧盟的贸易顺差，我们预计欧盟今年一季度将萎缩-0.2%。

图 1.1：欧元区工业生产一季度整体萎缩，预示欧元区 GDP 也将萎缩



资料来源：Bloomberg，申万研究

表 1.1 本周全球重要经济数据和会议、财报

日期	公布数据			重要讲话**	重要会议**	重要企业活动***
	数据名目	时间*	前值			
星期一	5月14日	中国4月M2供应年率	14-18日 13.4%	法国央行行长、欧洲央行管委会委员讲话（14:30分） 欧盟竞争力执委阿尔穆尼亚讲话（19:30分）	欧元集团会议（23:00分）	Groupon（财报）
	中国1-4月实际外商直接投资	14日 -2.8%				
	欧元区4月工业生产月率	17:00分 0.5%				
星期二	5月15日	法国第一季度GDP初值	13:30分 0.20%	欧盟欧洲经济暨财政事务理事会会议（GMT时间15日） 美国财长盖特纳出席Peter G. Peterson基金会第三届年度财政峰会（GMT时间15日）	澳大利亚央行公布5月货币政策会议纪要（9:30分）	J.C. Penney, Home Depot, Saks（财报）
	法国4月CPI	13:30分 环比0.8%，同比2.3%				
	意大利第一季度GDP	16:00分 环比-0.7%，同比-0.4%				
	英国3月贸易差额	16:30分 逆差88亿英镑				
	德国5月ZEW经济景气指数	17:00分 23.4				
	欧元区第一季度GDP	17:00分 环比-0.3%				
	美国4月CPI年率	20:30分 2.7%，核心CPI2.3%				
	美国4月零售销售	20:30分 环比0.8%				
	美国5月纽约联储制造业指数	20:30分 6.56				
	美国3月国际资本流动报告	21:00分 净流入101亿美元				
星期三	5月16日	美国5月NAHB房屋市场指数	22:00分 25	欧洲央行行长德拉吉在“非常时期的货币政策”主题研讨会致欢迎辞（21:00分） 世行行长佐利克在华盛顿经济俱乐部演讲（24:00分）	欧洲央行管委会会议，预计不发表利率声明（GMT时间16日）	Target, Staples, Abercrombie & Fitch（财报）
	意大利3月贸易差额	16:00分 逆差11.1亿欧元				
	英国4月失业率	16:30分 8.3%				
	欧元区5月CPI年率	17:00分 2.6%，核心CPI1.6%				
	美国4月新屋开工	20:30分 65.4万户				
星期四	5月17日	美国4月工业生产	21:15分 环比0%	IMF执行总裁拉加德、世行行长佐利克在布雷斯森林会议发表演说（21:00分）	美联储公布4月FOMC会议纪要（2:00分）	沃尔玛, Sears, Salesforce（财报）
	日本第一季度GDP	7:50分 环比-0.2%				
	西班牙第一季度GDP	15:00分 环比-0.3%				
	美国上周首次申领失业救济	20:30分 36.7万人				
星期五	5月18日	美国5月费城联储商业活动指数	22:00分 8.5	圣路易斯联储主席James Bullard讲话（0:35分）	G8国家峰会（GMT时间18日-19日）	Facebook IPO
	中国4月70个大中城市住房价格	10:00分 环比-0.7%				
	德国4月PPI	14:00分 环比0.6%，同比3.3%				
		加拿大4月CPI月率	20:30分 0.4%，核心CPI0.3%			

