

世界经济

2012 年 09 月 05 日

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

xiweiyu@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



全球制造业继续收缩，中美拖累最大

——对全球 8 月制造业 PMI 的点评

总体判断：

- 昨日，风险资产价格大都下挫。近期公布的 PMI 数据显示欧美制造业均进一步衰退，导致商品股市价格回落。
- 欧央行行长德拉吉昨日在闭门听证会上，极力证明欧央行购买国债计划的必要性，确保该项计划能在周四的会议中顺利通过。他表示，当前欧元生存境况严峻，边缘国家借贷成本屡次创新高接连引发市场恐慌情绪，央行对欧元区各国的利率政策已失去掌控。若放任这种情况发展，央行原本维持物价稳定的目标将无法在分裂的欧元区中继续操作。其购债计划并非是对经济危机国的妥协，在其计划中对被购买国家含有硬性要求；即，这些国家必须首先向欧洲救助基金寻求在一级市场干预并签署并遵守附加条件。而对于德国央行以“购债计划是变相为国家融资”为由拒绝时，德拉吉表示购债计划可能仅是购买短期债务，并非直接为欧洲边缘国家融资，并不违反欧央行的基本职责。
- 结论：全球制造业已经加速收缩一个季度，主要因为企业对经济前景悲观，生产活动和新订单快速下滑；从国别来看，主要受到中美制造业加速收缩的拖累，而欧元区和英国构成最大提振。
- 全球制造业 PMI 从 7 月的 48.4 下滑至 48.1，连跌 4 月至 38 个月新低。分项来看，全球制造业 PMI 下滑，主要因产出创 39 个月最大跌幅，全球产能仍有闲置，新企业创建速度放慢，国际贸易疲弱；而新订单也连续 4 月下滑。值得注意的是，通胀压力再起，投入品价格下滑减速，从 44.8 大幅上升至 49.2，主要受到大宗商品 8 月整体上升所致。而唯一积极的信号来自于就业，虽仍在收缩，但下滑速度放缓。
- 从各国 PMI 来看，拖累 8 月全球制造业 PMI 最大的是中国和美国，而这两个国家曾在 7 月是最大贡献国，可见中美制造业的好转只是昙花一现，均已连续 3 个月处于收缩区域，意味着全球最大的两个经济体的制造业这一增长动力均出现失速，这将影响全球经济的复苏进程，不过美国经济仍处于温和扩张之中，第三季度经济反弹仍是大概率事件。
- 而对全球 PMI 贡献最大的则是欧元区和英国。这些国家包括法德等核心国虽仍处于收缩区域，但速度明显放缓，对全球制造业构成支撑，只有意大利持续拖累。这与我们的判断是一致的，欧元区经济有望于今年第四季度下滑减速，不过仍受到高失业率的持续困扰。
- 另外，欧元区和欧盟的 7 月 PPI 均环比大幅上涨 0.4%（6 月 PPI 数据分别为 -0.5% 和 -0.8%），同比也止跌，分别上涨 1.8% 和 1.5%。从分项数据来看，PPI 大幅上涨主要受能源价格所推动，欧元区和欧盟能源价格分别环比上涨 1.6%、1.3%；耐用消费品和非耐用类价格环比上涨 0.2%，资本商品价格与上月持平，但是中间品价格略有下滑。从成员国数据来看，希腊 7 月 PPI 上涨幅度最大，为 2.1%；而丹麦 PPI 环比下降 -1.6%，跌幅最大。PPI 数据的大幅反弹，进一步验证了欧元区大部分国家 PMI 的投入价格上涨的情况。不过我们认为通胀隐患仅是短期风险，因为欧盟经济复苏尚需时日，整体需求依然疲弱，而原油价格上涨空间有限。
- 本周关注：9 月 6 日 欧央行议息会议

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. 全球制造业继续收缩，中美拖累最大

全球制造业已经加速收缩一个季度，主要因为企业对经济前景悲观，生产活动和新订单快速下滑；从国别来看，主要受到中美制造业加速收缩的拖累，而欧元区和英国构成最大提振。

全球制造业 PMI 从 7 月的 48.4 下滑至 8 月的 48.1，连跌 4 月至 38 个月新低，这意味着全球制造业已持续收缩 3 个月。分项来看，主要因产出和新订单加速下滑，而通胀压力再起，唯一积极的信号就业下滑速度放缓，为未来制造业复苏储备子弹。

表 1.1：2012 年 8 月全球 PMI 的分项变化

	7 月值	8 月值	环比增速	变化趋势
全球 PMI	48.4	48.1	-0.62%	加速收缩
产出	48.8	47.4	-2.87%	加速收缩
新订单	47.1	46.8	-0.64%	加速收缩
投入品价格	44.8	49.2	9.82%	减速下滑
就业	49.3	49.6	0.61%	减速下滑

