

2012 年 10 月 08 日

全球 9 月 PMI 整体上扬,反映全球经济出现好转迹象

——国际金融风险监控 10 月 8 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

伯南克强调宽松, 9 月推出
QE3 概率上升
——杰克逊霍尔会议点评
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

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>

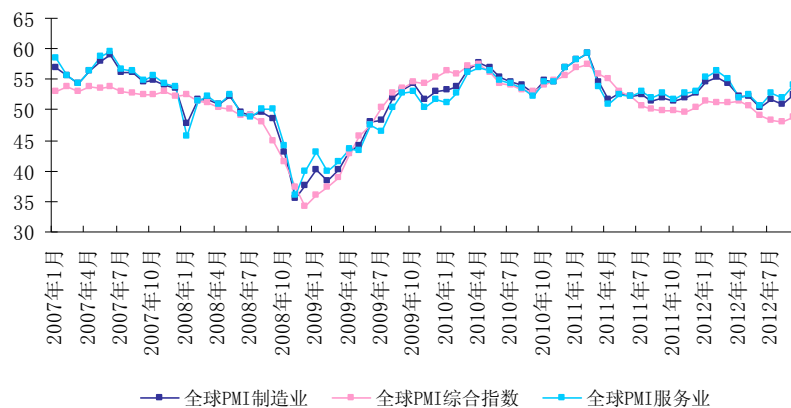
总体判断:

- 9 月, 全球综合 PMI 为 52.5, 比 8 月上升了 1.6 个百分点, 为 6 个月以来新高, 主要受到服务业的拉动, 使三季度全球综合 PMI 升至 51.7, 略高于二季度的 51.6, 这表明当前全球经济仍在筑底, 制造业收缩而服务业温和扩张, 9 月均出现了好转的迹象。
- 9 月 28 日, 西班牙银行公布银行压力测试结果, 最终资本缺口为 593 亿欧元, 若考虑递延所得税资产, 则资本缺口下滑至 537.5 亿, 两者均低于此前市场预计的 600 亿欧元, 符合我们对西班牙资金缺口为 500 亿-600 亿欧元的判断。西班牙银行业缺口好于市场预期, 暂缓了投资者对银行系统悲观预期的情绪, 为后期救助计划扫清了障碍。同时, 这对于刚推出紧缩政策的西班牙政府无疑是个利好, 略微缓和了近期民众的不满情绪, 并且在救助方案取得更多的宽待。
- 法国公布 2013 年财政预算, 此次财政预算并未像西班牙一样大幅削减养老金、公共支出和工资。财政预算中 2/3 来源于新税收计划, 而 1/3 来自减少支出。此项财政预算对大型企业和富人受损最严重。葡萄牙上周三也宣布全面增税, 以达到 780 亿欧元救助所要求的财政预算。增税主要从个人收入、资本利得和房产等方面。平均收入所得税将从目前的 9.8% 上调至 11.8%, 另外 2013 年还会额外再增加 4%。虽然增税可能使葡萄牙达到救助要求, 顺利得到救助金额, 但是由于对收入增税会打击就业情绪。短期来看, 可支配收入的减少也可能影响私人消费和投资的, 对国内经济增长是不利的。
- 10 月 2 日, 澳大利亚将基准利率从 3.5% 下调至 3.25%, 于 10 月 3 日开始实行。央行表示, 由于欧元区经济持续收缩, 美国经济复苏脚步放缓, 而以中国为代表的亚洲经济也缓慢增长, 导致对全球经济当前和未来的悲观预期, 使得澳大利亚央行降息来刺激经济; 另, 澳大利亚的通胀率低于前期, 给降息提供了空间。不过, 从近期澳元强劲表现来看, 此次降息是为了使澳元贬值, 缓解出口压力。
- 欧元区 and 欧盟 8 月 PPI 分别环比上升 0.9% 和 1%, 环比涨幅持平于 8 月, 而同比涨幅均为 2.7%。分项来看, 欧元区和欧盟不考虑能源的核心 PPI 均环比上涨 0.3%, 同比则分别上涨 1% 和 1.1%; 欧元区与欧盟能源领域 PPI 分别环比上涨 2.4% 和 3.2%, 同比上涨 7.9% 和 7.2%, 主要因为 8 月原油价格处于高位所致。我们预计, 随着原油价格的回落, 而欧盟经济仍在衰退, 欧盟 PPI 涨幅或将有限, 不必过于担忧成本端的通胀压力。

