

2012 年 08 月 31 日

美国个人收支加速增长，日本因零售萎缩而下调 GDP 增速

——国际经济和金融市场监管 8 月 31 日

总体判断：

- 昨日，风险资产价格均大幅下挫。欧元区经济信心指数连续 6 月下滑、美国上周首次失业人数高于预期，引发市场对欧债危机担忧和全球经济继续下探的预期，导致欧美股市大幅下挫。
- 今年 7 月，美国实际可支配收入加速增长，带动耐用品消费增加，从而大幅提高实际消费支出增速，这符合我们对三季度消费加速增长的判断。
- 7 月个人收入增长 0.3%，而实际可支配收入环比增速从 6 月的 0.2% 升至 7 月的 0.3%，同比增速更是从 1.6% 提高至 2%，带动个人消费支出 (PCE) 增速从 6 月零增长上升至 0.4%，实际消费支出提升幅度更大，从 6 月的 -0.1% 提升至 0.4%，主要因为耐用品消费强劲反弹，这是因为就业增加、需求回升，以及物价下滑，不过核心耐用品订单和消费者信心均下滑，为 8、9 月消费能否持续反弹带来一定不确定性。
- 美国通胀明显下滑，实际 PCE 价格指数从 1.5% 下滑至 1.3%，主要是耐用消费品价格增速从 -1.6% 下滑至 -1.8%。而除去大幅下滑 -4.7% 的能源价格和小幅下滑 2% 的食品，核心 PCE 也从 1.8% 下滑至 1.6%，延续了今年 3 月以来的下滑势头。
- 从政策来看，通胀压力缓解，特别是美联储非常关注的实际 PCE 价格持续回落至较低水平，为保持宽松的货币政策敞开大门。而个人消费支出大幅增长，又降低了进一步刺激的必要性。整体上，我们预计明日召开的杰克逊霍尔央行行长峰会上，伯南克只会强调宽松的货币政策立场，重申 8 月 1 日美联储议息会议的内容，表示美联储有足够空间和能力，如有必要会施行进一步宽松政策，而不会暗示 QE3。
- 日本 7 月零售额同比增速由 6 月的 0.2% 下滑至 -0.8%，这是自去年 11 月以来首次下降，环比也下降 1.5%，7 月大型零售商的销售较上年同期下降 4.4%，为连续第四个月下降。而日本领先指标从 4 月份以来一直下滑，这说明日本一季度 GDP 环比大幅增长 5.5% 的时期一去不复返，三季度或延续二季度增长 1.4% 的弱势，因而下调日本三季度 GDP 环比增速下调 0.6 个百分点至 1.7%，相应地，将 2012 年 GDP 增速下调 0.2 个百分点至 2.7%。
- 8 月 30 日，欧央行公布调查的 8 月欧元区信心指数均下跌，欧元区经济信心指数从 7 月份的 87.9 下跌至 86.1，连续 6 个月下跌，只有商业景气指数微弱反弹。这释放出一个明确的信号——欧元区目前仍处于衰退之中，三季度欧元区经济将继续下行，主要由于核心国受到边缘国债务危机的拖累，经济萎缩幅度预计增加至 -0.7%
- 本周关注：8 月 31 日 欧元区 7 月失业率、Jackson Hole 央行行长峰会

相关研究

欧央行离刺激更进一步
2012 年 8 月 3 日

美联储议息会议按兵不动但暗示刺激
2012 年 8 月 2 日

美德二季度经济受消费拖累，三季度将企稳
2012 年 8 月 1 日

美国第二季度 GDP 如期下滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

欧美刺激预期再起，提振风险资产
2012 年 7 月 27 日

英国二季度衰退加剧，美国房地产复苏仍有曲折
2012 年 7 月 26 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070007
xiewy@swsresearch.com

研究支持

钟嘉妮 A0230112070027
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. 美国个人收支均加速增长，通胀再度下滑，政策仍纠结

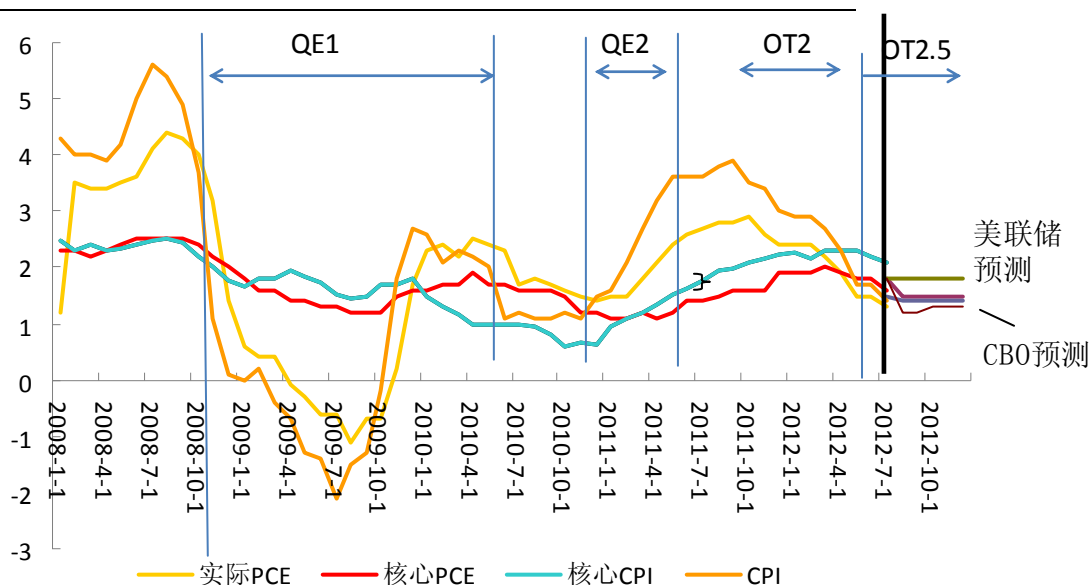
今年7月，美国实际可支配收入加速增长，带动耐用品消费增加，从而大幅提高实际消费支出增速，这符合我们对三季度消费加速增长的判断。

