

世界经济

2012 年 05 月 02 日

美国第一季度经济放缓，但 4 月 PMI 走强

——国际金融市场风险监控 2012 年 5 月 2 日

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

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>

总体判断：

- 上周五至今，市场风险情绪有所上升，股市和大宗商品上涨，虽然西班牙及其银行的评级被调降，但国债拍卖成功导致市场避险情绪有所缓解，美国公布的一季度 GDP 数据不及市场预期，但通胀和强劲的 PMI 数据对风险情绪有所提振。
- 美国一季度 GDP 环比增速为 2.2%，经济增长放缓，与我们的预测完全一致，低于市场预期的 2.5%。与去年第四季度 3% 的增速相比，经济减速主要来自于企业投资减少，存货和固定资产投资的贡献均有所减弱，而个人消费对美国经济起了最大的支撑作用。展望二季度，经济增速可能继续回落至 1.9%，因个人消费动力不足，投资增速可能进一步放缓。
- 近期公布的通胀数据大多较好。美国实际 PCE 价格环比增速从 2 月的 0.3% 回落至 3 月的 0.2%，主要反映了食品价格的下滑，而核心 PCE 价格增速上升 0.1 个百分点至 0.2%。第一季度，雇佣成本指数和 GDP 价格平减指数均增长 1.9%，主要是能源价格上涨，而食品价格下滑，剔除食品和能源的价格上升 2.2%。随着石油等能源价格的回落，以及页岩气的逐步推广，通胀价格第二季度有望加速回落。
- 3 月，美国个人收入也有所改善，但耐用品消费下滑导致支出不足。3 月个人收入增加 0.4%，相比 2 月 0.3% 的增速有所上升，但工资收入趋势正好相反，3 月增速下滑至 0.3%，说明非工资收入增长较快。虽然实际可支配收入增速由 2 月的 -0.1% 上升至 0.2%，但实际消费支出增速却由 2 月的 0.5% 下滑至 3 月的 0.1%，主要由于汽车及其零部件等耐用品消费减少。储蓄率有所上升，由 3.7% 上升至 3.8%。
- 隔夜公布的美国 4 月制造业 PMI 表现强劲，意外上升 1.4 个点至 54.8。除了存货、未完成订单下滑，其它子指数均加速增长，特别是出口订单飙升 5 个点至 59，新订单和生产指数也分别上升 3.7 和 2.7 个点，表明制造业扩张速度较快，为第二季度 GDP 提供支撑，价格仍维持高位。
- 关注： 5 月 2 日 美国 4 月 ADP 就业数据
5 月 4 日 美国 4 月非农就业数据

1. 美国一季度经济减速，但四月制造业 PMI 走强

美国一季度 GDP 环比增速为 2.2%，经济增长放缓，与我们的预测完全一致，低于市场预期的 2.5%。正如我们的预测，与去年第四季度 3% 的增速相比，经济减速主要来自于企业投资减少，存货和固定资产投资的贡献均有所减弱，而个人消费对美国经济起了最大的支撑作用。展望二季度，经济增速可能继续回落至 1.9%，因个人消费动力不足，投资增速可能进一步放缓。

从实际 GDP 的各项组成部分的增速来看，下滑最快的是企业投资，由 22.1% 降至 6%，而且去年第四季度的各项投资增速平均上调了 1.5 个百分点，基数有所提高（见图 1.1）。

- （1）从各项投资的实际增速来看，建筑投资下滑最快，增速由 -0.9% 下滑至 -12%，只有住宅投资增速呈加速趋势，而且持续两季度加速，第一季度实际环比增速高达 19.1%，名义同比增速为 9.1%，有力支撑了房地产企业的收入，加上更领先的指标——新屋开工今年第一季度同比增长 18%，印证了我们对今年房地产企稳反弹的判断。
- （2）从各项消费的实际增速来看，存量主要靠耐用消费品，增速维持在 15.3%；增量主要靠非耐用品和服务，增速分别提升 1.3 和 0.8 个百分点。
- （3）出口有所提速，但仍低于平均。去年第四季度的出口增速从 4.3% 下调至 2.7%，而今年第一季度增速提升至 5.4%，但仍不及去年 6.7% 的增速；进口增速也从去年第四季度的 3.7% 上升至 4.3%；
- （4）政府消费和投资也有所提速，但仍为负。由于财政减赤的拖累，政府消费和投资 2010 年第四季度以来一直为负，但今年第一季度上升至 -3%，略高于去年第四季度，符合我们对 2012 财年第一季度，即去年第四季度，政府减赤对 GDP 的拖累边际递减的判断。

