

2012 年 4 月 5 日

外围市场下跌，全球 PMI 下降

——国际金融市场风险监测 2012 年 4 月 5 日

总体判断：

- 2012 年 3 月 30 日至 4 月 4 日，全球风险资产基本下跌，大多呈先涨后跌之势，周三跌幅大多超过-1%，避险情绪上升，因美国 QE3 预期减弱和西班牙国债拍卖不佳。标普 500 跌-0.3%，纳斯达克综指跌-0.9%；德国跌-1.3%，日经 225 指数跌 2.9%，港股涨 0.9%。大宗商品方面，黄金跌-2.4%；原油跌-1%；债券方面，美国 10 年期国债收益率涨 3.7%；货币方面，欧元兑美元跌-1.6%，美元指数涨 0.8%。
- 全球综合 PMI 和服务业 PMI 均出现下滑，全球制造业 PMI 从 2 月的 51.2 跌至 3 月的 51.1，主要是欧元区和新兴市场下跌，抵消了美国和日本的涨幅，符合我们认为今年上半年经济增速整体下滑，相对看多美日、看淡欧洲和新兴市场的判断。
- 最大的拖累来自于欧元区，制造业 PMI 下跌-1.3 至 47.7，为近三个月新低，新订单的萎缩幅度均超过 2 月。德、法制造业 PMI 大幅下降，均陷入收缩，意味着制造业疲弱由边缘国家传导至核心国家。金砖国家虽仍处于扩张区间，但印度、南非均出现明显减速。
- 最大的支撑则来自美国，对全球综合 PMI 的贡献超过 3 个点。美国 3 月制造业 PMI 上涨 1 个点至 53.4，因就业增加好于预期，经济持续稳定复苏。日本的制造业进入加速扩张期，产出增长，主要因为国内需求上升带动投资品大幅增产，而且新企业增速创 7 个月新高
- 政策方面，美联储公布 3 月 FOMC 会议纪要，表明支持量化宽松的人减少，总体认为，金融环境和经济状况显著改善，如果经济没有放缓，则没有必要宽松；欧央行议息会议保持利率不变。德拉吉称，CPI 今年将保持在 2% 上方，仍有上行的风险，而经济前景依然有下行风险，现在讨论 LTRO 的退出还为时过早。
- 从经济数据和重大事件来看，负面信号大于正面信号。西班牙周三发售国债表现糟糕，35 亿欧元仅售 70%，融资成本也大幅上升，令全球市场进一步承压。而积极信号在于，美国经济数据大多好于预期，3 月 ADP 非农就业增加 20.9 万，3 月消费信心指数 76.2，创 8 个月新高；尽管 2 月个人收入环比增长 0.2%，但 2 月个人开支增长 0.8%，对美国经济构成提振。

- 关注： 4 月 5 日 英国央行议息决议
4 月 6 日 美国 3 月非农就业数据、失业率

相关研究

从伯南克讲话看美国劳动力市场
2012 年 3 月 27 日

美国新屋销售环比下滑，但房地产市场逐步企稳
2012 年 3 月 26 日

欧元区难逃衰退，美国就业市场温和复苏
2012 年 3 月 23 日

美国成屋销量下滑，英国对富人和企业减税
2012 年 3 月 22 日

美国新屋开工下降，风险资产遭抛售
2012 年 3 月 21 日

美国经济数据背后的隐忧
2012 年 3 月 20 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>

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告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告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”。

1. 3月全球PMI微跌，美日上涨，欧元区和新兴市场下跌

全球综合 PMI 从 2 月的一年高点 55.4 下滑至 3 月的 54.6（尚未公布的中国、香港的服务业 PMI 数据不计入），其中全球制造业 PMI 从 2 月的 51.2 跌至 3 月的 51.1，而服务业从 56.3 跌至 55.2，主要是欧元区和新兴市场下跌，抵消了美国和日本涨幅，符合我们认为今年上半年经济增速整体下滑，相对看多美日、看淡欧洲和新兴市场的判断（图 1、2）。如果将汇丰公布的中国制造业 PMI（3 月下跌-1.3 至 48.3）替换成中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心发布的官方 PMI（3 月上涨 2.1 至 53.1），则调整后的全球制造业 PMI 从 2 月的 51.3 涨至 3 月的 51.5，上涨 0.2，可见中国的复苏对全球制造业有着举足轻重的影响。

新兴市场中，中国这两个 PMI 的差异的部分原因在于季调效果不同，官方 PMI 在 2005 年至 2011 年平均上涨幅度为 3.2，而汇丰 PMI 为 0.4；另外，历次数据冲突的时候，均是通胀压力上升的时候。而其他金砖国家虽仍处于扩张区间，但印度、南非均出现明显减速（表 1）。

最大的拖累来自于欧元区，制造业 PMI 下跌-1.3 至 47.7，为近三个月新低，新订单的萎缩幅度均超过 2 月（见图 3），原因在于欧元区的高失业率、通胀带来的成本压力上升，以及产出下降，这也预示着 3 月失业率可能继续攀升至 11%，工业生产增速也将放缓。德、法制造业 PMI 大幅下降，均陷入收缩，意味着制造业疲弱由边缘国家传导至核心国家。积极信号在于，希腊完成债务重组并安度偿债高峰，推动 PMI 从历史低位有所反弹，匈牙利扩张最快，爱尔兰和瑞士的 PMI 也大幅上升转而扩张。

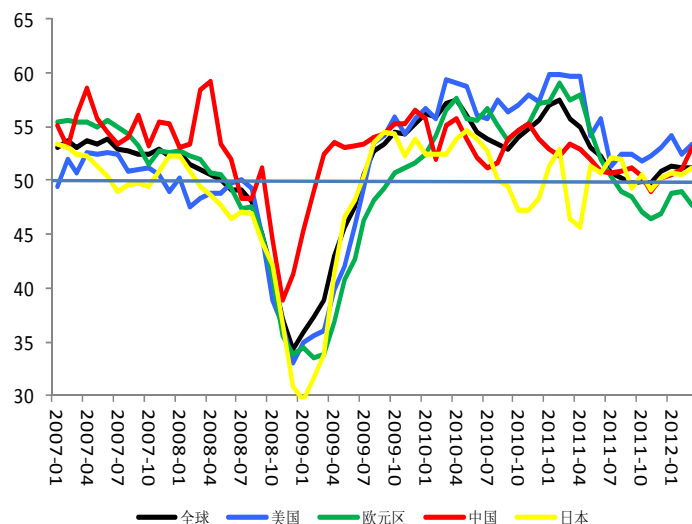
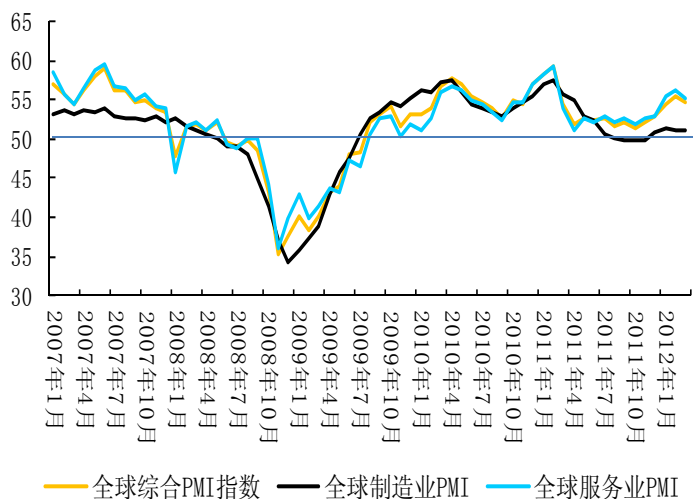
最大的支撑则来自美国，对全球综合 PMI 的贡献超过 3 个点。美国 3 月制造业 PMI 上涨 1 个点至 53.4，因就业增加好于预期，经济持续稳定复苏。分行业来看，18 个行业中，除了电脑与电子产品、化学产品陷入萎缩，15 个行业处于扩张区间；从分项来看，确实是生产和就业增幅最大，分别为 3 个点和 2.9 个点，其中就业增幅达 9 个月新高（见表 2）。消极信号在于，新订单虽然扩张，但增速继续放缓，出口下降最快，达 5 个点。美国 3 月非制造业 PMI 下降 1.3 个点至 56，为半年首次出现环比下滑，且低于预期的 56.8，主要是非制造业活动和新订单均出现较大下滑，就业则上升 1 个点至 56.1；从行业来看，16 个行业中只有采掘和农林牧渔陷入萎缩。