资料来源：Markit、申万研究

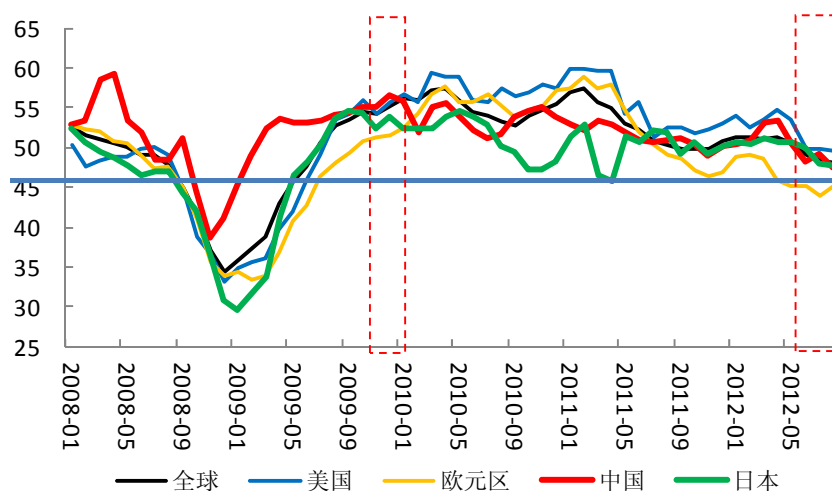
- (1) 全球产出整体疲弱，创 39 个月最大跌幅，主要因经济前景不明，导致新企业创建速度放慢，国际贸易萎缩。从国别来看，美国产出第一次陷入收缩，欧元区产出仍大幅下滑；而支撑来自于新兴市场，除了中国以外的金砖五国产出均有所上升，意味着新兴市场对制造业产出贡献增大，有力支撑了产出不至于下滑过快。
- (2) 新订单呈加速下滑的趋势，但是新出口订单跌速趋缓，尽管已连跌 4 月。各国来看，下滑相对较快的是中国和欧洲，连美国新订单也连续 3 个月加速收缩，这说明全球需求的疲弱，也预示着美欧 6 月出口好于预期的格局难以延续。从中美欧日四大经济体的相互贸易来看，整体有所下滑，其中中国对欧盟的 7 月出口同比下滑-16.2%，其中加工贸易出口已经持续减少 7 个月；而日本对中国和欧洲的出口增速一直为负，而对美国的出口保持正增长，也从侧面说明了美国经济比欧洲和中国更强劲，符合我们今年以来“相对看好美日、看空欧洲和新兴市场”的观点。
- (3) 值得注意的是，投入品价格虽然仍处于收缩区域，已连续三月下滑，但是扭转了上个月加速下滑的趋势，从 44.8 大幅上升至 49.2，反弹了 9.8%，主要受到原油等能源价格 8 月走强所拉动。7 月欧盟 PPI 也出现了大幅反弹，预计这一趋势将有所延续，成本压力凸显，进一步拖累欧洲企业盈利乃至经济复苏。
- (4) 而唯一积极的信号来自于就业，虽仍在收缩，但下滑速度放缓。各国大都有不同程度的放缓，中国的就业问题也开始凸显。

从区域来看，全球 PMI 所涵盖的 23 国中，有 17 国制造业 PMI 陷入收缩，占比 74%。而对全球制造业 PMI 下滑拖累最大的是中国和美国，分别达到

-44.8%和-18.7%，而这两个国家7月曾是最大贡献国，这意味着全球最大的两个经济体的制造业好转只是昙花一现，目前均已连续3个月处于收缩区域，增长动力出现失速，这将影响全球经济的复苏进程。不过，依赖于服务业带动的消费，和房地产投资的拉动，美国经济仍处于温和扩张之中，第三季度经济反弹仍是大概率事件。

而对全球 PMI 贡献最大的则是欧元区和英国。这些国家包括法德等核心国虽仍处于收缩区域，但下滑速度明显放缓，对全球制造业构成支撑，只有意大利加速下滑。这与我们的判断是一致的，欧元区经济有望于今年第四季度下滑减速，不过仍受到高失业率的持续困扰。

图 1.3: 主要国家制造业 PMI 走势



注：中、美 PMI 均为官方公布的 PMI。

资料来源：彭博，申万研究

表 1、2012 年 8 月各国制造业 PMI

国家或地区	8 月制造业 PMI	月度变化	环比增速	在全球制造业 PMI 的比重 (%)	贡献率	趋势	评论
欧元区	45.1	1.1	0.025	15.3	56.1%	收缩，减速	制造业收缩速度整体放缓，但就业连续 7 个月下滑
英国	49.5	4.1	0.090	4.1	56.0%	收缩，加速	4 个月来新高，产出下滑集中在投资品，消费品类继续上涨
法国	46	2.6	0.060	3.6	31.2%	收缩，减速	4 月以来新高，新订单量下滑速度放缓
德国	44.7	1.7	0.040	5	28.3%	收缩，减速	自一月以来指数首次回升，产出中消费品类扩张，新出口订单中投资品和中间品下滑最大
西班牙	44	1.7	0.040	1.7	9.6%	收缩，减速	制造业连续 16 个月收缩，新订单下滑速度自去年 2 月以来最慢一次