从实际 GDP 的各项贡献来看，个人消费的贡献最大，净出口、政府投资和消费的边际贡献也有所增加，但均远不及企业投资对 GDP 的拖累程度（见图 1.2）。

图 1.1：实际 GDP 各项增速中，企业投资减速最大

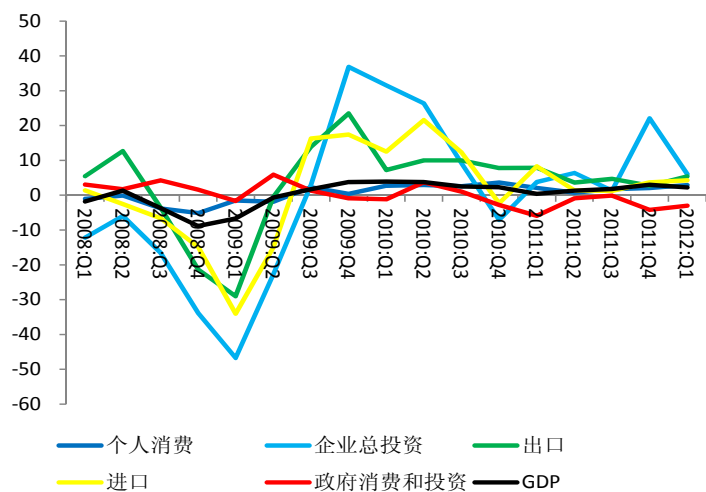
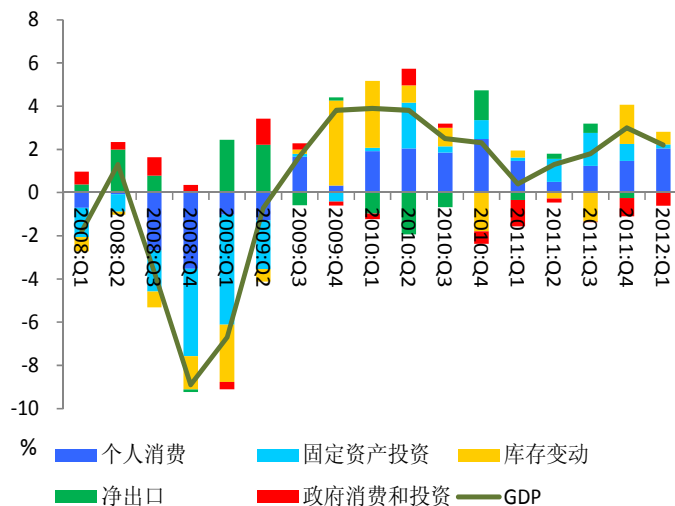


图 1.2：实际 GDP 各项贡献中，个人消费贡献最大



资料来源：Markit，申万研究

资料来源：Markit，申万研究

- (1) 从各项投资对 GDP 的贡献来看，制造业和批发业的企业加库存减速对 GDP 拖累最大，库存增加的贡献从 1.81% 大幅下滑至 0.59%，批发商的库存增速放缓也反映了这一点（见表 1.1）。此外，设备和软件、建筑投资的边际贡献也下降，这预示着发达国家软件设备增速将进一步下滑，但近期软件设备企业的盈利增速有所上调，预示未来软件设备投资增速将重现上升。只有住宅投资的贡献有所增强。我们预计，根据近期公布的房地产市场各项数据大多有所好转来看，未来住宅投资对经济的贡献将继续增加，但企业投资二季度仍面临压力。

表 1.1 美国企业投资对 GDP 的贡献明细

	2011 年 4Q	2012 年 1Q	增量贡献
企业总投资	2.59	0.77	-1.82
固定资产	0.78	0.18	-0.60
非住宅	0.53	-0.22	-0.75
建筑	-0.02	-0.35	-0.33
设备和软件	0.55	0.13	-0.42
信息处理软件和设备	0.35	0.02	-0.33
计算机和外围设备	0.10	-0.12	-0.22
软件	0.17	0.16	-0.01
其它	0.07	-0.02	-0.09
工业设备	0.22	-0.17	-0.39
运输设备	0.19	0.18	-0.01

其它设备	-0.21	0.10	0.31
住宅	0.25	0.40	0.15
库存变动	1.81	0.59	-1.22
农业库存	0.01	0.00	-0.01
非农业库存	1.80	0.59	-1.21

资料来源：申万研究

(2) 从各项消费的贡献来看，占 GDP 比重分别高达 45%和 16%的服务和非耐用品消费的边际贡献均有所上升，而机动车及零部件在去年供应链恢复带动的大幅反弹后，贡献减弱，拖累耐用品的边际贡献略减。但值得注意的是，4 月汽车销售不及预期，3 月家具和家用设备的零售增长动力不足，可能拖累第二季度美国消费增长。

(3) 出口、政府消费和投资对 GDP 的贡献仍为负，但边际贡献递增。尤其是政府消费和投资的贡献由-0.84%上升至-0.6%，国防支出的大量削减一直造成较大拖累。

表 1.1 近两个季度，美国消费对 GDP 的贡献明细

	2011 年 4Q	2012 年 1Q	增量贡献
个人消费	1.47	2.04	0.57
商品	1.29	1.47	0.18
耐用品	1.16	1.13	-0.03
机动车及零部件	0.83	0.68	-0.15
家具及家用设备	0.15	0.17	0.02
休闲品和车辆	0.27	0.14	-0.13
其他耐用品	-0.09	0.14	0.23
非耐用品	0.13	0.35	0.22
食品饮料	-0.07	0.09	0.16
服装和鞋	0.08	0.15	0.07
汽油和其他能源	-0.08	-0.14	-0.06
其他非耐用品	0.19	0.25	0.06
服务	0.19	0.57	0.38
家庭服务消费	0.20	0.48	0.28
非盈利机构提供给家庭的服务消费	-0.01	0.09	0.10

资料来源：美国经济分析局、申万研究

通胀方面，近期公布的通胀数据大多较好。美国实际 PCE 价格环比增速从 2 月的 0.3%回落至 3 月的 0.2%，主要反映了食品价格的下滑，而核心 PCE 价格增速上升 0.1 个百分点至 0.2%。第一季度，雇佣成本指数仅上升 1.9%，减去 1%的劳动生产率，意味着单位劳动成本仅为 0.9%；第一季度的 GDP 价格平减指数同比也增长 1.9%，其中美国居民本土购买的商品和服务

