

2012 年 05 月 18 日

经济低迷，危机四伏

——对于欧洲经济和希腊局势的分析

总体判断：

- 今年 5 月以来，全球风险资产持续下跌，欧洲、亚太股市、原油和黄金均回吐了今年全部涨幅，美股跌至 4 个月新低，欧元跌至 4 个月新低，西班牙 10 年期国债突破 6.3%；避险资产受到追捧，美元连续上涨，英、德、美国债受到追捧导致收益率持续走低。导致这一切的主要原油，在于欧洲经济和政治局势不稳，投资者对希腊退出欧元区的担忧加剧，而选择抛售风险资产。
- 今年一季度，欧元区经济虽然低迷，但是避免了衰退，好于市场预期，主要是德国经济构成最大提振；而意大利、西班牙衰退加剧，拖累欧盟经济下滑。欧盟各国增长出现分化，东欧和德国增长相对较强，而中欧和边缘国家增长较弱。已公布数据的 19 国中，有 9 国为负增长，其中 8 国均陷入衰退。
- 我们预计，未来两个季度，受到信贷紧缩和财政紧缩加剧，希腊和西班牙危机短期或将发酵，预计第三、四季度的 GDP 环比增速为 0.4% 和 0.7%，直至第四季度下滑幅度缩小至 -0.3%，主要基于以下原因：
 - (1) 欧债危机目前处于银行业危机的阶段，银行惜贷对经济的拖累首当其冲。首先，欧洲银行因调整资产负债表的需要，不得不被动紧缩，造成信贷对实体经济的支持不足，拖累经济下滑。其次，欧洲银行持续被下调评级，可能导致融资能力减弱，利润损失，加剧了银行业危机。
 - (2) 希腊政治风险加剧，退出欧元区的概率已升至 40%，西班牙危机也升级，加上希腊和西班牙银行出现挤兑，造成金融市场动荡和经济环境恶化。
 - (3) 财政紧缩仍将持续拖累欧洲经济，特别是意大利、西班牙正实施空前的紧缩措施，对经济的拖累尤其明显。
- 我们认为，短期来看，虽然希腊退出欧元区的风险上升，今年退出欧元区仍是小概率事件。(1) 从潜在的经济损失来看，如果希腊退出欧元区，可能造成的潜在损失超过 5300 亿欧元，更可怕的是西班牙和意大利也可能也面临退出，造成的损失难以估量，将威胁到欧洲乃至经济的稳定。这是“三驾马车”和希腊债权人所不愿意看到、并极力避免的情形。(2) 从政治格局来看，希腊乃至欧债危机能否有效控制，关系到欧元区的稳定，对于欧元区领导人来说至关重要。这是默克尔明年 9 月的德国大选能否连任的关键，对于法国新总统奥朗德也是维稳的重要课题。(3) 从希腊的角度来看，从民意上，希腊人倾向于留在欧元区，即使反对紧缩的党派上台后，也会权衡利弊，实际上机会成本大于收益，不会轻言退出。我们预计，新一届希腊政府将展开和“三驾马车”的谈判，最终结果可能是各方妥协、希腊在紧缩力度减弱并获得缓冲期为代价来获得援助。
- 长期来看，希腊终将退出欧元区，因其缺乏竞争力，在欧元区内难以恢复增长，只能退出后，复用德拉克马、主权违约，然后大幅贬值本国货币，并实施一系列经济和财政改革，来改善出口、刺激投资，从而逐步恢复竞争力。
- 尽管希腊短期内退出欧元区仍是个“黑天鹅”事件，但我们不得不警惕希腊危机升级所带来的冲击。(1) 政治上，希腊处于无政府状态，无法通过紧缩法案，则无法获得贷款，面临破产境地；(2) 经济上，希腊衰退不断加剧，重回增长还需很长一段时间，偿债压力仍大。(3) 希腊银行的形势更加严峻，不仅面临可能被国有化的厄运，而且近期挤兑造成存款流失加剧，再加上欧央行已停止向四家希腊银行提供流动性，导致希腊银行随时有破产的可能性。

相关研究

关注希腊退出欧元区的风险

2012 年 5 月 15 日

警惕希、西黑天鹅

2012 年 5 月 10 日

警惕：希腊危机升级，风险资产大跌

2012 年 5 月 9 日

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

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

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

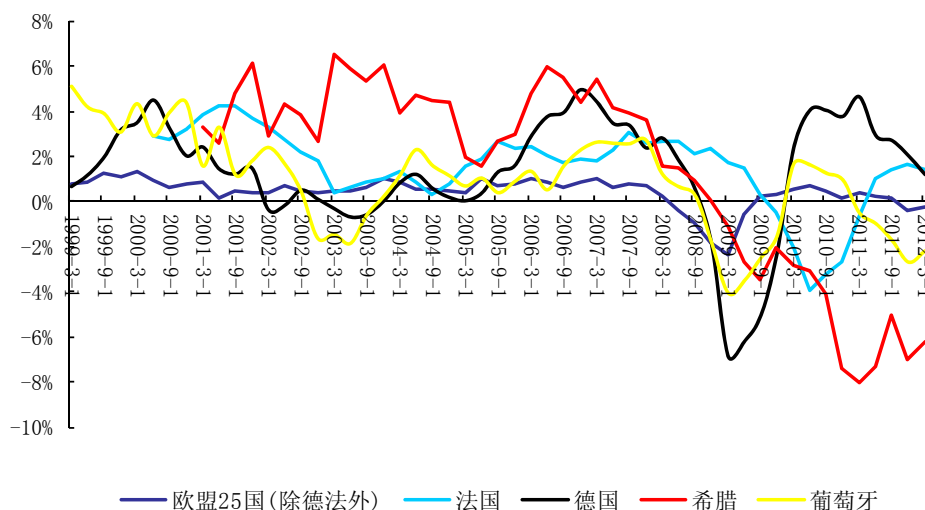
<http://www.swsresearch.com>

1. 欧盟经济一季度好于预期，但未来仍将下滑

今年一季度，欧盟经济虽然低迷，但是好于预期，主要是德国经济构成最大提振，而意大利、西班牙则陷入衰退，拖累最大。我们预计，未来两个季度，受到信贷紧缩和财政紧缩加剧，希腊和西班牙危机短期或将发酵，欧盟经济恐将加速下滑，直至第四季度下滑幅度将有所缩小。

从一季度的数据来看，欧元区避免了衰退；而从统计上来说，欧盟已陷入轻度衰退。根据欧盟统计局公布的数据，今年一季度欧盟实际 GDP 为 2.93 万亿，同比增长 0.14%，环比微跌-0.05%，好于我们-0.2%的预期；而欧元区几乎零增长，同比和环比增速分别为 0.01%和 0.02%，实际 GDP 环比仅增长 3.7 亿欧元，相比于 2.15 万亿欧元的总量微不足道。除了增长相对较强但仍呈下滑趋势的德法，其他欧盟 25 国的环比增速为-0.2%，好在希腊和葡萄牙的下滑速度有所减缓（见图 1.1）。