日本的制造业进入加速扩张期，产出增长，主要因为国内需求上升带动投资品大幅增产，而且新企业增速创 7 个月新高。但是，闲置产能导致挤压的工作减少，一些企业裁员导致就业子指数出现下降，另一方面，原材料平均成本上升，但产成品价格继续下滑，导致企业利润减少。另外，根据日本央行季度报告，日本大型制造商的前景并未改善，维持在-4，低于预期。

通胀抬头也是值得注意的趋势，由于油价高企造成原材料成本持续攀升，例如美国除了天然气以外的商品价格基本上涨，全球制造业行业的原材料价格上涨 0.3 至 57，创 8 个月新高，且各国均出现上涨；但全球综合 PMI 中不论是同比还是环比，3 月原材料价格涨幅均有所放缓，说明非制造业原材料涨幅明显小于制造业原材料涨幅。

图 1：3 月，全球制造业和服务业 PMI 均有所下滑

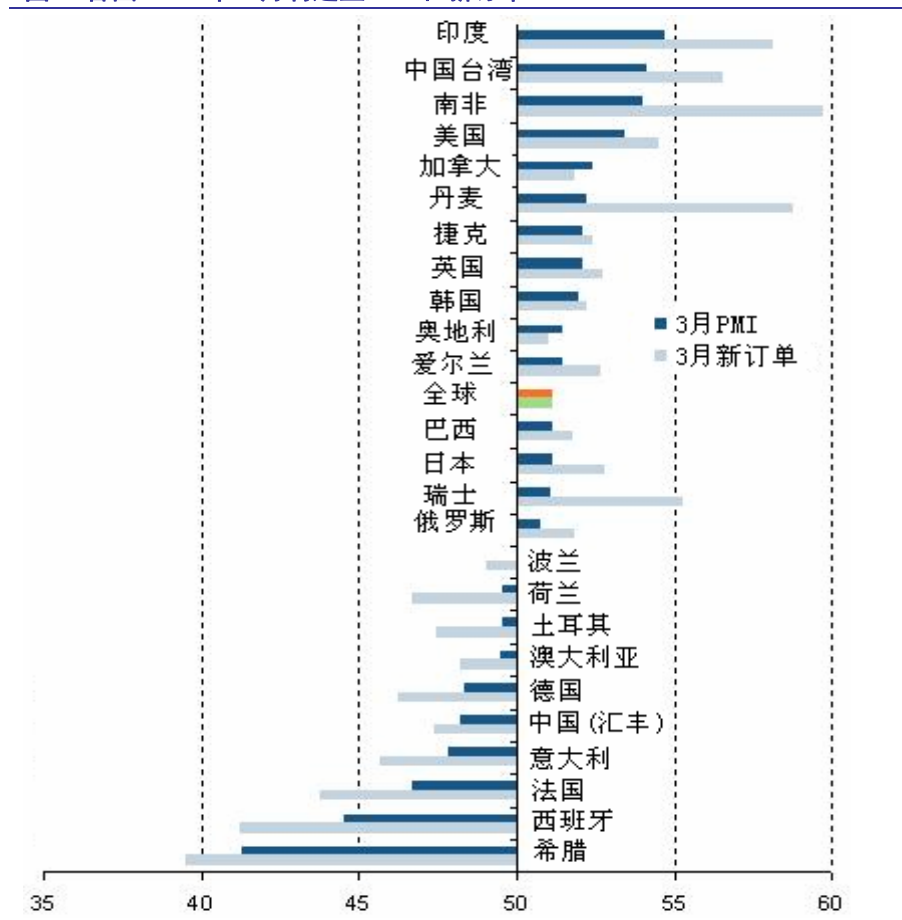
图 2：主要国家的制造业 PMI 走势（中国 PMI 为官方值）



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 3: 各国 2012 年 3 月制造业 PMI 和新订单



资料来源: 申万研究

表 1、2012 年 3 月各国制造业 PMI

3 月制造业			在全球制造业 PMI 的比重 (%)	
	PMI	趋势		
匈牙利	56.8	5.6 扩张, 加速		0.1
希腊	41.3	3.6 收缩, 减速		0.4
瑞士	51.1	2.1 扩张		0.7
爱尔兰	51.5	1.8 扩张		0.3
捷克	52.1	1.6 收缩, 加速		0.2
中国台湾	54.1	1.4 扩张, 加速		0.7
韩国	52	1.3 扩张, 加速		1.9
美国	53.4	1 扩张, 加速		28.1
加拿大	52.4	0.6 扩张, 加速		2.1
日本	51.1	0.6 扩张, 加速		12.1
英国	52.1	0.6 扩张, 加速		4.1
意大利	47.9	0.1 收缩, 减速		2.7
波兰	50.1	0.1 扩张, 加速		0.6
俄罗斯	50.8	0.1 扩张, 加速		1
土耳其	49.6	0 收缩		0.9
巴西	51.1	-0.3 扩张, 减速		2.2
奥地利	51.5	-0.5 扩张, 减速		0.5
西班牙	44.5	-0.5 收缩, 加速		1.7
荷兰	49.6	-0.7 收缩		1.1
中国(汇丰)	48.3	-1.3 收缩, 加速		7.9
欧元区	47.7	-1.3 收缩, 加速		15.3
澳大利亚	49.5	-1.8 收缩		1.3
德国	48.4	-1.8 收缩		5
印度	54.7	-1.9 扩张, 减速		2.3
南非	55.1	-2.8 扩张, 减速		0.5
法国	46.7	-3.3 收缩		3.6