7月个人收入增加423亿美元，增幅连续三个月保持在0.3%。从占收入61%的工资收入来看，66%分布在服务业；制造业仅11%，还不及政府部门的17%，但7月对工资增量的贡献为22%，远高于政府部门的2%，可见制造业回流造成工资上升，相反政府部门因减支需要而不得不降薪。收入减去11%的个人税，并剔除通胀的影响，实际可支配收入环比增速从6月的0.2%升至7月0.3%，同比增速更是从1.6%提高至2%。钱包加速胀大，对于消费来说无疑是一大利好。

相应地，个人消费支出(PCE)上升460亿美元，增幅从6月零增长上升至0.4%，实际消费支出提升幅度更大，从6月的-0.1%提升至0.4%。从支出结构来看，服务消费占比64%，但对7月增量的贡献仅43%；而占比36%的商品消费，贡献比例高达59%，主要是占比14%的耐用品消费贡献了38%。从增速来看，各部分增速均扭转了过去两个月的颓势，年化环比增速大都达到两位数增长，特别是耐用消费品环比增长1.1%，呈强劲反弹之势。这说明消费者更愿意消费耐用品，一方面因为就业增加、需求回升，另一方面则因为物价下滑，这则和之前公布的耐用品订单增加也是一致的，不过核心耐用品订单和消费者信心均下滑，为8、9月消费能否持续反弹带来一定不确定性。

通胀方面，美国PCE价格指数出现明显下滑。从同比增速来看，实际PCE打破了过去两个月持平于1.5的局面，继续下滑至1.3%，主要是耐用消费品价格增速从-1.6%下滑至-1.8%。而除去大幅下滑-4.7%的能源价格和小幅下滑2%的食品，核心PCE也从1.8%下滑至1.6%，延续了今年3月以来的下滑势头。但是，需要警惕的是，近期美国汽油价格上涨至接近4美元/加仑的高位，可能对通胀有一定上行压力，同时也对消费有一定抑制作用。

图 1：美国通胀指标均显示，今年以来通胀一直呈下滑之势



资料来源：Bloomberg、申万研究

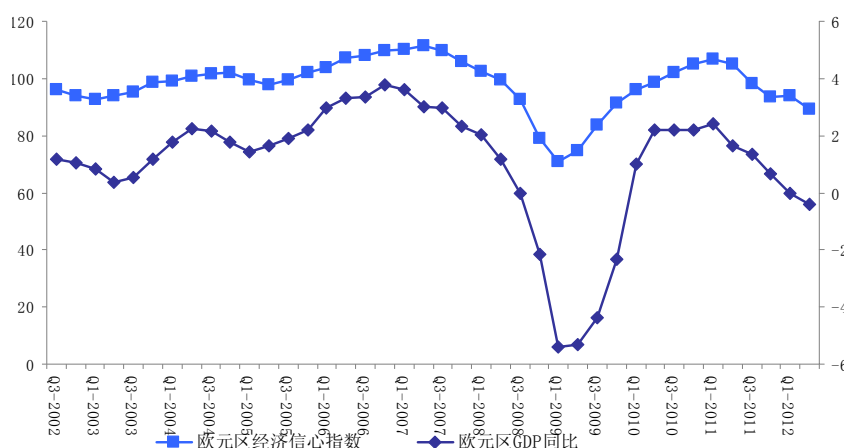
从政策来看，通胀压力缓解，特别是美联储非常关注的实际PCE价格持续回落至较低水

平，为保持宽松的货币政策敞开大门。而个人消费支出大幅增长，又降低了进一步刺激的必要性。因而，整体上，我们预计明日召开的杰克逊霍尔央行行长峰会上，伯南克只会强调宽松的货币政策立场，重申8月1日美联储议息会议的内容，表示美联储有足够空间和能力，如有必要会施行进一步宽松政策，而不会暗示QE3。

2. 欧元区各项信心下滑，只有商业经济指数回升

8月30日，欧央行公布调查的8月欧元区信心指数均下跌，欧元区经济信心指数从7月份的87.9下跌至86.1，低于预期的87.5，连续6个月下跌；释放出一个明确的信号——欧元区目前仍处于衰退之中，三季度欧元区经济将继续下行，主要由于核心国受到边缘国债务危机的拖累，经济可能陷入负增长。例如，由于西班牙银行体系危机持续，导致西班牙二季度加剧收缩，内需低迷，将影响德国的经济增速，从而导致三季度欧元区衰退加剧，预期2012年欧元区三季度的GDP将下跌-0.7%，四季度略有好转，降幅收窄至-0.4%。

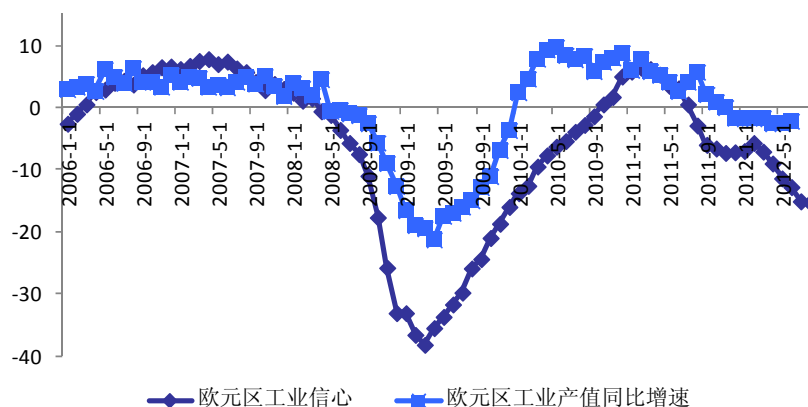
图 1：欧元区经济信心指数和欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Bloomberg、申万研究