的价格继去年第四季度上升 1.1%后，再度攀升 2.4%，主要是能源价格上涨，而食品价格下滑，剔除食品和能源的价格上升 2.2%。随着石油等能源价格的回落，以及页岩气的逐步推广，通胀价格第二季度有望加速回落。

3 月，美国个人收入也有所改善，但耐用品消费下滑导致支出不足。3 月个人收入增加 0.4%，相比 2 月 0.3%的增速有所上升，但工资收入趋势正好相反，3 月增速下滑至 0.3%，说明非工资收入增长较快。虽然实际可支配收入增速由 2 月的-0.1%上升至 0.2%，但实际消费支出增速却由 2 月的 0.5%下滑至 3 月的 0.1%，主要由于汽车及其零部件等耐用品消费减少。储蓄率有所上升，由 3.7%上升至 3.8%。

隔夜公布的美国 4 月制造业 PMI 表现强劲，意外上升 1.4 个点至 54.8。除了存货、未完成订单下滑，其它子指数均加速增长，特别是出口订单飙升 5 个点至 59，新订单和生产指数也分别上升 3.7 和 2.7 个点，表明制造业扩张速度较快，为第二季度 GDP 提供支撑，价格仍维持高位（见表 1.3）。

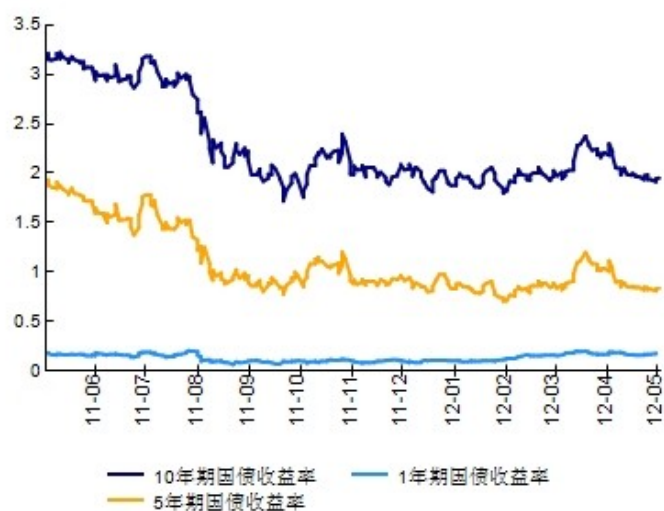
表 1.3 2012 年 4 月，美国制造业 PMI 明细

指数	4 月 值	3 月 值	百分点变 化	方向	变化率	保持趋势的时间 (月)
PMI	54.8	53.4	1.4	增长	更快	33
新订单	58.2	54.5	3.7	增长	更快	36
生产	61	58.3	2.7	增长	更快	35
就业	57.3	56.1	1.2	增长	更快	31
供应商发 货量	49.2	48	1.2	更快	更慢	3
存货	48.5	50	-1.5	收缩	从不变到收 缩	1
消费者库 存	45.5	44.5	1	太低	更快	5
价格	61	61	0	上升	不变	4
积压订单	49.5	52.5	-3	收缩	从增长到收 缩	1
出口	59	54	5	增长	更快	6
进口	53.5	53.5	0	增长	不变	5
整体经济				增长	更快	35
制造业				增长	更快	33

资料来源：美国 ISM 协会、申万研究

2. 美国1季度GDP涨幅不如预期，但ISM制造业数据抢眼，美股商品反弹

图1：美国10年期国债收益率劳动节假期期间连续下滑，昨日有所反弹，而5年期收益率震荡。对短期经济形势的担忧有所反复。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图2：美国国债利差震荡，对经济形势担忧依然存在。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图3：VIX指数假日期间连续2日上涨，昨日有所回落。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图4：美国CDS先扬后抑，对债务担忧情绪有所减缓。



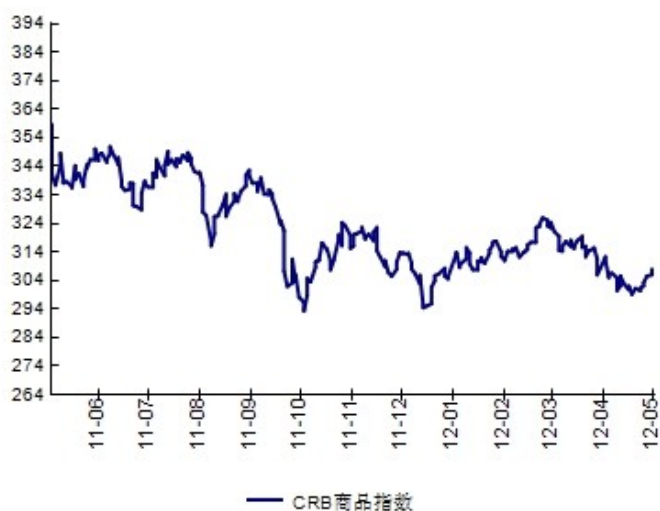
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元 4 月 27 日有所下滑, 后连续 2 日上涨。由于 27 日公布的 1 季度 GDP 增长低于市场预期导致美元大幅下滑, 但是后来公布的 4 月 ISM 制造业数据上涨, 抵消了部分对经济的担忧。