注：*除注明时间外，其余时间均为北京时间。

资料来源：华尔街日报、申万研究

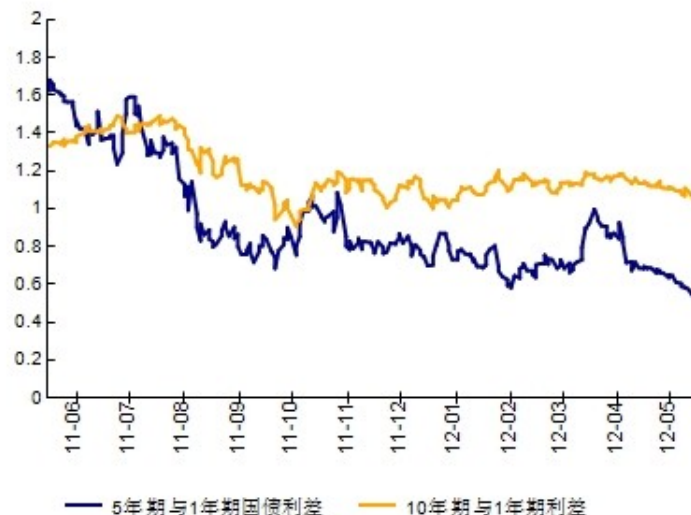
2. 小摩爆出 20 亿金融衍生交易巨亏引发银行系统隐忧猜测，美股商品继续下跌

图 1：美国国债收益率下滑，对经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差回落，对长期经济形势担忧有所缓和。



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加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 小幅上涨，而 10 年期有所回落，对美国债务违约风险的担忧依然存在。



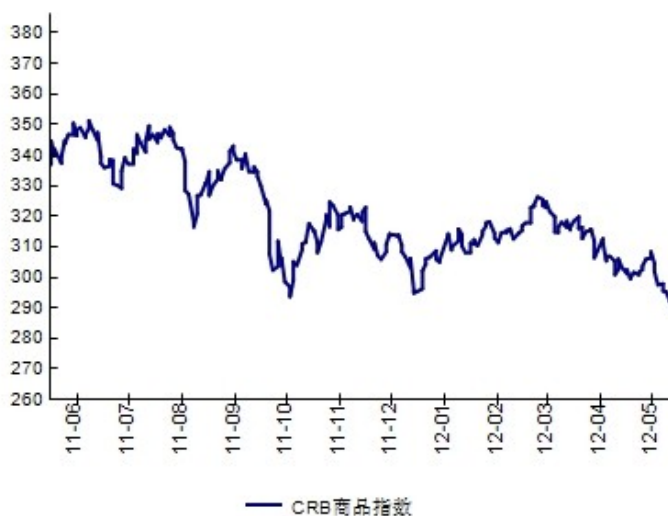
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对日元下滑，由于摩根大通爆出衍生品交易造成 20 亿亏损，市场对银行系统产生隐忧。



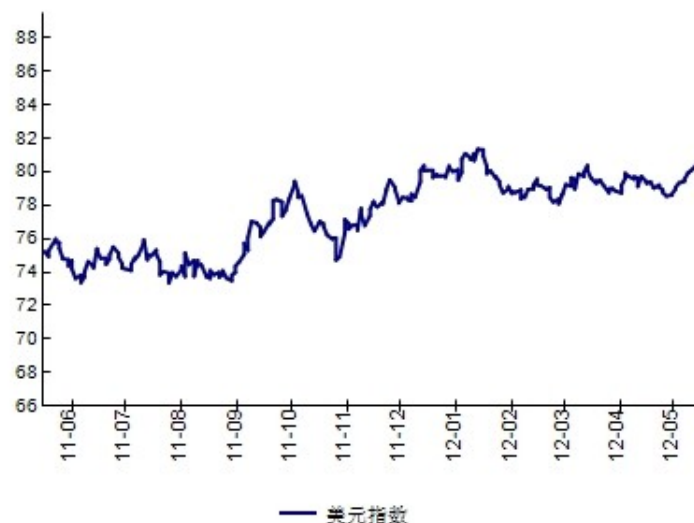
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格继续下滑，由于原油金属价格均下滑所致。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数继续小幅上涨，由于希腊退出欧元区风险增大，欧洲开始评估希腊退出后的影响，对其避险需求增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅上涨，由于希腊退出欧元区风险加大且摩根大通爆出交易巨亏，对其避险需求有所增加。



