

2012 年 06 月 14 日

欧债危机拖累德国产出，美国经济二季度继续回落

——国际金融市场风险监控 2012 年 6 月 14 日

总体判断：

- 隔夜，避险情绪上升，风险资产下跌，西班牙、意大利 10 年期国债收益率冲高至 6 个月新高，因欧美经济数据恶化，投资者担忧欧债危机的蔓延，且穆迪下调西班牙、塞浦路斯的评级至接近垃圾级。
- 欧元区 4 月工业产出下滑速度创两年半新高，德国也受传染，预示欧洲经济二季度加速下行。4 月，欧元区工业产出环比大幅下滑-0.8%，同比下滑-2.3%，符合我们对欧洲经济今年第二季度衰退加剧的判断，也体现了欧债危机对欧洲实体经济的损害日趋严重，特别是南欧国家对欧元区的拖累加剧。（1）从分类来看，资本品生产下滑最大，欧盟 27 国环比下滑-1.8%；能源产出反而上涨 5.7%。（2）分国别，环比来看，欧盟 24 国中 6 国工业生产下滑，葡萄牙跌-6.5%居首。其次是德国，工业生产下滑-2%，这是两年半以来第二大跌幅，制造业和采掘业分别下滑-2.3%和-2.2%。同比来看，一半国家下滑，意大利等欧猪五国跌幅居首，超过东欧国家的涨幅。预计欧洲工业产出将继续下滑，但跌幅或将趋缓。
- 美国零售额连续两月下滑，预示二季度消费低迷已成定局，将拖累美国经济下滑。5 月，美国零售和食品服务业销售环比下滑-0.2%至 4046 亿美元，同比虽上涨 5.3%但涨幅连续回落，3、4 月零售数据均向下修正，预示美国经济二季度环比放缓，其中消费贡献减弱，因伴随暖冬结束、就业形势恶化，一季度由建筑业所带动的家俱、建材等销售高峰已过。4、5 月的零售数据验证了这一观点，接连环比下滑-0.2%，除了销量好转的汽车及零部件，其他零售和食品服务业加速下滑-0.4%，因为：1、油价大跌带动加油站零售额大跌-2.2%；2、因暖冬效应过去，建材、园艺设备继 4 月大跌-2.3%后，5 月再跌-1.7%。亮点在于，汽车及零部件近 2 个月大幅反弹，对美国消费形成支撑。4 月批发商和制造商销售额环比上升 0.2%，新增销售额 18.78 亿美元，抵消了零售和食品服务业 9.13 亿美元的减少额，对美国经济构成提振。库存方面，4 月环比增长 0.4%，批发商和零售商库存加速上升，我们预计二季度库存对 GDP 的贡献将边际递增。
- 美国原料成本压力锐减，预计二季度通胀加速回落，为下半年 QE3 奠定基础。美国 5 月 PPI 月率大幅下滑-1%，低于预期的-0.6%，创 2009 年以来最大跌幅，也将 PPI 年率从 1.9%拉低至 0.7%，低于预期的 1.2%。核心 PPI 年率和月率分别上升 2.7%和 0.2%，仍保持上行趋势。PPI 大跌，主要是因为 5 月商品暴跌使原材料成本下降，特别是汽油价格大跌 8.9%，带动能源价格下跌 4.3%，同时也降低了运输成本。预计 5 月 CPI 同比增速回到美联储的目标水平 2%以下，这为美联储下半年推行 QE3 扫除最大的障碍；而 6 月 PPI 或仍为负增长，但跌幅收窄。
- 我们维持对美国经济二季度环比下滑、三季度反弹、四季度回落的判断。二季度，消费对美国 GDP 的贡献递减，而房地产市场好转带动房地产投资加速增长，加上库存贡献增加，企业投资对 GDP 的贡献有望增强。三季度，美国经济出现反弹，一方面预计政策支持房地产持续复苏，企业投资继续拉动经济增长，消费也略有反弹；另一方面，在全球政府联手提振经济、救助欧洲的带动下，欧债危机对美国的传染减小，外需恢复也将拉动贸易赤字减少，为美国经济复苏奠定良好环境。
- 关注：6 月 14 日 美国 5 月 CPI

6 月 17 日 希腊大选

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>

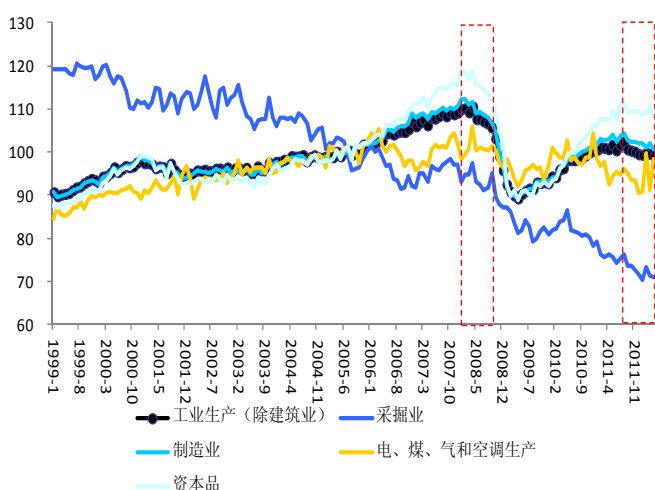
1. 欧元区 4 月工业产出下滑，美国 5 月零售和PPI均低于预期

欧元区 4 月工业产出下滑速度创两年半新高，德国也受传染，预示欧洲经济二季度加速下行。

4 月，欧盟工业生产环比下滑-0.4%，同比下滑-1.7%，而欧元区下滑更快，环比和同比分别下滑-0.8%和-2.3%，均略好于预期，符合我们对欧洲经济今年第二季度衰退加剧的判断，也体现了欧债危机对欧洲实体经济的损害日趋严重，特别是南欧国家对欧元区的拖累加剧。

