

2012 年 05 月 03 日

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下

——国际金融市场风险监控 2012 年 5 月 3 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：

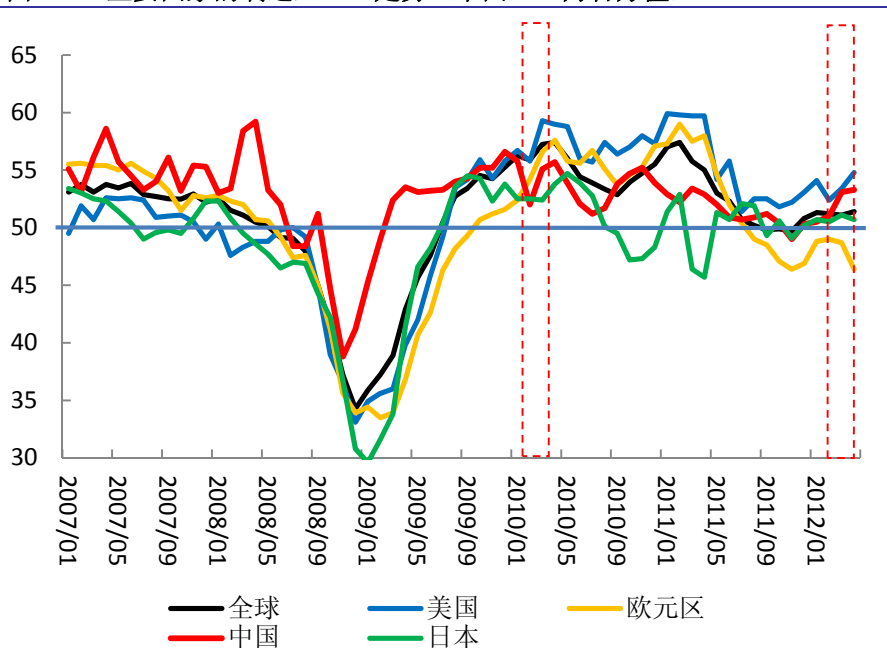
- 隔夜，全球风险资产大多下跌，避险情绪上升，因 4 月美国 ADP 就业数据和欧洲制造业 PMI 均低于预期。
- 全球制造业 PMI 从 3 月的 51.1 升至 4 月的 51.4，说明全球制造业已连续 5 个月扩张，主要受到美国、俄罗斯和中国的提振，产出、新订单指数加速上升，就业维持增速不变，成本推动型通胀压力也有所减弱。美国强势上扬和欧元区弱势下跌均超出市场预期，构成强烈反差，两者的差距也拉大至 8.9，达到历史新高。
- 除了美国制造业表现强劲以外，中国和土耳其的增长也有力支撑了全球制造业扩张。另外，俄罗斯制造业为一年以来最好的表现，产出、新订单和采购均加速上扬，劳动力增速达一年新高。
- 最大的拖累仍来自于欧元区，下滑 1.8 个点至 55.9，跌至 34 个月最低，主要由于内外需求萎缩和信贷不足，尤其是欧元区内部贸易严重下滑，拖累产出和就业。不仅新订单继续下滑，而且生产也在今年以来首次下滑。（1）德国也降至 33 个月最低，主要由于产出重回收缩，以及外需萎缩造成出口订单下滑和裁员；（2）下滑幅度最大的是意大利，下跌 4.1 个点至 43.8，跌幅达-9%，制造业恶化程度达半年最快；（3）除了希腊，目前欧元区制造业 PMI 最低的是西班牙，新订单大幅下滑，产出加速萎缩，而且制造业产能闲置问题依然严重，不得不削减工作量和就业。
- 澳大利亚近期经济状况堪忧，值得警惕。制造业加速萎缩，主要因为需求放缓，成本上升挤压利润，以及澳元走强，导致原材料、纺织、林业和家具等产业出口下滑，出现显著萎缩。经济增速下滑，加上通胀压力减小，一季度 CPI 环比仅增 0.1%，这就解释了澳大利亚本周二降息 50 个基点至 3.75%，以扭转疲弱的经济复苏态势。
- 美国 4 月 ADP 就业仅增长 11.9 万人，大幅低于市场预期的 17 万人，验证了我们对美国就业市场短期恶化的判断，也与 4 月首次领取失业金人数大幅上升是一致的。我们维持对 4 月就业下滑的判断，预计本周五晚公布的 4 月非农就业增加 14 万人，失业率维持在 8.2%。

关注： 5 月 4 日 美国 4 月非农就业数据、失业率

1. 4月全球制造业PMI微升，中美上涨，欧元区低于预期

全球制造业 PMI 从 3 月的 51.1 升至 4 月的 51.4，说明全球制造业已连续 5 个月扩张，主要受到美国、俄罗斯和中国的提振，产出、新订单指数加速上升，就业维持增速不变，成本推动型通胀压力也有所减弱，但不容忽视的是，最大的拖累来自于欧元区和澳大利亚，分别下滑-4%和-11%。美国强势上扬和欧元区弱势下跌均超出市场预期，构成强烈反差，两者的差距也拉大至 8.9，达到历史新高。