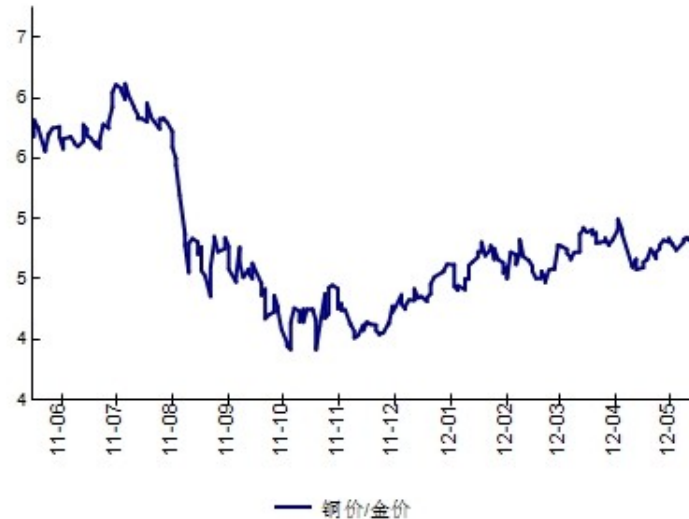
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格大幅下跌，由于预期库存仍将上涨



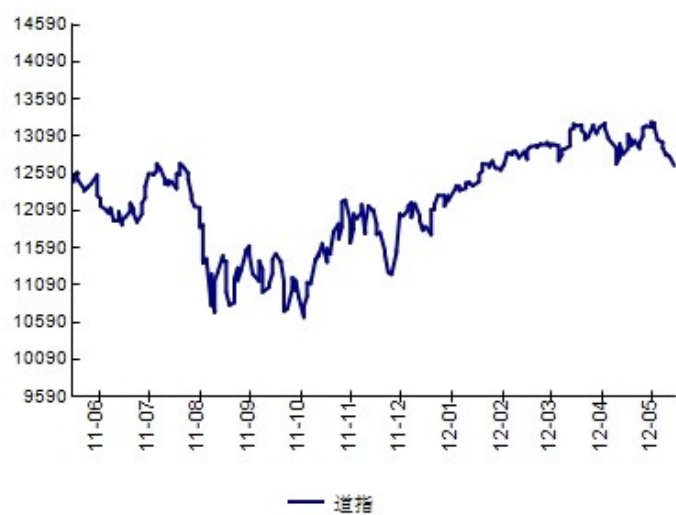
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于铜价受希腊退出欧元区风险加大而继续下挫。

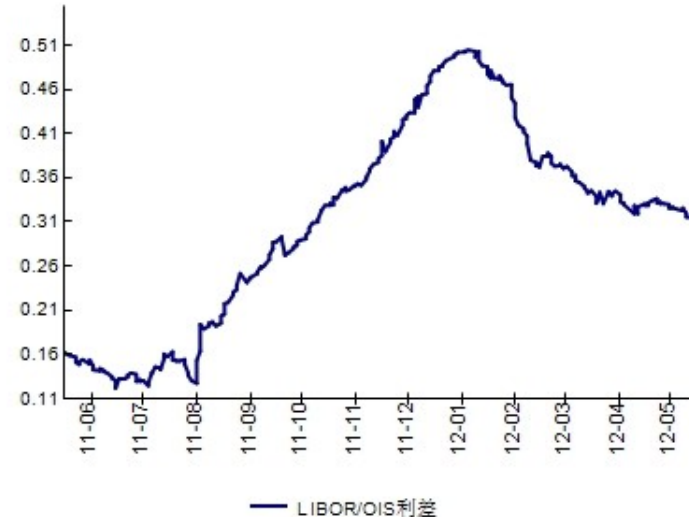


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指持续下跌，由于欧元区开始评估希腊退出后的影响，图 12：Libor-OIS 利差下降，银行信贷压力有所减弱。摩根大通爆出 20 亿美元交易亏损。