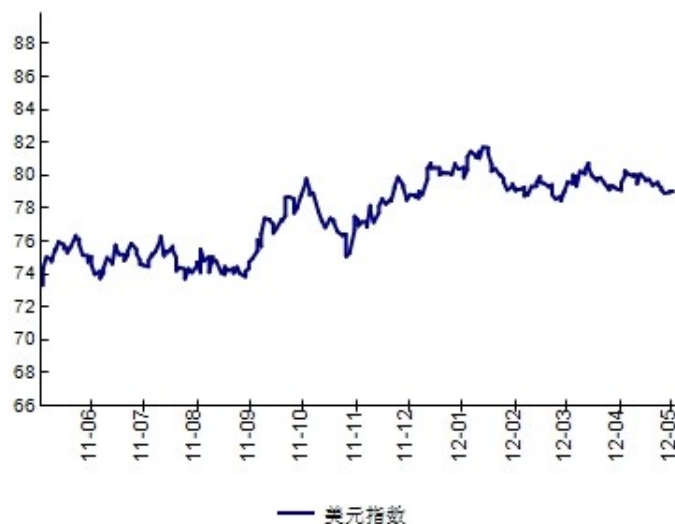
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格连续 3 日上涨, 受油价上涨的强势拉动。



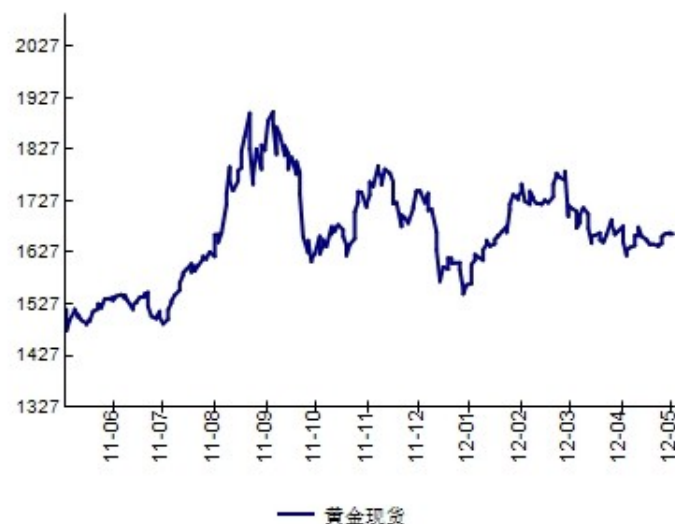
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数 27 日回落, 后连续 2 日上涨, 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 27 日由于美国 1 季度 GDP 增长低于预期而对黄金避险需求有所上涨, 随后 2 日由于个人收入和 ISM 制造业数据均超预期导致黄金价格回落。



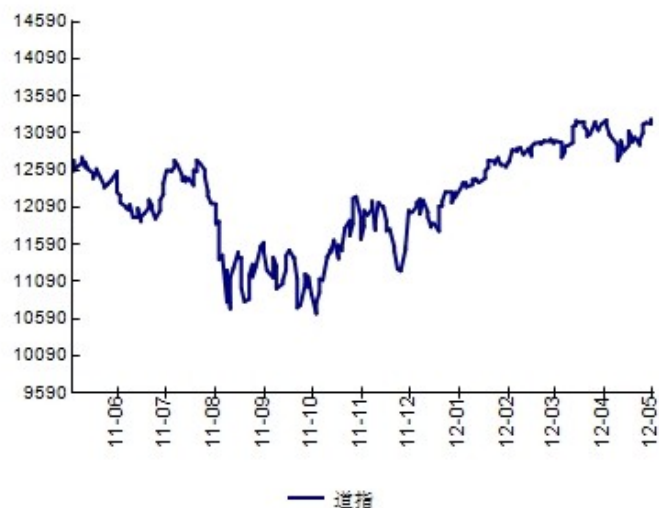
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格除 30 日小幅下滑外，假日期间均持上升势头。由于 ISM 制造业数据超预期推动油价上涨。



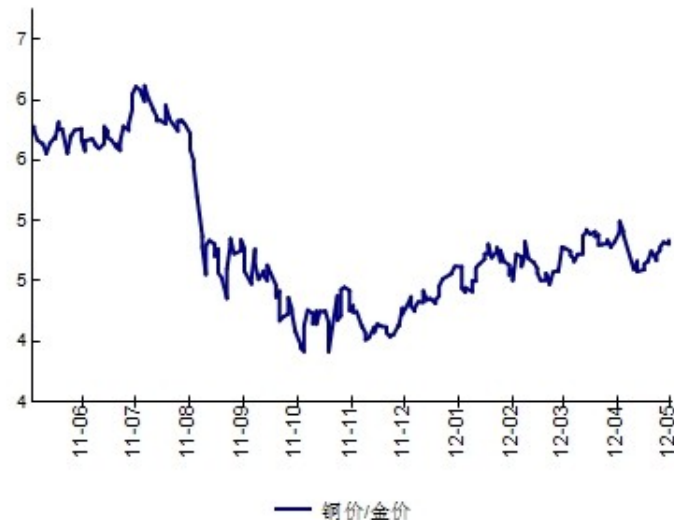
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨（除 30 日），由于美国 1 季度 GDP 和中国制造业数据不如预期导致股价有所回落，但是昨日公布的 ISM 制造业数超预期，导致股指上涨。