资料来源: Markit、申万研究

表 2、美国 2012 年 3 月制造业 PMI 分项

指数	3 月值	2 月值	百分点 变化	方向	变化率	保持趋势的时间 (月)
ISM 采购经 理人指数	53.4	52.4	1	增长	更快	32
新订单	54.5	54.9	-0.4	增长	较慢	35
生产	58.3	55.3	3	增长	更快	34
就业	56.1	53.2	2.9	增长	更快	30
供应商发货 量	48	49	-1	更快	更快	2
存货	50	49.5	0.5	不变	从收缩 到不变	1
消费者库存	44.5	46.0	-1.5	太低	更快	4
价格	61	61.5	-0.5	上升	较慢	3
积压订单	52.5	52	0.5	增长	更快	3
出口	54	59.5	-5.5	增长	较慢	5
进口	53.5	54	-0.5	增长	较慢	4
整体经济				增长	更快	34
制造业				增长	更快	32

资料来源：美国 ISM 协会、申万研究

2. 全球经济的负面信号

2012 年 3 月 30 日至 4 月 4 日，全球金融市场基本下跌，大多先涨后跌，周三跌幅大多超过-1%，因美国 QE3 预期减弱和西班牙国债拍卖不佳。

- (1) **股票**：美国标普前两日涨 1.1%，后两日下跌，合计跌-0.3%；纳斯达克综合指数周三跌幅更扩大至-1.46%，为年内最大跌幅，合计跌-0.9%；德国 CAC40 指数周三跌-2.8%，合计跌-1.3%；日经 225 指数一路走低，跌-2.9%，周三创年内最大跌幅；港股先跌后涨，周三休市，最后微涨 0.9%。
- (2) **大宗商品**，黄金自本周二美联储会议纪要公布开始大跌，周三跌幅达-3.5%，合计跌-2.4%；原油周一因美国制造业 PMI 超预期而大涨，之后接连因 FOMC 会议纪要让市场对 QE3 的预期减弱、上周美国原油库存增加 900 万桶而连跌两天，合计跌-1.3%。
- (3) **债券**：美国 10 年期国债收益率周二因美联储 QE3 预期减弱而大涨 4%，周三跟随股市跌-1.8%，合计涨 3.7%至 2.22%；西班牙十年期国债收益率上升 23 个基点至 5.69%，为近 3 个月以来最高；意大利十年期国债收益率上升 16 个基点至 5.37%。
- (4) **货币**：欧元兑美元周二因美联储 QE3 预期减弱而开始下跌，周三因德拉吉称欧元区经济仍存在下行风险而跌至三周低位 1.314，合计跌-1.6%；美元上涨 0.8%，主要因为避险情绪推动。

从海外经济数据和重大事件来看，负面信号多于正面信号，主要表现在：

- (1) 4 月 3 日，美联储公布 3 月 FOMC 会议纪要，表明支持量化宽松的人减少，总体认为，金融环境和经济状况显著改善，普遍预计美国经济未来几个季度经济增

- 长稳健，失业率进一步下降，原油和汽油价格上涨暂时推高通胀，但长期将回归合理增速。如果经济没有放缓，则没有必要宽松。
- (2) 欧央行议息会议保持利率为 1% 不变（见表 3）。德拉吉称，CPI 今年将保持在 2% 上方，仍有上行的风险，但中期仍与欧央行目标一致，2013 年初将回落至 2% 下方；经济前景依有下行风险，因货币扩张减速、资产负债表调整、高失业和主权债务市场的紧张局势将破坏经济增长。政策方面，所有非标准措施都是暂时的，但现在讨论 LTRO 的退出还为时过早。
- (3) 西班牙周三发售国债表现糟糕，令全球市场进一步承压。西班牙计划发售 35 亿欧元国债，结果只出售了 25 亿欧元，因投资者认购意愿大幅下滑，导致发债成本也大幅上升。11 亿欧元三年期国债平均收益率为 2.89%，高于上一次的 2.44%。认购率为 2.41，仅为上次的一半；9.73 亿欧元四年期国债平均收益率为 4.319%，高于上一次的 3.376%。认购率为 2.46，较上一次的 2.59 也有所下降；4.89 亿欧元八年期国债平均收益率为 5.338%，高于上一次的 5.156%，认购率为 2.96，高于上一次的 1.99。这表明，西班牙近期实行的严厉财政紧缩和经济状况恶化，已经影响到投资者信心，人们对西班牙的担忧加剧，欧债问题依然悬而未决。
- (4) 美国的 3 月非制造业 PMI 和芝加哥 PMI 低于预期，2 月工厂订单增长也仅增长 1.3%，低于预期的 1.5%，库存环比上涨 0.4% 至 6168 亿美元，达到 1992 年有统计以来的最高值，过去 29 个月中有 28 个月增长；而耐用品订单总额环比涨 2.4%，耐用品出口总额修订值环比涨 1.8%。
- (5) 德国和奥地利央行拒绝爱尔兰、葡萄牙、希腊银行债券作为抵押品，因为这些国家的信用评级不符合高信用标准的最低要求，5 月起开始生效。不过，德国央行仅持有 5 亿欧元抵押，只影响到德国银行借款的 1%。但这为爱尔兰和希腊重返债券市场、恢复融资功能增添较大的难度。

表 3、全球主要国家与地区指标利率一览

大洲	国别/地区	利率	最新调整		最新水平*
			日期	幅度	
美洲	美国	联邦基金利率	2008年12月16日	下调75基点	0-0.25%
		基本贴现率	2010年2月18日	上调25基点	0.75%
	加拿大	隔夜拆款利率	2010年9月8日	上调25基点	1%
	巴西	Selic利率	2012年3月7日	下调75基点	9.75%
欧洲	欧元区	主要再融资利率	2011年12月8日	下调25基点	1%
	英国	准备金利率	2009年3月5日	下调50基点	0.50%
	瑞士	利率目标区间	2011年8月3日	下调50基点	0-0.25%
	瑞典	附买回利率	2012年2月16日	下调25基点	1.50%
	挪威	指标利率	2011年12月14日	下调50基点	1.75%
	俄罗斯	指标再融资利率	2011年12月23日	下调25基点	8.00%
		一天期存款利率	2011年12月23日	上调25基点	4.00%
亚洲	中国	金融机构一年期存款利率	2011年7月7日	上调25基点	3.50%
		金融机构一年期贷款利率	2011年7月7日	上调25基点	6.56%
	中国台湾	重贴现率	2011年6月30日	上调12.5基点	1.875%
		担保放款融通利率	2011年6月30日	上调12.5基点	4.125%
	中国香港	最优惠利率**	2008年11月7日	下调25基点	5.00%
		隔夜贴现窗利率	2008年12月17日	下调100基点	0.50%
	韩国	基本利率	2011年6月10日	上调25基点	3.25%
	马来西亚	隔夜政策利率	2011年5月5日	上调25基点	3.00%
	泰国	一天期附买回利率	2012年1月25日	下调25基点	3.00%
	菲律宾	隔夜借款利率	2012年3月1日	下调25基点	4.00%
澳洲	澳大利亚	附买回利率	2011年10月25日	上调25基点	8.50%
	新西兰	附卖回利率	2011年10月25日	上调25基点	7.50%
非洲	南非	隔夜拆借利率	2011年12月6日	下调25基点	4.25%
		官方指标利率	2011年3月10日	下调50基点	2.50%
		附买回利率	2010年11月18日	下调50基点	5.50%