8月份的工业信心指数为-15.3，较之上月的-15.1仍有小幅下滑，由于法国二季度经济增长停滞，工业生产预计三季度下滑，加上德国二季度经济数据低于预期和全球需求的收缩，欧元区工业产值在三季度仍将是负增长。8月份欧元区服务业信心指数从上月的-8.5下滑到-10.8，并低于预期的-9，自去年9月份至今均为负值，预示着欧元区服务业持续下滑。

图 2：欧元区经济工业信心指数和欧元区工业产值同比增速

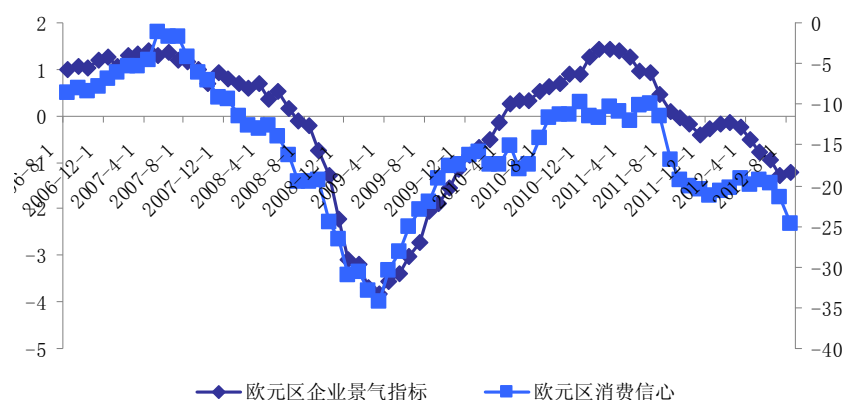


资料来源：Bloomberg、申万研究

8月欧元区消费者信心指数为-24.6，低于上月的-21.5。消费者信心指数连续四个月下滑，意味着欧元区消费难以作为经济反弹的支撑，从趋势来看消费在三季度仍将下滑，主要是西班牙等国家的危机加深了欧元区对于经济衰退的预期，从而紧缩消费。

各项领先指标中，只有商业景气指数开始回升。8月商业景气指数为-1.21，略好于预测的-1.3和为7月的-1.27，主要是基于7月初，欧央行将一年期存款利率降至0.75%，特别是将隔夜存款利率降至0，激发欧洲各国银行的放贷冲动，防止了企业景气指标进一步恶化，尽管如此，企业在三季度仍将遭遇寒流，预计四季度后外需上升，能够减轻企业压力。

图3：欧元区商业景气指标和欧元区消费者信心



资料来源：Bloomberg、申万研究

这一系列负面的数据都在给欧央行施加压力，倒逼其尽快出台新的救市措施，例如重启证券市场项目（SMP），在二级市场购买边缘国家国债，降低边缘国家融资成本，有助于欧元区经济复苏。

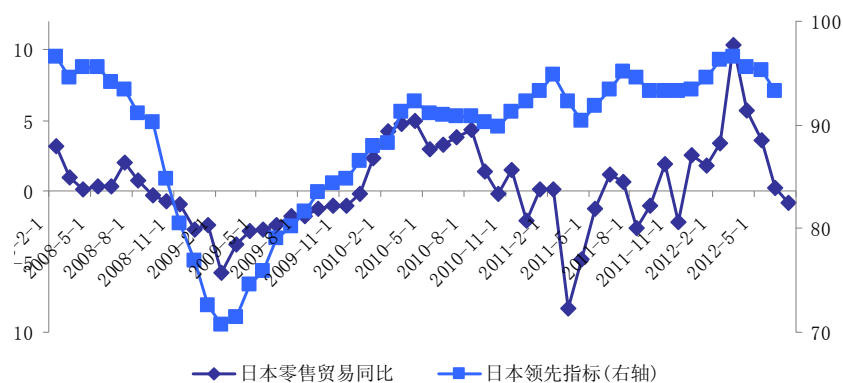
整体而言，欧元区近期公布的各项指标都表明欧洲处于广泛的衰退之中，迫使欧央行出台新一轮的救市计划，所以我们仍然保持原有的观点即三季度欧元区仍将下滑，四季度则下滑减速，衰退放缓。

3. 日本零售额开始萎缩，下调日本今年GDP增速至 2.7%

日本7月零售额同比增速由6月的0.2%下滑至-0.8%，这是自去年11月以来首次下降；而环比来看，7月下降1.5%，下降幅度高于上月的环比下降1.2%。7月大型零售商的销售额较上年同期下降4.4%，为连续第四个月下降，其中6月为下降2.6%。