巴西	49.3	0.6	0.012	2.2	4.4%	收缩, 减速	产出和新订单下滑带动制造业继续收缩, 创5月新低, 就业也连续5月减少, 但整体温和。半年来新高, 新订单量半年来首次增加
荷兰	49.7	0.8	0.016	1.1	2.9%	收缩, 减速	反弹至三个月新高, 但商业环境仍然恶化
阿富汗	47.9	4.3	0.099	0.2	2.9%	收缩, 减速	8个月以来产出收缩速度最快
韩国	47.5	0.3	0.006	1.9	1.9%	收缩, 减速	新订单近4个月来第三次下滑
土耳其	50	0.6	0.012	0.9	1.8%	从收缩到扩张	3个月新高
希腊	42.1	0.2	0.005	0.4	0.3%	收缩, 减速	连续3个月收缩, 创2009年6月以来新低。
全球	48.1	-0.3	-0.006	100		收缩, 加速	连续5个月萎缩, 制造业就业率回落
捷克	48.7	-0.8	-0.016	0.2	-0.5%	收缩, 加速	仍然处于扩张区域, 新订单增加带动产出持续反弹。
墨西哥	55.1	-0.1	-0.002	1.7	-0.6%	扩张, 减速	尽管跌至5月新低, 但仍处于扩张区域, 产出增速不变, 新订单也继续增长, 但均低于历史平均。
加拿大	53	-0.1	-0.002	2.1	-0.7%	扩张, 减速	产出回升, 新出口订单连续2月下滑
印度	52.8	-0.1	-0.002	2.3	-0.8%	扩张, 减速	37个月新低, 新订单下滑速度达今年以来最大
奥地利	46.7	-0.7	-0.015	0.5	-1.2%	收缩, 加速	连续5个月萎缩, 35个月以来第二低
波兰	48.3	-1.4	-0.028	0.6	-2.8%	收缩, 加速	近3个月来扩张速度最缓慢一次
爱尔兰	50.9	-3	-0.056	0.3	-3.0%	扩张, 减速	产出、新订单和新出口订单均连续3月收缩, 产出下滑速度创去年年底以来最大值
中国台湾	46.1	-1.4	-0.029	0.7	-3.3%	收缩, 加速	新出口订单自2月以来首次下滑, 制造业扩张继续放缓
俄罗斯	51	-1	-0.019	1	-3.3%	扩张, 减速	10个月以来新低, 新订单下滑速度和新出口订单下滑速度分别创3、8个月以来最大, 就业率下滑速度3年来最快
意大利	43.6	-0.7	-0.016	2.7	-6.3%	收缩, 加速	连续3个月萎缩, 新出口订单较7月下滑速度有所放缓; 产出创16个月来收缩最快速度, 由于中国、欧洲需求低迷
日本	47.7	-0.2	-0.004	12.1	-8.1%	收缩, 加速	连续3个月收缩, 创2009年7月以来新低, 新订单、就业均下滑, 经济扩张速度也放缓
美国	49.6	-0.2	-0.004	28.1	-18.7%	收缩, 加速	

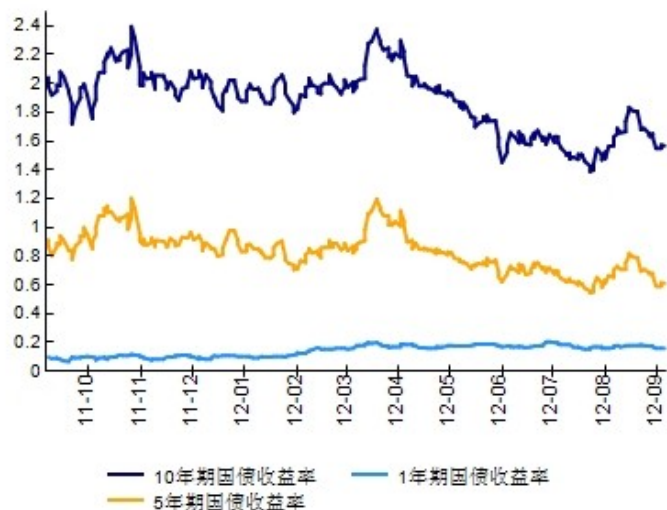
中国(汇丰)	47.6	-1.7	-0.034	7.9	-44.8%	收缩, 加速	制造业连续 10 个月放缓, 创 09 年 3 月以来新低; 产出回落
--------	------	------	--------	-----	--------	--------	-------------------------------------

资料来源: Markit、申万研究

整体上, 全球制造业继续加速萎缩, 对三季度经济恐造成拖累, 就连美国和中国出现持续收缩。不过, 我们预计, 第三季度, 全球经济整体仍有望企稳, 主要受益于美国和中国经济的提振; 而欧元区制造业仍持续下滑, 拖累经济衰退加剧, 但随着 9 月诸多不确定性的消除, 欧央行也如期通过购债计划, 救市政策将逐步发挥效果, 防止欧洲经济滑向另一个深渊。第三季度或是今年欧洲经济的底部, 第四季度有望下滑速度减弱, 明年恢复正增长, 对全球经济的拖累减轻, 而新兴经济体的触底反弹, 将带动全球经济逐步企稳复苏。