1. 全球 9 月 PMI 整体上扬,反映全球经济出现好转迹象

9 月,全球综合 PMI 为 52.5,比 8 月上升了 1.6 个百分点,为 6 个月以来新高,主要受到服务业的拉动,使三季度全球综合 PMI 升至 51.7,略高于二季度的 51.6,这表明当前全球经济仍在筑底,制造业收缩而服务业温和扩张,9 月均出现了好转的迹象。其中,9 月全球制造业 PMI 从三年多的底部 48.1 上升 0.8 个点至 48.9,虽然仍处于收缩区域,而且三季度制造业 PMI 明显低于二季度的 50.4,下滑了 1.9 个点至 48.5,表明全球制造业三季度整体萎缩、但 9 月开始收缩速度有所减缓;全球服务业 PMI 从 8 月的 52 上涨 2 个点至 54,创近 6 个月新高,主要是新业务和现有合同工作量均有所增加,也拉高三季度服务业 PMI 至 52.9,明显好于二季度的 51.8,这表明全球服务业一直在扩张,而且三季度有所加速,由于服务业在全球经济的占比高于制造业,因此服务业的加速扩张带动了全球经济在三季度筑底企稳,这和我们对于全球经济走势的判断是一致的。

图 1: 全球 PMI



资料来源: Bloomberg, 申万研究

分项来看,9 月全球综合产出的加速扩张主要受到新订单的拉动,通胀风险抬头,而就业依然低迷。

(1) 新订单从 8 月的收缩状态(读数为 49.8)转而开始扩张(读数为 51.6),主要来自于服务业部门,制造业新订单虽仍在收缩但有所减速,对整体订单的拖累减少,出口订单连续五个月减少也反映了国际贸易出现明显萎缩。

(2) 服务和生产活动的回暖,也带动人力和原油等投入品的价格上涨速度创六个月新高,这一趋势在制造业和服务业部门表现一致,除日本以外的国家服务业成本均有所加速,美国尤甚,这预示了 9 月全球通胀或将延续 8 月开始的反弹趋势,让投资者开始担心通胀风险,所幸近期油价的回调使这一担忧有所减弱。

(3) 尽管服务业带动产出增加,但全球就业形势仍不容乐观。整体就业分项指数从 8 月的扩张状态(50.9)转而收缩(49.9),说明全球就业基本持平,因为企业对经济前景乃至盈利仍然保持谨慎态度,不敢过于激进地扩大招聘,而且服务业成本上升也迫使企业适当削减人手来减少成本。不过,与服务业就业形势相反,制造业就业有所好转,从 8 月的收缩状态(49.5)上升至 50.7,说明制造业就业形势略有上升,主要受到欧美日等发达工业国家制造业就业增加的拉动;而服务业领域的就业整体下滑,受到日本和欧盟失业率上升的拖累,而俄、美等国服务业就业较好,但只有俄罗斯就业处于加速上升状态。

从区域来看,值得注意的是,欧元区 9 月制造业 PMI 上涨至 46.1,创 6 个月新高。其中,产出连续 7 个月下滑。制造业就业仍然疲弱,失业率连续 8 月上扬,但速度有所放缓。此外,各国国内和欧元区国家需求低迷,贸易未有明显改善,导致新出口订单连续 15 个月收缩。从各国制造业情况来看,爱尔兰的制造业继续扩张,而荷兰制造业也重返扩张,

主要因为两国的就业量有所上涨。德国、意大利、西班牙和希腊9月制造业虽然仍衰退中，但是均创了新高。奥地利制造业继续恶化，创39个月新低。法国9月制造业仅略高于希腊，由于产出和新订单的加速下滑导致其PMI进一步衰退。