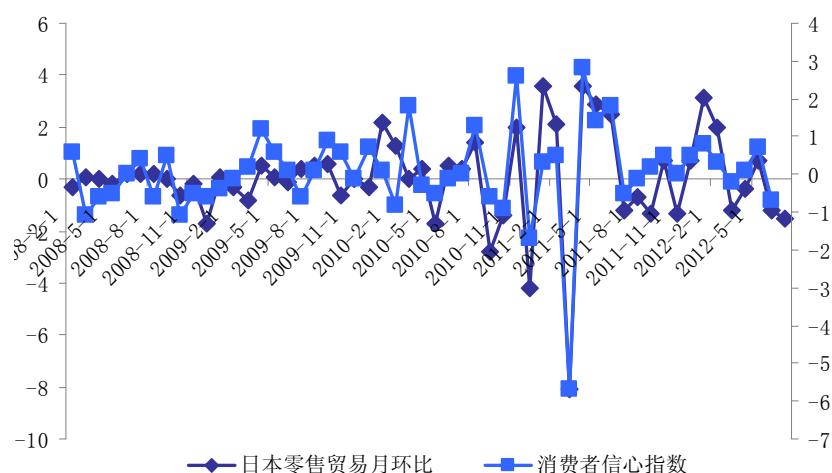
而日本领先指标从4月份以来一直下滑，和零售贸易同比下滑基本一致，这说明日本一季度大幅增长5.5%的高增长时期一去不复返，三季度或延续二季度1.4%的弱势。7月同比下滑主要还是因为去年同期日本正处于供应链迅速恢复期、基数较高的原因，另一方面主要因为日本今年三季度内需低迷，消费者信心下滑至一年半新低，加上灾后重建的边际贡献递减，和日元高企导致的进口大幅下降，日本三季度经济增速将放缓。所以，我们将日本三季度GDP环比增速下调0.6个百分点至1.7%，相应地，将2012年GDP增速下调0.2个百分点至2.7%。

图 4：日本零售贸易同比和日本领先指标



资料来源：Bloomberg、申万研究

图 5：日本零售贸易环比和消费者信心指数



资料来源：Bloomberg、申万研究

4. 美国上周首次失业人数坏于预期，美股商品下跌

图 1：美国国债收益率下降，对其需求减弱，对经济形势担忧有所增加。



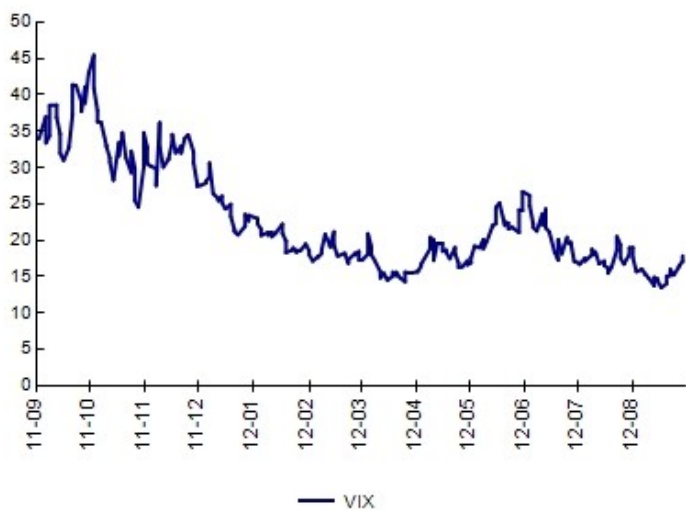
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 5 年期 CDS 小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



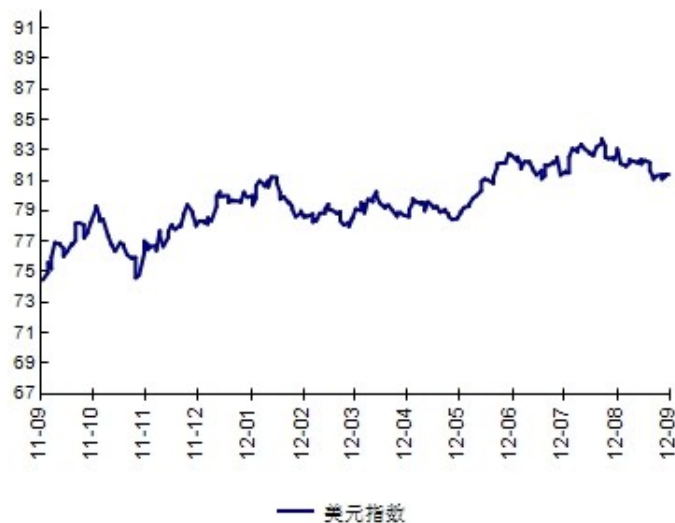
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对欧元小幅上涨, 由于欧元区经济指标显示欧元区处于衰退。



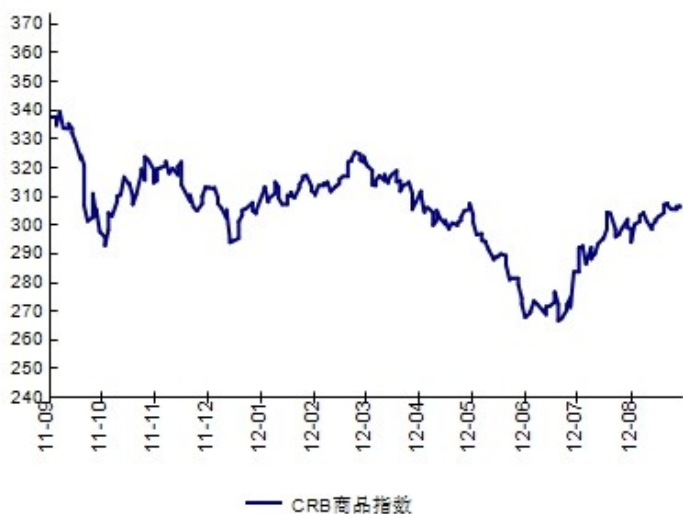
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。