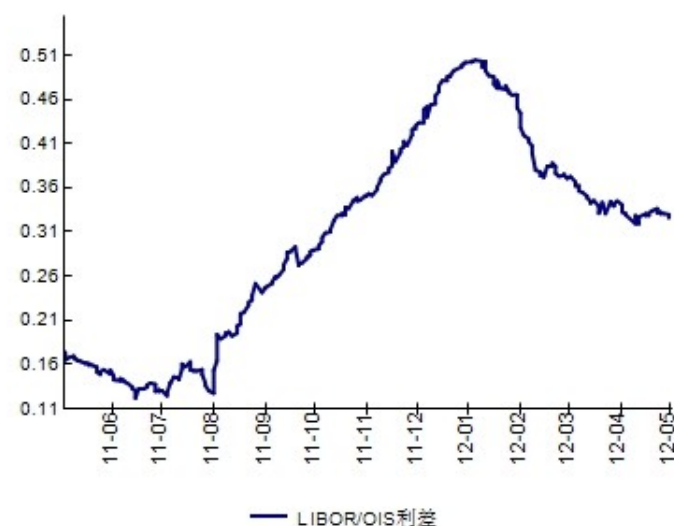
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上涨（除 30 日），由于中国 PMI 数据不如预期导致铜价 30 日有所下滑，后因美国制造业数据超预期致使其反弹。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差持续下降，银行信贷压力有所减小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

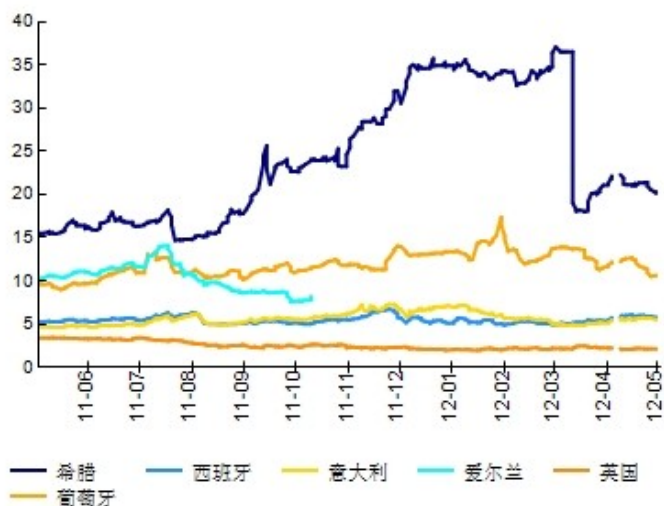
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
04/26/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	MAR	--	-0.29	-0.09
04/26/2012 20:30	首次失业人数	APR 21	375K	388K	386K
04/26/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 14	3293K	3315K	3297K
04/26/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 22	--	-35.8	-31.4
04/26/2012 22:00	待建住宅销售量(月环比)	MAR	1.00%	4.10%	-0.50%
04/26/2012 22:00	待建住宅销售 同比	MAR	7.30%	10.80%	13.90%
04/26/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	APR	7	3	9
04/27/2012 20:30	员工成本指数	1Q	0.50%	0.40%	0.40%
04/27/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q A	2.50%	2.20%	3.00%
04/27/2012 20:30	个人消费	1Q A	2.30%	2.90%	2.10%
04/27/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q A	2.10%	1.50%	0.90%
04/27/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q A	2.10%	2.10%	1.30%
04/27/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	APR F	75.7	76.4	75.7
04/30/2012 20:00	密尔沃基采购经理指数	APR	53	52.9	51.8
04/30/2012 20:30	个人收入	MAR	0.30%	0.40%	0.20%
04/30/2012 20:30	个人开支	MAR	0.40%	0.30%	0.80%
04/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	MAR	0.30%	0.20%	0.30%
04/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	MAR	2.20%	2.10%	2.30%
04/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	MAR	0.20%	0.20%	0.10%
04/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	MAR	2.00%	2.00%	1.90%
04/30/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	APR	60	56.2	62.2
04/30/2012 22:00	Revisions: Retail Sales				
04/30/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	APR	8	-3.4	10.8
05/01/2012 22:00	建筑开支月环比	MAR	0.50%	0.10%	-1.10%
05/01/2012 22:00	ISM 制造业	APR	53	54.8	53.4
05/01/2012 22:00	ISM 支付价格	APR	59	61	61
05/02/2012 04:10	汽车总销售量	APR	14.40M	14.38M	14.32M
05/02/2012 04:10	国内汽车销售量	APR	11.10M	11.12M	11.09M

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
05/02/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 27	--	--	-3.80%
05/02/2012 20:15	ADP 就业变动指数	APR	170K	--	209K
05/02/2012 21:45	ISM 纽约	APR	--	--	67.4
05/02/2012 22:00	工厂订单	MAR	-1.70%	--	1.30%
05/03/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	APR	--	--	-8.80%
05/03/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	MAY	--	--	46.6
05/03/2012 20:30	非农生产力	1Q P	-0.60%	--	0.90%
05/03/2012 20:30	单位劳务成本	1Q P	2.60%	--	2.80%
05/03/2012 20:30	首次失业人数	APR 28	377K	--	388K
05/03/2012 20:30	持续领取失业救济人数	APR 21	3308K	--	3315K
05/03/2012 21:45	彭博消费者舒适度	APR 29	--	--	-35.8
05/03/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	APR	55.4	--	56
03-04 MAY	ICSC 连锁店销售 同比	APR	--	--	4.10%
05/04/2012 20:30	非农就业人数增减	APR	161K	--	120K
05/04/2012 20:30	非农私企就业人数增减	APR	167K	--	121K
05/04/2012 20:30	制造业就业人数增减	APR	20K	--	37K
05/04/2012 20:30	失业率	APR	8.20%	--	8.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	APR	0.20%	--	0.20%
05/04/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	APR	2.00%	--	2.10%
05/04/2012 20:30	周平均工时 所有员工	APR	34.5	--	34.5
05/04/2012 20:30	家庭调查就业变动	APR	--	--	-31
05/04/2012 20:30	就业不足率 (U6)	APR	--	--	14.50%
05/08/2012 03:00	消费者信用	MAR	\$10.000B	--	\$8.735B
05/08/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	APR	--	--	92.5