图 1.1：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

除了我们昨日提到的美国制造业表现强劲以外，中国和土耳其的增长有力支撑了全球制造业扩张。另外，俄罗斯制造业为一年以来最好的表现，产出、新订单和采购均加速上扬，劳动力增速达一年新高。

特别值得关注的是，欧元区制造业 PMI 降至 34 个月最低，低于预期的 46，主要由于内外需求萎缩和信贷不足，尤其是欧元区内部贸易严重下滑，拖累产出和就业，不仅新订单继续下滑，而且生产也在今年以来首次下滑。

- (1) 德国也降至 33 个月最低，主要由于产出重回收缩，以及外需萎缩造成出口订单下滑和裁员；从行业来看，投资品行业因工作量大幅下滑而表现尤其疲弱。
- (2) 下滑幅度最大的是意大利，下跌 4.1 个点至 43.8，跌幅达-9%，制造业恶化程度达半年最快，其中新订单萎缩幅度创三年新高，就业创 27 个月最大跌幅，产出水平也加速下滑，显示意大利的形势堪忧，经济仍处于探底过程。

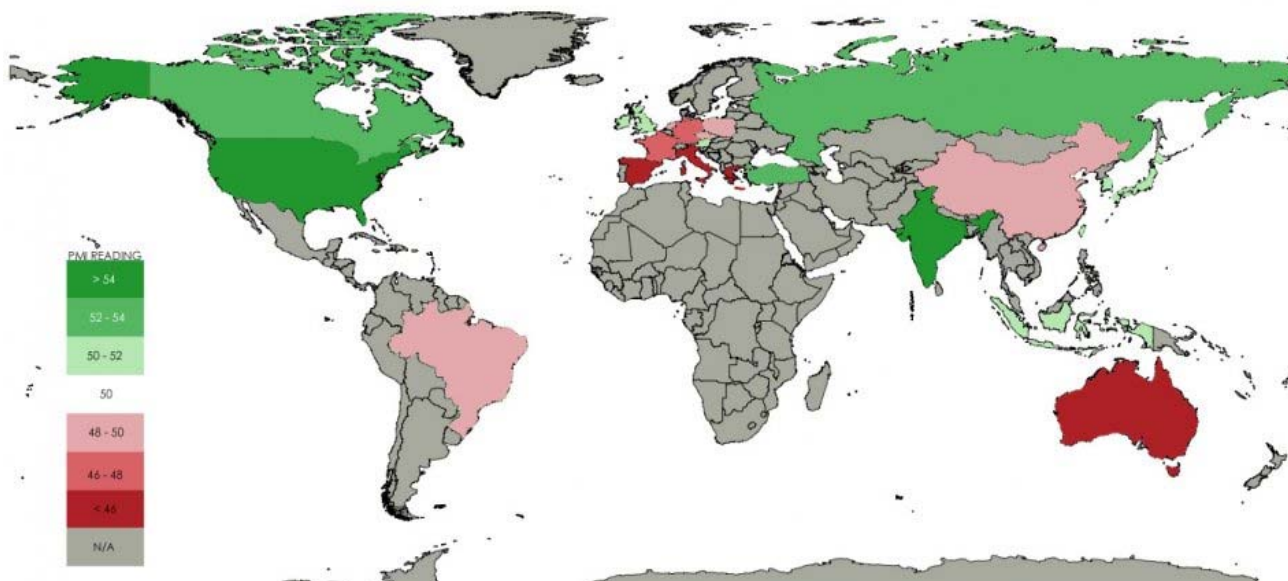
(3) 除了希腊，目前欧元区制造业 PMI 最低的是西班牙，新订单大幅下滑，产出加速萎缩，而且制造业产能闲置问题依然严重，不得不削减工作量和就业。

欧元区失业率高企也验证了制造业 PMI 就业的下滑，3 月继续攀升至 10.9%，创 15 年新高。其中，西班牙和希腊的失业率分别高达 24.1% 和 21.7%。年轻人失业率更是高得出奇，3 月达 22.6%，仍是希腊和西班牙居首，分别高达 51.2% 和 51.1%，不得不让人担忧其社会问题凸显，无形中增加了政府的压力。就业状况分化依旧，奥地利、荷兰、卢森堡和德国等国失业率维持在 6% 以下。

欧元区唯一的亮点在于，成本推动型通胀压力缓解，欧元区制造业 PMI 中的投入品价格保持弱势并低于平均，因为一方面对原材料的需求不足，另一方面供给约束减轻，这预示着二季度欧洲通胀有望继续回落。这和全球通胀的趋势是一致的。