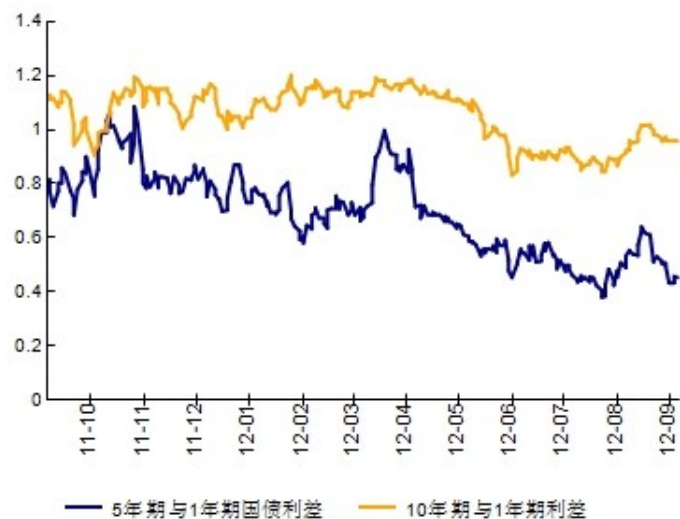
2. 美国制造业继续收缩，美股商品均下挫

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



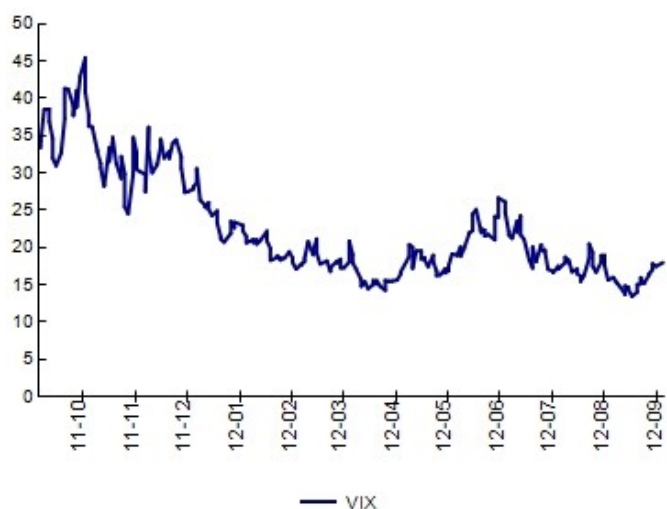
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减轻。



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 均继续下滑，对美国债务违约风险的担忧有所缓和。



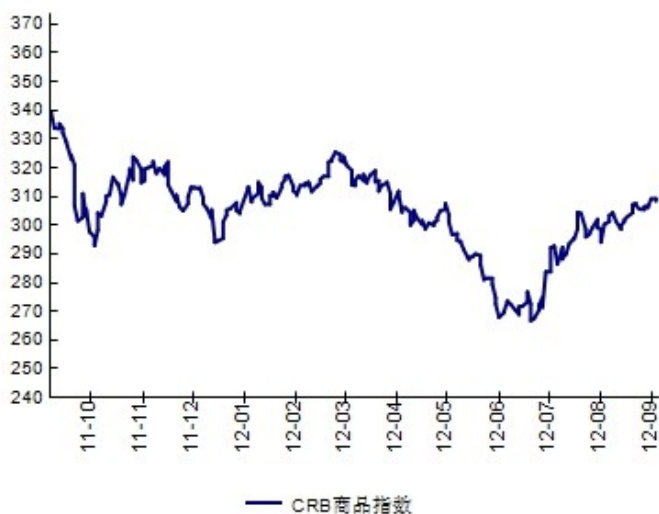
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元回升，由于对其避险需求有所增加。



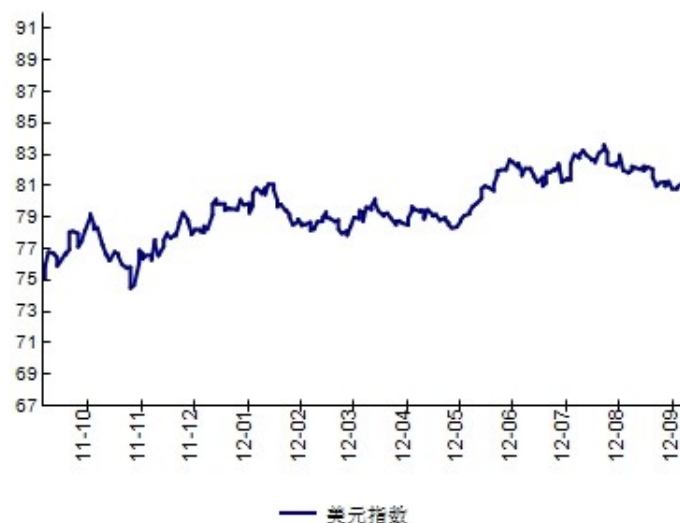
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于美国 8 月 ISM 制造业低于预期，连续收缩。



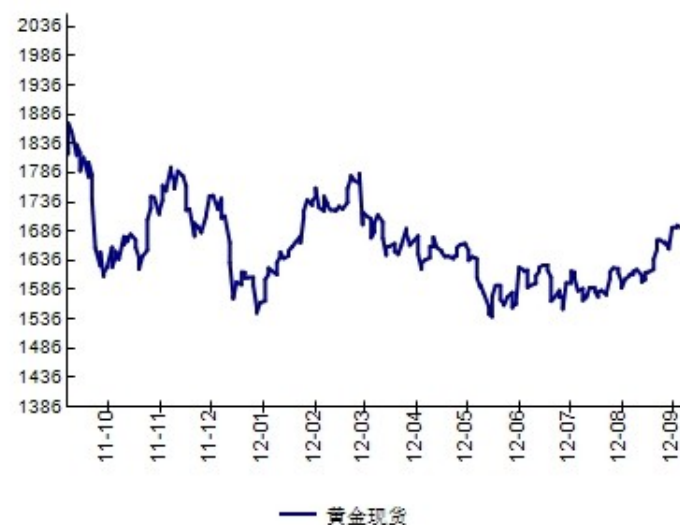
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅回升，由于美国 ISM 制造业继续收缩，对其避险需求增加。



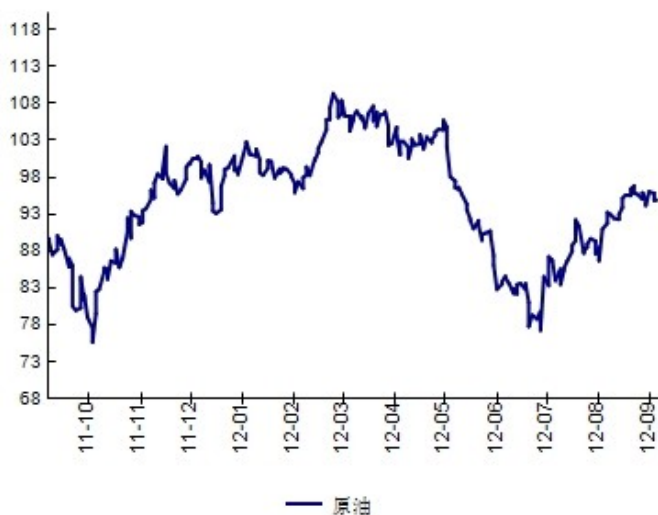
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅上升，由于欧美的制造业 PMI 均继续收缩，对其避险需求有所加剧。



