

定期报告

2012 年 9 月 24 日

警惕因法国经济下滑引发的风险

欧元区债务危机发展动向追踪（2012 年 9 月第 4 周）

主要预测

美国

%	11	12E
GDP	1.6	2.0
CPI	3.3	2.5
失业率	9.0	8.2
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.0
财政赤字/GDP	-8.7	-7.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	81.0

欧洲

%	11	12E
GDP	1.4	-0.5
CPI	2.69	2.1
失业率	10.17	10.6
外贸顺差/GDP	-0.33	-0.1
财政赤字/GDP	-4.2	-3.8
央行基准利率	1	1
欧元/美元	1.30	1.30

资料来源：彭博，招商证券

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理：

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点：

1、欧洲各大股市在 9 月第 2 周受欧美央行进一步宽松政策的刺激大幅上升后，在上周小幅回吐。市场在静观欧债危机的进一步发展，等待西班牙以及希腊问题的解决方向。

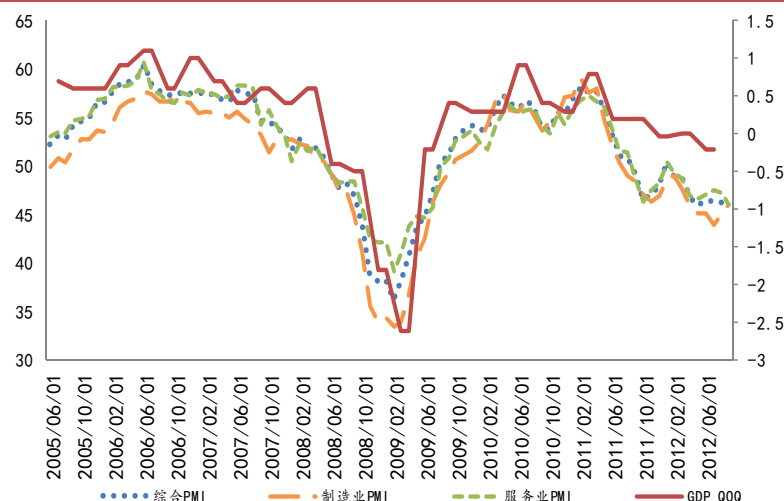
2、9 月欧元区领先指标服务业以及制造业的初值好坏不一。9 月制造业 PMI 初值为 46，为 6 个月最高。但服务业 PMI 初值仅为 46，低于预期的 47.2，为 38 个月低位。虽然制造业活动萎缩的速度略有放缓，但新业务活动放缓并未停止，更值得注意的是，服务业信心降至 2009 年 3 月以来最低，表明企业对未来的经济前景非常悲观。而从 9 月综合 PMI 指数加速下滑的情况来看，欧元区经历了 3 年来最坏的一个季度。

3、9 月德国制造业 PMI 初值从上个月的 44.7 回升至 47.3，创 6 个月来最高。而服务业更是回升至 50.6，意外实现扩张。但法国的情况令人担忧，9 月法国制造业 PMI 初值由 8 月的 46 下跌至 42.6，创 41 个月来最低，而服务业 PMI 初值也由 8 月的 49.2 下跌至 46.1，创 4 个月低位。法国企业活动大幅恶化，收缩速度是 2009 年 4 月来最快，因为国内需求低迷，以及南欧国家经济放缓加剧，是拖累法国经济走向衰退主要原因。需要警惕因法国经济意外下滑所引发的风险。

4、困扰市场的三个问题依然悬而未决。西班牙政府依然表示还需要进一步评估欧洲央行新的债券购买计划，而如我们预期的，由于国债市场压力的暂时缓解，西班牙政府也不急于寻求援助。我们认为只有在市场压力再度上升时，西班牙政府才会有求助的紧迫感。

5、希腊问题也悬而未决。希腊政府官员披露，包括欧盟、欧洲央行及国际货币基金组织在内的国际借贷人监察团可能在周六离开雅典，但两者未能够就 20 亿欧元削减开支的安排达成协议。但我们依然认为，在西班牙问题未有解决前 欧盟官员会尽量控制希腊的风险。

欧元区 9 月服务业 PMI 初值大幅下滑



资料来源：彭博，招商证券
詹文雯博士对此文章亦有贡献

Regular Report

24 Sep 2012

Wary of Risks Caused by French Economic Downturn

An Update on Euro-Zone Debt Crisis Development (4th Week Sep)

Key Data

USA

%	11	12E
GDP	1.6	2.0
CPI	3.3	2.5
Unemployment	9.0	8.2
Trade balance/GDP	-3.2	-3.0
Fiscal balance/GDP	-8.7	-7.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	81.0

Eurozone

%	11	12E
GDP	1.4	-0.5
CPI	2.69	2.1
Unemployment	10.17	10.6
Trade balance/GDP	-0.33	-0.1
Fiscal balance/GDP	-4.2	-3.8
Policy rate	1	1
Dollar Index	1.30	1.30