另外，澳大利亚近期经济状况堪忧，值得警惕。制造业加速萎缩，主要因为需求放缓，成本上升挤压利润，以及澳元走强，导致原材料、纺织、林业和家具等产业出口下滑，出现显著萎缩。经济增速下滑，加上通胀压力减小，一季度 CPI 环比仅增 0.1%，这就解释了澳大利亚本周二降息 50 个基点至 3.75%，以扭转疲弱的经济复苏态势。

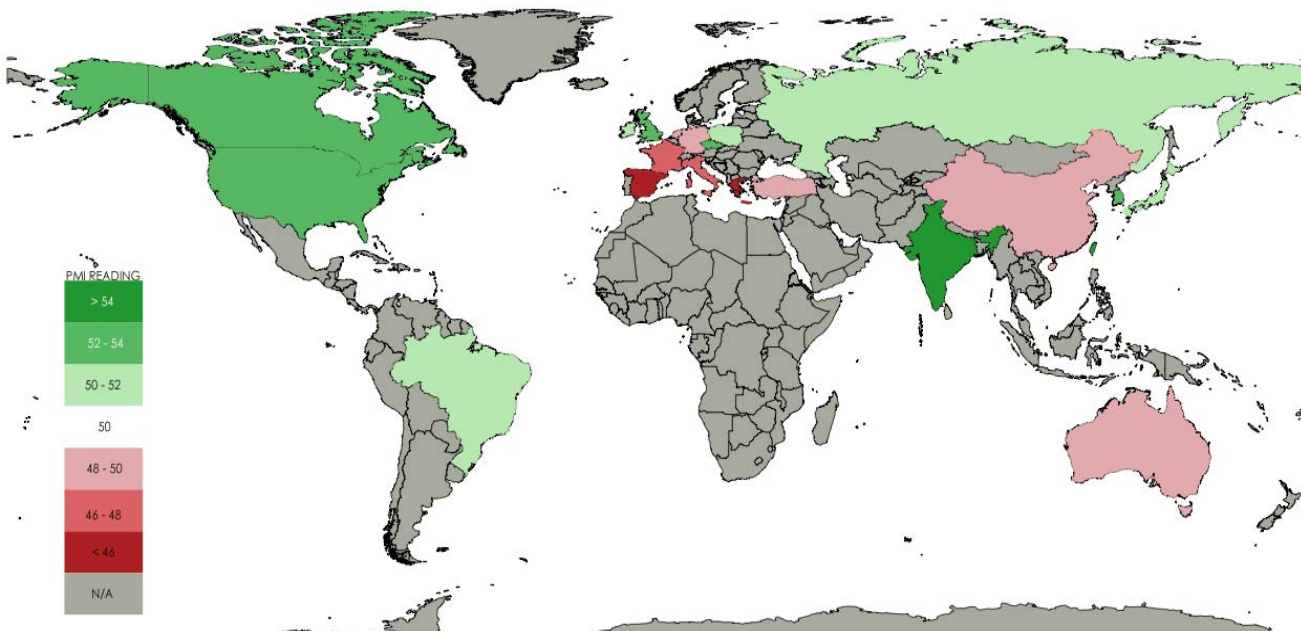
图 1.2: 2012 年 4 月全球制造业 PMI 图



注：1、阴影部分为不统计制造业 PMI 的区域，
2、中国区域为汇丰公布的制造业 PMI 值。

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 1.1: 2012 年 3 月全球制造业 PMI 图



注：1、阴影部分为不统计制造业 PMI 的区域，
2、中国区域为汇丰公布的制造业 PMI 值。

资料来源: Bloomberg, 申万研究

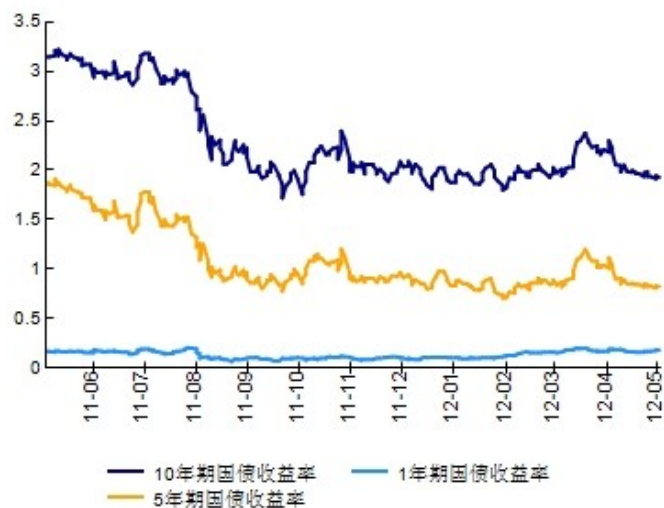
表 1、2012 年 4 月各国制造业 PMI 及其对全球的贡献

	4 月制造业 PMI	月度变化	趋势	在全球制造业 PMI 的比重 (%)	贡献率
美国	54.8	1.4	扩张, 加速	28.1	131%
中国(汇丰)	49.3	1	收缩, 减速	7.9	26%
土耳其	52.3	2.7	扩张	0.9	8%
俄罗斯	52.9	2.1	扩张, 加速	1	7%
加拿大	53.3	0.9	扩张, 加速	2.1	6%
法国	46.9	0.2	收缩, 减速	3.6	2%
印度	54.9	0.2	扩张, 加速	2.3	2%
奥地利	51.2	-0.3	扩张, 减速	0.5	-0.5%
韩国	51.9	-0.1	扩张, 减速	1.9	-1%
希腊	40.7	-0.6	收缩, 加速	0.4	-1%