图 1.1、除了相对较强的德法，欧盟 GDP 增长仍为负，但整体以及希腊、葡萄牙的下滑速度缩小

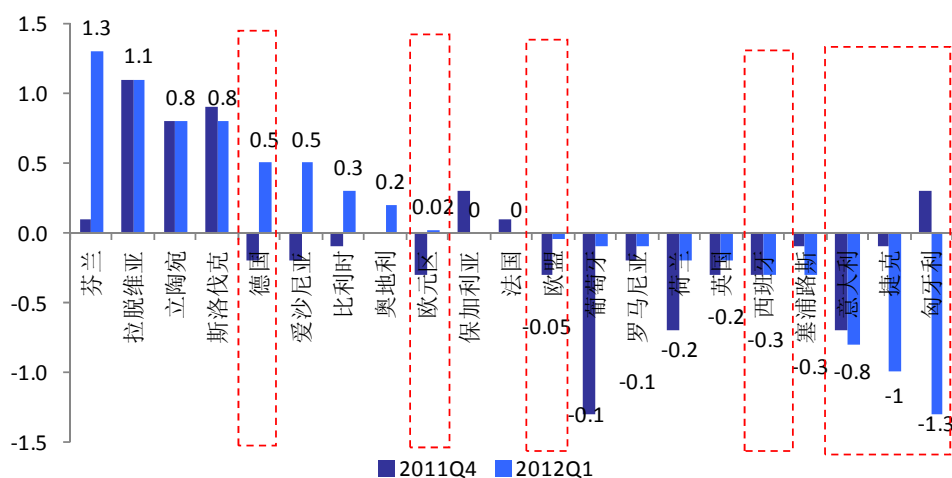


资料来源: Bloomberg, 申万研究

欧盟各国增长出现分化，东欧和德国增长相对较强，而中欧和边缘国家增长较弱。

(1) 从环比增速来看(见图 1.2), 芬兰增长最快, 但也仅 1.3%。已公布数据的 19 国中, 有 9 国为负增长, 其中 8 国均陷入衰退, 分别为捷克、西班牙、意大利、塞浦路斯、荷兰、葡萄牙、罗马尼亚和英国, 而匈牙利虽然避免了衰退, 但下滑速度最快, 达-1.3%, 主要因为去年 11 月欧债危机升级后, 蔓延至中东欧, 匈牙利受到的冲击首当其冲; 其次, 捷克也下滑-1%。

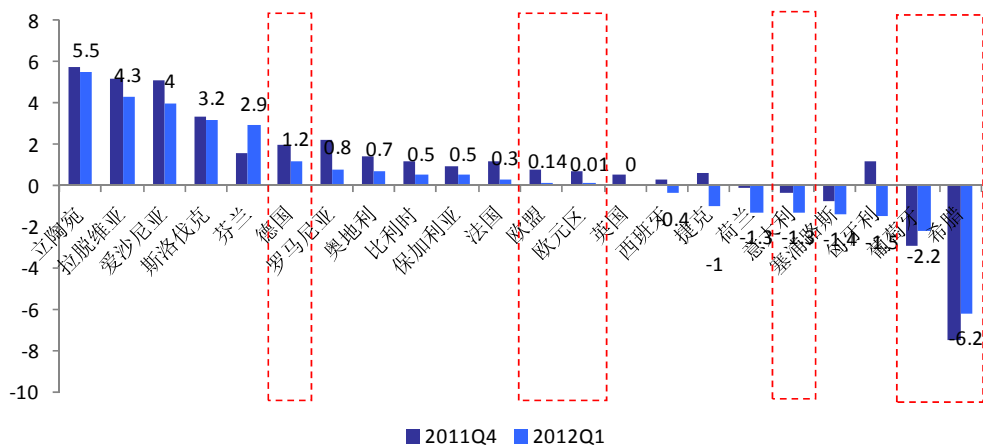
图 1.2、从 GDP 环比增速来看, 芬兰等东欧国家增长最快, 而匈、捷、意最慢(希腊不公布数据)



资料来源: Bloomberg, 申万研究

(2) 从同比增速来看(见图 1.3), 增速最快的也是拉脱维亚(5%)、立陶宛(4.3%)等东欧国家, 德国增长 1.2%, 而下滑最快的是希腊, 萎缩-6.2%, 但相比于去年第四季度-7.5%的衰退程度有所减弱, 葡萄牙、意大利和西班牙三个边缘国家也分别萎缩-1.5%、-1.3%和-0.4%。

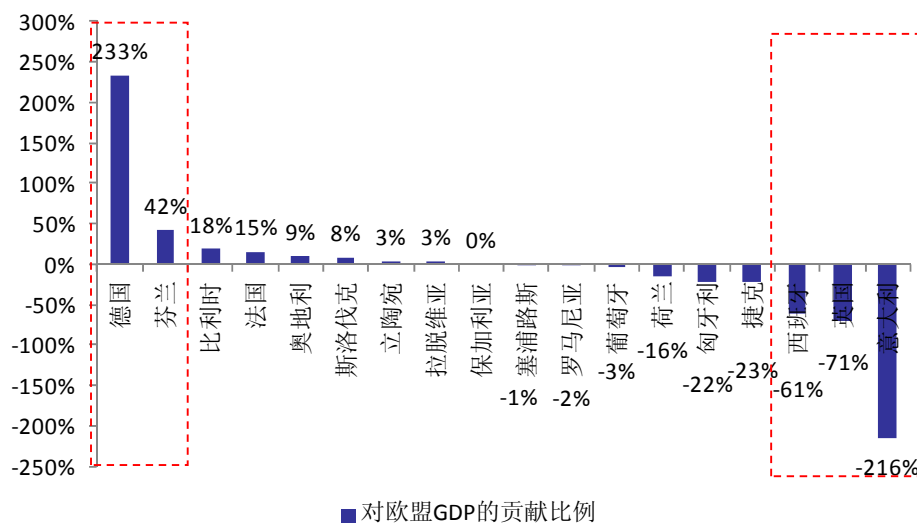
图 1.3、从 GDP 同比增速来看, 立陶宛等东欧国家增长最快, 而希腊、葡萄牙最慢



资料来源: Bloomberg, 申万研究

(3) 从贡献比例来看(见图 1.4), 德国独自支撑整个欧盟的增长, 贡献比例高达意大利、英国和西班牙拖累最大, GDP 下滑量分别占欧盟 GDP 下滑量的-216%、-71%和-61%。

图 1.4、从各国对欧盟 GDP 的贡献来看, 德国贡献最大, 而意大利、英国和西班牙拖累最大



资料来源: Bloomberg, 申万研究

尤其需要注意的是, 德国正增长 0.5%, 远超预期的 0.1%, 扭转了去年第四季度下滑-0.2%的颓势, 这和一季度德国工业产值强劲是一致的, 主要是因内需旺盛, 工业活动加速复苏, 失业率维持低位, ZEW 经济景气指数和 IFO 商业景气指数 1-4 月也持续上升, 这是带动欧盟经济超预期的最重要因素。但也不能忽视 5 月希腊和西班牙危机升级导致德国和欧元区经济景气指数双双下滑, 预示着未来经济会受到较大冲击。

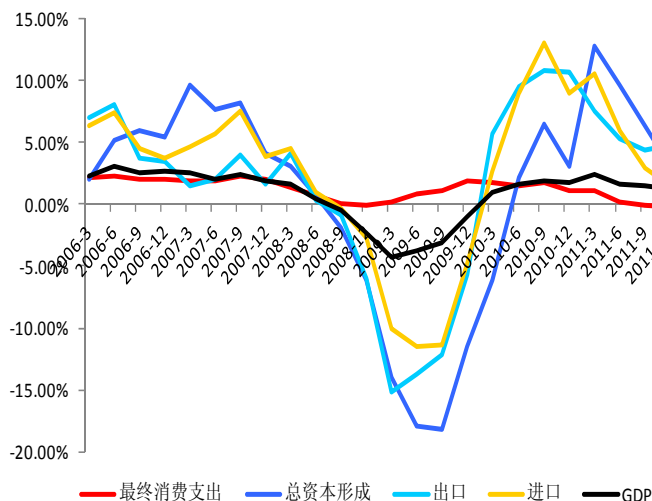
我们以公布细项数据的法国 GDP 为例, 试图探寻经济增长动力的演进。

- (1) 从变化趋势稳定的同比增速来看(见图 1.5), 法国经济自 2011 年初开始下滑, 今年第一季度下滑加剧, 达 0.33%, 创两年新低。下滑最快的是投资, 同比萎缩-4.6%, 其次是进口和出口, 而消费增长相对比较稳定, 2009 年底最早出现下滑, 因私人部门率先去杠杆, 今年以来反而扭转下滑的势头, 转负为正, 增速为 0.06%, 但这一趋势仍不明显, 如果奥朗德领导的法国新政府按其竞选纲领承诺的, 以增长为核心, 加大对社保和就业的支持, 提高收入水平, 那么法国消费会得到有效提振, 但从法国目前的约束来看, 公共支出占 GDP 的比重已高达 56%, 为欧元区最高的国家, 失业率为创 20 年新高, 短期要靠政府政策带动消费还不现实;
- (2) 从环比增速来看(见图 1.6), 法国今年第一季度增长 0.04%, 较上一季度的下滑幅度有所减弱, 投资回升最快, 但仍为负增长; 消费增速上升至 0.3%, 拉动了经济整体增长, 进口增速扭负为正, 但是出口仍呈加速下滑趋势, 值得警惕。
- (3) 从对 GDP 的贡献率来看(见图 1.7), 只有消费是正贡献, 但还未回到 2008 年危机前的水平; 净出口拖累最大, 反映了法国出口形