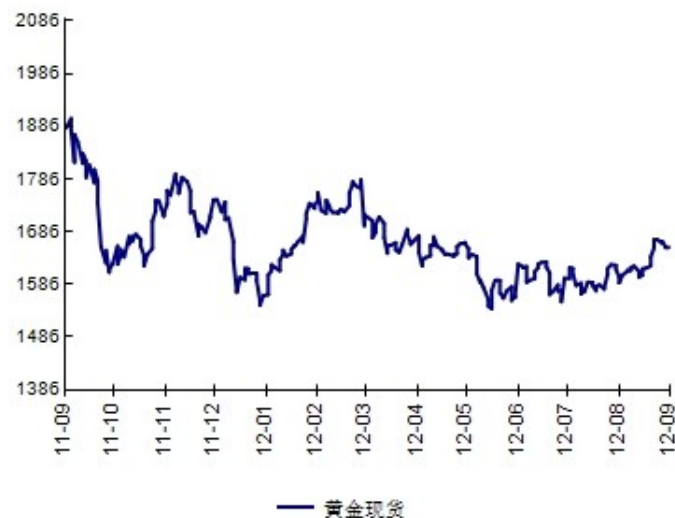
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于对新一轮 QE3 的预期下降和北美地区干旱情况有所好转。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



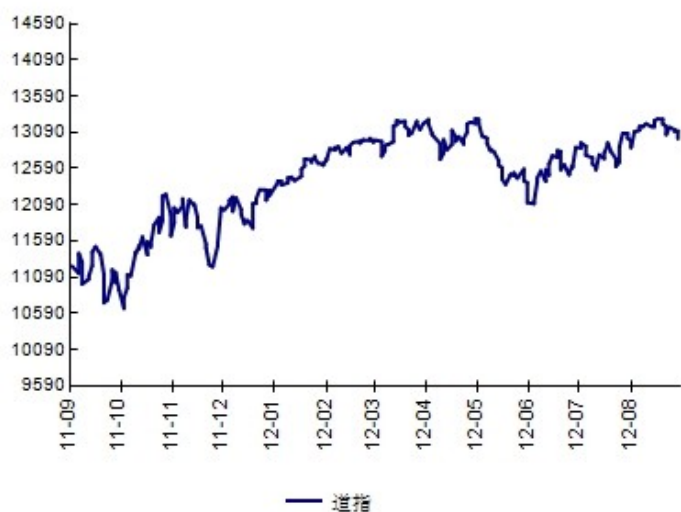
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 艾萨克减弱为热带低气压, 墨西哥湾的原油生产将恢复, 原油供给上升。



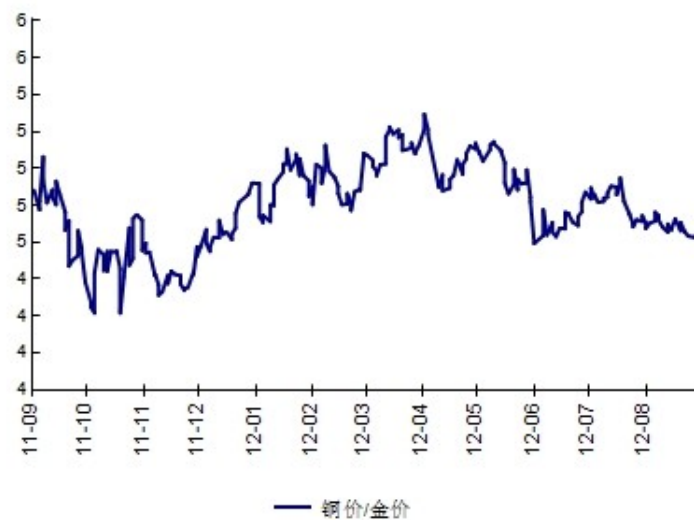
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅下跌, 美国首次失业人数数据坏于预期。



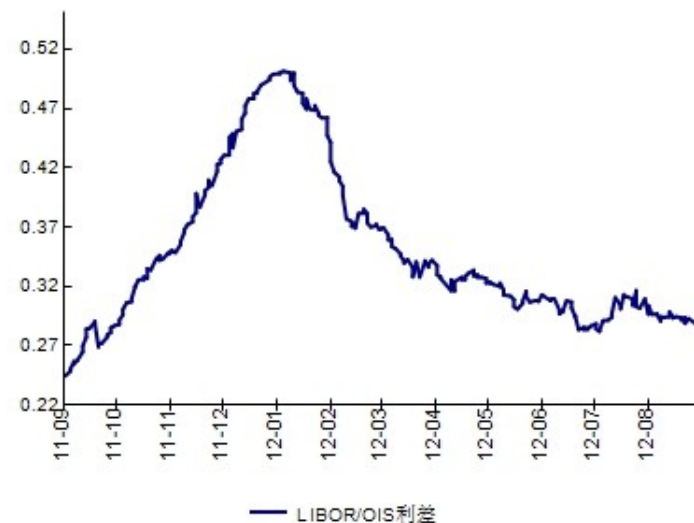
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比与上一日持平, 投资者对 QE3 推出的预期减弱, 黄金小幅下跌。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差下降, 银行信贷压力有所减弱。