表 1、2012 年 9 月各国制造业 PMI

国家或地区	9 月综合 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	46.1	1	0.022172949	15.3	51.0%	收缩, 减速	创 4 个月新高, 但是新出口订单连续 15 个月下滑
英国	48.4	-1.1	-0.022	4.1	-15.0%	收缩, 加速	连续个月收缩, 消费品、中间品和投资品产出均收缩; 新出口订单连续 6 个月下滑
法国	42.7	-3.3	-0.072	3.6	-39.6%	收缩, 加速	创 09 年 4 月以来新低。新出口订单下滑速度创 09 年 5 月以来新高且就业率连续 7 个月下滑
德国	47.4	2.7	0.060	5	45.0%	收缩, 减速	产出和新订单收缩放缓, 且制造业就业稳定
西班牙	44.5	0.5	0.011	1.7	2.8%	收缩, 减速	产出下滑速度为今年 3 月以来最低; 输入成本通胀压力加大, 价格创 16 个月来新高
巴西	49.8	0.5	0.010141988	2.2	3.7%	收缩, 减速	产出自今年 3 月以来首次扩展
荷兰	50.7	1	0.020	1.1	3.7%	收缩, 重回扩张	由于海外需求促使产出、新订单和新出口订单上涨
韩国	45.7	-1.8	-0.038	1.9	-11.4%	收缩, 加速	产出下滑速度创 2009 年 1 月来的最快, 新订单下滑速度为 43 个月来新高。主要受汽车行业罢工影响
土耳其	52.2	2.2	0.044	0.9	6.6%	扩张, 加速	新订单回升
希腊	42.2	0.1	0.002	0.4	0.1%	收缩, 减速	4 个月新高。产出和新出口订单均大幅下滑, 但低于上月; 成本通胀压力变大, 上涨速度创 13 个月来新高
全球	48.9	0.8	0.016632017	100		收缩, 减速	连续 4 个月收缩, 但是速度放缓
捷克	48	-0.7	-0.014	0.2	-0.5%	收缩, 加速	连续 6 个月萎缩, 创今年 5 月以来新低。新订单连续 6 个月下滑, 但是速度有所放缓; 制造业就业率连续 2 个月下滑
墨西哥	54.4	-0.7	-0.012704174	1.7	-4.0%	扩张, 减速	产出和新订单均环比上涨, 但是速度放缓

加拿大	52.4	-0.6	-0.011320755	2.1	-4.2%	扩张, 减速	创6个月以来新低, 但仍在扩展阶段。产出和新订单上涨; 但是新增就业速度放缓, 创5月以来新低
印度	52.8	0	0.000	2.3	0.0%	扩张, 不变	新出口订单自今年6月以来首次回升
奥地利	45.1	-1.6	-0.034	0.5	-2.7%	收缩, 加速	39个月新低, 新订单下滑速度达今年以来最大; 输入价格4个月来首次上升
波兰	47	-1.3	-0.027	0.6	-2.6%	收缩, 加速	产出和新订单均创39个月来新低; 就业率自今年3月以来首次下跌; 输入成本3个月来首次上涨
爱尔兰	51.8	0.9	0.018	0.3	0.9%	扩张, 加速	新订单和产出上涨, 新增就业速度加快
中国台湾	45.6	-0.5	-0.011	0.7	-1.2%	收缩, 加速	创10个月来新低。产出连续4个月下滑, 新订单和新出口订单创10个月来最大收缩
俄罗斯	52.4	1.4	0.027	1	4.7%	扩张, 加速	创4月以来新高
意大利	45.7	2.1	0.048	2.7	18.9%	收缩, 减速	创6个月新高。产出连续12个月下滑, 但是速度为今年3月以来最低
日本	48	0.3	0.006	12.1	12.1%	收缩, 减速	制造业处于去库存阶段
美国	51.5	1.9	0.038306452	28.1	178.0%	收缩 重回 扩张	新订单连续3月收缩后重回扩张; 产出虽继续收缩, 但是速度放缓
中国(汇丰)	47.9	0.3	0.006	7.9	7.9%	收缩, 减速	制造业连续11个月放缓。产出加速下滑, 创自3月以来最大降幅; 新出口订单创下42个月最大减幅