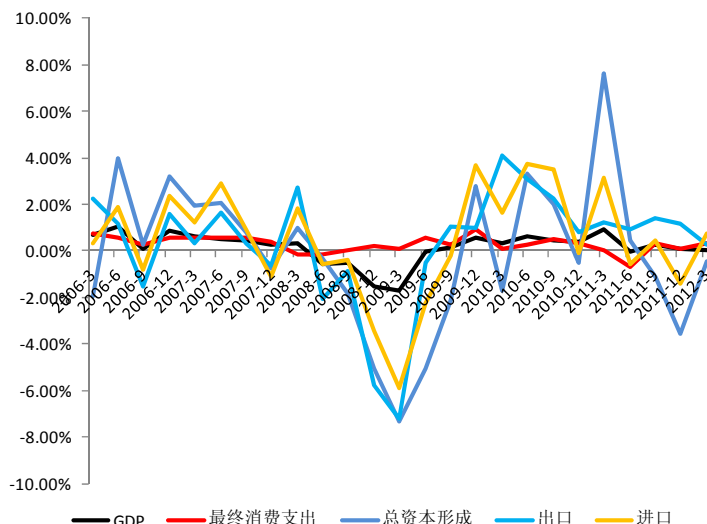
势恶化，对欧盟内部和欧盟以外地区的贸易减少；而投资的拖累有所减弱，因一季度法国工业生产相对企稳，但4月以来PMI及新订单大幅下滑，意味着二季度投资对经济的拖累可能加剧。总体来看，法国的消费独自支撑经济增长，但出口形势大幅恶化，导致贸易逆差扩大，未来仍将继续拖累经济复苏，加之工业生产难以为继，投资对经济的拖累也将加剧，法国经济还将面临进一步下滑，导致欧盟经济萎缩。

图 1.6：从环比增速来看，投资和消费均有所回升，出口下滑较快

图 1.5：从同比增速来看，投资下滑最快，消费相对稳定

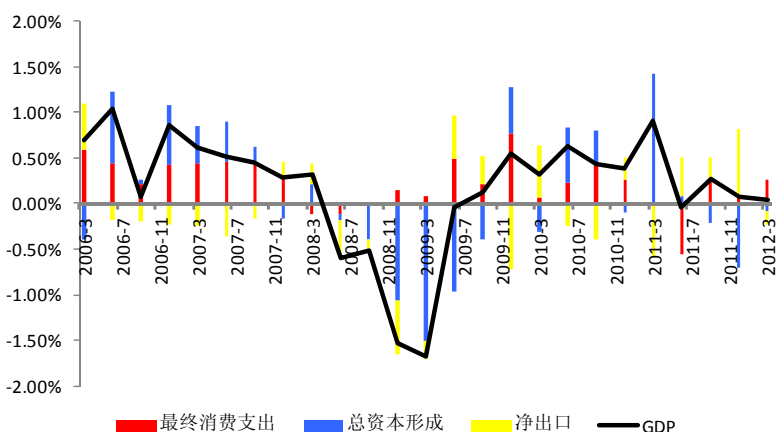


资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 1.7：从对 GDP 的贡献率来看，只有消费是正贡献，出口形势恶化



资料来源：Bloomberg，申万研究

展望欧盟经济的未来，根据我们的模型测算，欧盟经济仍呈下滑趋势，预计第三、四季度的GDP环比增速为0.4%和0.7%，直至第四季度下滑幅度缩小至-0.3%。主要原因具体分析如下：

- (1) 欧债危机目前处于银行业危机的阶段，银行信贷对经济的拖累首当其冲。首先，欧洲银行因调整资产负债表的需要，不得不动紧箍，造成信贷对实体经济的支持不足，拖累经济下滑。目前最大的硬性约束是，2012年6月底欧洲银行监管机构要求补充一级核心资本充足率至9%，对于很多银行来说是不可能完成的任务，所以不得不持续收缩信贷和贸易融资，即使过了这一期限，欧洲银行可能因经济前景不明而仍保持谨慎，直至实体需求逐步复苏，不良贷款占比下降后，才会逐步放松信贷，对经济构成提振。

其次，欧洲银行持续被下调评级，可能导致融资能力减弱，利润损失，加剧了银行业危机。自去年9月至今，欧洲主要国家银行均遭下调评级，5月18日，穆迪再度下调16家西班牙银行和英国桑坦德银行1-3级，展望评级被下调至负面和负面观察，意味着未来还将进一步下调；而且，穆迪曾声称，今年5月将下调100家银行评级。评级下调，将侵蚀欧洲银行业利润，造成银行追加保证金，并导致一些公司因信用评级不足而无法从货币市场基金处获得资金，欧洲危机进一步承压。

- (2) 希腊政治风险加剧，退出欧元区的概率已升至40%，西班牙危机也升级，加上希腊和西班牙银行出现挤兑，造成金融市场动荡和经济环境恶化。

西班牙银行业危机也愈演愈烈。西班牙银行因房地产泡沫破灭导致不良贷款日益增多，面临新一轮整顿，包括：

1) 更严苛的资本金要求，导致其被动加大收缩力度。政府要求银行为有毒的房地产资产追加300亿欧元的拨备，而前五大银行新增拨备仅达一半；

2) 银行面临国有化和挤兑的风险。5月10日，政府耗资45亿欧元左右，将第四大银行Bankia被国有化后，但随后该银行出现了挤兑风波，超过10亿欧元流失，占该行存款总额的1%，因客户质疑其流动性，也带动起股价暴跌14%；

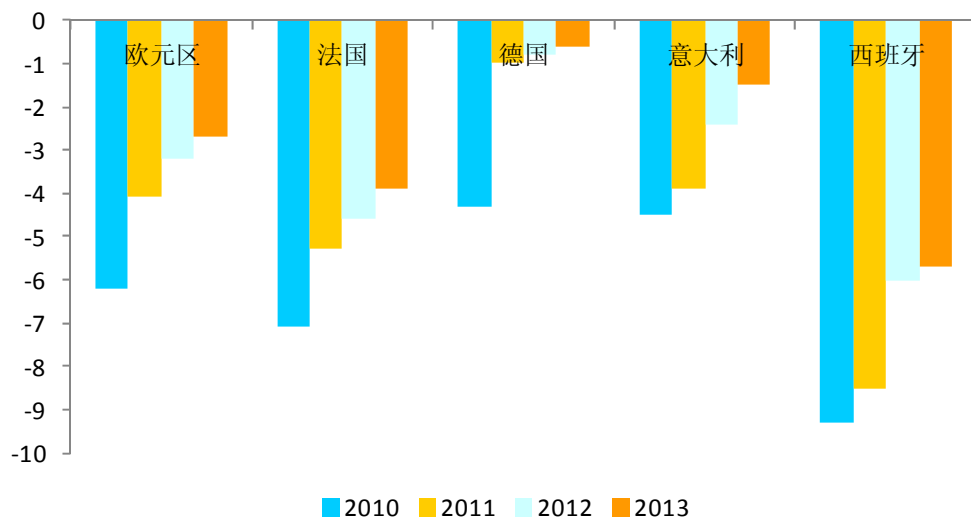
3) 金融市场动荡，政府融资缓解恶化。西班牙10年期国债收益率已升至6.31%，逼近7%这一不可持续的水平；而4月以来拍卖国债的收益率也不断攀升，融资成本大幅提高。若其融资成本持续高于6%，西班牙将面临请求救助的困境。这对于已救助希腊、爱尔兰和葡萄牙的“三驾马车”来说，无疑是重大负担，可谓“地主家也没用余粮了”。欧洲的救助能力面临重大考验。