资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

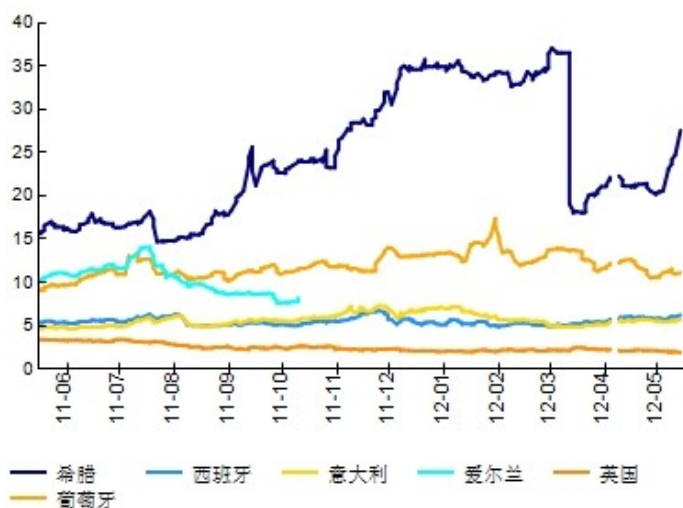
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
05/03/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	APR	55.3	53.5	56
05/04/2012 20:30	非农就业人数增减	APR	160K	115K	120K
05/04/2012 20:30	非农私企就业人数增减	APR	165K	130K	121K
05/04/2012 20 30	制造业就业人数增减	APR	20K	16K	37K
05/04/2012 20:30	失业率	APR	8.20%	8.10%	8.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	APR	0.20%	0.00%	0.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	APR	2.00%	1.80%	2.10%
05/04/2012 20:30	周平均工时 所有员工	APR	34.5	34.5	34.5
05/04/2012 20:30	家庭调查就业变动	APR	--	-169	-31
05/04/2012 20:30	就业不足率(U6)	APR	--	14.50%	14.50%
05/08/2012 03:00	消费者信用	MAR	\$9.800B	\$21.355B	\$8.735B
05/08/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	APR	93	94.5	92.5
05/08/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	MAY	48	48.5	49.3
05/08/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	MAR	--	3737	3498
05/09/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 4	--	1.70%	0.10%
05/09/2012 22:00	批发库存	MAR	0.60%	0.30%	0.90%
05/10/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	APR	-0.20%	-0.50%	1.30%
05/10/2012 20:30	进口价格指数(同比)	APR	0.80%	0.50%	3.40%
05/10/2012 20:30	贸易余额	MAR	-\$50.0B	-\$51.8B	-\$46.0B
05/10/2012 20:30	首次失业人数	MAY 5	368K	367K	365K
05/10/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 28	3275K	3229K	3276K
05/10/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 6	--	-40.4	-37.6
05/11/2012 02:00	预算月报	APR	\$35.0B	\$59.1B	-\$40.4B
05/11/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	APR	0.00%	-0.20%	0.00%
05/11/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	APR	0.20%	0.20%	0.30%
05/11/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	APR	2.10%	1.90%	2.80%
05/11/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	APR	2.80%	2.70%	2.90%
05/11/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAY P	76	77.8	76.4

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
05/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	APR	0.00%	--	0.30%
05/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	APR	0.20%	--	0.20%
05/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	APR	2.30%	--	2.70%
05/15/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	APR	2.30%	--	2.30%
05/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	APR	229.9	--	229.392
05/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调整	APR	--	--	228.432
05/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	MAY	9.5	--	6.56
05/15/2012 20:30	商品零售额	APR	0.20%	--	0.80%
05/15/2012 20:30	除汽车外零售额	APR	0.20%	--	0.80%
05/15/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	APR	0.30%	--	0.70%
05/15/2012 20:30	零售销售“对照小组”	APR	0.40%	--	0.40%
05/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	MAR	--	--	\$107.7B
05/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	MAR	\$32.5B	--	\$10.1B
05/15/2012 22:00	营运库存	MAR	0.40%	--	0.60%
05/15/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	MAY	26	--	25
05/16/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 11	--	--	1.70%
05/16/2012 20:30	新宅开工指数	APR	685K	--	654K
05/16/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	APR	4.70%	--	-5.80%
05/16/2012 20:30	建筑许可	APR	728K	--	747K
05/16/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	APR	-4.70%	--	4.50%
05/16/2012 21:15	工业产值	APR	0.60%	--	0.00%
05/16/2012 21:15	设备使用率	APR	79.00%	--	78.60%
05/16/2012 21:15	制造业(SIC)产值	APR	--	--	-0.20%
05/16/2012 22:00	房贷拖欠	1Q	--	--	7.58%
05/16/2012 22:00	MBA Mortgage Foreclosures	1Q	--	--	4.38%
05/17/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				