注：*以宣布日为准，调整大多于宣布决定翌日生效。

**汇丰银行和恒生银行的最优惠利率为5.00%；渣打银行和东亚银行的最优惠利率为5.25%。

来源：路透、申万研究

3. 全球经济的正面信号

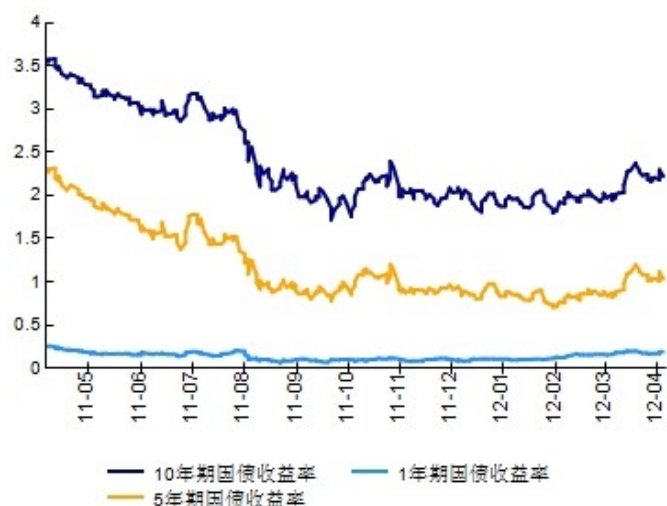
与美国良好的制造业 PMI 保持一致，美国数据大多好于预期。

- (1) 从 4 月 4 日公布的 ADP 就业数据来看，3 月 ADP 非农私营商业部门增加就业 20.9 万，超过市场预期的 20.6 万，78%来自于服务业就业增长。而且 2 月向上修正 1.4 万人至 23 万人，1 月也向上修正 0.9 万人。从强劲的美国 ADP 数据和美国综合 PMI 就业子指数的上涨趋势来看，美国 3 月非农就业有望超预期，失业率或仍将持平于 8.2%。
- (2) 美国 3 月消费信心指数 76.2，创 8 个月新高，也高于预期的 74.5，这表明随着就业增加和油价从高位回落带动物价下行，消费者信心持续增强，预示短期美国复苏势头依然强劲。
- (3) 美国 2 月个人收入环比增长 0.2%，低于预期的 0.4%，1 月增速也由 0.3%下调至 0.2%；但是，2 月个人开支增长 0.8%，高于预期的 0.6%，1 月增速也由 0.2%上调至 0.4%。这表明在信心有所增强的基础上，消费者愿意增加开支，即使收入增长不及预期，也不惜动用储蓄和信贷来加大消费，对美国经济复苏构成提

- 振。通胀符合预期，PCE 环比增长 0.3%，核心 PCE 环比增长 0.1%，较 1 月回落 0.1 个百分点。
- (4) OECD 周二公布的数据显示，OECD 国家 2 月 CPI 同比上升 2.8%，持平于 1 月，同为 11 个月以来最小升幅，主要是因为食品价格涨幅从 1 月的 4.3% 回落至 2 月的 3.9%，抵消了能源价格涨幅从 7.4% 扩大至 7.9%。这预示这，需求不足导致的通胀回落将占据主导，油价短期因地缘政治上涨，但不能持续，终将回落，未来通胀仍呈下滑趋势。
- (5) 英国衰退风险减弱。英国 3 月制造业 PMI 为 52.1，为 10 个月新高；而服务业 PMI 为 55.3，环比上升且高于预期，今年一季度平均水平为 2010 年二季度以来最高。根据 PMI 和 GDP 的相关性来看，英国一季度 PMI 数据预示着，今年第一季度，英国 GDP 环比增速有望转正，但我们依然对英国经济保持警惕。

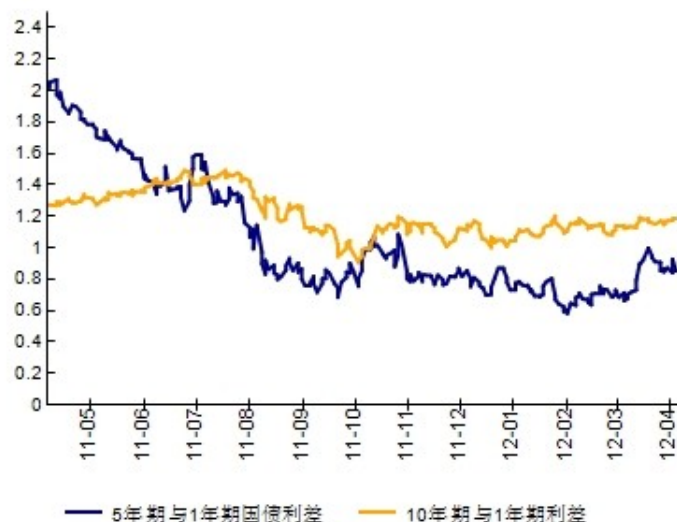
4. QE3 预期下降, ISM制造业数据意外弱于预期, 美股商品连续 2 日下滑

图 1: 美国国债收益率震荡, 由于 4 日公布的 ISM 制造业数据低于预期导致该天国债收益率下滑, 对经济形势担忧依然存在。



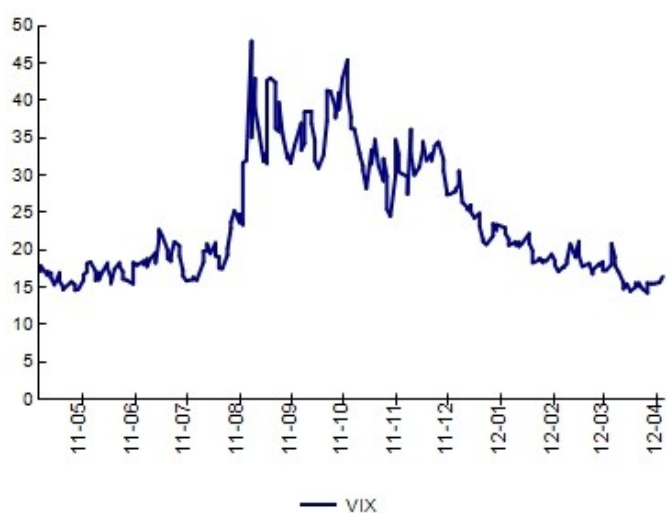
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 2: 美国国债利差连续震荡, 对长期经济形势有所担忧。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 3: VIX 指数连续 4 日上升, 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 5 年期 CDS 连续 3 日下滑, 4 日受 ISM 制造业数据不如预期影响而有所反弹, 10 年期 CDS 上涨, 昨日有所回落, 其中本周二受 QE3 预期下降影响而大幅上升, 对美国债务违约风险的担忧有所增加。