- (3) 财政紧缩仍将持续拖累欧洲经济，特别是意大利、西班牙正实施空前的紧缩措施，对经济的拖累尤其明显（见图1.8）。签署欧洲财政协议的国家都有义务将结构性赤字降至0.5%，而根据欧盟的最新预测，即便实施了严厉的财政紧缩措施，欧元区17国有13个国家2013年都将达不到赤字占GDP的比重小于3%这一目标，特别是西班牙可能超过目标3.3个百分点。

因此，在欧债危机和财政公约的压力之下，各国不得不勒紧裤腰带过日子，政府投资和消费对经济的拉动作用明显减弱，荷兰总理马克·吕特（Mark Rutte）甚至因为紧缩谈判破裂而辞职。尽管法国新总统奥朗德声称将在财政公约中加入刺激增长的条款，但形

式大于实质，紧缩还是无法回避的主题，无怪乎其“新官上任三把火”，先给法国内阁所有成员工资削减 30%，以兑现选举时的承诺。欧洲需要通过减少赤字、削减政府开支和债务来实现经济增长这一长期目标。这一拖累还将持续。

图 1.8、从财政赤字占 GDP 的比重来看，西班牙和意大利的紧缩压力最大



注：2011 年为估计值，2012、2013 年为预测值。

资料来源：IMF，申万研究

因此，未来两个季度，受到信贷紧缩和财政紧缩加剧，希腊和西班牙危机短期或将发酵，欧盟经济恐将加速下滑，直至第四季度下滑幅度将有所缩小。

2. 希腊终将退出欧元区，但时机未到

我们认为，希腊迟早会退出欧元区，但目前还不是时候，迫于退出的机会成本过大。具体分析如下：

1、从潜在的经济损失来看，如果希腊退出欧元区，可能造成的潜在损失超过 5300 亿欧元，主要包括希腊公共部门、私营部门发行的债券、未偿还贷款以及其他风险敞口可能面临违约，具体见表 1.1。

表 1.1、如果希腊退出欧元区可能造成的经济损失

希腊债务	金额（亿欧元）
希腊私营部门发行的债券	735.77
私营部门持有的希腊国债	895
欧盟、欧央行和 IMF 持有的希腊国债	890
欧盟、欧央行和 IMF 提供的贷款	770
TARGET2 中欧元系统对希腊的风险敞口	1300
非希腊银行的潜在风险敞口	754.4
合计	5345.17

资料来源：国际清算银行、申万研究

而根据法国 IESEG 管理学院研究主管 Eric Dor 给出了的详细损失清单（见表 1.2），德、法分别可能面临最高达到 907 亿欧元和 674 亿欧元的损失。这是德、法领导人和民众所不愿意看到的。

表 1.2、如果希腊退出欧元区可能造成的经济损失

	各国潜在损失，包括央行损失上限（单位：亿欧元）	
	法国	德国
希腊央行所欠Target2款项	227	302
通过欧元体系SMP计划持有的希腊主权债务	98	140
希腊第一轮救助计划中提供给希腊的贷款	114	151
希腊第二轮救助计划中为EFSF向希腊提供的贷款所做的担保	84	112
为EFSF为希腊PSI计划提供好处费所做的担保	65	86
为EFSF为希腊PSI计划替希腊支付应计利息所做的担保	10	14
为EFSF发行债券向希腊提供贷款回购希腊此前为获得资金而抵押在欧元体系处的主权债务	76	102
合计	674	907

资料来源：法国 IESEG、申万研究

而且，一旦希腊退出，更可怕的是西班牙和意大利的经济和金融市场将受到严重冲击，可能也面临退出，造成的损失难以估量，将威胁到欧洲乃至经济的稳定。这是“三驾马车”和希腊债权人所不愿意看到、并极力避免的情形。

2、从政治格局来看，希腊乃至欧债危机能否有效控制关系到欧元区的稳定，对于欧元区领导人来说至关重要。德国明年 9 月将召开大选，这是默克尔能否连任的关键。默克尔已经孤注一掷，不顾民意，坚持紧缩，如果希腊退出则是对德国主导的欧元区及其紧缩政策的否定。从政治形势来看，默克尔领导的保守党联盟已经失去了德国三个州的执政权，特别是 5 月 6 日在德国人口最多的北莱茵—威斯特法伦州（NRW）选举中，默克尔所在的基督教民主联盟（CDU）大败，其支持率跌落至二战后最低水平，比上一次选举下降了 9%至 26%。目前来看，默克尔只控制了德国 16 个州中的 7 个，社会民主党已经掌控了 11 个州，再加上与在北威州获票数排第三的绿党结成红绿联盟，已变成了北威州的多数党，明年在大选中获胜的概率大增，对默克尔构成巨大威胁。由此看来，默克尔只能前进，没有退路，维稳成为了第一要务，会利用一切办法将希腊留在欧元区。

而对于法国新上任的总统奥朗德，如何维持欧元区的稳定、不危害法国的利益，是其上台后第一个棘手的难题。但出于稳定的角度，他可能会倾向于和默克尔一起，力保希腊留在欧元区。

3、从希腊的角度来看，从目前的民意调查来看，81.5%的希腊人倾向于留在欧元区。即使反对紧缩的 Syriza 党在第二轮选举中获胜，上台后也会权衡利弊，不会轻言债务违约和退出欧元区，因

为机会成本大于收益。预计新一届希腊政府将展开和“三驾马车”的谈判，最终结果可能是各方妥协、希腊在紧缩力度减弱并获得缓冲期为代价来获得援助，这将使希腊退出欧元区的时间点推后，避免在明年9月德国大选之前对欧洲乃至全球经济和金融市场造成过大冲击。

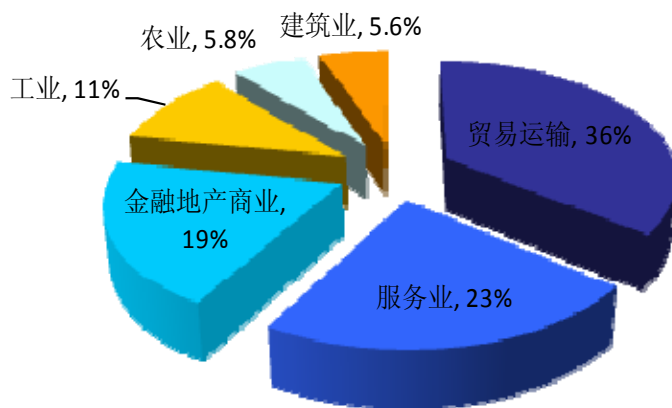
但是，长期来看，希腊必将退出欧元区，因为其从根本上缺乏竞争力，在欧元区内难以恢复经济增长，只能通过退出欧元区后，复用德拉克马并导致主权违约，然后大幅贬值本国货币，并实施一系列经济和财政改革，来改善出口、刺激投资，从而逐步恢复竞争力。

尽管希腊短期内退出欧元区仍是个“黑天鹅”事件，但我们不得不警惕希腊危机升级所带来的冲击。从目前的状态来看，希腊可谓风雨飘零，摇摇欲坠。

政治上，希腊处于无政府状态，因为今年第一次大选无果而终，暂时建立一个技术官僚代管的过渡政府，没有任何实权，唯一的职责是筹备6月17日第二次大选，政治僵局短期难以打破，意味着希腊无法在新政府当选前通过115亿欧元紧缩方案，那么也无法获得“三驾马车”提供的贷款，最早7月便会陷入捉襟见肘、无法支付养老金和工作的窘境；再加上目前的民调显示，反对紧缩的政党占据绝对多数的选票，特别是宣称坚决反对紧缩、要求希腊银行国有化的左翼联盟Syriza党目前得票率最高，超过205，对于希腊的未来并非好事，增加了下行风险。