爱尔兰	50.1	-1.4	扩张, 减速	0.3	-1%
捷克	49.7	-2.4	收缩	0.2	-2%
波兰	49.2	-0.9	收缩	0.6	-2%
荷兰	49	-0.6	收缩, 加速	1.1	-2%
西班牙	43.5	-1	收缩, 加速	1.7	-6%
中国台湾	51.2	-2.9	扩张, 减速	0.7	-7%
巴西	49.3	-1.8	收缩	2.2	-13%
日本	50.7	-0.4	扩张, 减速	12.1	-16%
英国	50.5	-1.4	扩张, 减速	4.1	-19%
澳大利亚	43.9	-5.6	收缩, 加速	1.3	-24%
德国	46.2	-2.2	收缩, 加速	5	-37%
意大利	43.8	-4.1	收缩, 加速	2.7	-37%
欧元区	45.9	-1.8	收缩, 加速	15.3	-92%

资料来源: Markit、申万研究

2. 美国就业变动指数和欧洲失业率均不理想，美股商品回落

图 1：美国国债收益率下降，对经济形势担忧有所增加。



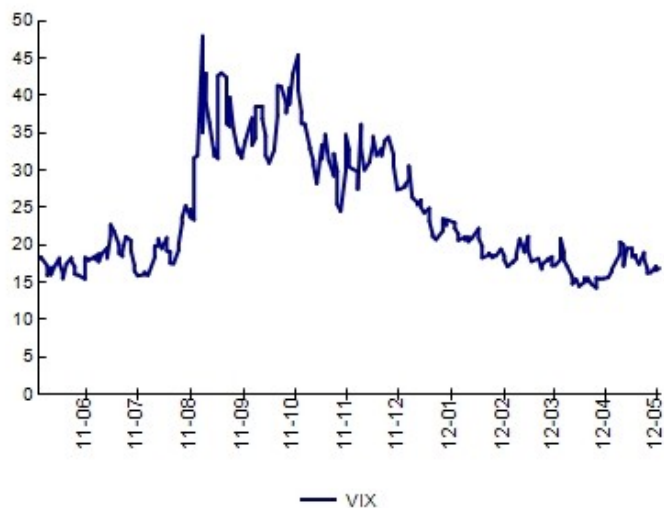
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下滑，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 指数小幅上升，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 均回升，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



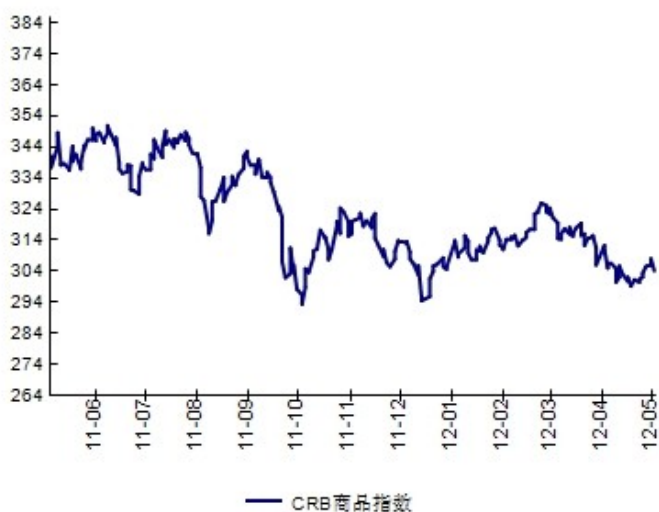
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元小幅上升, 由于 3 月工厂订单环比下滑低于市场预期。