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
08/23/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 19	--	-47.4	-44.4
08/23/2012 22:00	新建住宅销售	Jul	365K	372K	350K
08/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	Jul	4.30%	3.60%	-8.40%
08/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	Jun	0.60%	0.70%	0.80%
08/23/2012 22:00	House Price Purchase Index QoQ	2Q	2.60%	1.80%	0.60%
08/24/2012 20:30	耐用品订单	Jul	2.50%	4.20%	1.60%
08/24/2012 20:30	耐用消费品（除运输类）	Jul	0.50%	-0.40%	-1.10%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Jul	-0.20%	-3.40%	-1.40%
08/24/2012 20:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Jul	-0.10%	0.00%	1.20%
08/27/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	Aug	-6.5	-1.6	-13.2
08/28/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Jun	0.45%	0.94%	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.05%	0.50%	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	--	1.22%	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	142.21	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	132.54	123.33
08/28/2012 22:00	消费者信心	Aug	66	60.6	65.9
08/28/2012 22:00	里士满联储制造业指数	Aug	-10	-9	-17
08/29/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 24	--	-4.30%	-7.40%
08/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	2Q S	1.70%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	个人消费	2Q S	1.50%	1.70%	1.50%
08/29/2012 20:30	GDP 价格指数	2Q S	1.60%	1.60%	1.60%
08/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	2Q S	1.80%	1.80%	1.80%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	Jul	1.00%	2.40%	-1.40%
08/29/2012 22:00	待定住宅销售 同比	Jul	11.10%	15.00%	8.40%
08/30/2012 20:30	个人收入	Jul	0.30%	0.30%	0.50%
08/30/2012 20:30	个人开支	Jul	0.50%	0.40%	0.00%
08/30/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.10%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数（年比）	Jul	1.40%	1.30%	1.50%
08/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Jul	0.10%	0.00%	0.20%
08/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Jul	1.70%	1.60%	1.80%
08/30/2012 20:30	首次失业人数	Aug 25	370K	374K	372K
08/30/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 18	3307K	3316K	3317K
08/30/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Aug 26	--	-47.3	-47.4
08/30/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Aug	3	8	5

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
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.2	--	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	--	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	--	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	49	--	46.7
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	--	--	--
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	--	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	47.5	--	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.40%	--	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.14M	--	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.00M	--	11.00M
09/05/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Aug 31	--	--	-4.30%
09/05/2012 20:30	非农生产力	2Q F	1.80%	--	1.60%
09/05/2012 20:30	单位劳务成本	2Q F	1.50%	--	1.70%
09/05/2012 21:45	ISM 纽约	Aug	--	--	55.2
09/06/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Aug	--	--	-44.50%
09/06/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	--	46.4
09/06/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	140K	--	163K
09/06/2012 20:30	首次失业人数	Sep 1	370K	--	374K
09/06/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Aug 25	--	--	3316K
09/06/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 2	--	--	-47.3
09/06/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Aug	52.5	--	52.6
06-07 SEP	ICSC 连锁店销售 同比	Aug	--	--	1.90%
09/07/2012 20:30	非农就业人数增减	Aug	120K	--	163K
09/07/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Aug	134K	--	172K
09/07/2012 20:30	制造业就业人数增减	Aug	7K	--	25K
09/07/2012 20:30	失业率	Aug	8.30%	--	8.30%
09/07/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Aug	0.20%	--	0.10%

5. 欧元区信心指数连续 6 个月下跌, 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。



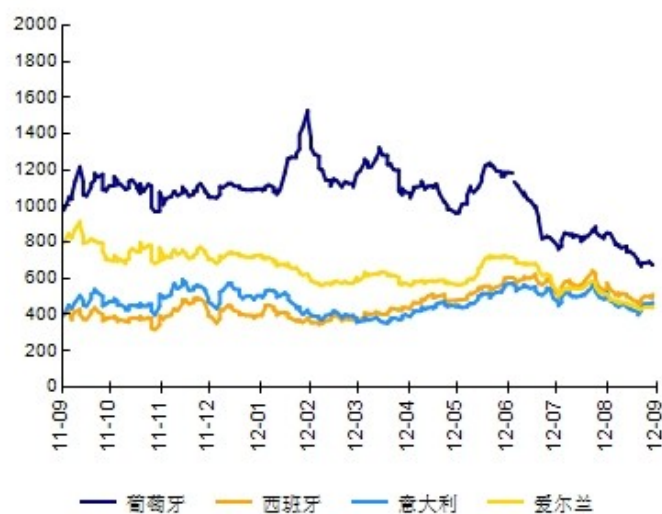
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 14: 国债利差均上涨, 对经济担忧情绪有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 15: 欧猪五国 CDS 均上涨, 由于穆迪警告下调西班牙信用。



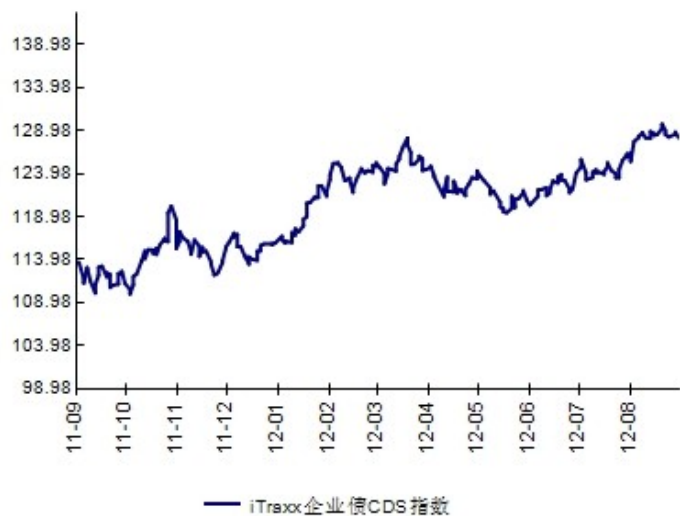
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 16: 核心国 CDS 均上涨, 对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