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S1090511040016

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Dr. Binbin Sun

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

S1090512070002

Research Assistant

Dr. Yi Ping Zhang

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

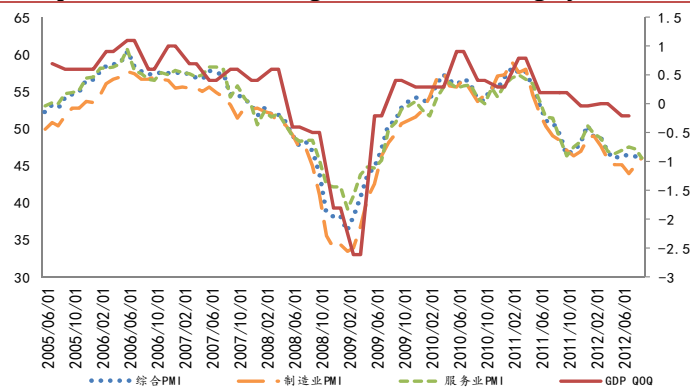
Stella Yan

86-755-83896863

yanling@cmschina.com.cn

- The flash estimate of Eurozone manufacturing and service PMI performed differently in September. September manufacturing PMI was 46, the highest in 6 month, while the service PMI was 46, which was 38 month low. Although the contraction of manufacturing activities has declined, the contraction in new business has never stopped. Notably, the confidence of service sector has been the lowest since March 2009, indicating that enterprises were quite pessimistic about the economic outlook. Since the sharpest decline of composite index, 3Q economy growth was weakest.
- The flash estimate of Germany manufacturing PMI in September increased to 47.3, hitting the 6 month high. Service PMI also rebounded to 50.6. But the worrying situation was in France. The flash estimate of September French manufacturing PMI was 42.6, which was the 41-month low. Meanwhile, the French service PMI was 46.1, also reaching a 4-month low. French corporate activity was deteriorating sharply, mainly due to sluggish domestic demand, as well as the economic slowdown of the southern European countries. Need to pay attention the sharp contraction of French economic activities and the related risks.
- The issues which concerned the market have not been solved. The Spanish government showed that they still need to evaluate the ECB's bailout program. Consistent with our expectations, the pressure for the Spanish government to ask for bailout has been relieved since the government bond yield declined. The Spanish government may ask for bailout only when the market tension increased again.
- Greek issue has not been resolved either. Greek officials said that the troika would leave Athens again on Saturday, and they have not reached an agreement on the deficit target. But we still expect that the EU will try to control the tail risks if the Spanish issue has not been controlled.

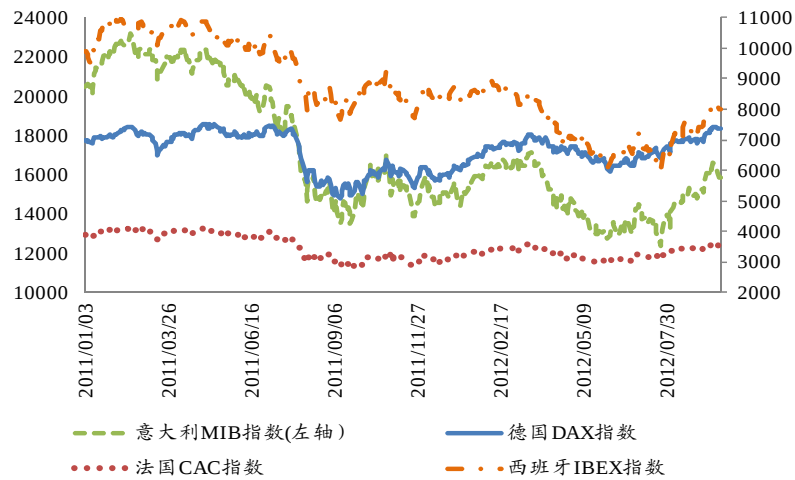
September Manufacutring PMI Declined Largely