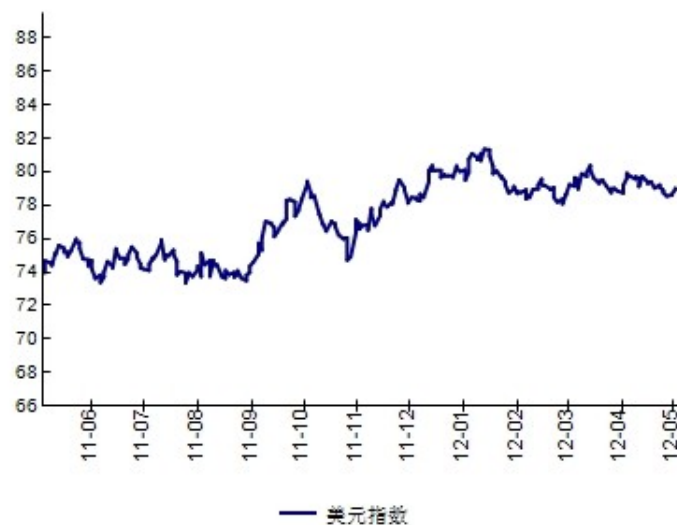
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于原油、金属价格受欧洲制造业继续收缩影响回落。



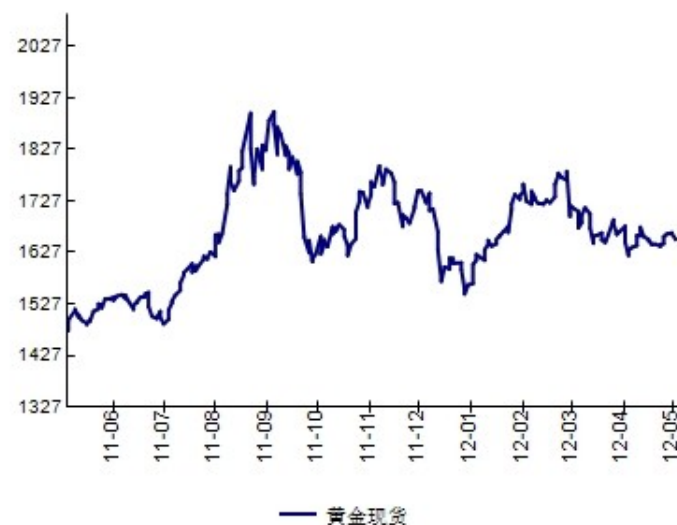
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅上涨, 由于欧洲失业率继续上涨且制造业数据低于预期, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格继续下滑, 由于美联储认为他们未预见更多经济刺激的需要, 且印度对黄金实体需求下降。



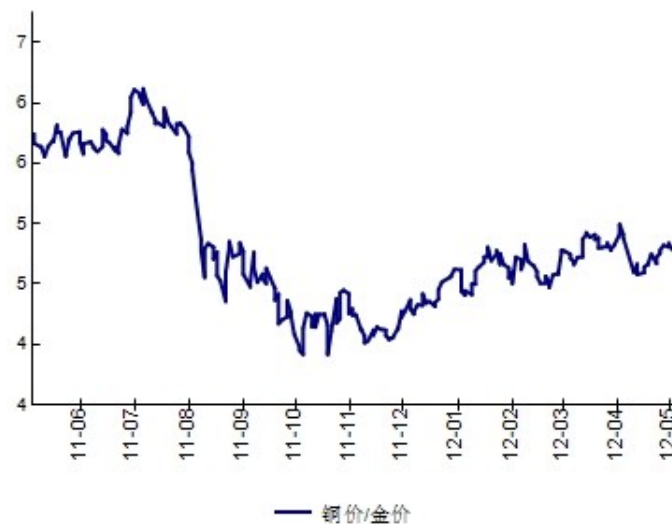
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于美国能源署报告显示原油库存上升至 21 年来的高位且原油产量和进口量仍在攀升。



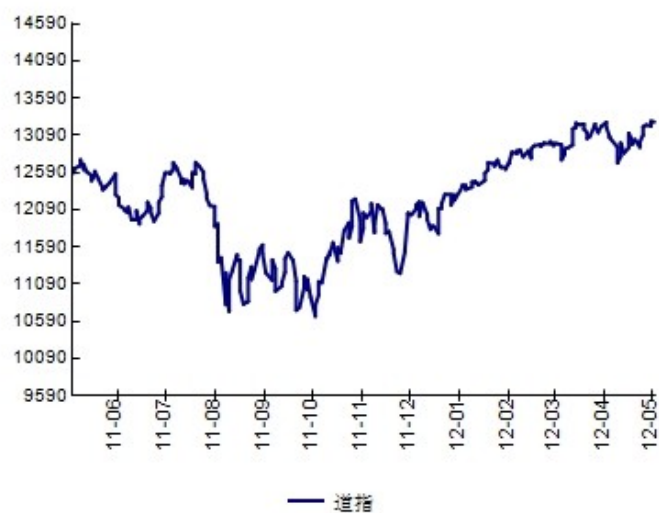
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下挫, 由于欧元区订单量下探至 34 月以来低位且中国制造业连续 6 月收缩导致铜价回落。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅下滑, 由于 ADP 就业变动指数不如市场预期且欧洲失业率创 15 年来新高。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差与上一日持平。