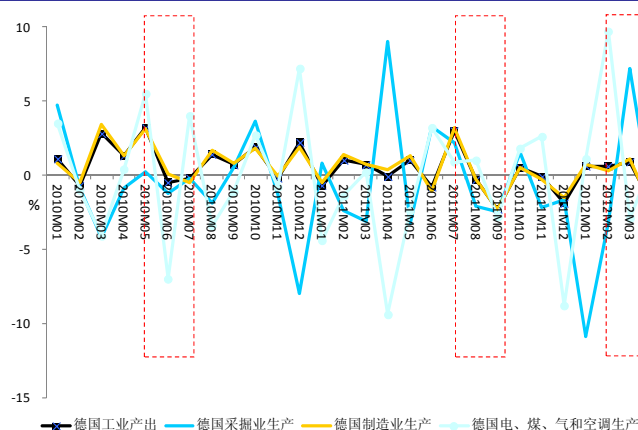
(1) 从类别来看，资本品生产下滑最大，欧盟 27 国环比下滑-1.8%；能源生产反而上涨 5.7%。值得注意的是，耐用消费品生产方面，欧元区内部环比下滑-0.9%，但非欧元区的欧盟国家耐用品生产大幅提升，抵消了欧元区的拖累，使欧盟耐用品生产环比反而上升 0.6%，但从同比来看，仍下滑-4.5%。(2) 从国别来看，欧盟 24 国中 6 国工业生产环比下滑，特别是葡萄牙跌-6.5%。其次是受到拖累的德国，工业生产下滑-2%，这是 2009 年 10 月以来仅次于去年 9 月-2.3%的第二大跌幅，其中制造业和采掘业分别环比下滑-2.3%和-2.2%，而荷兰等国抵消了部分跌幅。同比来看，有 11 国下滑，接近一半，主要是意大利等欧猪五国下滑最大，超过东欧国家的涨幅。

图 1：本轮危机导致欧盟工业生产回落，类似于 2008 年初，还有下滑空间但幅度预计减小



资料来源：欧盟统计局，申万研究

图 2：德国工业生产增速下滑，类似于前两轮欧债危机，仍有韧性，下半年有望反弹。



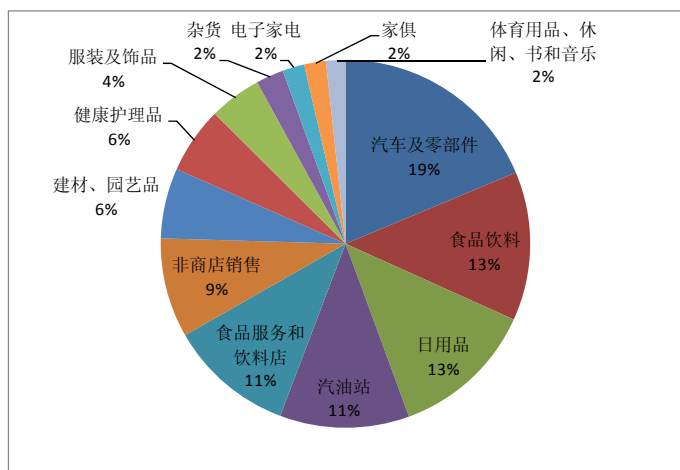
资料来源：欧盟统计局，申万研究

美国零售额连续两月下滑，预示二季度消费低迷已成定局，将拖累美国经济下滑。5 月，美国零售和食品服务业销售环比下滑-0.2%至

4046 亿美元，同比虽上涨 5.3%、但涨幅持续回落，加上 3、4 月零售数据均向下修正，预示美国二季度环比继续下滑。

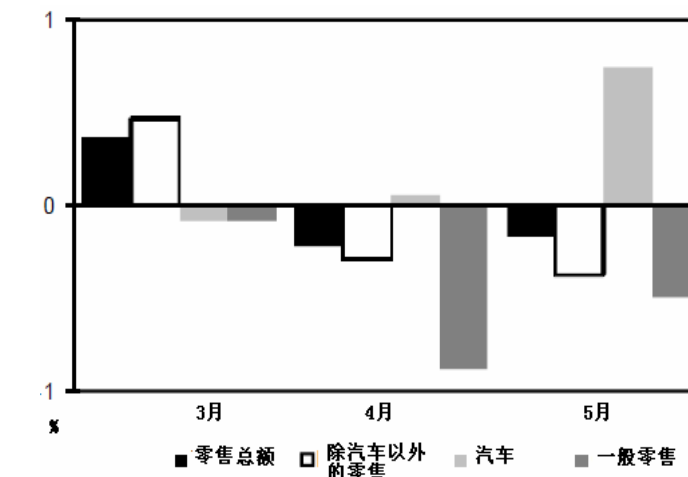
我们于 3 月份即提示伴随暖冬结束、就业形势恶化，一季度由建筑业所带动的家俱、建材等销售高峰已过，二季度消费将出现下滑。4、5 月的零售数据验证了这一观点，接连环比下滑-0.2%，而且除了销量好转的汽车及零部件，其他零售和食品服务业更是加速下滑-0.4%，主要因为：1、油价大跌带动加油站零售额大跌-2.2%；2、因暖冬效应过去，建材、园艺设备继 4 月大跌-2.3%后，5 月再跌-1.7%；3、日用品零售额也环比下滑-0.5%，这也是近 3 个月下滑最多的品种。零售额同比较强，是因为去年灾害天气和日本地震破坏汽车等供应链、造成基数较低缘故。可圈可点的是，非实体店零售近两个月一直保持 12%左右的同比涨幅，说明电子商务和零库存销售在美国发展势头很好，销量增速大幅超越实体店；其次，汽车及零部件近 2 个月大幅反弹，作为零售中占比最大的耐用消费品，对美国消费形成支撑。