Source: Bloomberg, CMS

欧洲各大股市在9月第2周受欧美央行进一步宽松政策的刺激大幅上升后，在上周小幅回吐。市场在静观欧债危机的进一步发展，等待西班牙以及希腊问题的解决方向。

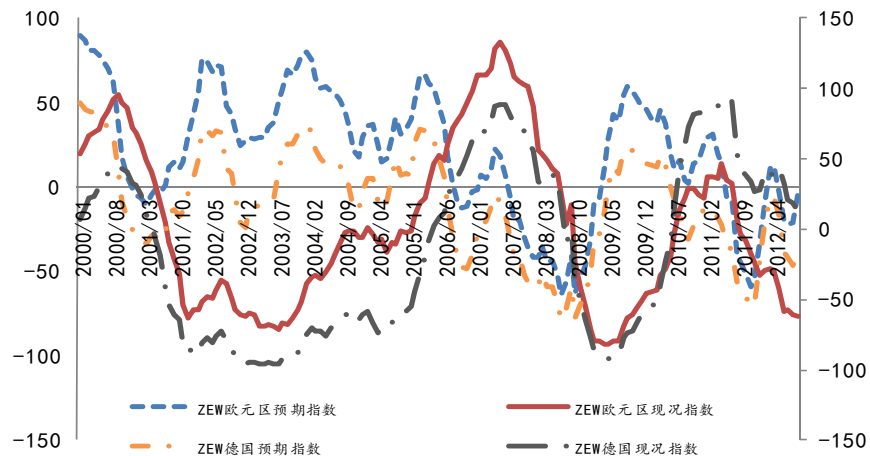
图 1: 欧洲股市小幅回吐



资料来源：彭博，招商证券

图 2: 德国 ZEW 指数明显回升

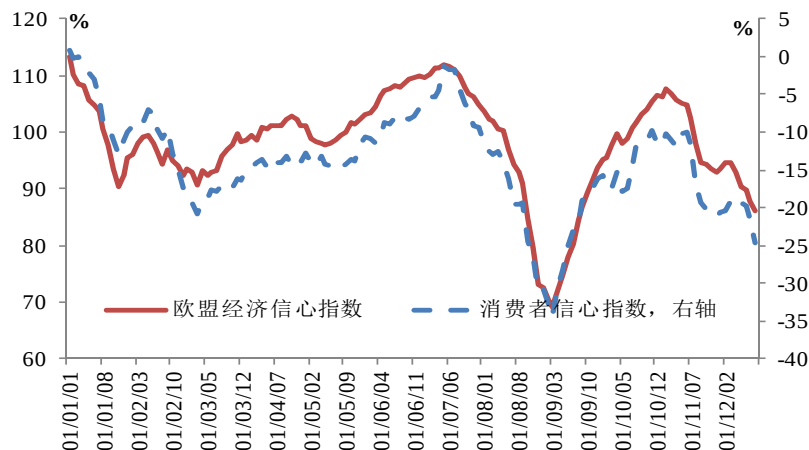
德国 9 月 ZEW 经济景气指数 -18.2，预期 -20.0，前值 -25。德国 9 月 ZEW 经济现况指数 12.6，预期 18.0，前值 18.2。欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数 -3.8，前值 -21.2。9 月 ZEW 指数回升主要受到 ECB 直接货币操作与德国宪法法院有条件通过 ESM 的正面作用影响。结合 7、8 月的数据来看，欧元区三季度的经济将可能还是陷入温和衰退。



资料来源：彭博，招商证券

图 3: 9 月消费者信心指数未见起色

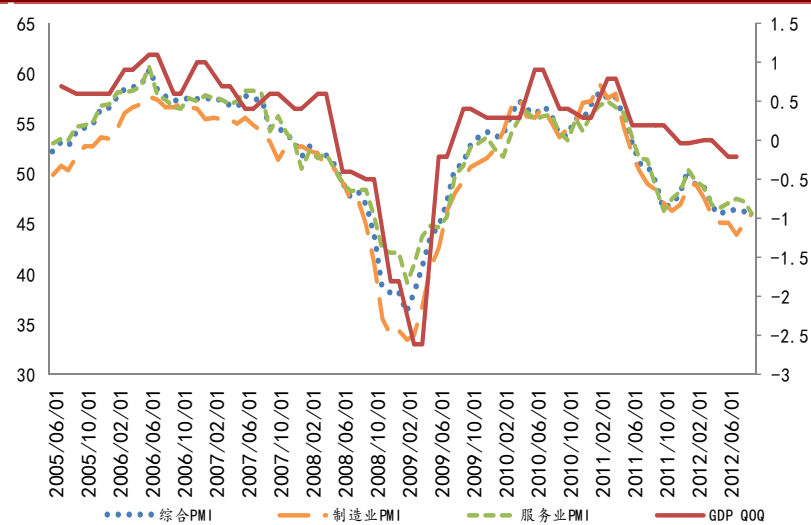
与德国经济景气指数回升相反，欧元区 9 月消费者信心继续下滑。9 月消费者信心指数初值 -25.9，较预期的 -24.0 进一步下滑，前值 -24.6。欧元区消费者信心指数是对消费者关于个人财务状况和国家经济状况的看法进行定期调查并进行的相应评估。该指数的继续下滑表明终端消费者信心依然疲弱。