经济上，希腊衰退不断加剧，重回增长还需很长一段时间。实际上，希腊GDP自2006年第二季度以来一蹶不振，至今仍呈下滑趋势，2009年二季度陷入衰退后，没有跟随全球强劲反弹，反而衰退不断加剧，至今仍未止住下滑趋势。我们认为，希腊经济从根本上缺乏竞争力，过于依赖旅游业所带动的零售运输、服务业等第三产业，占比高达77.6%，而且单位劳动力成本上升导致其商品和服务贸易额下降；而第二产业仅占比16.6%，农业更是仅5.8%，产业空心化程度严重，而且出口竞争力和国家信誉又较差，短期难以恢复增长。

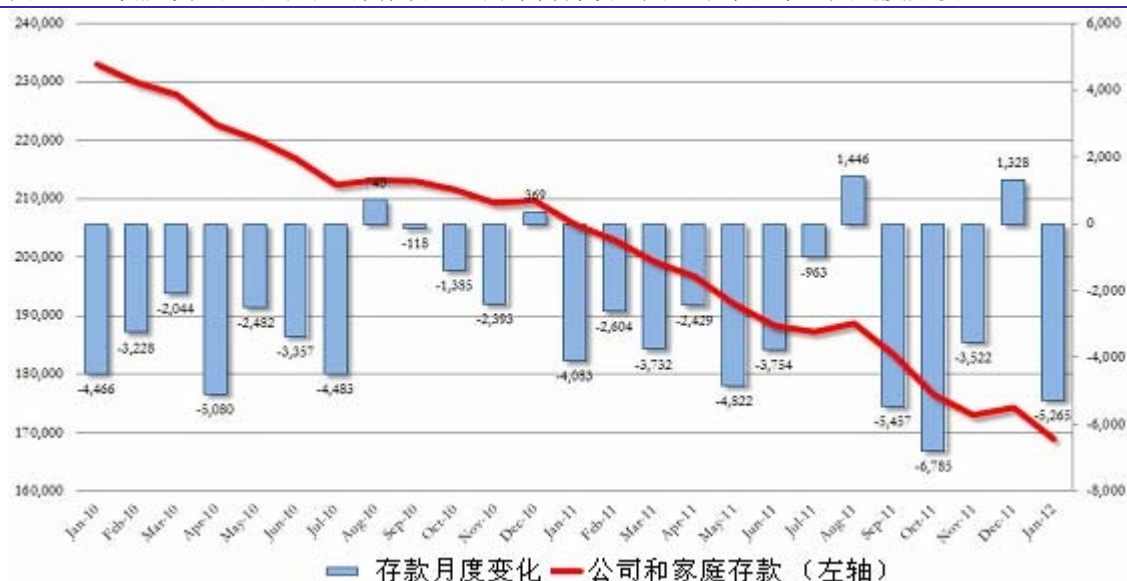
图 1.1、希腊产业空心化严重，严重依赖第三产业



资料来源: Bloomberg, 申万研究

希腊银行的形势更加严峻，不仅面临可能被国有化的厄运，而且近期挤兑造成存款流失加剧，再加上欧央行已停止向四家希腊银行提供流动性，导致希腊银行随时有破产的可能性。截至今年3月份，希腊银行的私人存款总额为1654亿欧元，其中有660亿欧元为隔夜存款，近两年已流失三分之一。今年一季度共流失存款117亿欧元。而希腊5月6日选举后的10天内，希腊银行就流失了30亿欧元存款，约占希腊银行存款总量的1.8%；日均流失3亿欧元，大幅超过了1月1.77亿欧元的历史记录，更远超过去年不足1亿欧元的日均流失量。这或许暗示着，希腊民众在为希腊退出欧元区做准备。不但私营部门不看好希腊银行，欧洲央行也已停止向四家未能成功注资的希腊银行提供流动性，导致其处于极其危险的境地，随时可能面临流动性枯竭和破产。

图 1.7：希腊家庭和公司的银行存款过去两年内持续流失，今年以来流失速度加快



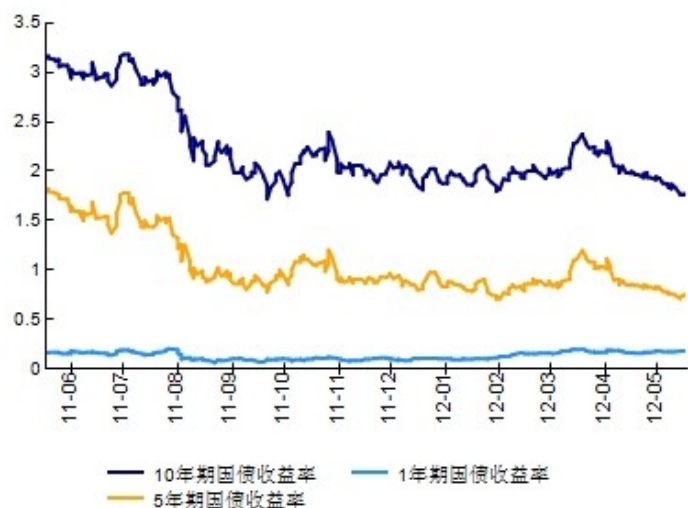
注：单位为百万欧元

资料来源: Bloomberg, 申万研究

总体上，从短期来看，希腊今年退出欧元区的风险有所上升，但仍是小概率事件；长期来看，希腊因竞争力不足和缺乏增长动力，长期将面临退出欧元区的结局。我们需要警惕希腊和西班牙危机升级所带来的风险。

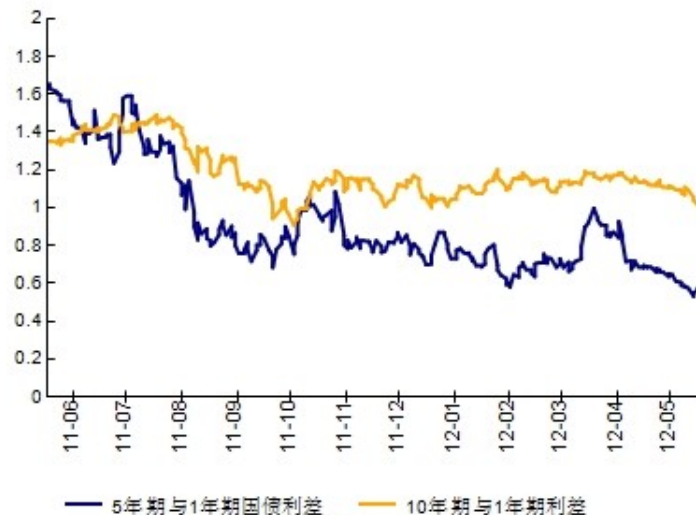
3. 费城商业前景指数远不如预期，美联储或进行宽松政策，美股连阴黄金反弹

图 1：美国国债收益率均下降，对经济形势担忧有所增加。



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 指数继续上升，显示股市波动风险加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



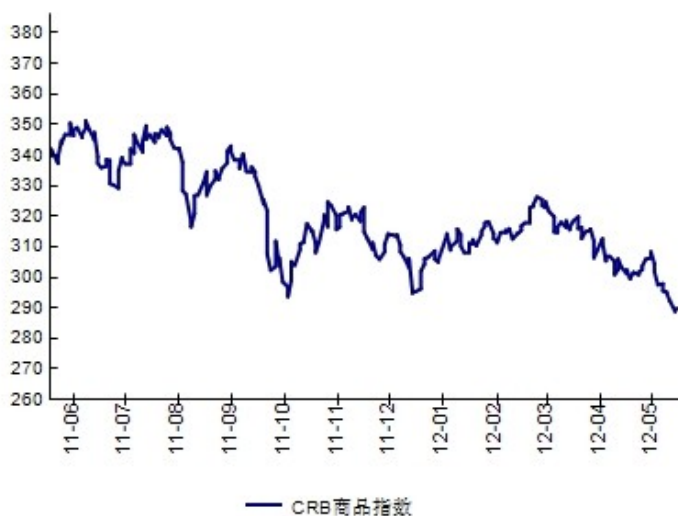
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元下跌, 由于美国上周首次失业人数和 5 月费城商业指数均远差于预期。