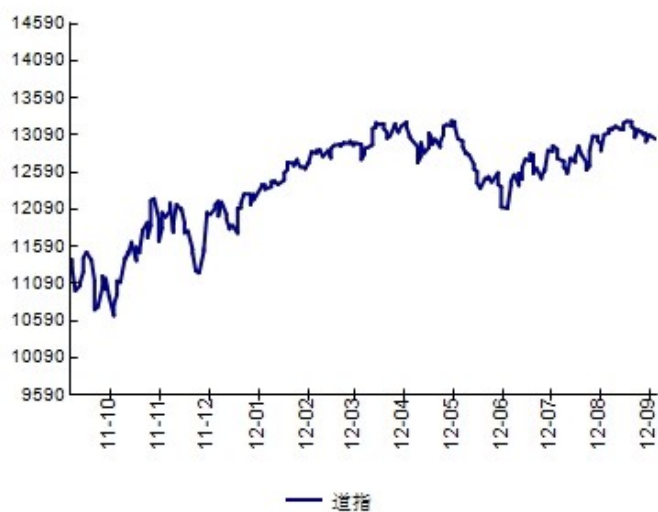
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，虽然飓风导致库存下滑，但是欧美制造业继续收缩导致油价回落。



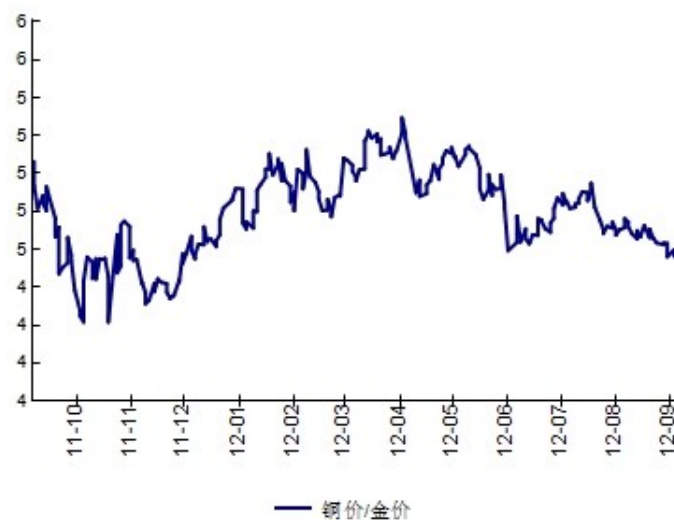
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下跌，由于美国制造业继续衰退。



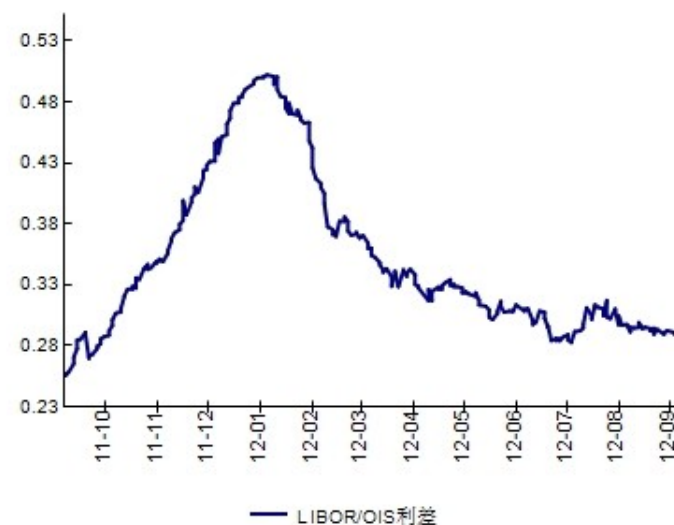
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下滑，由于中国、欧美的制造业均继续衰退导致铜价下挫。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下滑，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

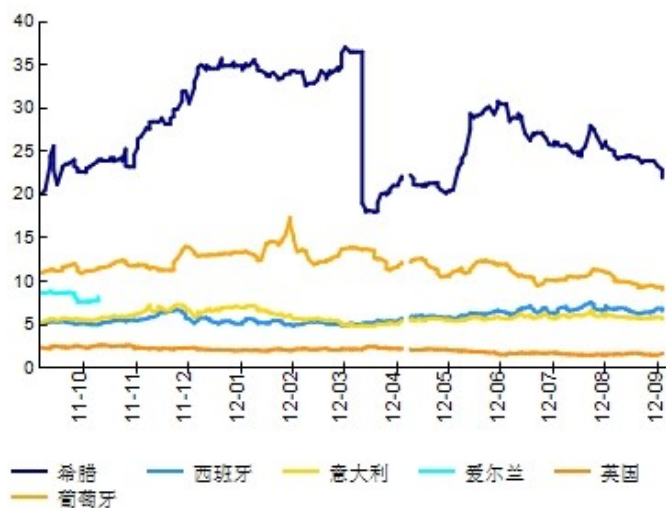
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
08/28/2012 21:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Jun	0.45%	0.94%	0.91%
08/28/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Jun	-0.05%	0.50%	-0.66%
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	2Q	--	1.22%	-1.92%
08/28/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	Jun	--	142.21	138.96
08/28/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	2Q	--	132.54	123.33
08/28/2012 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
08/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Aug	53.2	53	53.7
08/31/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Aug F	73.6	74.3	73.6
08/31/2012 22:00	工厂订单	Jul	2.00%	2.80%	-0.50%
08/31/2012 09/01	密尔沃基采购经理指数	Aug	49	42.9	46.7
09/04/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Aug	51.9	51.5	51.9
09/04/2012 22:00	ISM 制造业	Aug	50	49.6	49.8
09/04/2012 22:00	ISM 支付价格	Aug	46	54	39.5
09/04/2012 22:00	建筑开支月环比	Jul	0.40%	-0.90%	0.40%
09/05/2012 05:00	汽车总销售量	Aug	14.20M	14.46M	14.05M
09/05/2012 05:00	国内汽车销售量	Aug	11.03M	11.54M	11.00M