资料来源：彭博，招商证券

图 4: 欧元区 9 月服务业 PMI 初值大幅下滑

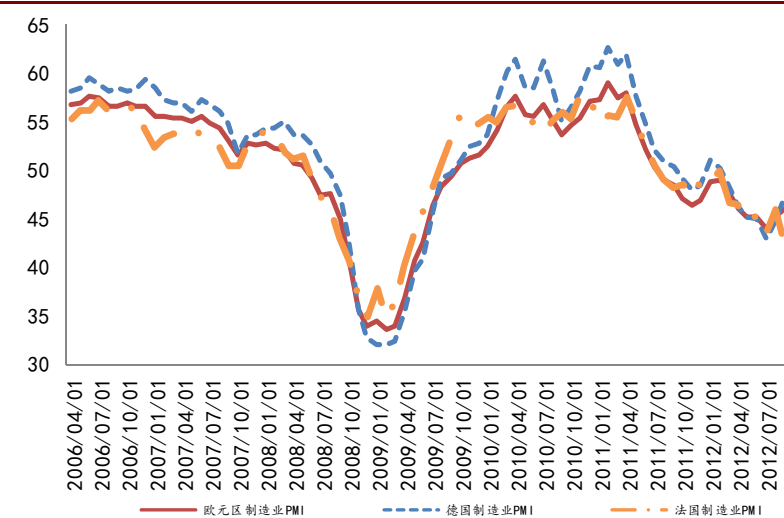
9 月欧元区领先指标服务业以及制造业的初值好坏不一。9 月制造业 PMI 初值为 46, 为 6 个月最高。但服务业 PMI 初值仅为 46, 低于预期的 47.2, 为 38 个月低位。虽然制造业活动萎缩的速度略有放缓, 但新业务活动放缓并未停止, 更值得注意的是, 服务业信心降至 2009 年 3 月以来最低, 表明企业对未来的经济前景非常悲观。而从 9 月综合 PMI 指数加速下滑的情况来看, 欧元区经历了 3 年来最坏的一个季度。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 5: 法国 9 月制造业 PMI 初值大幅低于预期

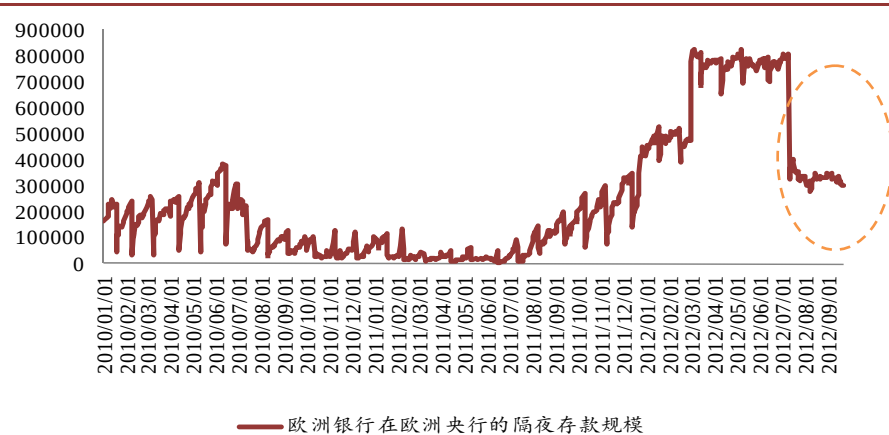
9 月德国制造业 PMI 初值从上个月的 44.7 回升至 47.3, 创 6 个月来最高。而服务业更是回升至 50.6, 意外实现扩张。但法国的情况令人担忧, 9 月法国制造业 PMI 初值由 8 月的 46 下跌至 42.6, 创 41 个月来最低, 而服务业 PMI 初值也由 8 月的 49.2 下跌至 46.1, 创 4 个月低位。法国企业活动大幅恶化, 收缩速度是 2009 年 4 月来最快, 因为国内需求低迷, 以及南欧国家经济放缓加剧, 是拖累法国经济走向衰退主要原因。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 6: 欧洲央行隔夜存款规模下降至 3000 亿欧元以下

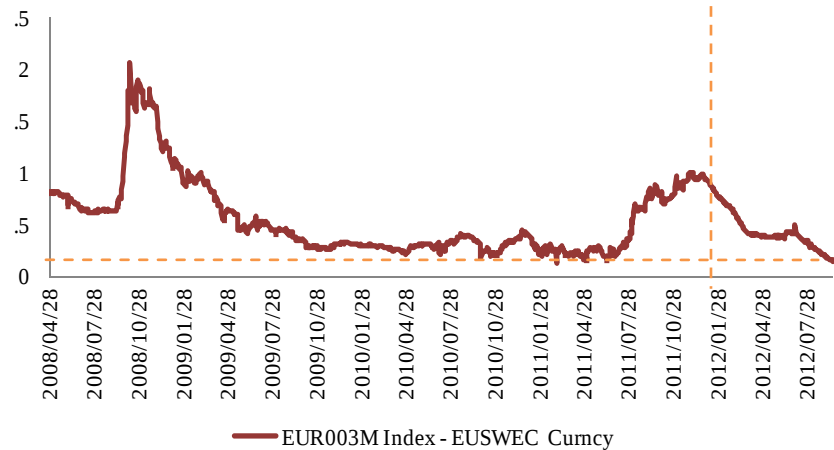
在欧洲央行宣布推出直接货币操作 (OMT) 后, 欧洲央行隔夜存款规模不断下降, 上周下降至 3000 亿欧元以下。预计这部分资金投入了国债市场, 这也正是近期西班牙以及意大利国债收益率下降的一部分原因之一。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 7: 欧洲银行间拆借利率下降