图 3：今年 1-5 月美国零售和食品行业构成中，汽车及零部件、食品饮料和日用品占比最大。



资料来源：美国统计局，申万研究

图 4：德国工业生产增速下滑，类似于前两轮欧债危机，仍有韧性，下半年有望反弹。



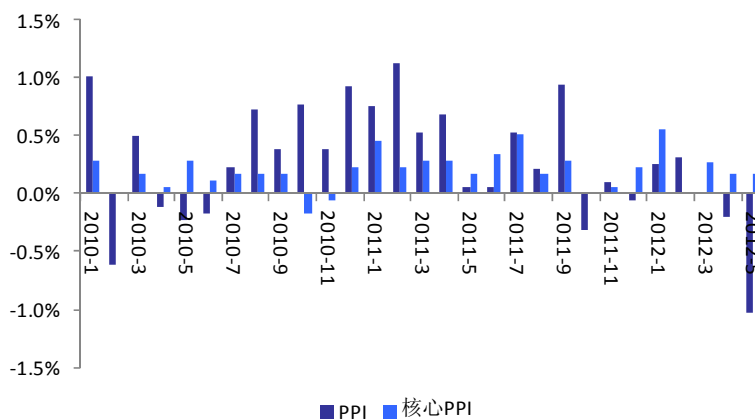
资料来源：美国统计局，申万研究

我们再来看一下批发商销售情况，美国公布的 4 月批发商和制造商环比上升 0.2%至 1.25 万亿美元，同比涨幅达 5.4%，主要是批发商销售额环比大幅增长 1.1%，抵消了零售商和制造商-0.3%的跌幅。从消费总体来看，4 月新增 18.78 亿美元的销售，抵消了零售和食品服务业 9.13 亿美元的减少额，对美国经济构成提振。库存方面，环比增长 0.4%至 1.575 万亿美元，同比增速达 5%，批发商和零售商加库存速度有所增加，而制造商不再加库存，库销比维持 1.26 的低位。这和我们根据之前公布的批发商库存得出的判断是一致的，二季度库存对 GDP 的贡献将边际递增。

美国 5 月 PPI 月率大幅下滑-1%，低于预期的-0.6%，创 2009 年以来最大跌幅，也将 PPI 年率从 1.9%拉低至 0.7%，低于预期的 1.2%。核心 PPI 年率和月率分别上升 2.7%和 0.2%，仍保持上行趋势符合预期。

PPI 大跌，主要是因为 5 月商品暴跌使原材料成本下降，特别是汽油价格大跌 8.9%，带动能源价格下跌 4.3%，同时也降低了运输成本。预计 5 月 CPI 将环比下滑-0.3%，同比增速大幅下降至 1.6%，回到美联储的目标水平 2% 以下，这为美联储下半年推行 QE3 扫除最大的障碍；而 6 月 PPI 预计仍为负增长，但跌幅将收窄。

图 5：美国 5 月 PPI 因商品大跌而大幅下滑，核心 PPI 也增速放缓

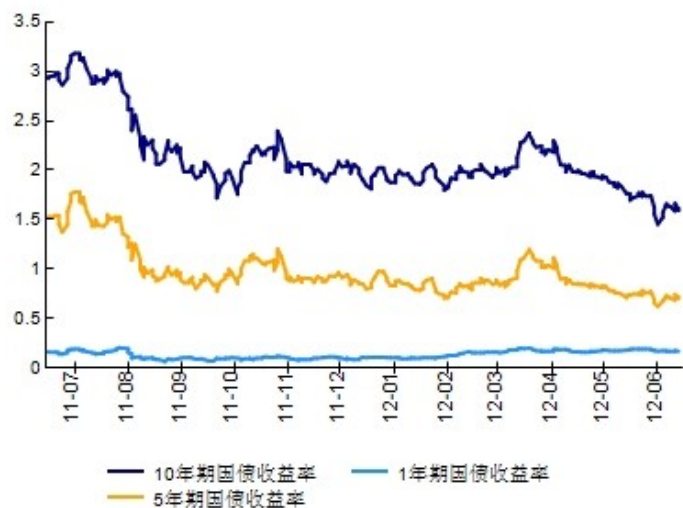


资料来源：CEIC，申万研究

我们维持对美国经济二季度环比下滑、三季度反弹、四季度回落的判断。二季度，消费对美国 GDP 的贡献递减，而房地产市场好转带动房地产投资加速增长，加上库存贡献增加，企业投资对 GDP 的贡献有望增强。三季度，美国经济出现反弹，一方面预计政策支持房地产持续复苏，企业投资继续拉动经济增长，消费也略有反弹；另一方面，在全球政府联手提振经济、救助欧洲的带动下，欧债危机对美国的传染减小，外需恢复也将拉动贸易赤字减少，为美国经济复苏奠定良好环境。