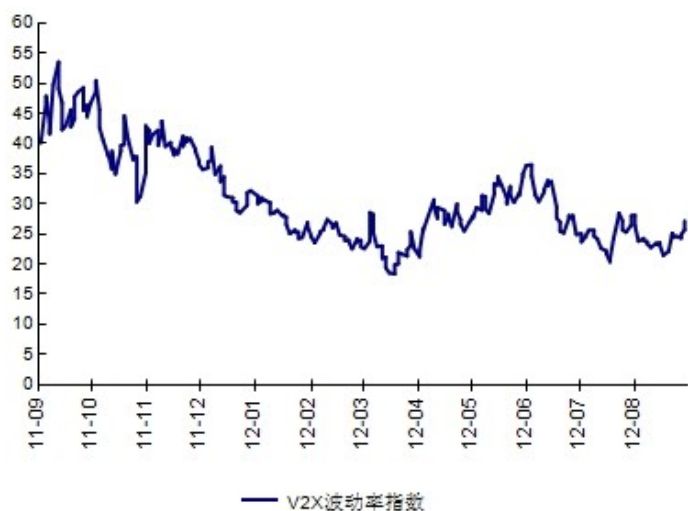
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 17: 企业债 CDS 下降, 对企业违约风险情绪减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动回升, 股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅下跌, 显示银行信贷压力有所减弱。



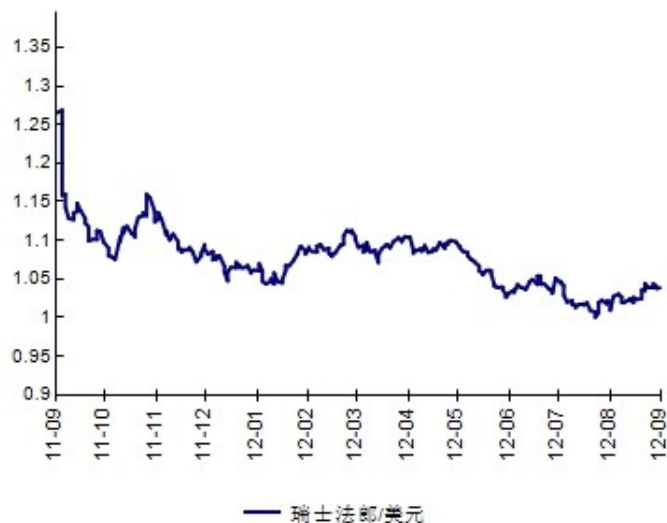
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元下跌, 由于欧元区信心指数连续 6 个月下跌, 表明欧元区处于衰退。



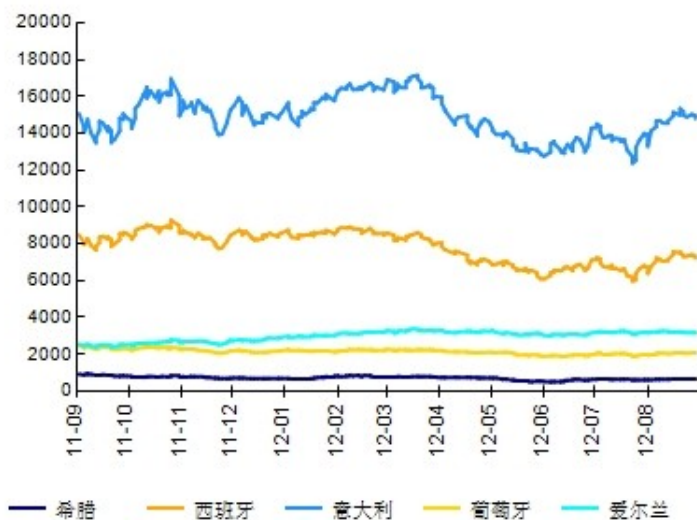
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



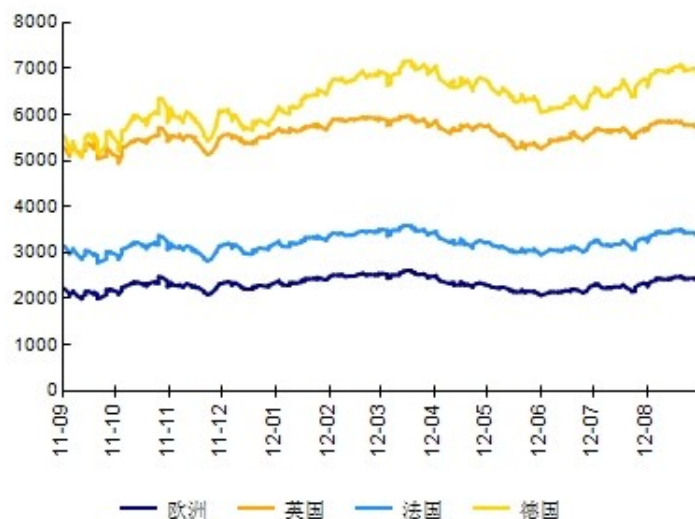
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌, 由于穆迪警告下调西班牙的信用。



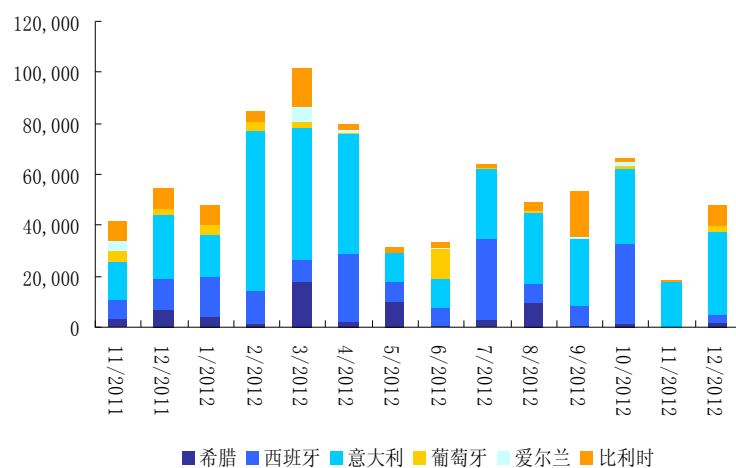
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于欧元区经济指标均显示负面信号, 且德国 8 月份失业人口增长超出预期, 对欧洲债务危机和经济前景担忧。