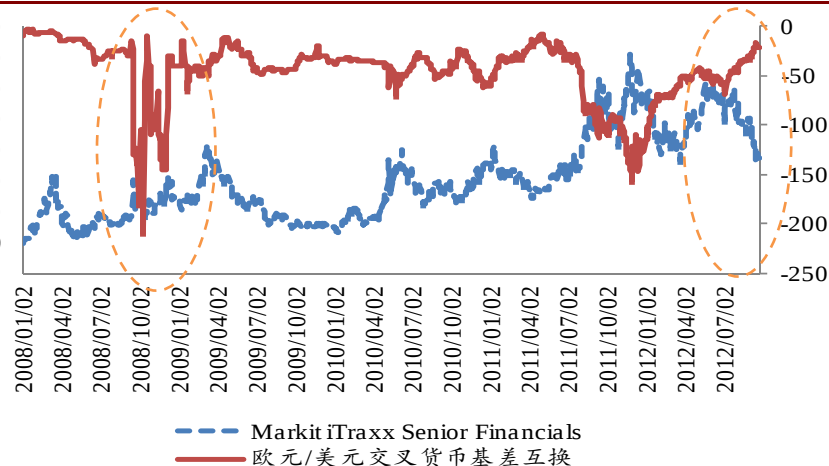
与欧洲央行隔夜存款规模的走势接近, 欧洲银行间拆借利率继续呈下降趋势, 接近 2008 年以来的最低水平。这显示银行间的流动性向正常水平发展。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 8: 欧元区美元借贷成本下降

宽松的欧美货币政策使美元的借贷成本明显下降。由 Markit iTraxx Senior Financial 指数衡量的 1000 万欧元欧洲银行和保险公司所发行债券的 5 年期担保成本也明显下降, 显示了投资者对债券市场信心的回升。周末有欧元区预备把永久的欧洲救市基金(ESM)资本规模扩大至 2 万亿欧元以上, 以便有需要时拯救财政有困难的大型成员国。虽然德国支持, 但芬兰表示强烈反对。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 9: 欧元依然呈上升趋势

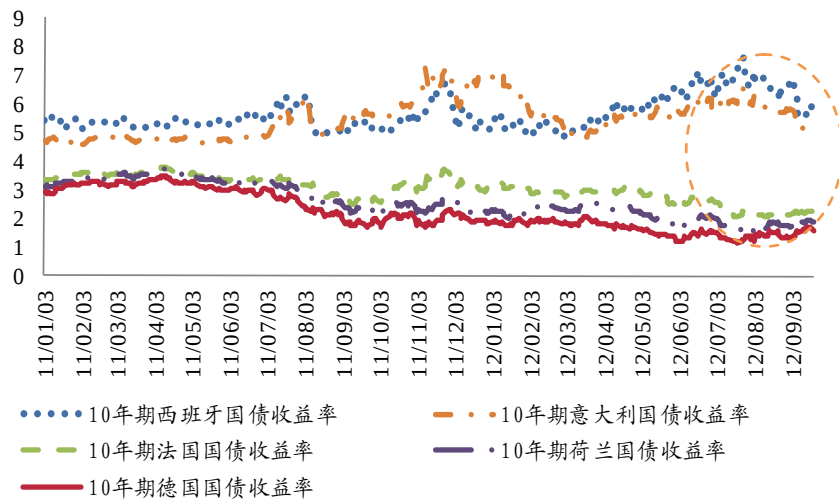
即便是最后达成扩容 2 万亿的规模, 其操作上还有很大的不确定性, 预计影响有限。在美联储推出 QE3 后, 欧元兑美元录得较大涨幅, 但欧债危机并未解决, 西班牙以及希腊的问题悬而未决, 美元下行的空间有限。后续欧元走势还需要看西班牙问题的解决以及对希腊损失的清算。



资料来源: 彭博, 欧洲央行, 招商证券注: 蓝色线为欧元净长仓, 红色线为欧元兑美元汇率, 橘黄色线为 VIX 指数

图 10: 西班牙 10 年期国债收益率有所反弹

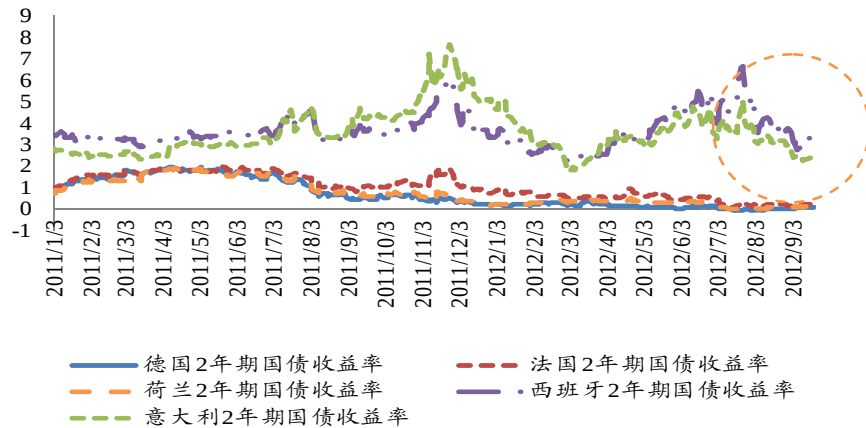
虽然欧洲央行的 OMT 计划为欧债危机的救助方案搭建了框架,但其效用还取决于问题国家政府的态度。如我们预期的,在 OMT 计划后,西班牙以及意大利的国债收益率明显下降,从而暂时减轻了问题国家如西班牙寻求援助的压力。于是,成员国政府与欧盟、欧洲央行以及 IMF 与市场之间又进入了博弈状态。西班牙政府再度表示,需要进一步评估欧洲央行的救助计划,迟迟没有寻求援助,而该国的国债收益率在上周轻微上升。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 11: 西班牙以及意大利 2 年期国债收益率也有一定回升