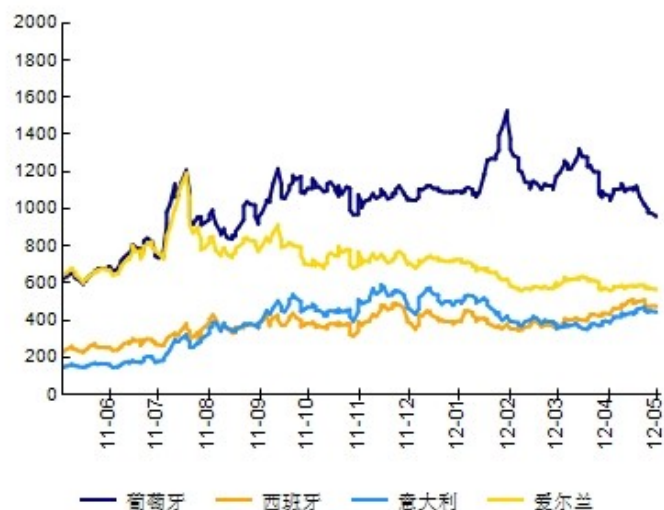
3. 五一劳动节休市，德国零售数据同比超预期， 上两交易日，德法股价上涨

图 13：除希腊和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均下跌。由于美国制造业数据超预期。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下滑。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除英国和葡萄牙外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪依然存在。



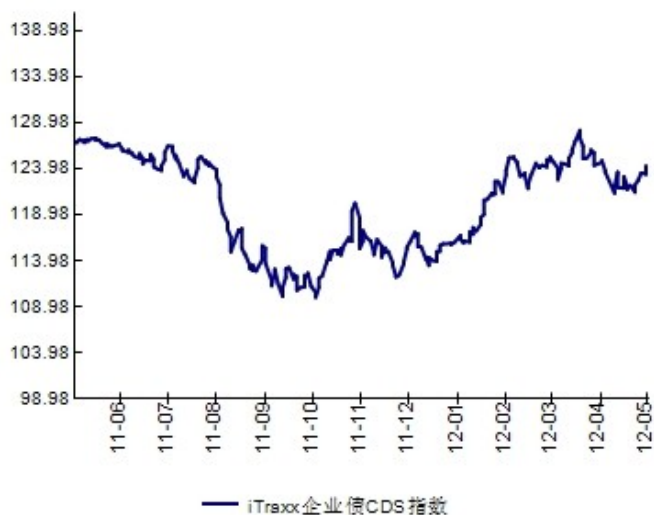
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均持续上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



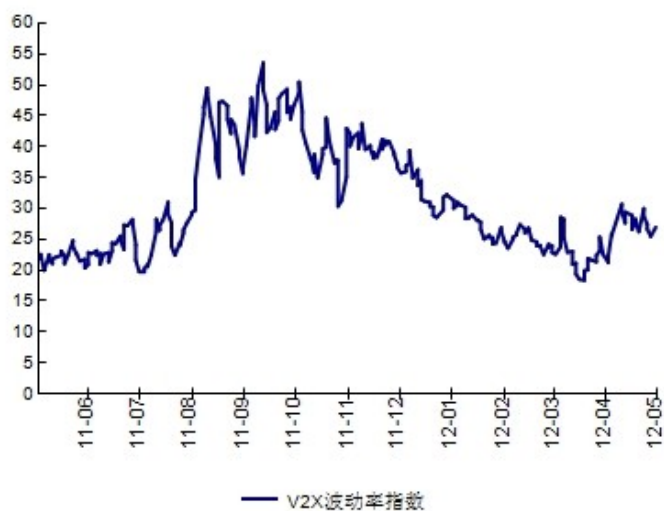
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 连续 2 日下滑后有所反弹, 对企业违约风险情绪依然存在。



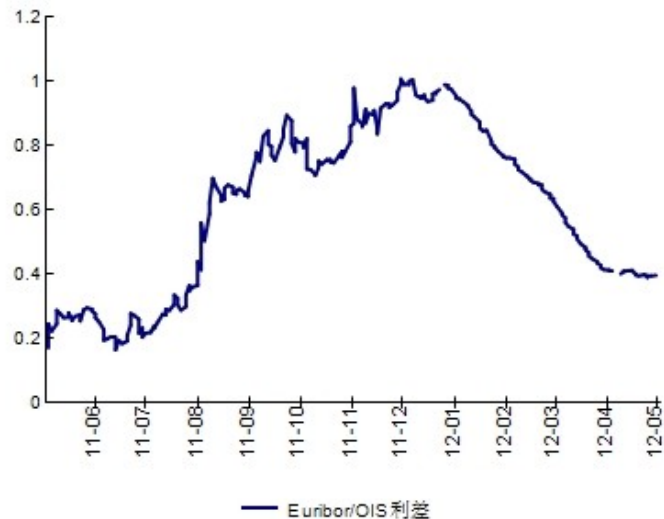
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上升, 股市波动风险增加, 5 月 1 日劳动节休假。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差连续上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元连续 2 日下滑, 昨日受美国 ISM 制造业数据超预期影响而有所反弹。