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 22:00	待定住宅销售量(月环比)	MAR	1.00%	4.10%	-0.50%
04/26/2012 22:00	待定住宅销售 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	达拉斯联储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
05/02/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	APR 27	--	0.10%	-3.80%
05/02/2012 20:15	ADP 就业变动指数	APR	170K	119K	209K
05/02/2012 21:45	ISM 纽约	APR	--	61.2	67.4
05/02/2012 22:00	工厂订单	MAR	-1.60%	-1.50%	1.30%

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
05/03/2012 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	2.70%	--	2.80%
05/03/2012 20:30	首次失业人数	APR 28	379K	--	388K
05/03/2012 20:30	持续领取失业救济人 数	APR 21	3311K	--	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	55.3	--	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	160K	--	120K
05/04/2012 20:30	非农私企就业人数增 减	APR	165K	--	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
05/08/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程 度指数	MAY	--	--	49.3
05/08/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	MAR	--	--	3498
05/09/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指 数	MAY 4	--	--	0.10%
05/09/2012 22:00	批发库存	MAR	0.60%	--	0.90%
05/10/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	APR	-0.20%	--	1.30%
05/10/2012 20:30	进口价格指数(同比)	APR	--	--	3.40%
05/10/2012 20:30	贸易余额	MAR	-\$49.7B	--	-\$46.0B

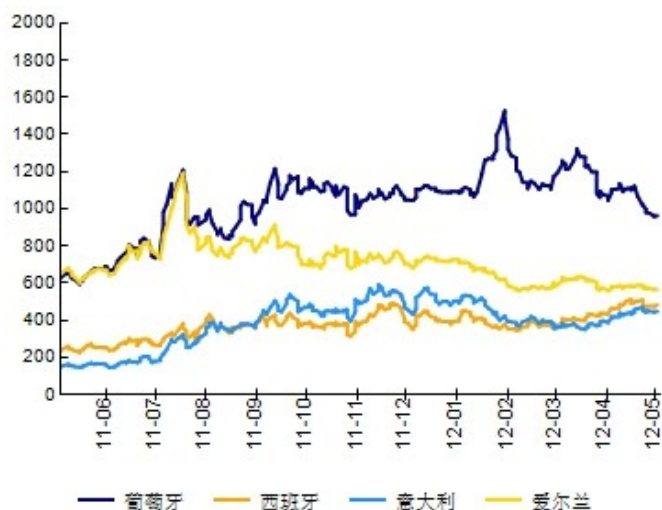
3. 欧元区各国制造业收缩幅度高于预期，欧股欧元下跌

图 13：除葡萄牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均上涨，由于欧元区失业率达 10.9%，创 15 年来新高。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国国债利差均上涨，由于欧元区各国的最新制造业数据收缩幅度超预期，对经济担忧情绪有所增加。



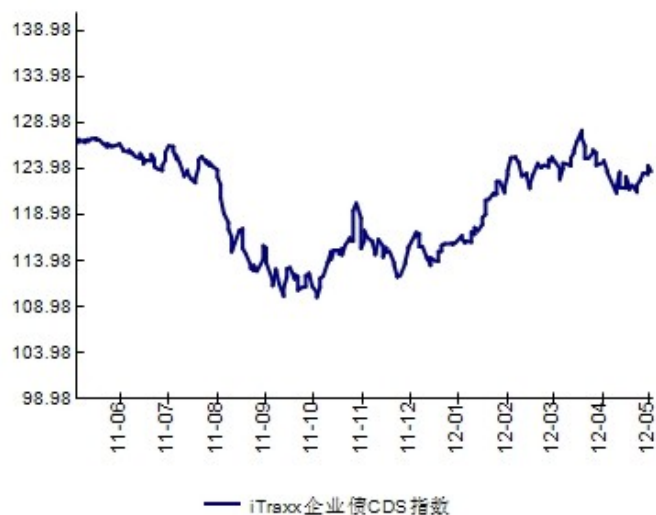
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除法国外，其他核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



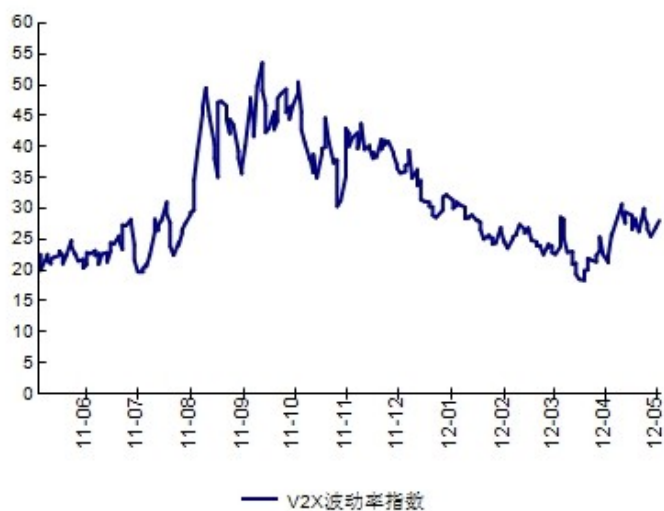
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 回落, 对企业违约风险情绪有所缓和。