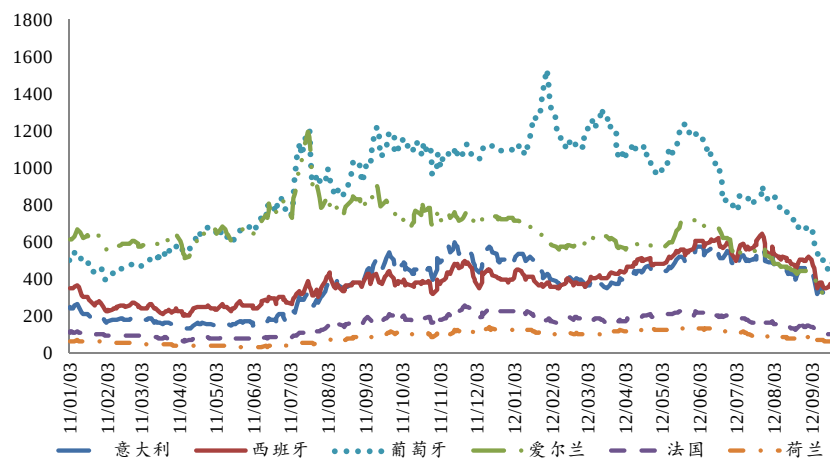
西班牙政府预计在下周四 (9 月 27 日) 将公布新的经济改革, 欧盟方则希望这能为新的西班牙救助方案和欧洲央行的干预铺平道路。但是, 西班牙持续恶化的地区政府财政以及衰退的经济将其无法按时达成赤字目标。而实际上, 我们认为只有在市场压力再度上升时, 西班牙政府才会有求助的紧迫感。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 12: 各国信用违约掉期明显下降

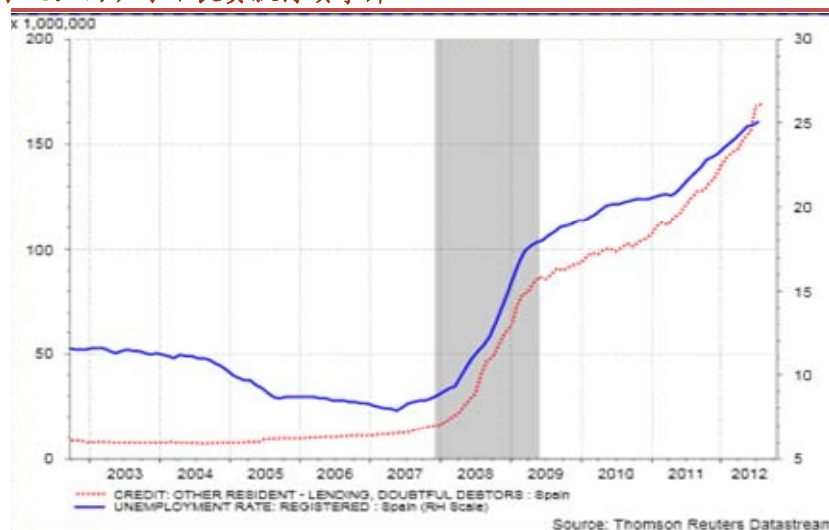
独立审计机构对西班牙银行业的评估报告将在 9 月 28 日出炉, 预计救助西班牙银行业需要的资金不超过 600 亿欧元。西班牙政府希望使用欧盟给西班牙银行业救助资金的剩余部分, 来避免全面的救助。但有欧盟官员否认了这一提议。值得注意的是, 西班牙国债收益率在近期下跌表明市场已经提前反应了西班牙寻求援助这一事件, 若西班牙迟迟不寻求援助, 必然将使市场失望。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 13: 西班牙不良贷款持续攀升

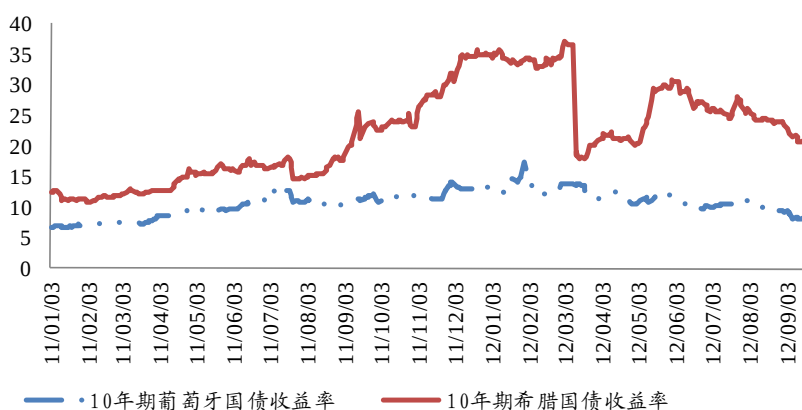
7 月份西班牙银行系统的坏账比率升至 9.86%，6 月为 9.42%。西班牙必须衡量欧洲央行购债的利弊，救助条件的部分细节仍不清楚，在此情况下作决定将是不负责任的。