资料来源: Markit、申万研究

2. 西班牙银行压力测试好于预期，银行业危机短期不会爆发

9月28日，西班牙银行公布银行压力测试结果，最终资本缺口为593亿欧元，若考虑递延所得税资产，则资本缺口下滑至537.5亿，两者均低于此前市场预计的600亿欧元，符合我们对西班牙资金缺口为500亿-600亿欧元的判断。西班牙银行业缺口好于市场预期，暂缓了投资者对银行系统悲观预期的情绪，为后期救助计划扫清了障碍。同时，这对于刚推出紧缩政策的西班牙政府无疑是个利好，略微缓和了近期民众的不满情绪，并且在救助方案取得更多的宽待。

此次测试覆盖了西班牙 90% 的金融体系，共 14 家银行参加。结果显示，西班牙银行体系即使在悲观的情景假设和不可能发生的恶劣情形，仍然是有偿付能力的。其中，占此次测试的 62% 资产的 7 家银行（含西班牙三大银行）无需资本注入，顺利通过测试。而未通过的另外 7 家银行将采取以下救助措施：

- 1) 对于在压力测试中资本缺口较少的银行需制定资本重组计划；
- 2) 对提交的计划内容，将各银行分为第 2 组（需求公共救助）和第 3 组（到 2013 年 6 月底才能实现资本重组计划）。第 2 组银行需要提交一份结构重组的计划，由西班牙央行评估并且需得到欧盟委员会批准；
- 3) 将寻求救助的银行的不良资产转移给资产管理公司（AMC，为架构重组而设）；
- 4) 为银行募集资本。

表 1：压力测试资本缺口情况

单位：十亿	基准假设			悲观假设		
	预计损失	资本盈余	资本盈余（含 DTA）	预计损失	资本盈余	资本盈余（含 DTA）
桑坦德银行	22	21.3	19.2	34	24.4	25.3
西班牙对外银行	20	10.9	10.9	31	8.2	11.2
la Caixa	22	10.2	9.4	33	3.9	5.7
Kutxabank-Cajasur	18	4.4	3.3	7	1.8	2.2
萨瓦德尔银行	5	3.4	3.1	25	0.6	0.9
Bankinter	7	1	1.3	3	0.3	0.4
Unicaja-CEISS	15	0.5	0.7	10	-0.9	0.1
BMN	2	0.6	0.4	9	-3.1	-2.2
Libercaja	11	0.4	0.5	16	-3.4	-2.1
瓦伦西亚银行	6	-0.4	-0.4	6	-3.4	-3.5
Popular-Pastor	4	-1.7	-1.8	22	-5.5	-3.2
NCG	9	-3.6	-4	13	-6.8	-7.2
加泰罗尼亚银行	13	-6.2	-6.5	17	-10.5	-10.8
BFA-Bankia	30	-12.2	-13.2	43	-23.7	-24.7
总计	183	-24.1	-25.9	270	-57.3	-53.7

资料来源：西班牙央行，申万研究

从当前情况来看，未通过的测试的 BFA-Bankia、加泰罗尼亚银行、NCG 和瓦伦西亚银行（资本缺口大约占 86%）均与西班牙和欧洲当局讨论结构重组计划。另外 3 家未通过测试的银行必须在今年 10 月前提交资本重组计划。

3. 法国 2013 年起对富人征税，葡萄牙也宣布全面增税

法国公布 2013 年财政预算，此次财政预算并未像西班牙一样大幅削减养老金、公共支出和工资。财政预算中 2/3 来源于新税收计划，而 1/3 来自减少支出。此项财政预算对大型企业和富人受损最严重。

新税收计划中最具争议的是富人征税：对年收入在 15 万欧元以上的人采用 45% 的边际税率，对年收入在 100 万欧的人使用 75% 的边际税率。该项新征税计划将实行 2 年。以前最高的边际税率仅为 41%，对年收入在 7 万欧元以上的群体适用。另外，预算案中提升了投资税（股利和房产交易）、取消大企业的税收减免优惠政策、加大对公司盈利分配或再投资部分的征税和对富裕家庭（资产在 130 万欧以上）增加税率。这一征税行为将减少贫富差距，增进财政收入，但可能加剧富人转移资产和业务至欧盟其他国家特别是瑞士、英