2. 美国5月零售额环比低于预期，美元美股下跌

图1：美国国债收益率均下降，对经济形势担忧有所增加。



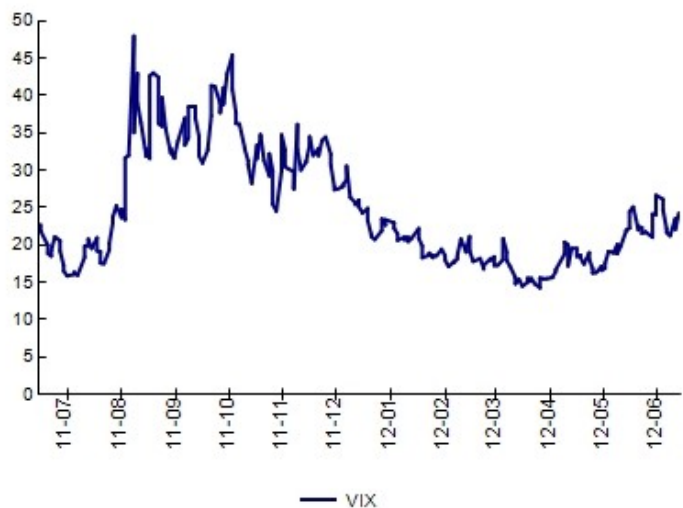
资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差均下降，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。



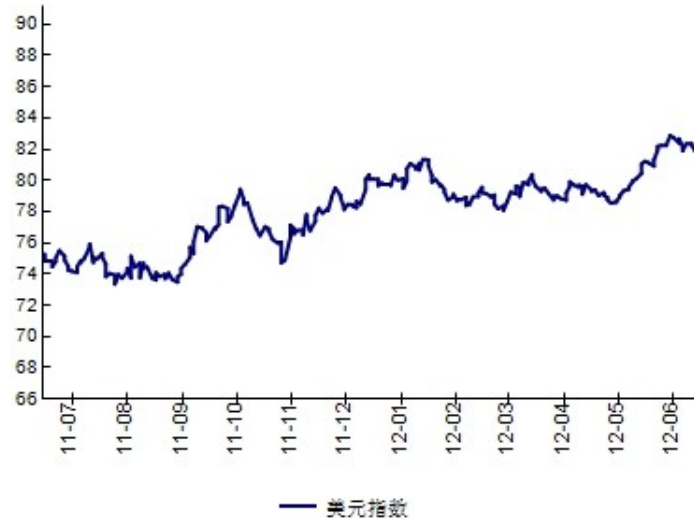
资料来源：Bloomberg，申万研究

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: 美元对日元下跌, 由于 5 月工业生产者价格与零售额环比低于预期。图 6: 美元指数下降, 对其避险需求减少。

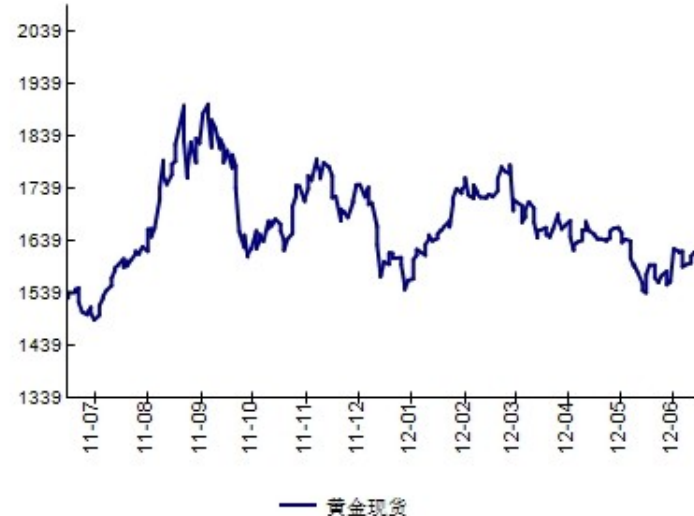
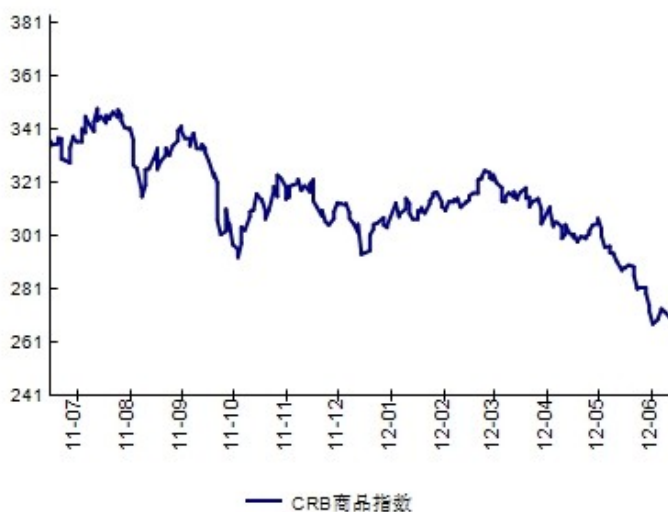