资料来源: Thomson Reuters Datastream, 招商证券, 注: 红色虚线为西班牙不良贷款, 蓝色线为西班牙失业率

图 14: 希腊国债收益率下降

希腊的问题依然处于拖延状态。希腊政府官员披露，包括欧盟、欧洲央行及国际货币基金组织在内的国际债权人可能在周六离开雅典，但两者未能够就 120 亿欧元削支安排达成协议。有消息传，在美国大选前，“三驾马车”或不会发出评估报告，虽然欧盟与希腊纷纷否认，但我们认为，在西班牙问题没有解决前，欧盟将尽量减小希腊的风险。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 15: 法国短期国债拍卖收益率依然在低位

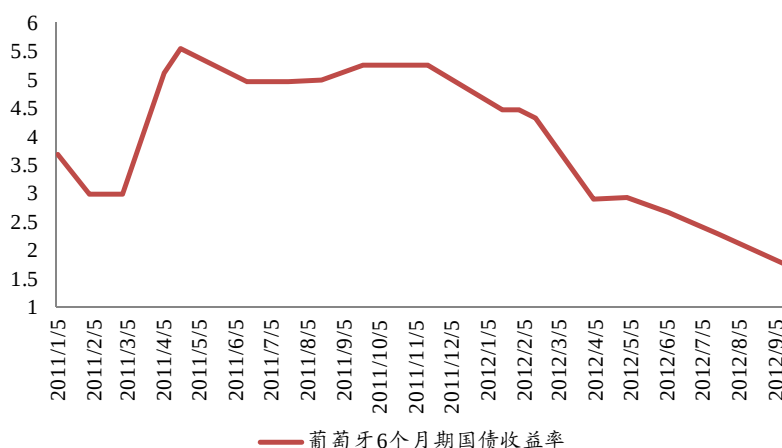
法国周一(9 月 17 日)拍卖 67.85 亿欧元短期国债, 分别为 13 周、22 周以及 52 周到期。平均收益率依然在低位派回, 认购倍数有轻微上升。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 16: 葡萄牙短期国债拍卖收益率下降

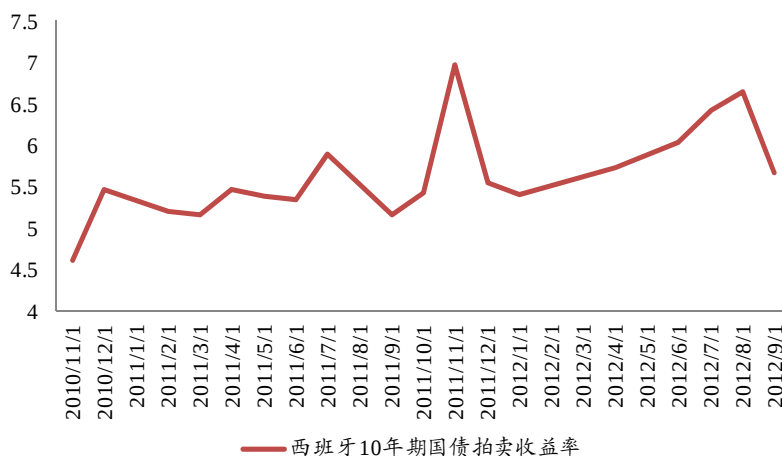
葡萄牙上周也成功拍卖了短期国债, 拍卖 7.09 亿欧元 6 个月期国债, 平均收益率 1.700%, 较上次的 2.292% 明显下降。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 17: 西班牙 10 年期长期国债拍卖收益率明显下降

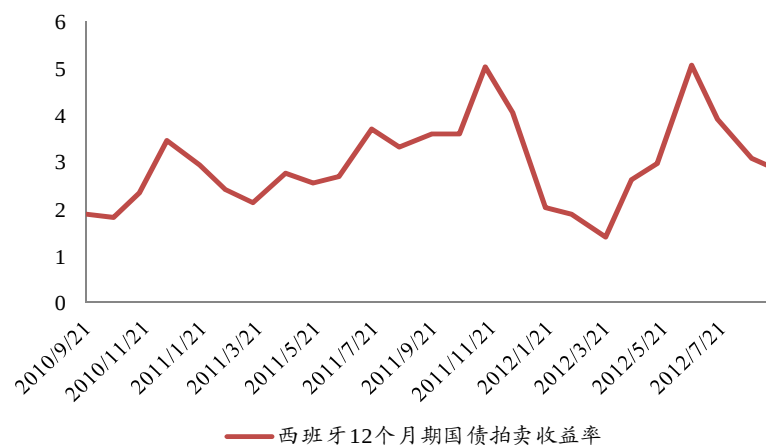
西班牙周四(9 月 20 日)拍卖近 50 亿欧元中长期国债, 收益率升降不一。拍卖数据显示, 西班牙拍卖 39.40 亿欧元三年期国债, 平均收益率为 3.845%, 前次 3.676%; 认购倍数为 1.6, 前次 1.8。西班牙拍卖 8.59 亿欧元 10 年期国债, 平均收益率为 5.666%, 前次 6.647%; 认购倍数为 2.8, 前次 2.4。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 18: 西班牙短期国债拍卖收益率大幅下降