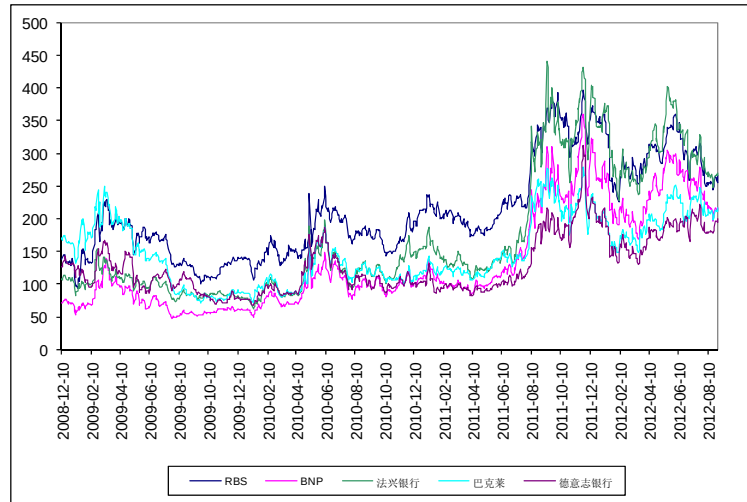
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示,



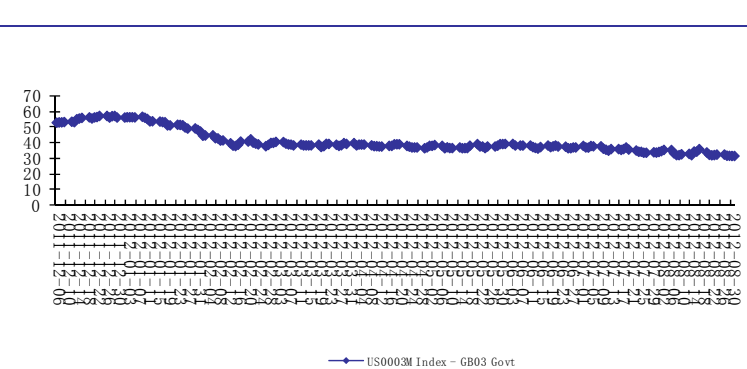
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：银行 CDS 均上涨。



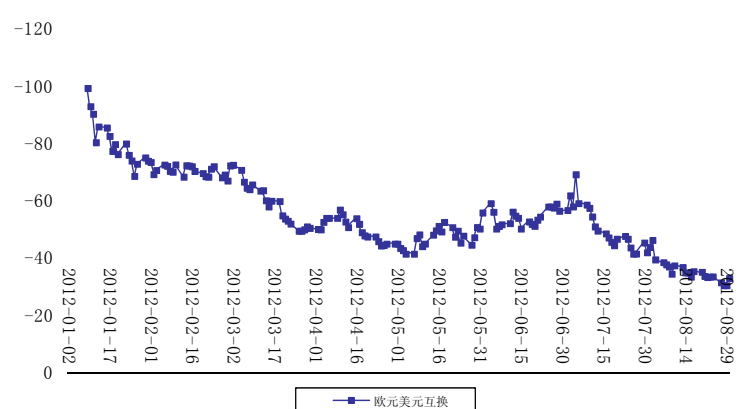
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下跌，资金趋松。



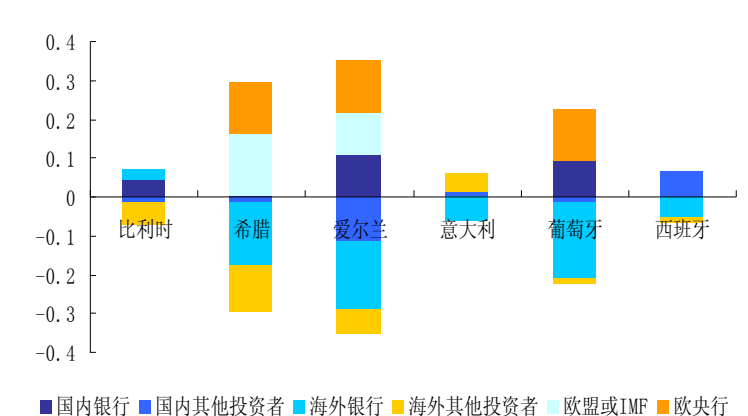
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本上涨。



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 7-12 月欧元区大事日程

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2012-3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		2411.45	304.26	45.03	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30
希腊	2.53	399.15	63.19	17.60	9.18	85.03	38.97	6.43	737.92
爱尔兰	216.38	245.15	937.53	148.11	80.78	1374.85	442.24	206.90	3370.51
意大利	115.51	3338.90	1334.74		335.92	572.12	373.53	287.44	6517.63
葡萄牙	9.90	204.79	272.14	30.70	773.56	196.44	48.40	8.39	1578.09
西班牙	131.54	1152.61	1399.19	263.23		847.63	418.03	213.61	5043.43
德国	156.25	2212.49		2589.69	580.88	3278.28	2242.10	1366.16	13331.03
法国	291.54		1985.73	365.25	71.81	214.18	212.17	157.05	4450.30

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	12-07-24	AAA	负面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
	93-04-29	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

利									
	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、谢伟玉：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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。