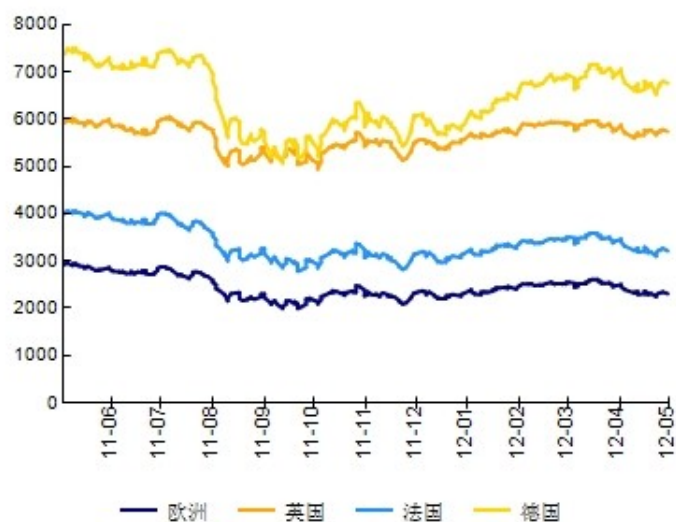
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



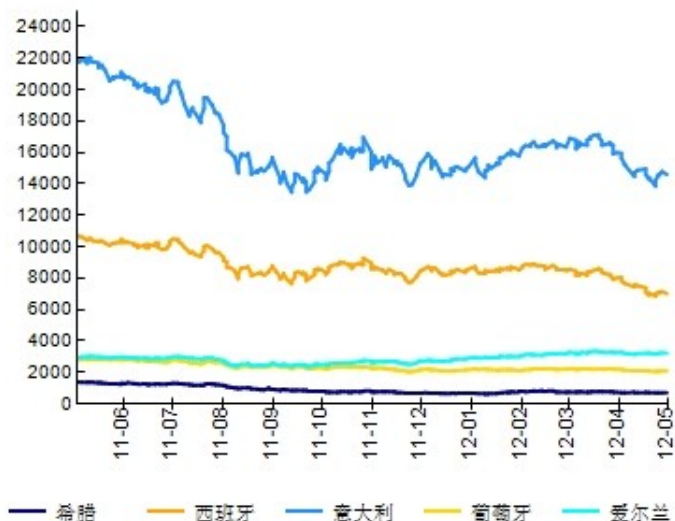
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除英国外, 其他欧洲核心股市均连续 2 日小幅上涨, 由于德国零售额同比上涨超预期。5 月 1 日劳动节, 股市成交量较小导致欧洲股市上涨幅度不大。



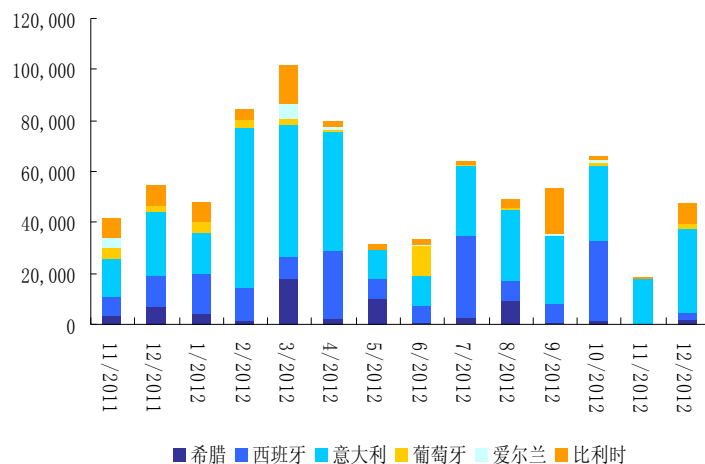
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除西班牙和意大利外, 其他欧猪五国股市均回升, 5 月 1 日股市休市。



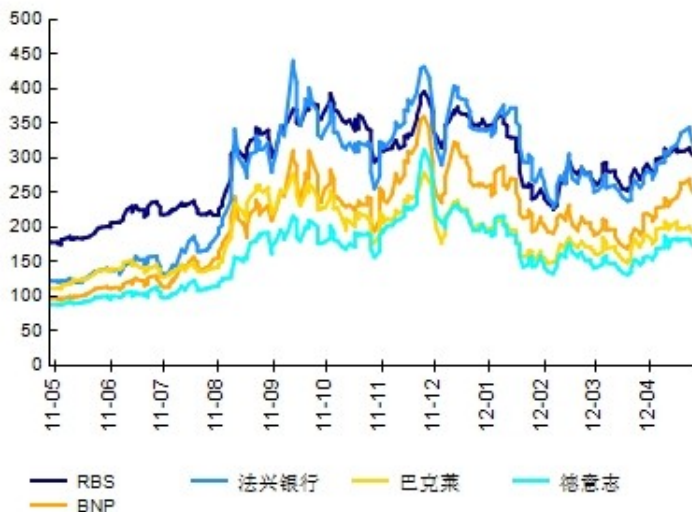
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