资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于金属与原油价格下滑。

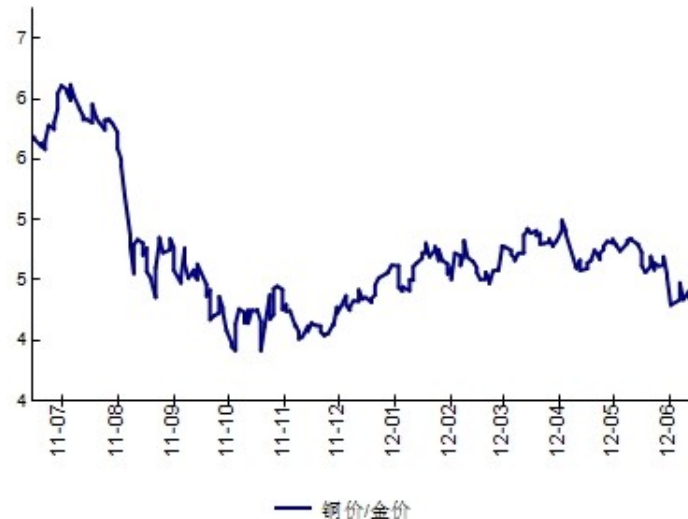
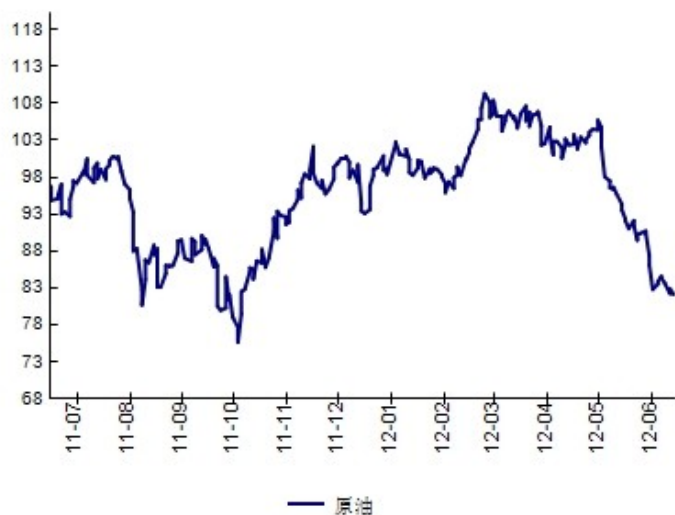
图 8: 黄金现货价格上涨, 由于经济数据不理想导致宽松政策预期加大, 对其避险需求有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

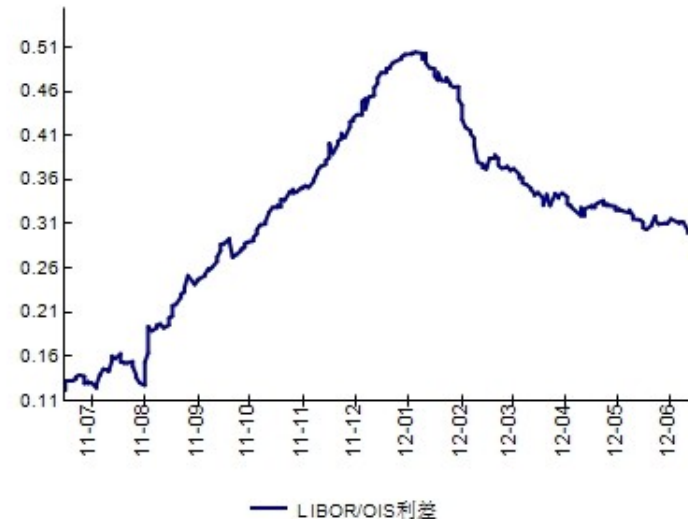
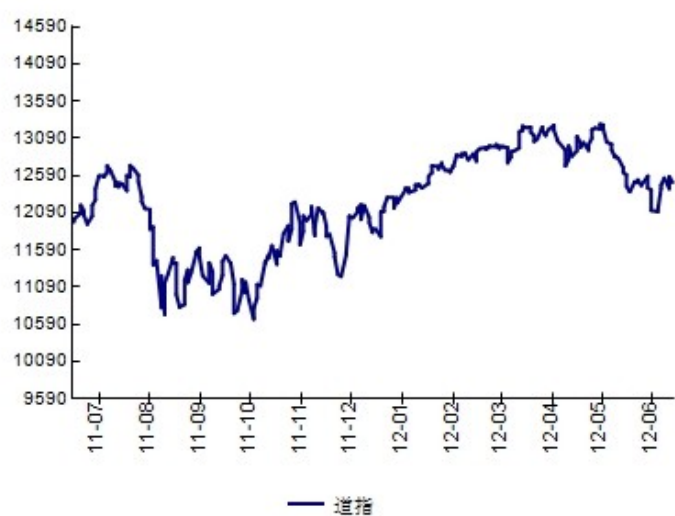
图 9: 原油价格下跌, 由于 5 月美国零售额下滑且德国产出疲弱。 图 10: 铜价与金价比下降, 由于市场信心不足导致铜价继续下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下滑, 由于零售额低于预期, 对欧债危机担忧加深。 图 12: Libor-OIS 利差下降, 银行信贷压力有所减少。