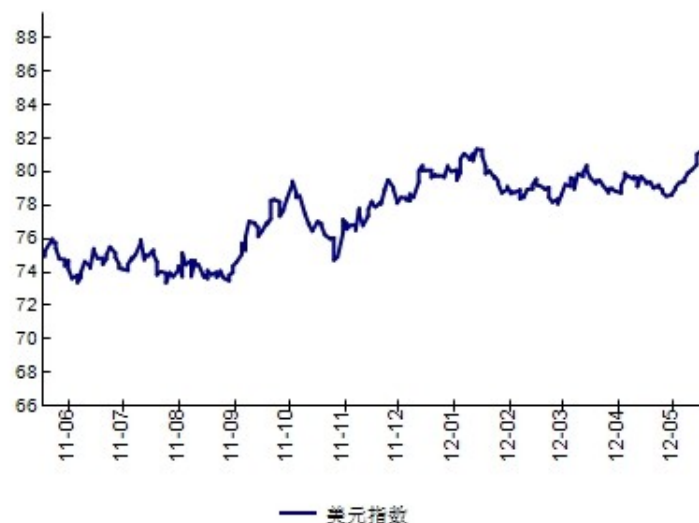
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格微幅回升, 由于希腊问题导致黄金价格上涨。



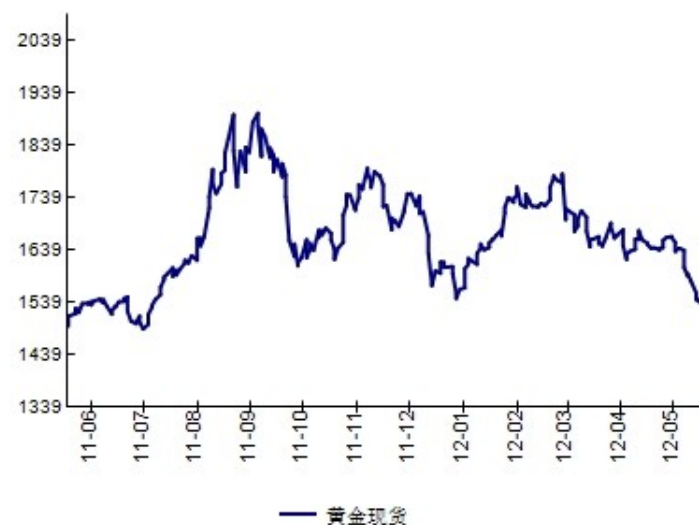
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数继续上升, 由于希腊 6 月将重新选举, 市场对其退出欧元区的猜测加大。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格继续上升, 由于美联储认为经济复苏减缓时, 宽松政策是必要的, 对其需求有所回暖。



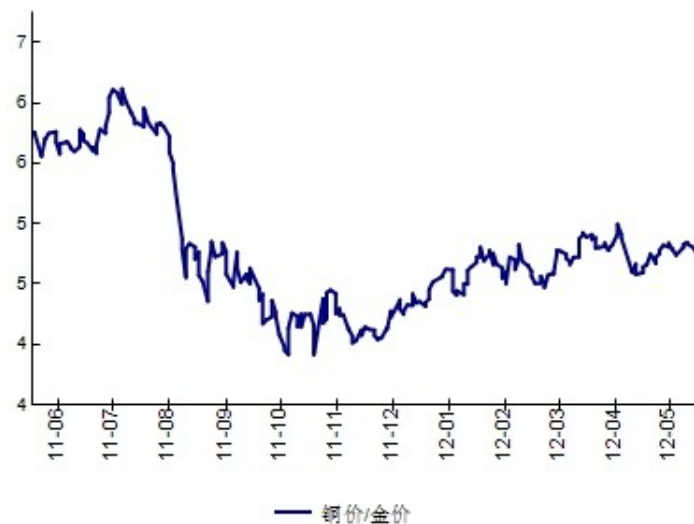
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格继续下行, 由于希腊退出欧元区可能性加大且美国 5 月费城商业前景不如预期。



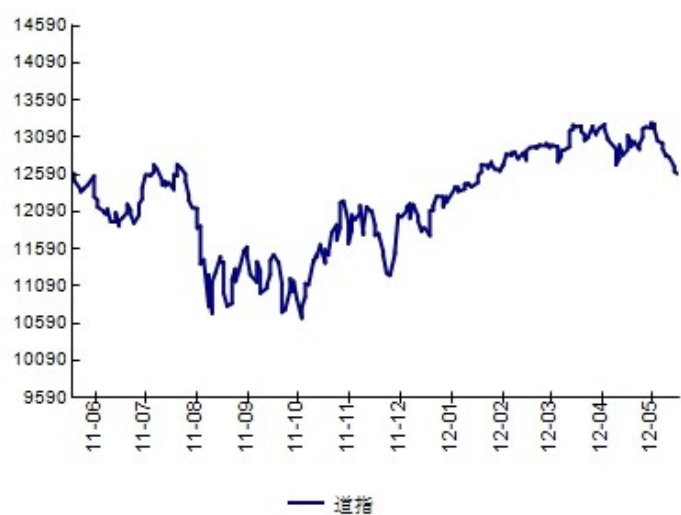
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下滑, 由于美国上周失业人数和费城商业前景均不如预期导致铜价下滑。



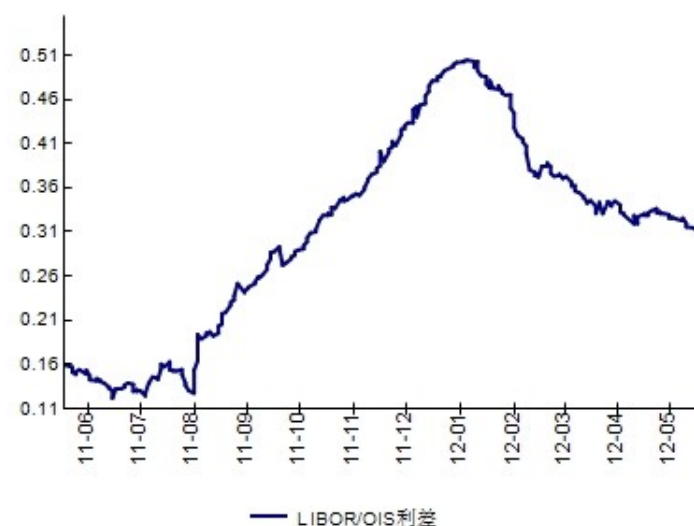
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指持续下跌, 由于美国 5 月费城商业前景指数和上周首次失业人数均远不如预期。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下滑, 银行信贷压力有所减轻。