国，短期对法国经济造成一定冲击，但长期影响或利大于弊。

而在冻结财政支出方面，明年政府将节约 100 亿欧元。其中 22 亿欧元节省来自国防计划，12 亿来自基础设施投资，28 亿来自政府管理成本，20 亿来自补贴福利计划和近 18 亿的国家地方资助机构的支出节约。

10 月 4 日，葡萄牙周三宣布全面增税，以达到 780 亿欧元救助所要求的财政预算。增税主要从个人收入、资本利得和房产等方面。平均收入所得税将从目前的 9.8% 上调至 11.8%，另外 2013 年还会额外再增加 4%。虽然增税可能使葡萄牙达到救助要求，顺利得到救助金额，但是由于对收入增税会打击就业情绪。短期来看，可支配收入的减少也可能影响私人消费和投资的，对国内经济增长是不利的。

4. 澳大利亚意外降息，旨在刺激出口来提振经济

10 月 2 日，澳大利亚将基准利率从 3.5% 下调至 3.25%，于 10 月 3 日开始实行。央行表示，由于欧元区经济持续收缩，美国经济复苏脚步放缓，而以中国为代表的亚洲经济也缓慢增长，导致对全球经济当前和未来的悲观预期，使得澳大利亚央行降息来刺激经济；另，澳大利亚的通胀率低于前期，给降息提供了空间。不过，从近期澳元强劲表现来看，此次降息是为了使澳元贬值，缓解出口压力。

5. 欧盟 8 月 PPI 上升，但不必过于担忧通胀

欧元区和欧盟 8 月 PPI 分别环比上升 0.9% 和 1%，环比涨幅持平于 8 月，而同比涨幅均为 2.7%。分项来看，欧元区和欧盟不考虑能源的核心 PPI 均环比上涨 0.3%，同比则分别上涨 1% 和 1.1%；欧元区与欧盟能源领域 PPI 分别环比上涨 2.4% 和 3.2%，同比上涨 7.9% 和 7.2%，主要因为 8 月原油价格处于高位所致。而欧元区和欧盟的耐用消费品和资本品涨幅均偏弱，资本品环比与上月持平，而耐用消费环比均上涨 0.1%，主要因为欧元区各国需求偏弱，贸易量也偏低迷。分成员国情况来看，丹麦环比上升最高，达 2.9%，其次为英国（1.8%）和芬兰（1.7%）。最低的是斯洛文尼亚（0.1%）和拉脱维亚（0.3%）。同比上升最快的是比利时（7.1%），最低的依旧是斯洛文尼亚和马耳他（均为 0.8%）。

我们预计，随着原油价格的回落，而欧盟经济仍在衰退，欧盟 PPI 涨幅或将有限，不必过于担忧成本端的通胀压力。

6. 美国假日期间ISM制造业和就业数据均利好市场，美股商品价格上涨居多

图 1：美国国债收益率先抑后扬，在连续 4 天下滑后开始上涨，对经济形势担忧有所收敛。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差先下滑 4 天后反弹，对长期经济形势担忧有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数连续上涨 2 天后回落并持续下滑，显示股市波动风险有所减小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 连续上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



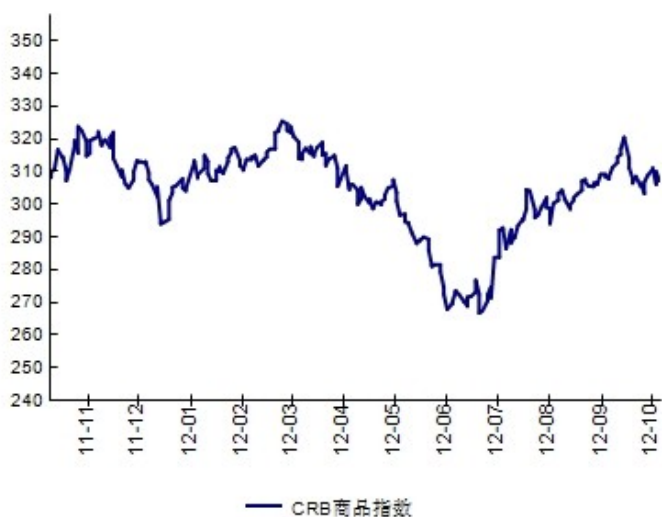
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元震荡, 对欧元持续贬值, 由于近期欧美经济数据利好, 且澳大利亚意外降息、西班牙银行压力测试结果符合预期。