3. 欧元区开始评估希腊退出后可能造成的影响， 欧元欧股继续下跌

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均飙升。由于欧洲开始公 图 14：除英国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所
开讨论希腊退出欧元区可能造成的影响，对经济担忧情绪加大。 增加。

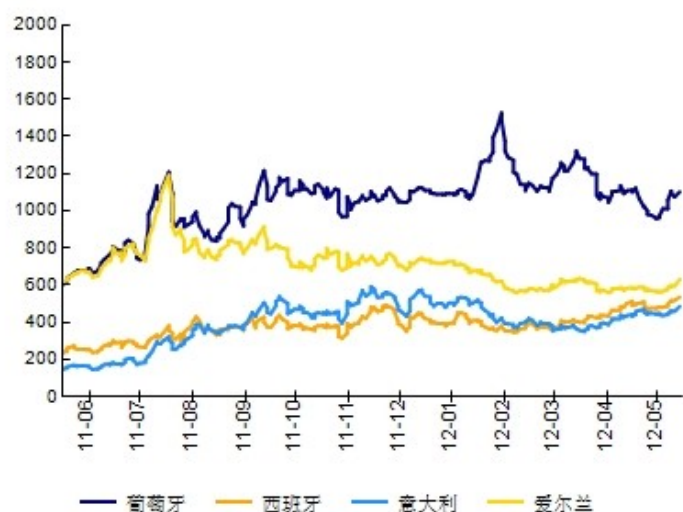


资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，由于希腊退出欧元区风险加剧。 图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。

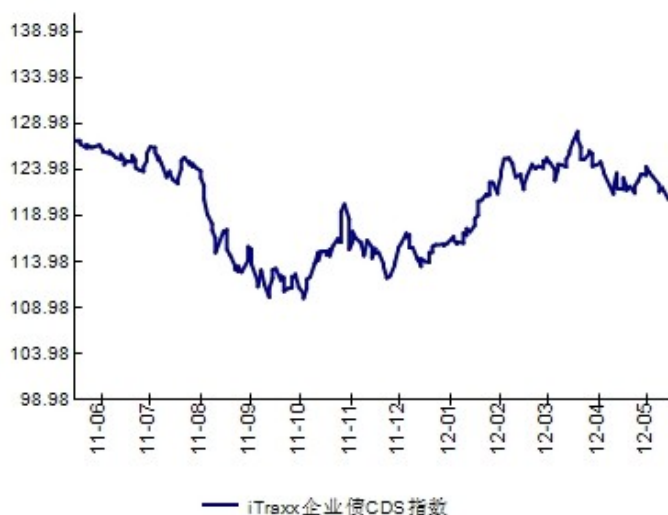


资料来源：Bloomberg，申万研究



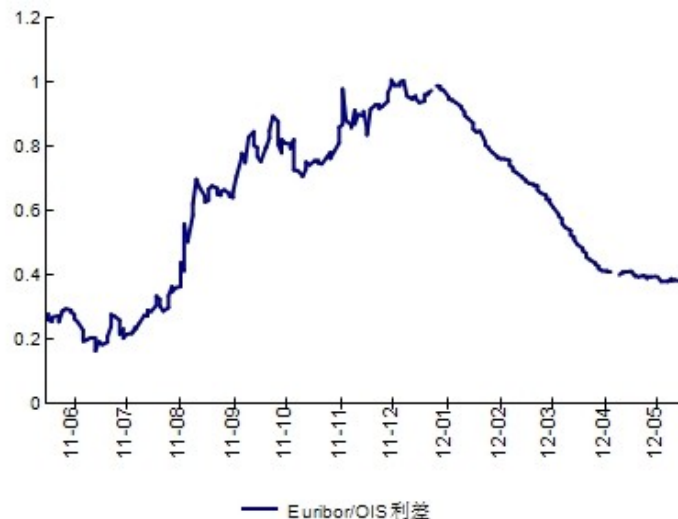
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减弱。