同时, 西班牙还发售了一批短期国债, 认购情况良好, 合计发售规模是 46 亿欧元, 超出计划发售规模区间上限 45 亿欧元, 其中 12 个月期品种平均收益率为 2.835%, 前值是 3.07%, 18 个月期品种平均收益率是 3.072%, 前值是 3.3%。



资料来源: 彭博, 招商证券

表 1: 最近两个礼拜需要关注的重要经济数据

周一	周二	周三	周四	周五
24	25	26	27	28
荷兰: 2Q GDP 细分; 9 月生产者信心	德国: GfK 消费者信心	德国: 9 月消费者价格	西班牙: 8 月零售销售	法国: 2Q GDP 细分, 7-8 月消费者支出
德国: 9 月 Ifo 商业景气指数	法国: 9 月工业信心	法国: 9 月消费者信心	德国: 9 月失业率	西班牙: 9 月 HICP 初值; 7 月经常项目
	西班牙: 8 月生产者价格; 8 月预算盈余	意大利: 6 月零售销售	意大利: 9 月商业信心	荷兰: 8 月生产者价格
	意大利: 9 月消费者信心; 8 月合同工资		欧元区: 8 月 M3; 9 月商业消费信心指数	意大利: 8 月生产者价格; 9 月消费者价格初值
			英国: 2Q GDP	欧元区: 9 月 HICP 初值
				西班牙银行业评估报告
1	2	3	4	5
意大利: 8 月失业率; 9 月预算平衡	西班牙: 9 月失业率	欧元区: 9 月综合 PMI 与服务 PMI 终值; 8 月零售销售	欧元区: 央行议会	西班牙: 8 月工业产值
欧元区: 9 月制造业 PMI 终值; 8 月失业率	欧元区: 8 月生产者价格			欧元区: 2Q GDP
				德国: 8 月新增订单

资料来源: 彭博, 招商证券

参考报告:

1. 《国际资本与国内流动性监测周报（2012 年 9 月第 4 周）--国际资金回流新兴经济体的趋势未变》2012/9/24
2. 《美国宏观数据周报(2012 年 9 月第 2 周)-QE3 超预期 边际效果有限》2012/9/20
3. 《美联储 9 月议息会后声明点评-伯南克的不归路》2012/9/19
4. 《欧元区债务危机发展动向追踪-关注西班牙何时求助（2012 年 9 月第 3 周）》2012/9/17
5. 《国际资本与国内流动性监测周报（2012 年 9 月第 3 周）--美联储 QE3 推波助澜》2012/9/17
6. 《美国宏观数据周报(2012 年 9 月第 1 周)-美联储 9 月推 QE 必要性低 谨防政策预期风险》2012/9/12
7. 《欧元区债务危机发展动向追踪-德拉吉讲话稳定市场信心（2012 年 9 月第 2 周）》2012/9/10
8. 《9 月份欧洲央行议息会议声明点评-OMT：德拉吉重施缓兵之计》2012/9/10
9. 《国际资本与国内流动性监测周报（2012 年 9 月第 2 周）--欧洲央行终于出手》2012/9/10
10. 《伯南克“杰克逊霍尔”峰会演讲点评-QE 看上去很美》2012/9/4
11. 《欧元区债务危机发展动向追踪-欧洲央行将进一步讨论债券购买计划（2012 年 9 月第 1 周）》2012/9/3
12. 《国际资本与国内流动性监测周报（2012 年 9 月第 1 周）--利率市场化路线图》2012/9/3
13. 《美国宏观数据周报(2012 年 8 月第 4 周)-QE3 雾里看花：谨防过度憧憬的政策风险》2012/8/28
14. 《欧元区债务危机发展动向追踪-两大问题的答案或将在 9 月揭晓（2012 年 8 月第 4 周）》2012/8/27
15. 《国际资本与国内流动性监测周报（2012 年 8 月第 4 周）--外币存款利率下调可能助推外汇占款回升》2012/8/27
16. 《欧元区债务危机发展动向追踪-经济数据显示欧元区在衰退边缘挣扎(2012 年 8 月第 3 周)》2012/8/20
17. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2012 年 7-8 月）》2012/8/20
18. 《国际资本与国内流动性监测周报（2012 年 8 月第 3 周）--领导人休假归来》2012/8/20
19. 《美国宏观数据周报(2012 年 8 月第 2 周)-负面因素预计影响美国对外贸易前景》2012/8/15
20. 《美联储 7 月议息会后声明点评-QE 大门未关 货币政策效果或低于预期》2012/8/13

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。