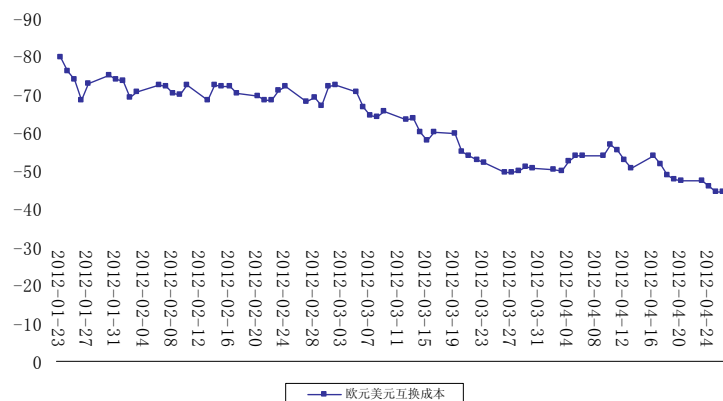
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS27 日有所上涨, 后持续下滑。



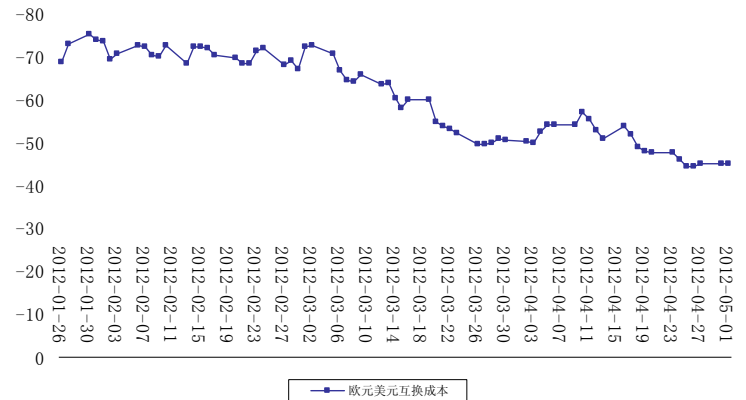
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M30 日有所下降, 表示市场资金稍放松, 后有所上涨, 资金趋紧。



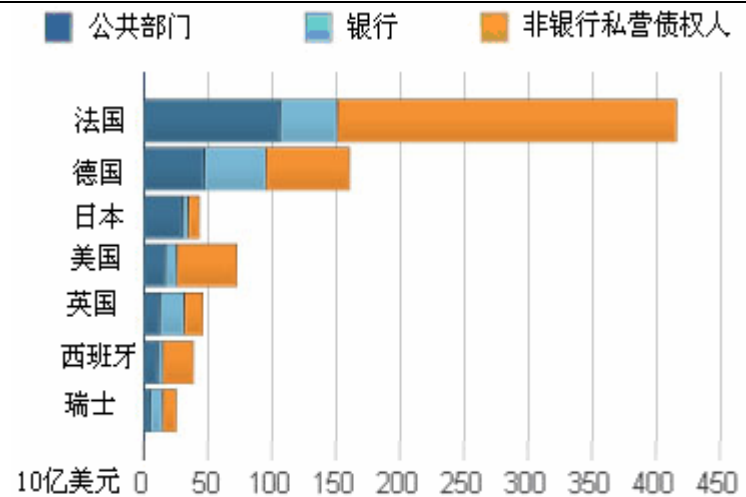
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本保持



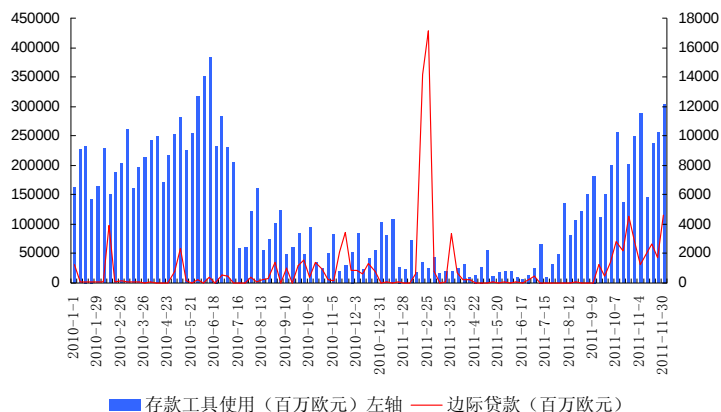
资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



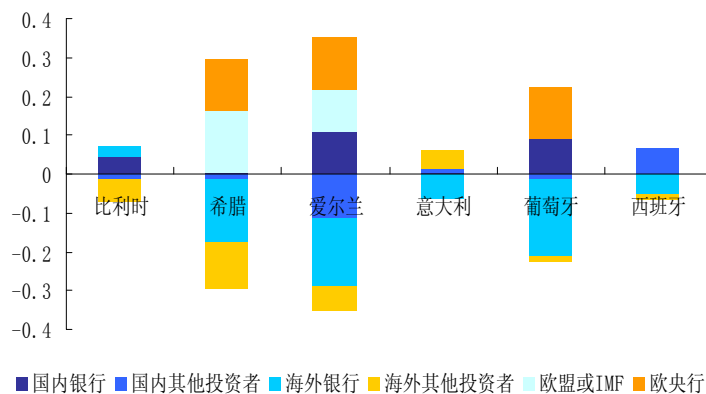
资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

图 29：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 30：2011Q1 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				12-04-26	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。