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

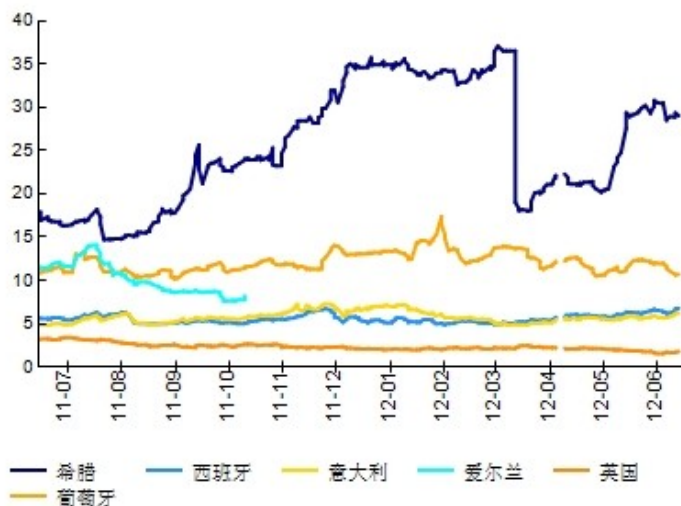
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
06/02/2012 05:00	国内汽车销售量	MAY	11.20M	10.75M	11.12M
06/04/2012 21:45	ISM 纽约	MAY	--	49.9	61.2
06/04/2012 22:00	工厂订单	APR	0.20%	-0.60%	-1.50%
06/05/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAY	53.4	53.7	53.5
06/06/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 1	--	1.30%	-1.30%
06/06/2012 20:30	非农生产力	1Q F	-0.80%	-0.90%	-0.50%
06/06/2012 20:30	单位劳务成本	1Q F	2.10%	1.30%	2.00%
06/07/2012 02:00	联储黄皮书				
06/07/2012 20:30	首次失业人数	JUN 2	378K	377K	383K
06/07/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 26	3250K	3293K	3242K
06/07/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 3	--	-37.6	-39.3
	加拿大皇家银行消费者				
06/07/2012 21:49	前景指数	JUN	--	46.1	47.6
06/07/2012 23:41	ICSC 连锁店销售 同比	MAY	--	1.70%	0.60%
06/08/2012 03:00	消费者信用	APR	\$11.000B	\$6.515B	\$21.355B
06/08/2012 20:30	Annual Revisions: Trade				
06/08/2012 20:30	贸易余额	APR	-\$49.5B	-\$50.1B	-\$51.8B
06/08/2012 22:00	批发库存	APR	0.40%	0.60%	0.30%
	NFIB 中小企业乐观程度				
06/12/2012 19:30	指数	MAY	94	94.4	94.5
06/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	MAY	-1.00%	-1.00%	-0.50%
06/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	MAY	-0.60%	-0.30%	0.50%
	IBD/TIPP 经济乐观程度				
06/12/2012 22:00	指数	JUN	47.3	46.7	48.5
06/13/2012 02:00	预算月报	MAY	-\$125.0B	-\$124.6B	-\$57.6B
06/13/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 8	--	18.00%	1.30%
	工业品出厂价格指数(月				
06/13/2012 20:30	环比)	MAY	-0.60%	-1.00%	-0.20%
	出厂价指除食品与能源				
06/13/2012 20:30	(月环比)	MAY	0.20%	0.20%	0.20%
	工业生产者出厂价格(同				
06/13/2012 20:30	比)	MAY	1.20%	0.70%	1.90%
	出厂价指除食品与能源				
06/13/2012 20:30	(同比)	MAY	2.80%	2.70%	2.70%
06/13/2012 20:30	商品零售额	MAY	-0.20%	-0.20%	0.10%
06/13/2012 20:30	除汽车外零售额	MAY	0.00%	-0.40%	0.10%
	零售销售排除汽车与汽				
06/13/2012 20:30	油	MAY	0.40%	-0.10%	0.10%
06/13/2012 20:30	零售销售“对照小组”	MAY	0.30%	0.00%	0.40%
06/13/2012 22:00	营运库存	APR	0.30%	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
06/14/2012 20:30	Annual Revisions: Current Account				
06/14/2012 20:30	经常项目结存	1Q	-\$131.9B	--	-\$124.1B
06/14/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	MAY	-0.20%	--	0.00%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	MAY	0.20%	--	0.20%
06/14/2012 20:30	居民消费价格(同比)	MAY	1.80%	--	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	MAY	2.20%	--	2.30%
06/14/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	MAY	229.8	--	230.085
06/14/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	MAY	229.328	--	228.984
06/14/2012 20:30	首次失业人数	JUN 9	375K	--	377K
06/14/2012 20:30	持续领取失业救济人数	JUN 2	3270K	--	3293K
06/14/2012 21:45	彭博消费者舒适度	JUN 10	--	--	-37.6
06/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	JUN	13	--	17.09
06/15/2012 21:00	净 TIC 流量总计	APR	--	--	-\$49.9B
06/15/2012 21:00	长期净 TIC 流量	APR	\$45.0B	--	\$36.2B
06/15/2012 21:15	工业产值	MAY	0.10%	--	1.10%
06/15/2012 21:15	设备使用率	MAY	79.20%	--	79.20%
06/15/2012 21:15	制造业(SIC)产值	MAY	-0.10%	--	0.60%
06/15/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	JUN P	77.5	--	79.3
06/18/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	JUN	28	--	29
06/19/2012 20:30	新宅开工指数	MAY	725K	--	717K
06/19/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	MAY	1.10%	--	2.60%
06/19/2012 20:30	建筑许可	MAY	730K	--	715K
06/19/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	MAY	1.00%	--	-7.00%
06/19/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	APR	--	--	3737
06/20/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	JUN 15	--	--	18.00%
06/21/2012 00:30	FOMC 利率决策	JUN 20	--	--	0.25%
06/21/2012 20:30	首次失业人数	JUN 16	--	--	377K

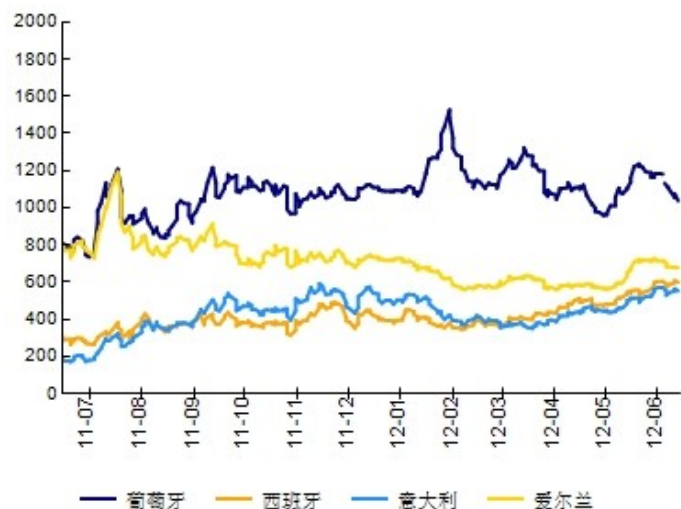
3. 穆迪下调西班牙国债评级，欧洲股市下挫

图 13：除希腊外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙外，其他国国债利差均下降，由于德国国债受产出下滑影响收益率飙升。