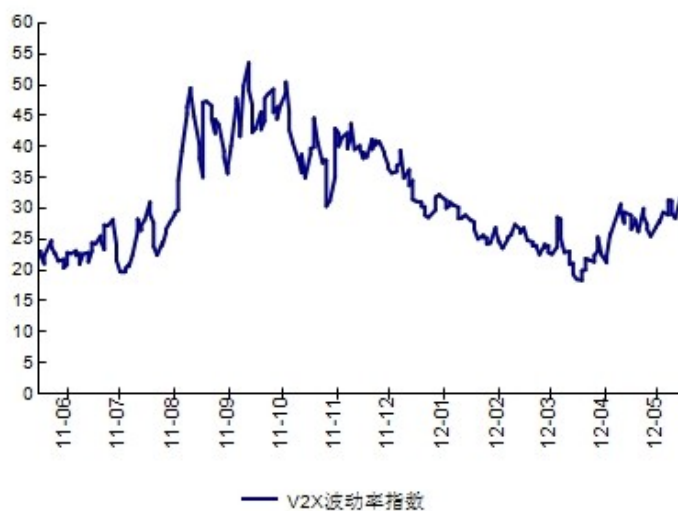
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



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 20: 欧元连续数日下跌, 由于德国总统选举中默克尔在西德地方选举中失利, 欧洲开始评估希腊退出欧元区可能造成的影响。



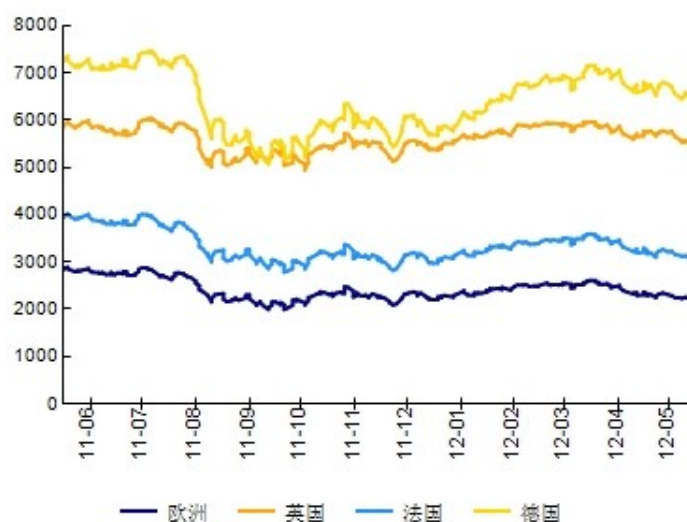
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎继续下跌, 对美元的避险需求有所上升。



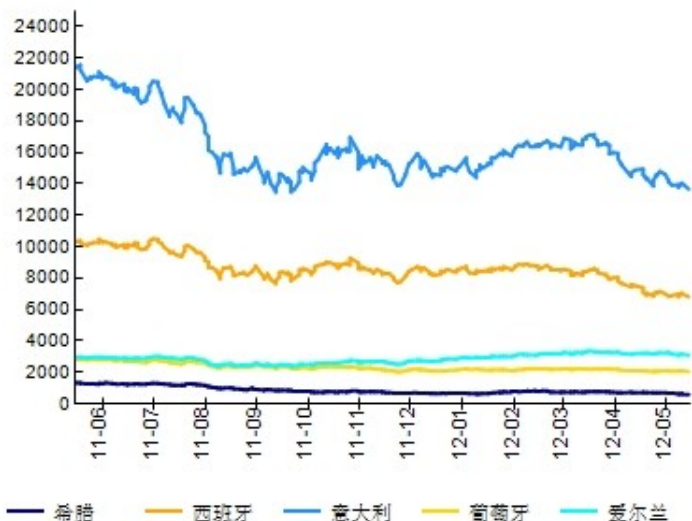
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于小摩爆出 20 亿交易局亏, 且默克尔在西德地方选举中失利。