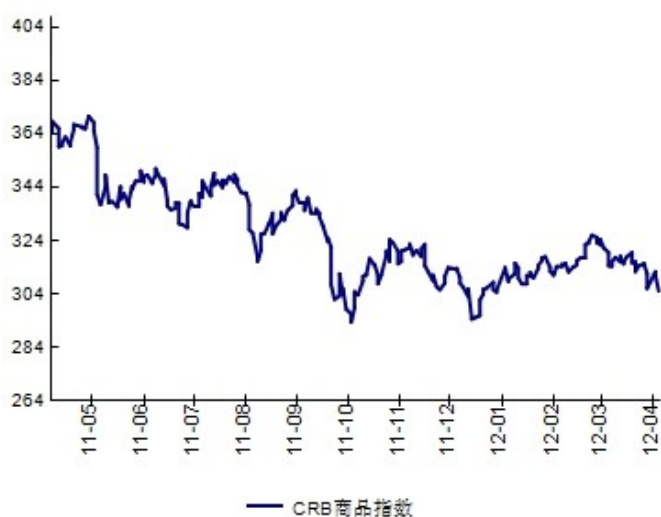
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 5: 欧元对美元连续 3 日下降, 由于欧央行维持超低利率且西班牙国债拍不顺导致 4 日汇率骤降。美元对日元震荡, 3 日受 QE3 支持率下降影响导致美元有所回升, 但是 4 日公布的 ISM 数据低于预期, 使得美元回落。



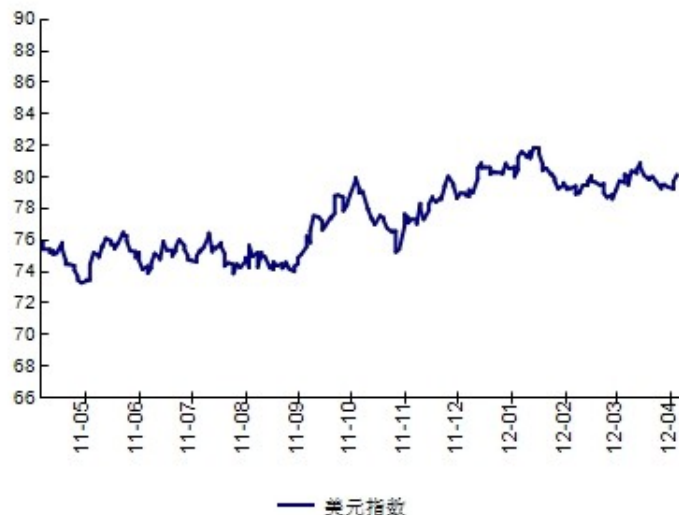
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格先扬后抑, 由于 3 日美联储认为经济复苏良好导致其实行更多宽松的可能性下降, 4 日的 ISM 制造业数据低于预期导致早前两日的涨幅被后两日所拖累。



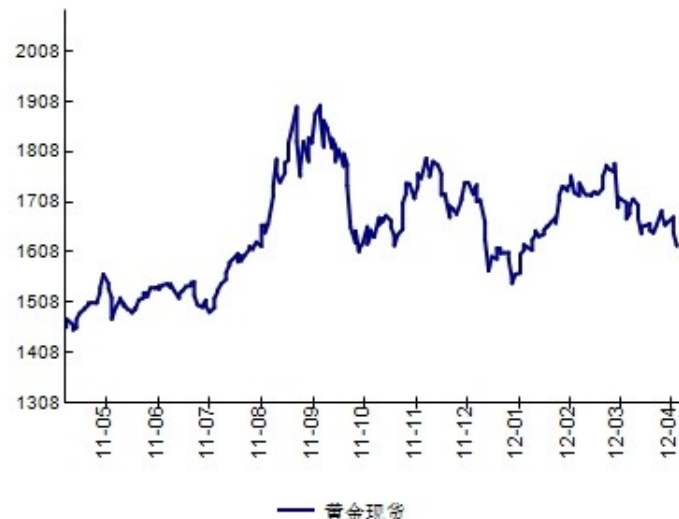
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数先抑后扬, 由于上周五和周一市场对美国经济乐观预期导致对其避险需求减弱。然而 3-4 日公布的 QE3 支持率下降、ISM 制造业数据 4 个月来首次低于预期导致对其避险热情回升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格连续下跌, 由于 QE3 预期下降, 导致对黄金需求减弱。4 日的 ISM 制造业数据弱于预期, 对其避险需求有所回升。



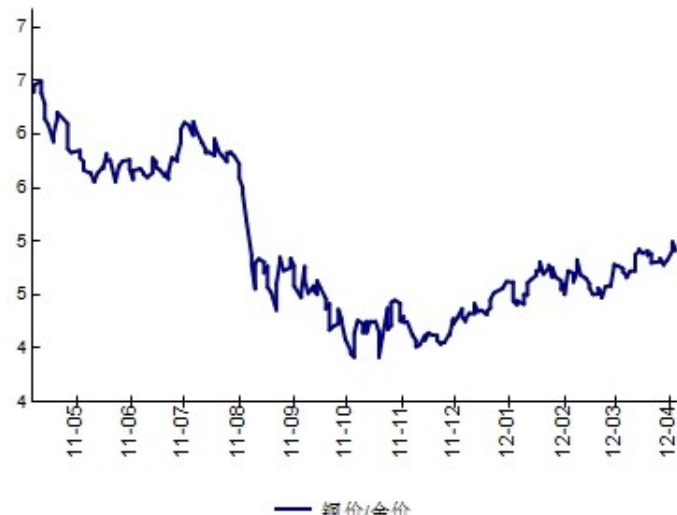
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格先扬后抑，由于 3 日美联储称 QE3 支持率下降，4 日的 ISM 制造业数据弱于预期，且能源署称美库存的增速近 5 倍，对原油价格造成打压。