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
05/15/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	APR	0.00%	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%	0.20%
05/15/2012 20:30	居民消费价格(同比)	APR	2.30%	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%	2.30%
05/15/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	APR	229.904	230.085	229.392
05/15/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	APR	--	228.984	228.432
05/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	MAY	9	17.09	6.56
05/15/2012 20:30	商品零售额	APR	0.10%	0.10%	0.80%
05/15/2012 20:30	除汽车外零售额	APR	0.20%	0.10%	0.80%
05/15/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	APR	0.30%	0.10%	0.70%
05/15/2012 20:30	零售销售“对照小组”	APR	0.30%	0.40%	0.40%
05/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	MAR	--	-\$49.9B	\$107.7B
05/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	MAR	\$32.5B	\$36.2B	\$10.1B
05/15/2012 22:00	营运库存	MAR	0.40%	0.30%	0.60%
05/15/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	MAY	26	29	25
05/16/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 11	--	9.20%	1.70%
05/16/2012 20:30	新宅开工指数	APR	685K	717K	654K
05/16/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	APR	4.70%	2.60%	-5.80%
05/16/2012 20:30	建筑许可	APR	730K	715K	747K
05/16/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	APR	-4.50%	-7.00%	4.50%
05/16/2012 21:15	工业产值	APR	0.60%	1.10%	0.00%
05/16/2012 21:15	设备使用率	APR	79.00%	79.20%	78.60%
05/16/2012 21:15	制造业(SIC)产值	APR	--	0.60%	-0.20%
05/16/2012 22:00	房贷拖欠	1Q	--	7.40%	7.58%
05/16/2012 22:00	MBA Mortgage Foreclosures	1Q	--	4.39%	4.38%
05/17/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
05/17/2012 20:30	首次失业人数	MAY 12	365K	370K	367K
05/17/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 5	3225K	3265K	3229K
05/17/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 13	-38	-43.6	-40.4
05/17/2012 21:45	彭博经济预期	MAY	--	-1	-3
05/17/2012 22:00	费城联储商业前景指数	MAY	10	-5.8	8.5
05/17/2012 22:00	领先指标	APR	0.10%	-0.10%	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
05/18/2012 20:30	Revisions: Factory Orders				
18-19 MAY	Revisions: Durable Goods Benchmarks				
05/21/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	APR	--	--	-0.29
05/22/2012 22:00	里士满联储制造业指数	MAY	11	--	14
05/22/2012 22:00	现房销售	APR	4.61M	--	4.48M
05/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	APR	2.90%	--	-2.60%
05/23/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 18	--	--	9.20%
05/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	MAR	--	--	0.30%
05/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	1Q	--	--	-0.10%
05/23/2012 22:00	新建住宅销售	APR	335K	--	328K
05/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	APR	2.10%	--	-7.10%
05/24/2012 20:30	耐用品订单	APR	0.80%	--	-4.20%
05/24/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	APR	1.10%	--	-1.10%
05/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	APR	0.60%	--	-0.80%
05/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	APR	--	--	2.60%
05/24/2012 20:30	首次失业人数	MAY 19	--	--	370K
05/24/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 12	--	--	3265K
05/24/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 20	--	--	-43.6
05/24/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	MAY	--	--	3
05/25/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAY F	77.8	--	77.8
05/29/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	MAR	--	--	0.15%
05/29/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20同比	MAR	--	--	-3.49%
05/29/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	1Q	--	--	-4.03%
05/29/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	MAR	--	--	134.2
05/29/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	1Q	--	--	125.67
05/29/2012 22:00	消费者信心	MAY	70	--	69.2

4. 希腊恐退出欧元区导致评级下调，穆迪威胁下调西班牙银行评级，欧股欧元持续下跌

图 13：除意大利和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨，对经济担忧情绪依然存在。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨。由于希腊评级遭穆迪下调，而西班牙银行评级也被威胁下调。



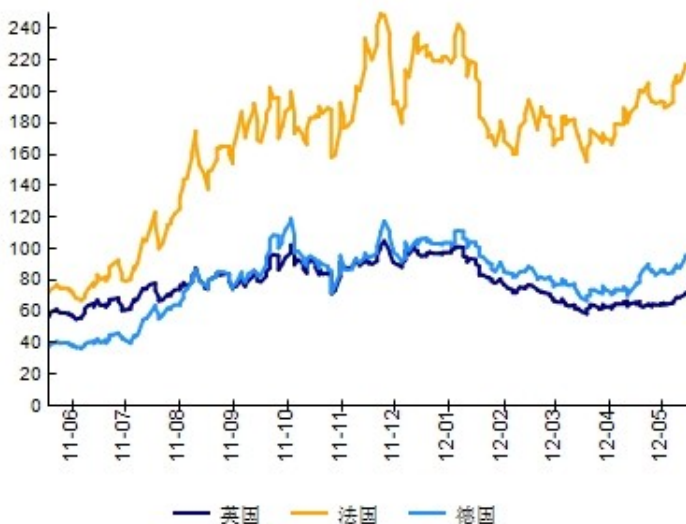
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差均上涨，对经济担忧情绪加剧。由于希腊政局动荡，穆迪下调其评级。



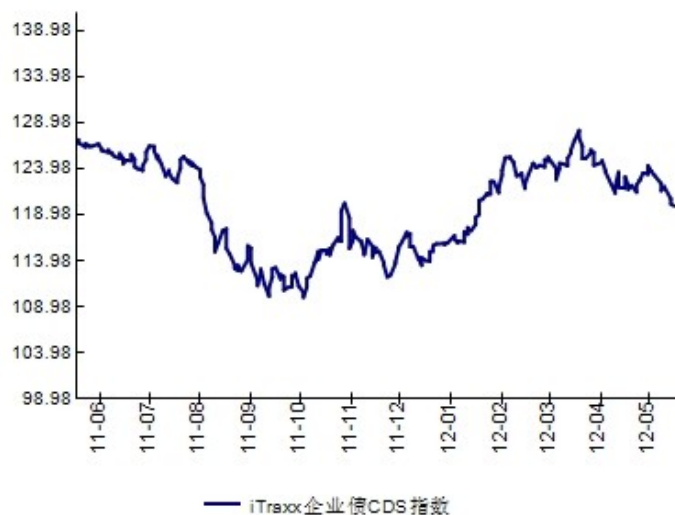
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



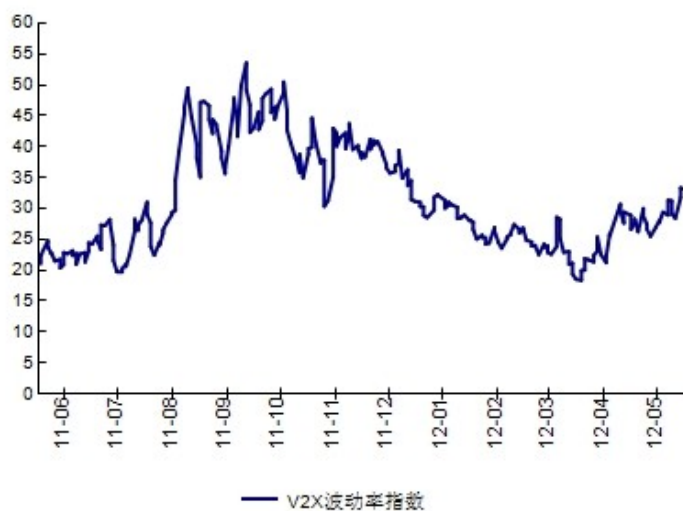
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减轻。



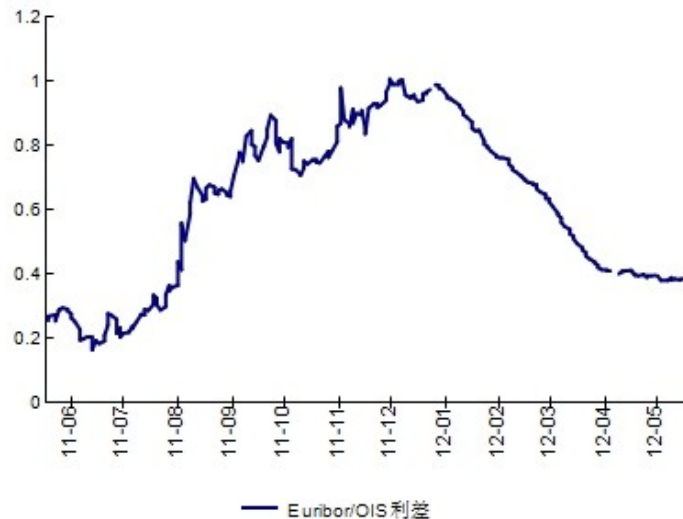
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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 利差小幅回落, 显示银行信贷压力有所缓和。



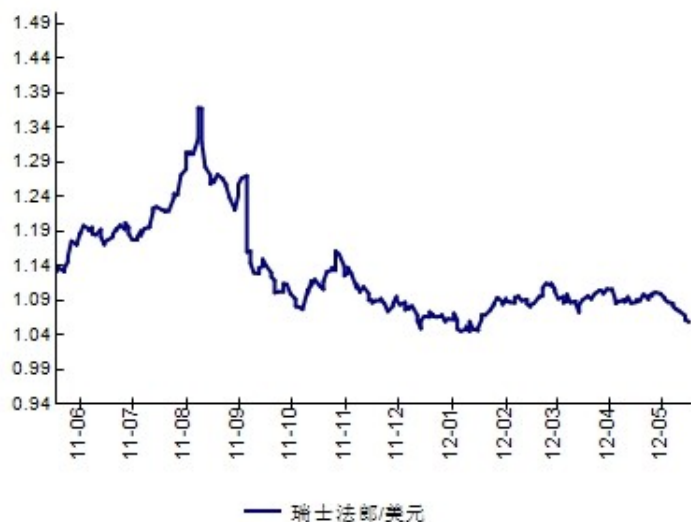
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元持续大幅下滑, 由于希腊政局动荡恐退出欧元区, 穆迪下调其评级, 而西班牙银行业受到评级下调威胁。