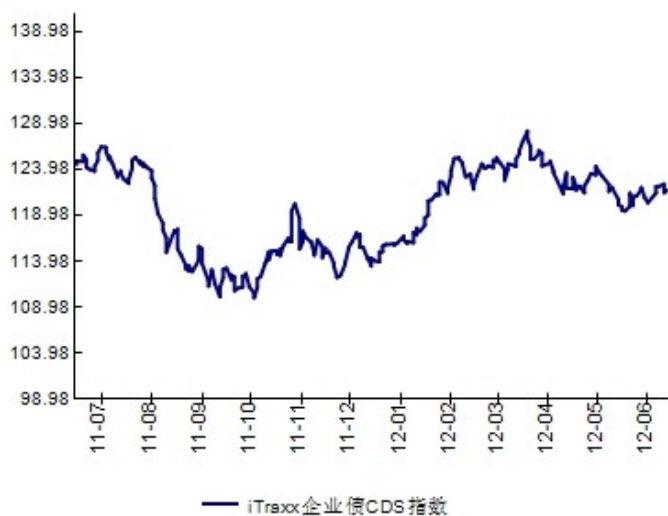
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减轻。



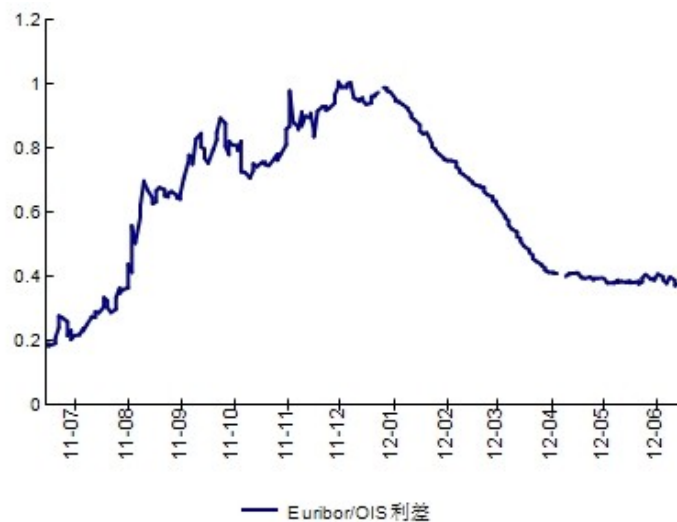
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



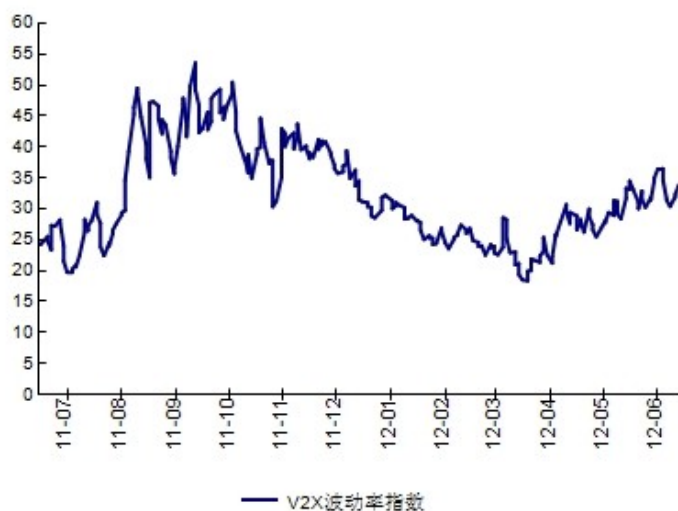
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差下降, 显示银行信贷压力有所减轻。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动持续上升, 股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上升, 由于希腊大选临近。



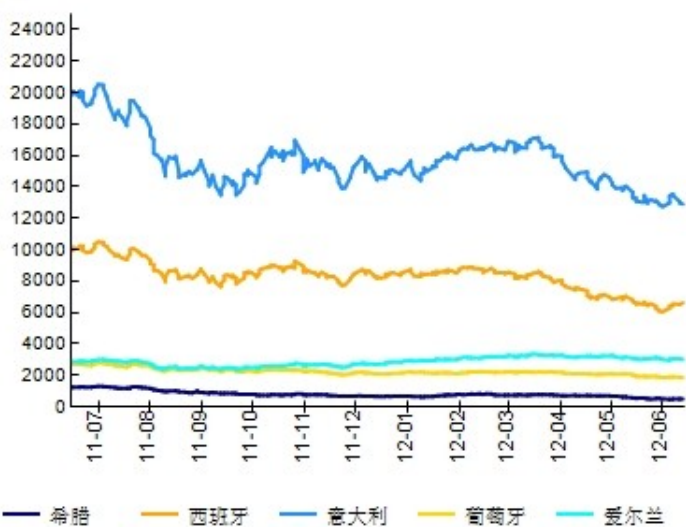
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上涨, 对美元的避险需求有所下降。