— 原油

图 10：铜价与金价比前 3 日连续上涨，4 日受 ISM 制造业数据低于预期导致铜价止升回跌，跌幅达 3%。

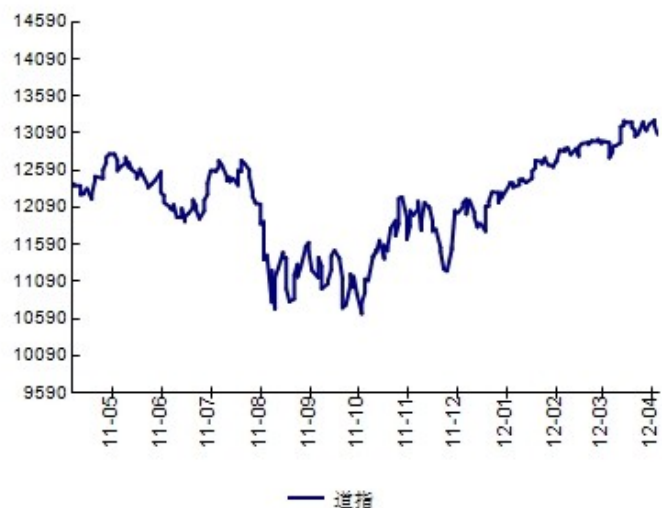


— 铜价/金价

资料来源：Bloomberg，申万研究

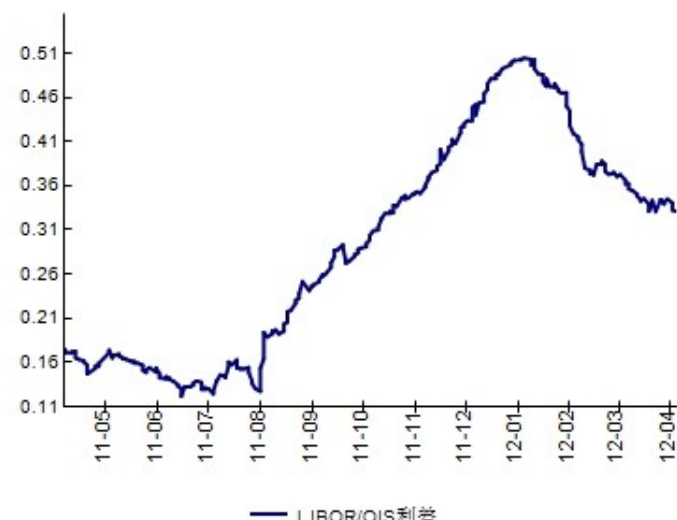
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指先扬后抑，由于 3 日美联储称 QE3 支持率下降，4 日的 ISM 制造业数据弱于预期，且西班牙国债拍卖糟糕导致股指最近 2 日连续下挫。



— 道指

图 12：Libor-OIS 利差连续 4 日下滑，银行信贷压力有所缓和。



— LIBOR/OIS 利差

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

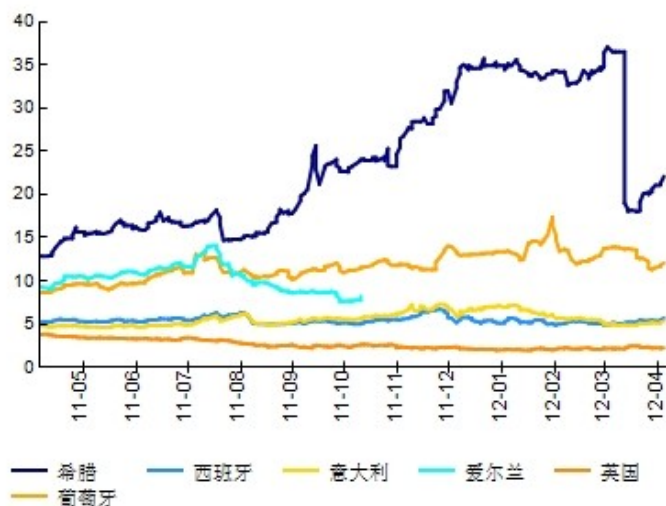
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
03/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季 环比	4Q T	1.30%	1.30%	1.30%
03/29/2012 20:30	首次失业人数	MAR 24	350K	359K	348K
03/29/2012 20:30	持续领取失业救济人 数	MAR 17	3350K	3340K	3352K
03/29/2012 21:45	彭博消费者舒适度 堪萨斯城联储制造业 活动指数	MAR 25	--	-34.7	-34.9
03/29/2012 23:00	个人收入	MAR	13	9	13
03/30/2012 20:30	个人开支	FEB	0.40%	0.20%	0.30%
03/30/2012 20:30	PCE Deflator (MoM)	FEB	0.60%	0.80%	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出平减 指数 (年比)	FEB	0.30%	0.30%	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费支出核心平 减指数(月环比)	FEB	2.30%	2.30%	2.40%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出核心 指数 (年比)	FEB	0.10%	0.10%	0.20%
03/30/2012 20:30	芝加哥采购经理指数	FEB	1.90%	1.90%	1.90%
03/30/2012 21:45	密歇根大学消费者信 心	MAR	63	62.2	64
03/30/2012 21:55	Revisions: Wholesale Trade Sales, Inventories	MAR F	74.5	76.2	74.3
03/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指 数	MAR	58	51.8	58.6
03/31/2012 00:00	Revisions: Industrial Production				
04/02/2012 22:00	建筑开支月环比	FEB	0.60%	-1.10%	-0.10%
04/02/2012 22:00	ISM 制造业	MAR	53	53.4	52.4
04/02/2012 22:00	ISM 支付价格	MAR	63	61	61.5
04/03/2012 21:45	ISM 纽约	MAR	--	67.4	63.1
04/03/2012 22:00	工厂订单	FEB	1.50%	1.30%	-1.00%
04/04/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
04/04/2012 05:00	汽车总销售量	MAR	14.60M	14.32M	15.03M
04/04/2012 05:00	国内汽车销售量	MAR	11.30M	11.09M	11.70M
04/04/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指 数	MAR 30	--	4.80%	-2.70%
04/04/2012 20:15	ADP 就业变动指数	MAR	206K	209K	216K
04/04/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	MAR	56.8	56	57.3

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
04/05/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	MAR	--	--	2.00%
04/05/2012 20:00	加拿大皇家银行消费 者前景指数	APR	--	--	47.5
04/05/2012 20:30	首次失业人数	MAR 31	355K	--	359K
04/05/2012 20:30	持续领取失业救济人 数	MAR 24	3350K	--	3340K
04/05/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 1	--	--	-34.7
05-06 APR	ICSC 连锁店销售 同比	MAR	--	--	6.70%
04/06/2012 20:30	非农就业人数增减	MAR	205K	--	227K
04/06/2012 20:30	非农私企就业人数增 减	MAR	215K	--	233K
04/06/2012 20:30	制造业就业人数增减	MAR	20K	--	31K
04/06/2012 20:30	失业率	MAR	8.30%	--	8.30%
04/06/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所 有员工	MAR	0.20%	--	0.10%
04/06/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有 员工	MAR	1.90%	--	1.90%
04/06/2012 20:30	周平均工时 所有员工	MAR	34.5	--	34.5
04/06/2012 20:30	Change in Household Employ	MAR	--	--	428
04/06/2012 20:30	就业不足率 (U6)	MAR	--	--	14.90%
04/07/2012 03:00	消费者信用	FEB	\$12.000B	--	\$17.776B
04/10/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程 度指数	MAR	--	--	94.3
04/10/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程 度指数	APR	--	--	47.5
04/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	FEB	--	--	3459
04/10/2012 22:00	批发库存	FEB	0.50%	--	0.40%
04/11/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指 数	APR 6	--	--	4.80%
04/11/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	MAR	1.10%	--	0.40%
04/11/2012 20:30	进口价格指数(同比)	MAR	--	--	5.50%
04/12/2012 02:00	联储黄皮书				
04/12/2012 02:00	预算月报	MAR	--	--	--
04/12/2012 20:30	贸易余额	FEB	-\$52.0B	--	-\$52.6B
04/12/2012 20:30	工业品出厂价格指数 (月环比)	MAR	0.30%	--	0.40%
04/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能 源(月环比)	MAR	0.20%	--	0.20%