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
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	1.40%	--	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 20:15	ADP 就业变动指数	Aug	143K	--	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	3315K	--	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	125K	--	163K
09/07/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Aug	139K	--	172K
09/07/2012 20:30	制造业就业人数增减	Aug	10K	--	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%
09/07/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Aug	1.80%	--	1.70%
09/07/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Aug	34.5	--	34.5
09/07/2012 20:30	家庭调查就业变动	Aug	--	--	-195
09/07/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Aug	--	--	15.00%
09/11/2012 03:00	消费者信用	Jul	\$8.800B	--	\$6.459B
09/11/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Aug	--	--	91.2
09/11/2012 20:30	贸易余额	Jul	-\$44.2B	--	-\$42.9B
09/11/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Sep	--	--	45.6
09/11/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Jul	--	--	3762
09/12/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 7	--	--	--
09/12/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Aug	1.30%	--	-0.60%
09/12/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Aug	--	--	-3.20%
09/12/2012 22:00	批发库存	Jul	0.30%	--	-0.20%
09/13/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Sep	--	--	46.4
09/13/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Aug	1.10%	--	0.30%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Aug	0.20%	--	0.40%
09/13/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Aug	--	--	0.50%
09/13/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Aug	--	--	2.50%
09/13/2012 20:30	首次失业人数	Sep 8	--	--	--
09/13/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 1	--	--	--
09/13/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 9	--	--	--

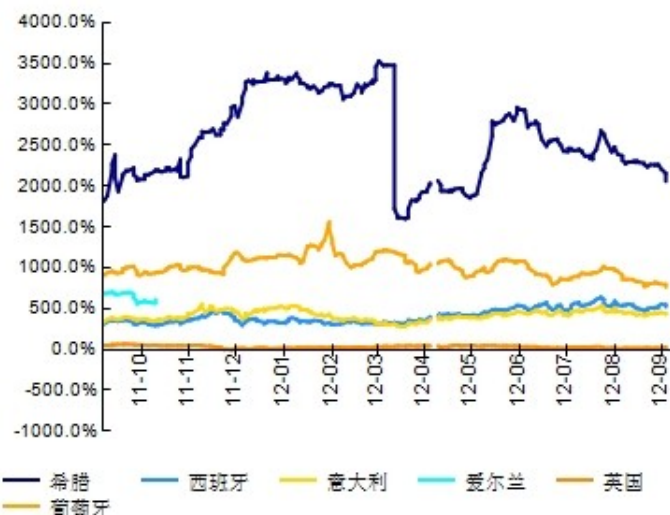
3. 希腊和西班牙制造业收缩速度放缓，两国股市回升

图 13：欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减缓。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国债利差均下滑，对经济担忧情绪有所缓和。



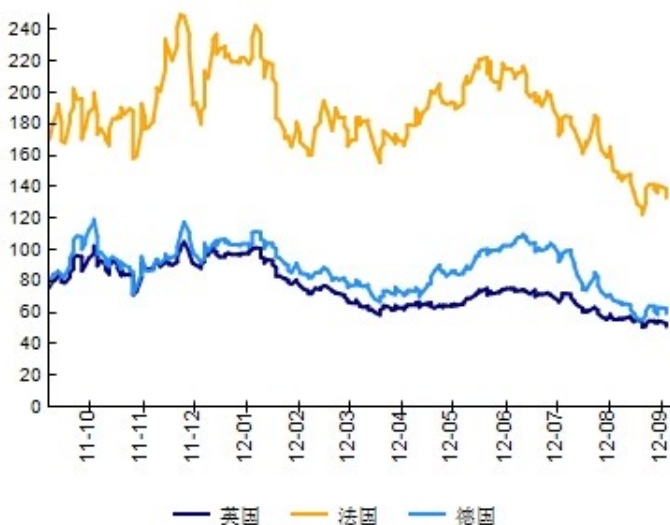
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均大幅下滑。



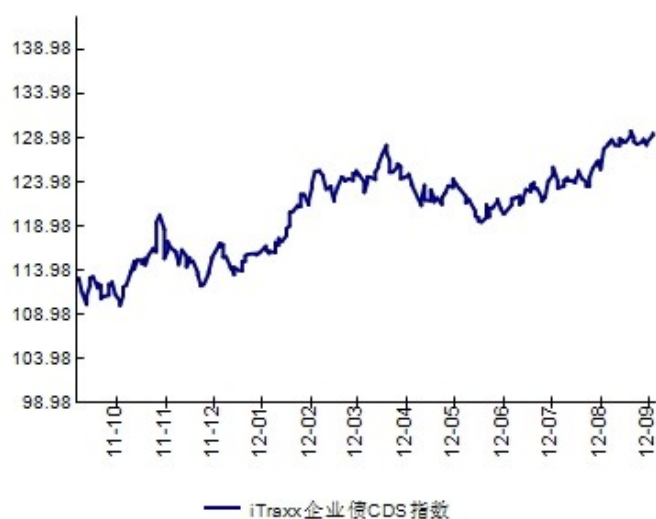
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