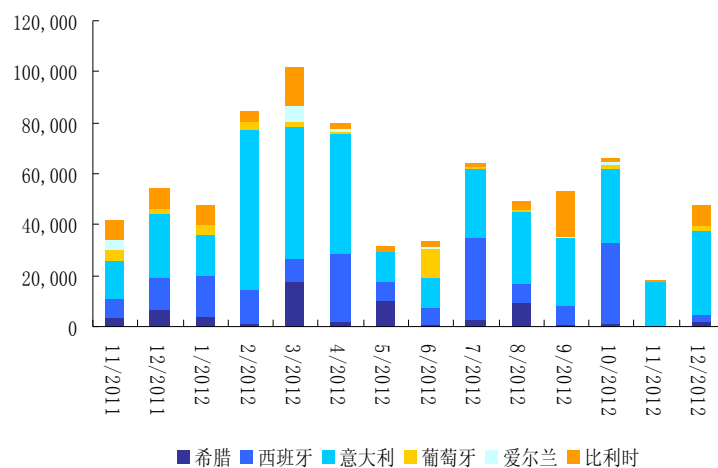
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下挫, 由于希腊退出欧元区风险加大。



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



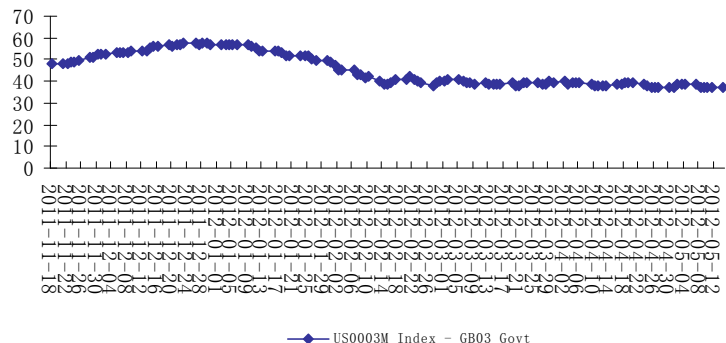
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均继续上涨, 由于小摩爆出 20 亿巨亏。



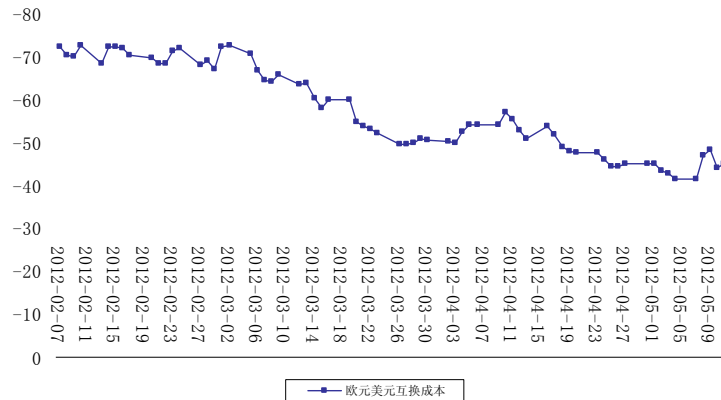
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 与上一日持平。



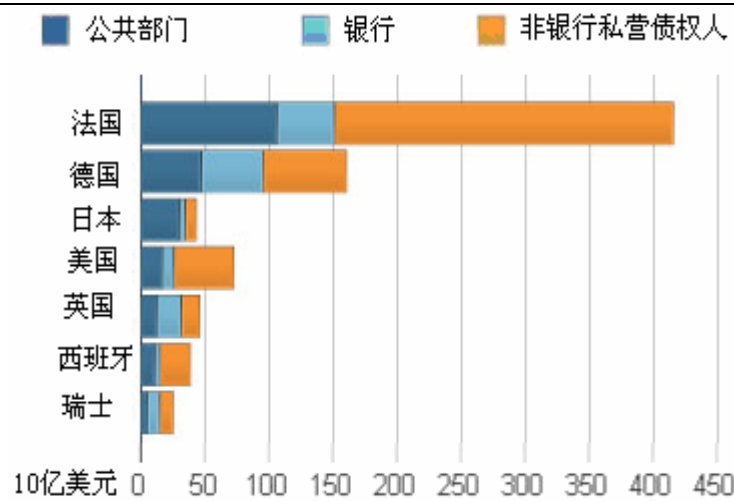
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本上升。



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)

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				12-05-02	CCC	稳定			
	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	11-07-13	CCC	负面
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	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
	11-05-09	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	10-12-21	BBB*-	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	09-12-08	BBB+	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-10-22	A-	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	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

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