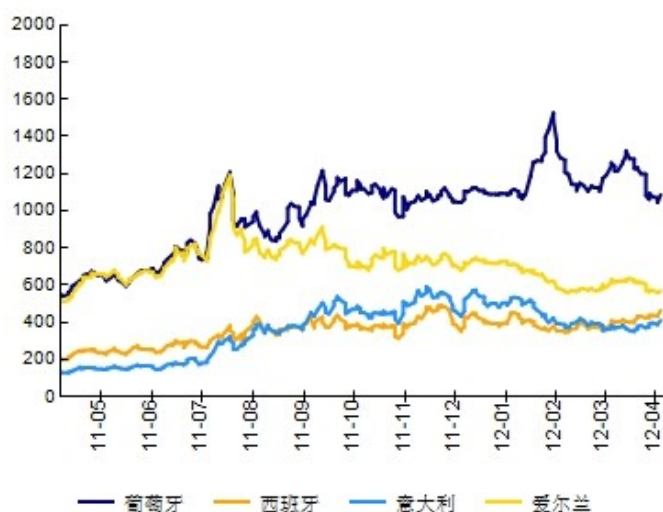
5. 西班牙国债拍卖收益率飙升、全球PMI数据未见好转，欧元欧股下跌

图 13：除意大利和英国近日震荡外，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 均先抑后扬，由于西班牙 4 日国债拍卖收益率飙升。



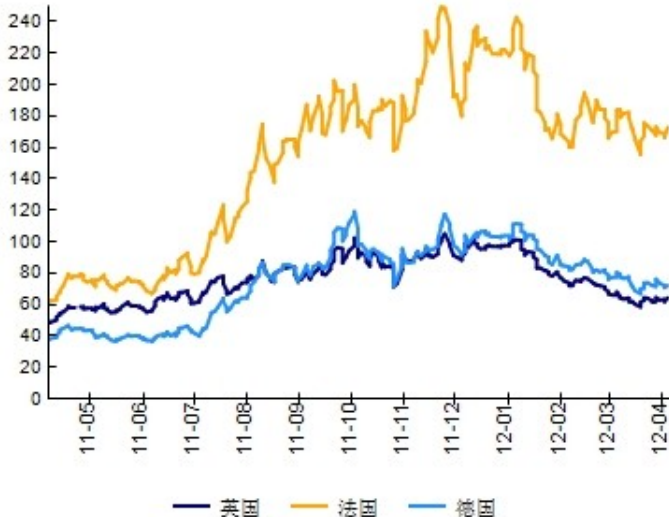
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除意大利、英国和法国的震荡外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。由于 3 日美联储称 QE3 支持率下降且西班牙国债拍卖收益率飙升导致意英法 3 国利差近 2 日反弹。



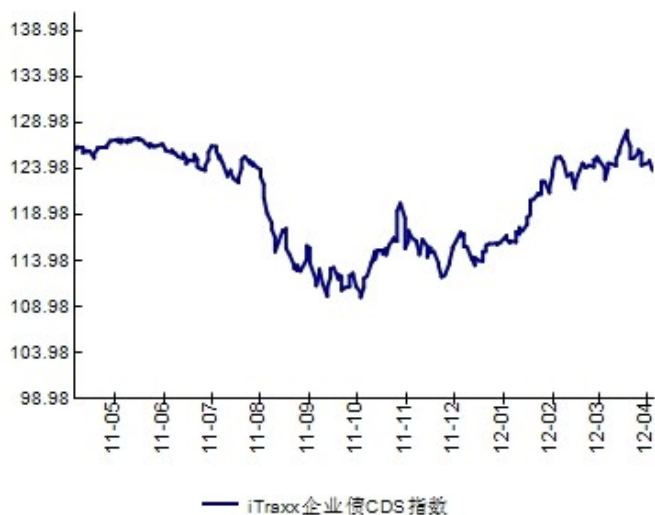
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均先抑后扬，近期对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



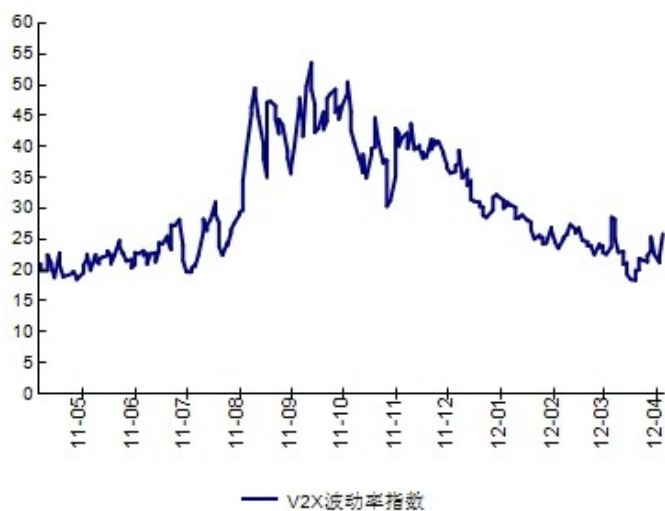
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 连续上升, 4 日有所回落, 对企业违约风险情绪依然存在。



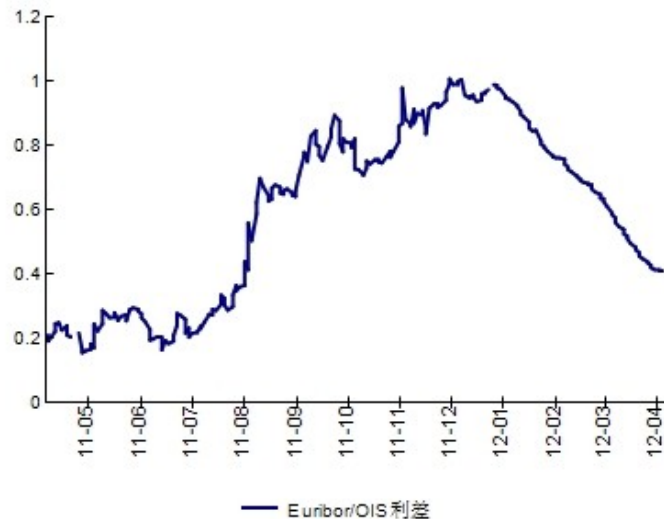
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动震荡, 近 2 日受美国 QE3 预期下降和全球 PMI 数据下滑影响, 导致股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差连续 3 日下滑, 4 日有所反弹, 显示银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元连续下挫, 由于全球 PMI 数据下降且西班牙国债拍卖收益率飙升。



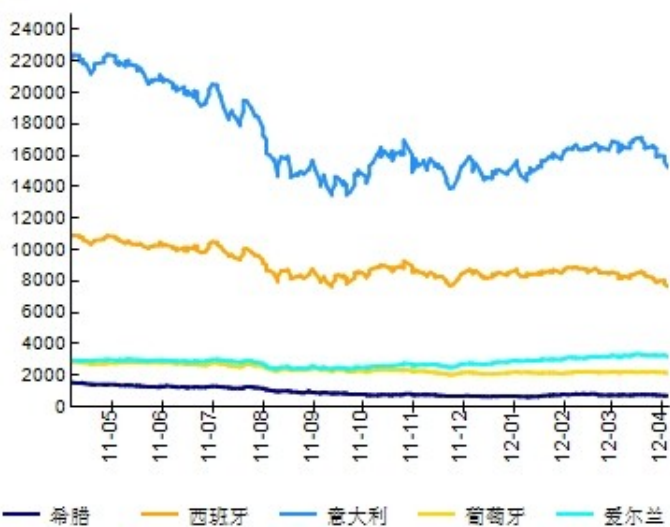
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎震荡上行, 3 日由于 QE3 预期下降导致对瑞郎需求大幅上扬。