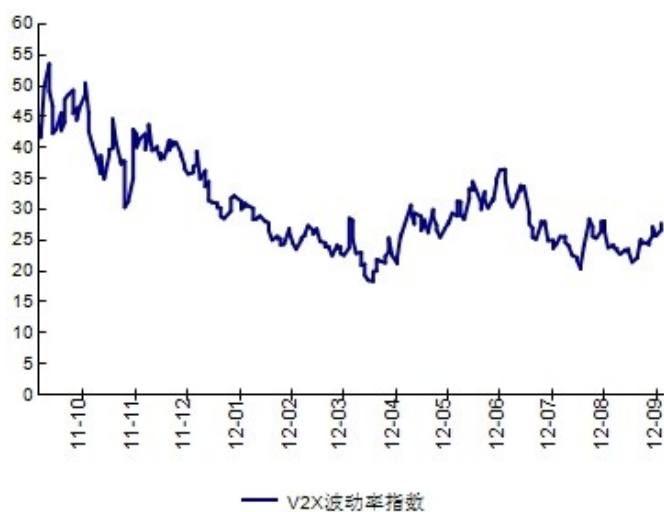
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



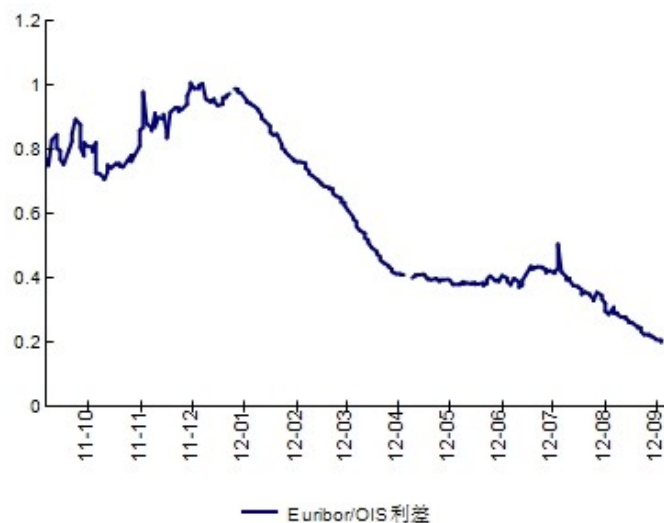
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动上升, 股市波动风险增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

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



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对日元上涨, 由于市场预期周四欧央行会议将推出更多刺激政策。



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。

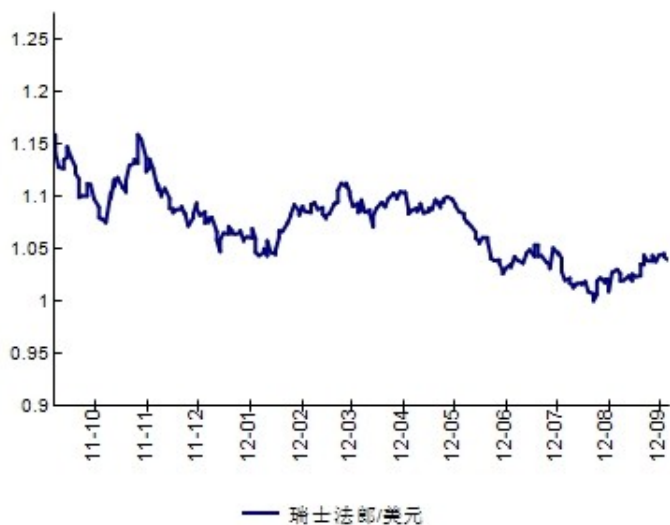
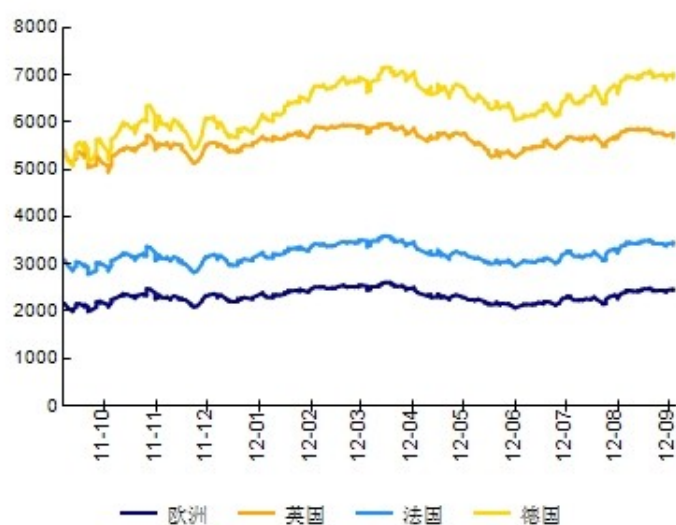


图 22: 欧洲股市均小幅下跌, 由于欧美制造业均继续下滑。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