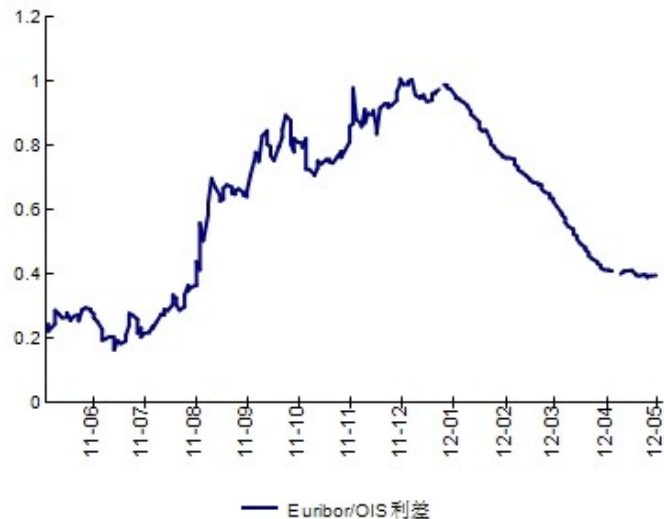
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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: 欧元下挫, 由于欧元区失业率居高不下且制造业继续收缩, 市场预期欧央行或推动更多的经济刺激政策。



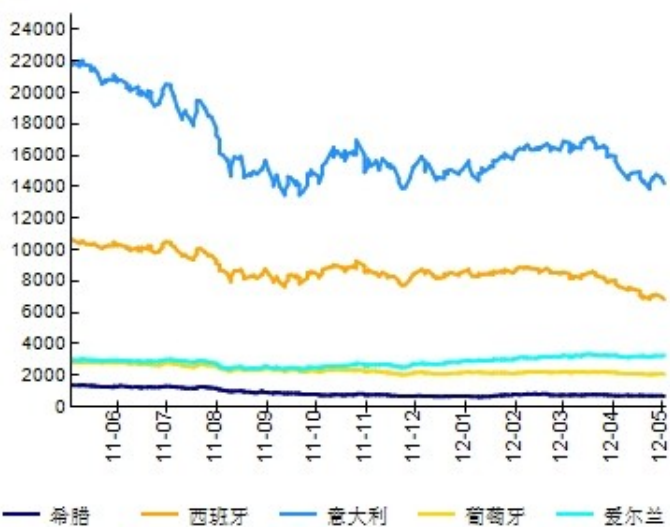
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



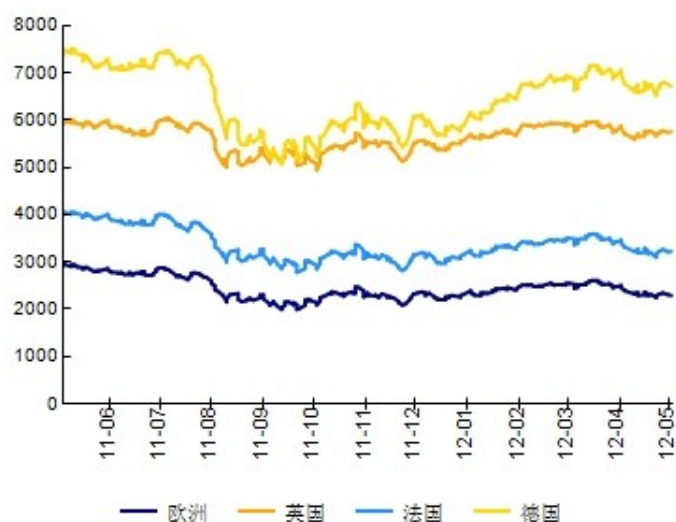
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均下挫, 由于欧洲失业率创 15 年来新高。



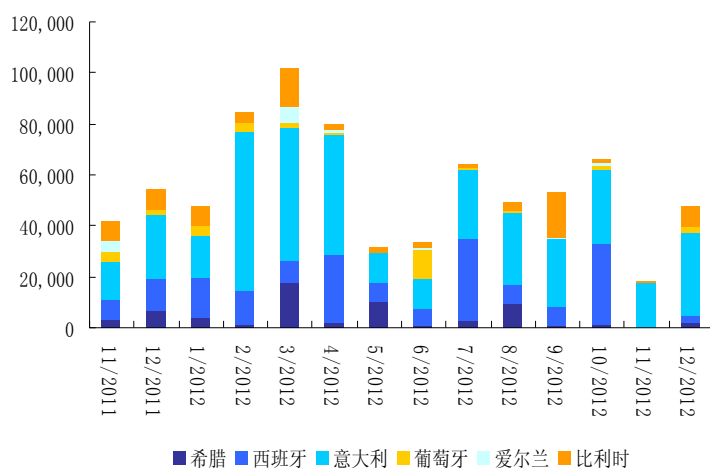
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除法国外, 其他欧洲股市均下跌, 由于欧元区各国制造业数据收缩幅度高于预期, 且美国就业变动指数不理想。