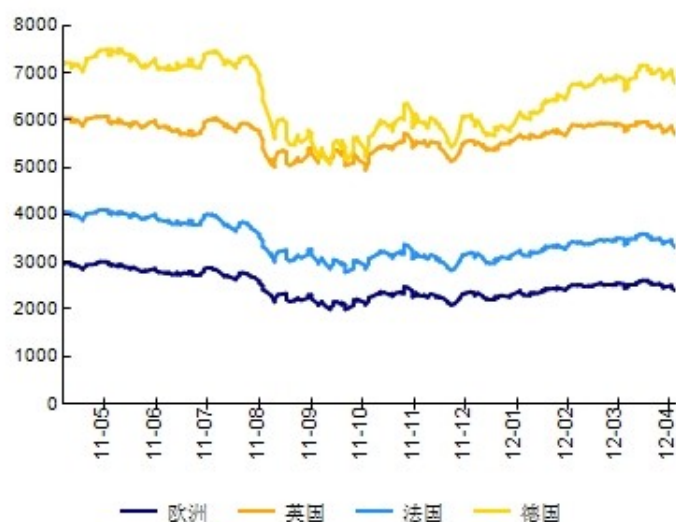
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和意大利连续 4 日下跌外, 其他欧猪五国股市均止升回跌, 受西班牙国债拍卖收益率飙升和全球 PMI 数据偏弱影响。



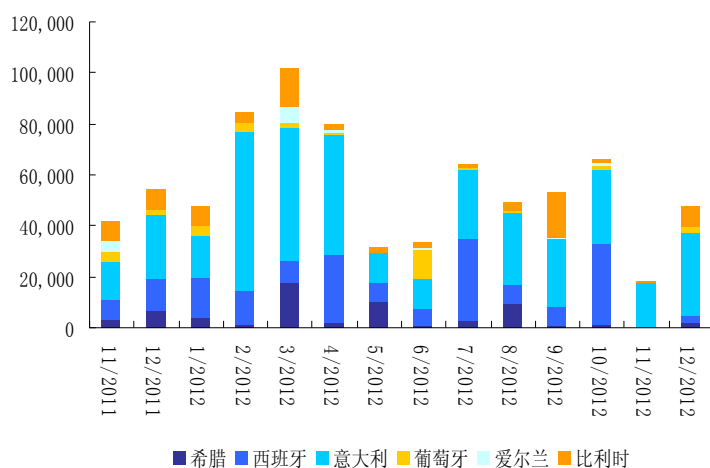
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均止升回跌, 由于近 2 日受美国 QE3 预期下降, 全球 PMI 数据弱等影响。



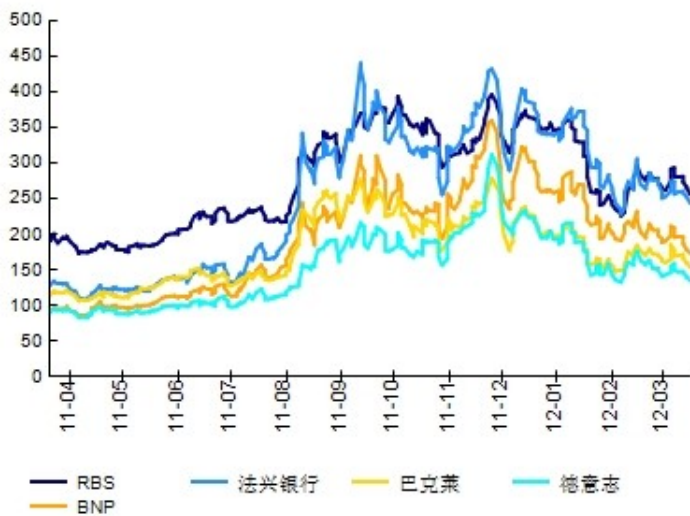
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



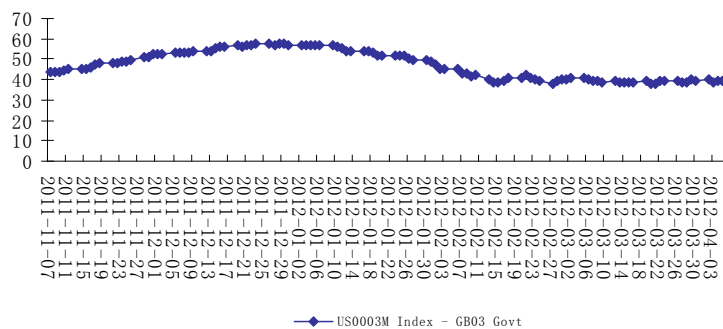
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 上周五有所上涨, 后连续 2 日下滑, 4 日受制造业数据弱影响而反弹。



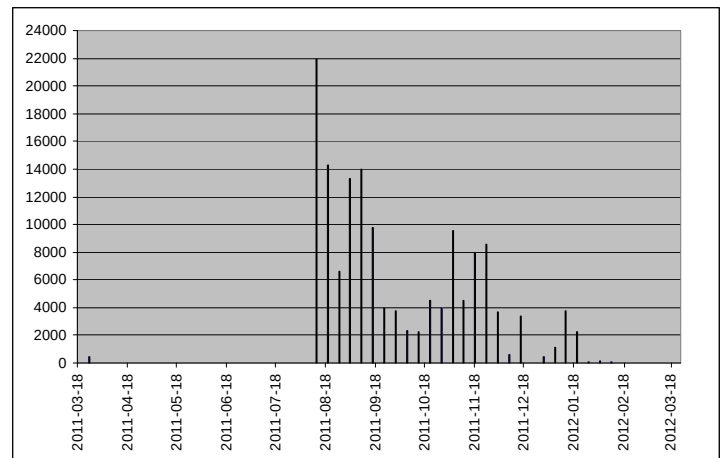
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 近日上涨, 资金趋紧。



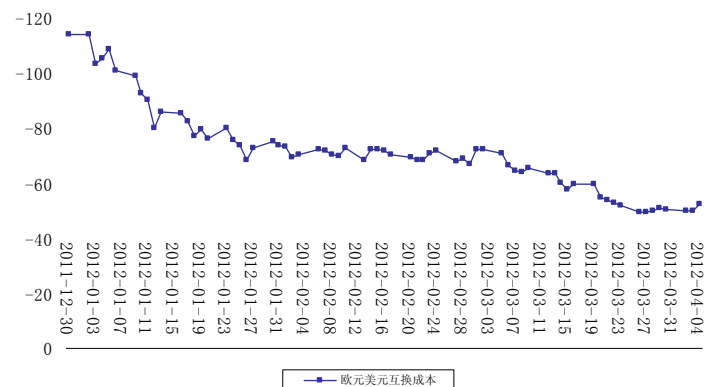
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 26: 上周欧央行购买债券为 0。(单位: 百万欧元)



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 欧元互换成本连续 3 日下降, 4 日受西班牙国债拍卖收益率高企而反弹。



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)

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。