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回下降, 由于西班牙和希腊的制造业收缩速度有所放缓。

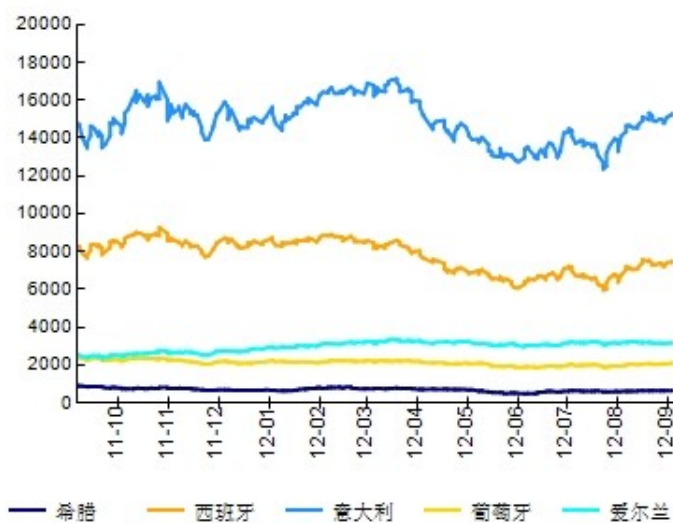
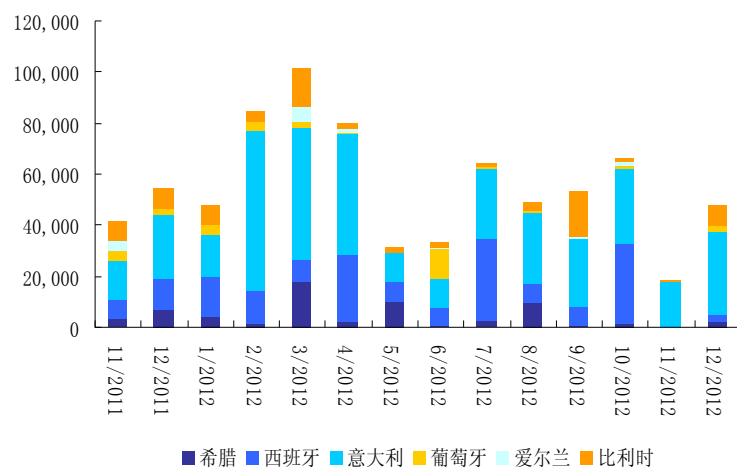


图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



资料来源: Bloomberg, 申万研究

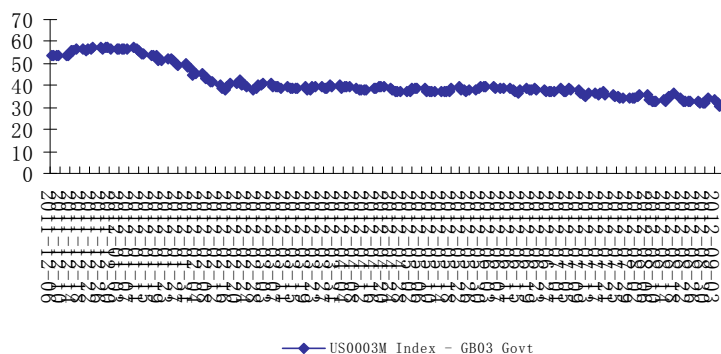
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除德意志外，其他银行 CDS 均下跌。



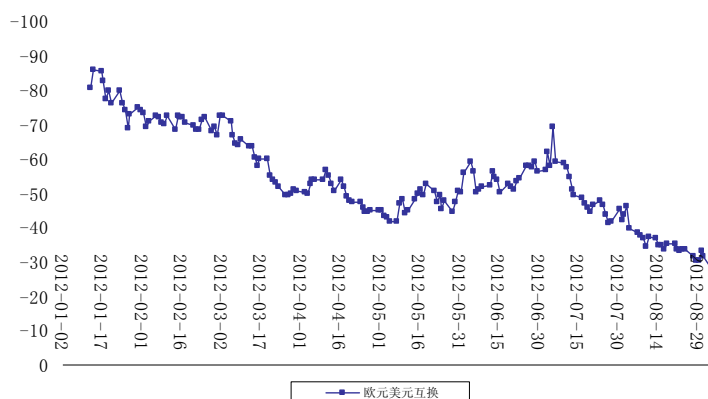
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：TED3M 下降，资金趋松。



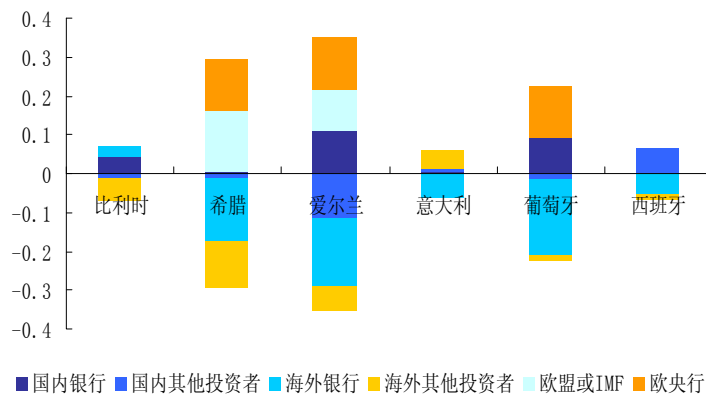
资料来源：申万研究

图 26：欧元美元互换成本下滑。



资料来源：ECB，申万研究

图 28：2011Q1 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

9 月 6 日	欧央行公布利率决议
9 月 12 日	德国最高法院宣布对 ESM 合法性的判决; 荷兰大选
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

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%
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4

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
				12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	11-06-17	Aa2	负面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
	02-05-15	AA2	正面	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。