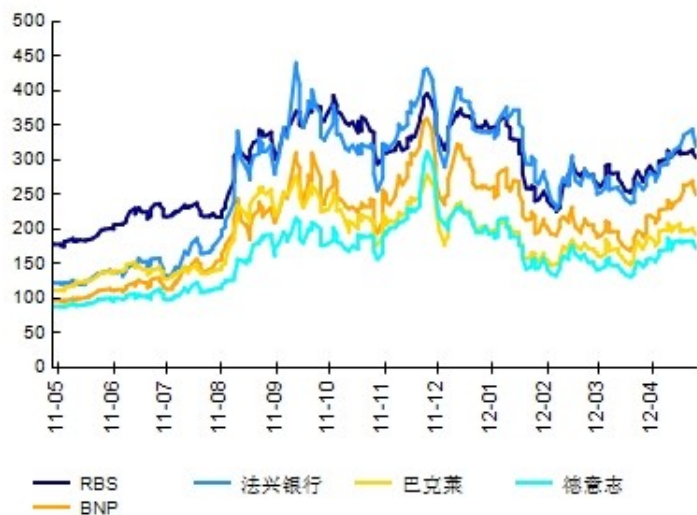
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



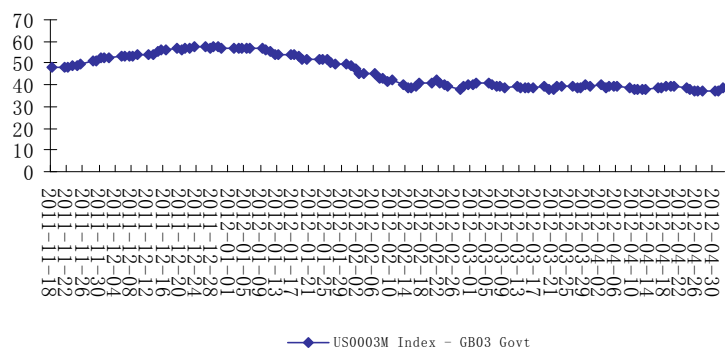
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 除 BNP 外, 其他银行 CDS 下滑。



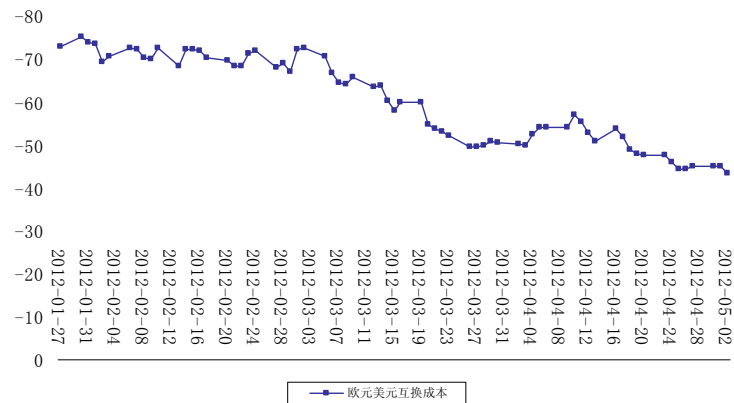
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 回升, 表示市场资金趋紧。



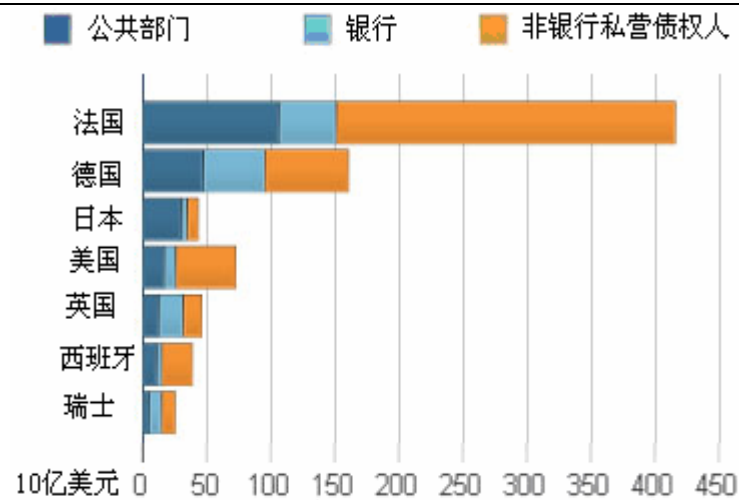
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本下滑。



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	12-03-02	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。