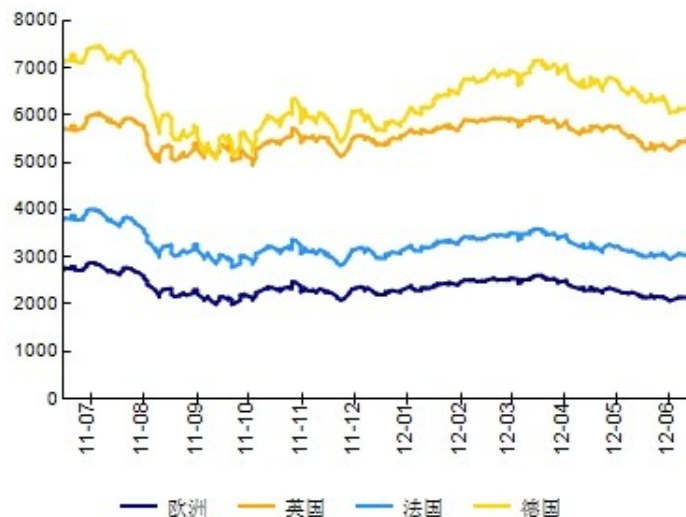
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和希腊外, 其他欧猪五国股市均下跌。



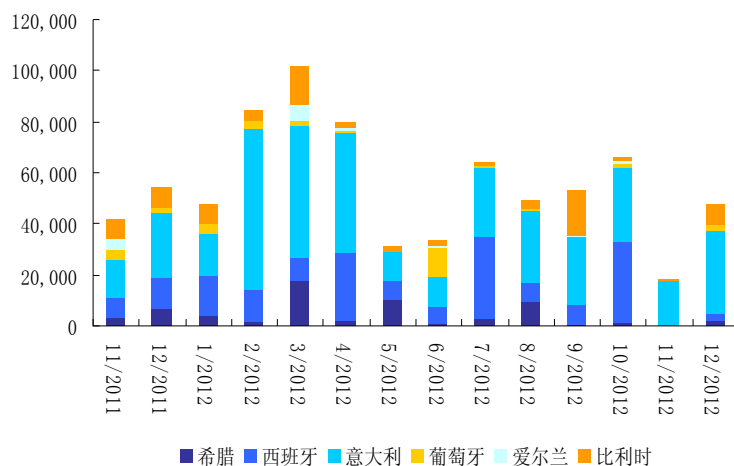
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 欧洲股市均下跌, 由于穆迪下调西班牙国债评级。



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



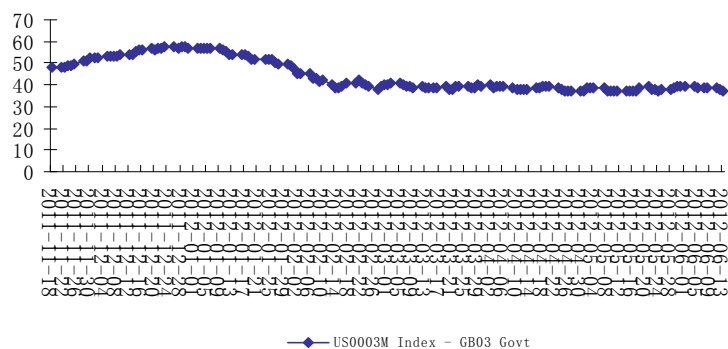
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除巴克莱与德意志银行外, 其他银行 CDS 均下跌,



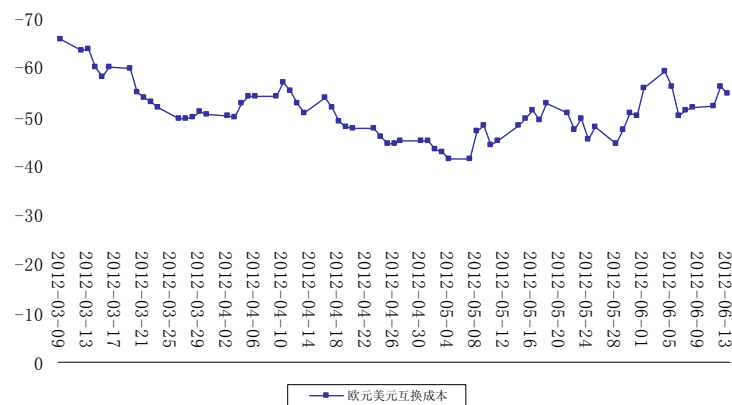
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 下降, 资金趋宽松。



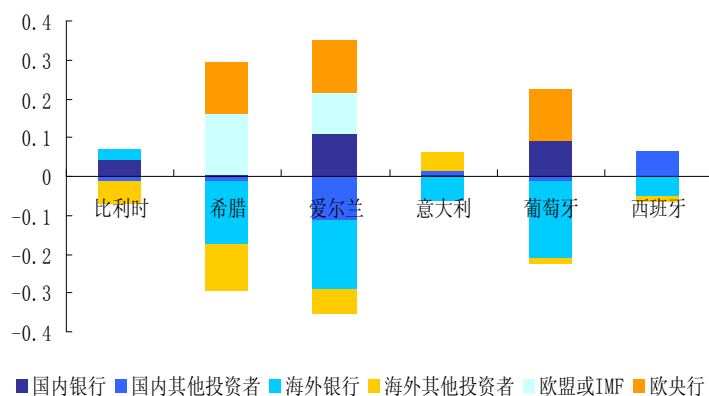
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本下降。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 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: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

表 1：欧债时间表——2012 年 6-12 月欧元区大事日程

6 月 6 日	欧央行公布利率决议；欧洲委员会讨论银行危机解决方案
6 月 10 日	法国议会第一轮选举
6 月 12 日	希腊拍卖短期债券
6 月 13 日	德国审批 ESM 和财政紧缩公约的截止日期
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 17 日	希腊大选
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事会议、欧元集团会议及财长会议
6 月 28-29 日	欧洲议会季度会议
6 月底	IMF 审查葡萄牙，希腊 100 亿欧元援助发放期；银行 9%一级核心资本充足率达标的截止日期
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

资料来源：bloomberg、申万研究

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
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
	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	12-06-13	BAA3	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-19	AA+	负面	03-12-10	AAA	正面
	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。