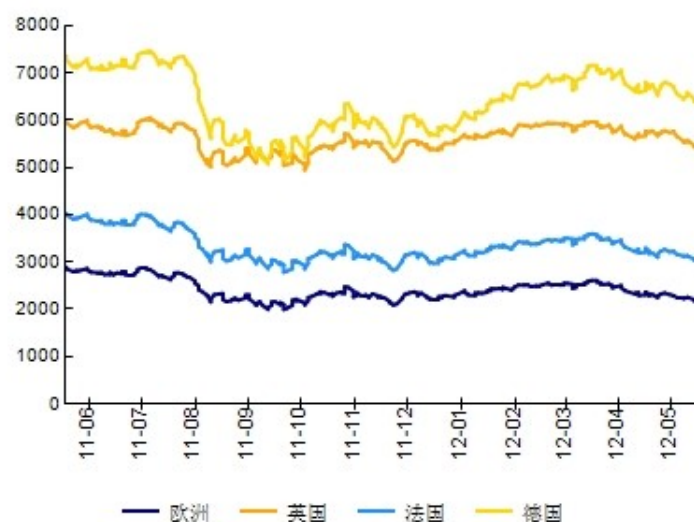
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎持续下跌, 对美元的避险需求有所上升。



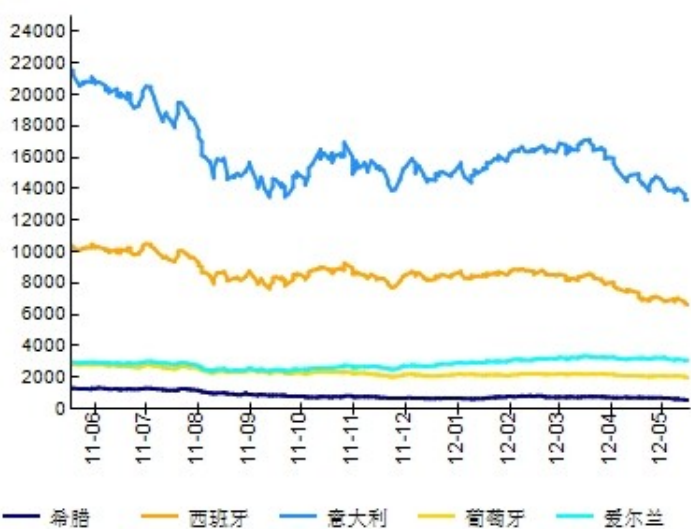
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于希腊政局动荡导致评级遭穆迪下调, 穆迪也威胁会下调西班牙银行评级。



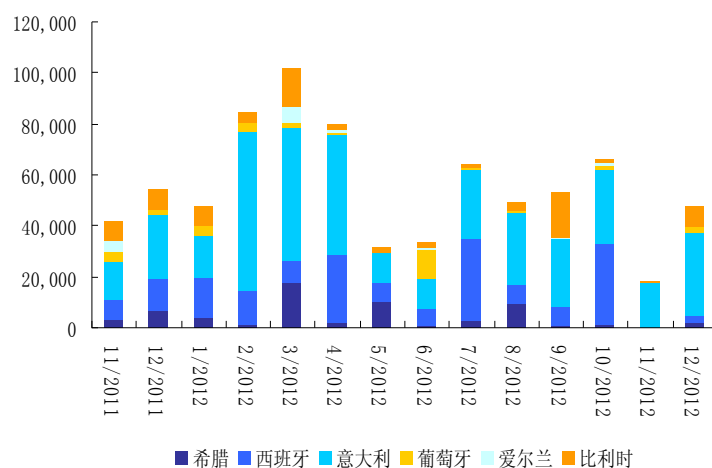
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下滑。



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



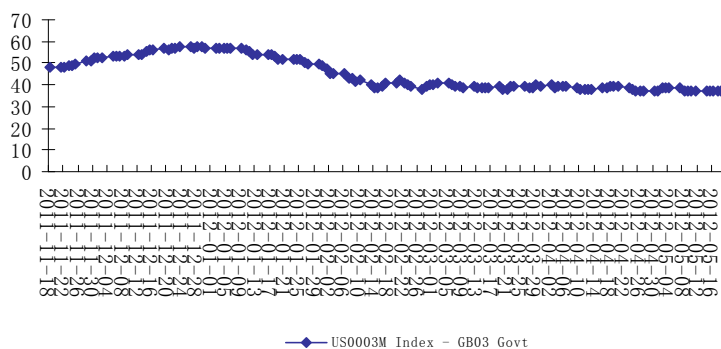
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除巴克莱外, 其他银行 CDS 均继续上涨。



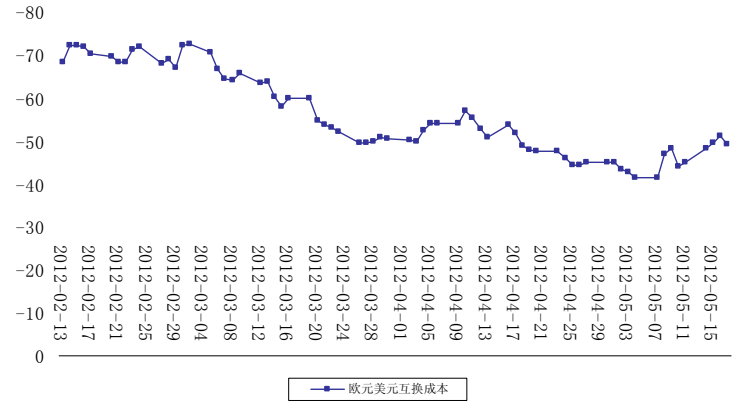
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 与上一日持平。



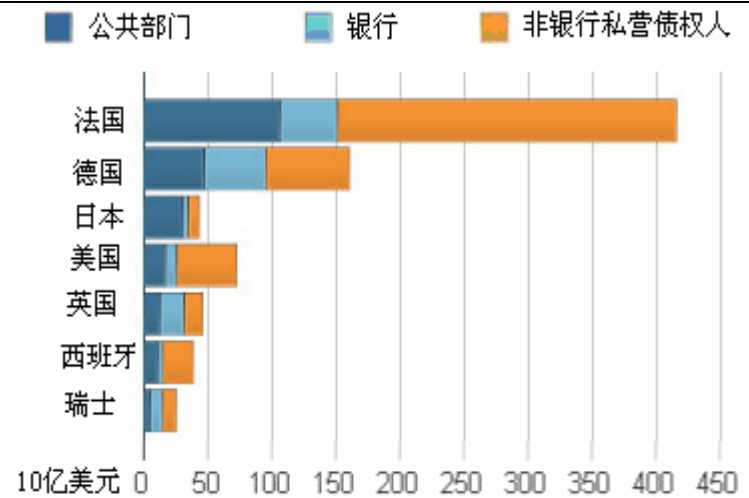
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本小幅回落。



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：截至 2011-12 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		2239.28	278.78	37.11	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39
希腊	7.22	443.53	133.55	21.86	9.69	105.37	44.55	9.35	904.73
爱尔兰	218.61	274.62	953.29	154.57	78.44	1273.80	443.03	186.45	3304.32
意大利	123.88	3323.45	1339.54		309.70	593.56	365.88	305.07	6451.33
葡萄牙	27.65	217.60	302.08	31.83	759.51	209.40	45.27	12.00	1640.06
西班牙	131.23	1147.02	1460.96	277.26		831.29	458.50	216.91	5129.44
德国	138.33	2099.96		2344.34	544.89	1877.55	1752.37	1318.49	10946.39
法国	583.91		1748.62	430.13	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39

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	12-5-17	CCC	负面
	12-03-02	C	负面	12-02-27	SD (选择)	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
	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
				10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面

	10-09-30	AA1	负面	09-01-19	AA+	负面			
	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。