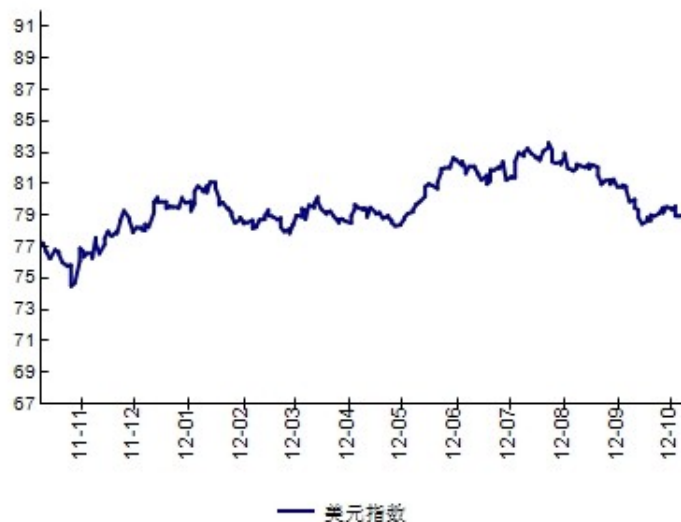
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格连续 3 日上涨后开始震荡, 上涨主要因为美国 9 月 ISM 制造业重回扩张、失业率回落且欧洲综合 PMI 指数尚可, 导致价格波动主要因为西班牙和法国增税担忧消费受影响。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数国庆期间震荡, 下降频率较高, 对其避险需求减弱。



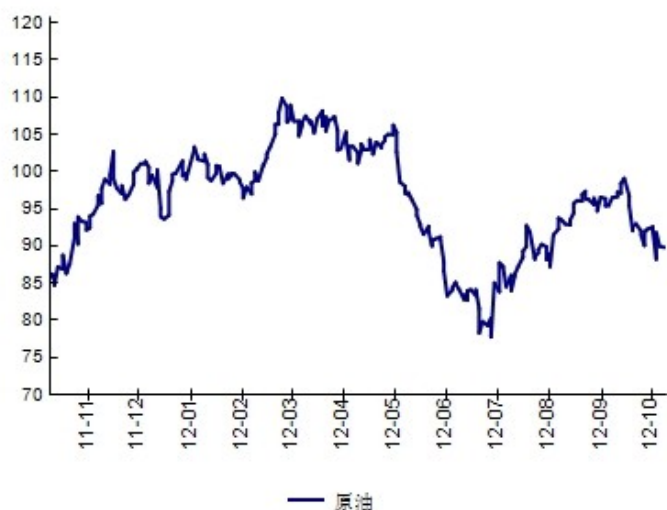
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格连续数日上涨有所回落, 价格处于高位, 由于美国就业缓和且欧洲综合 PMI 指数好转, 对其避险需求有所增加。



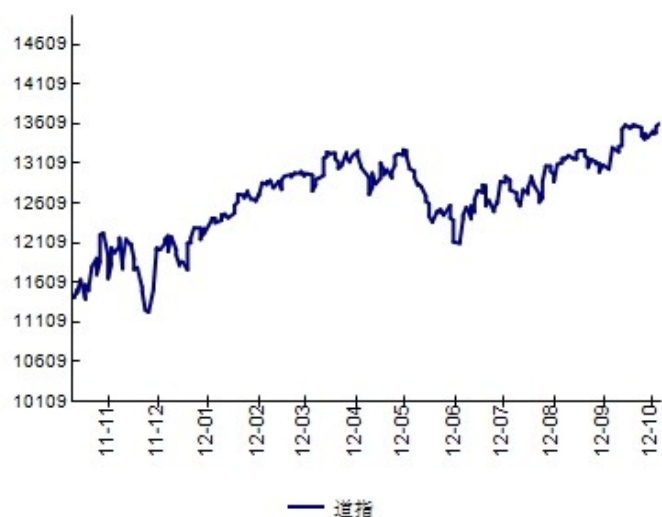
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格持续震荡，由于库存和需求等原因所致。



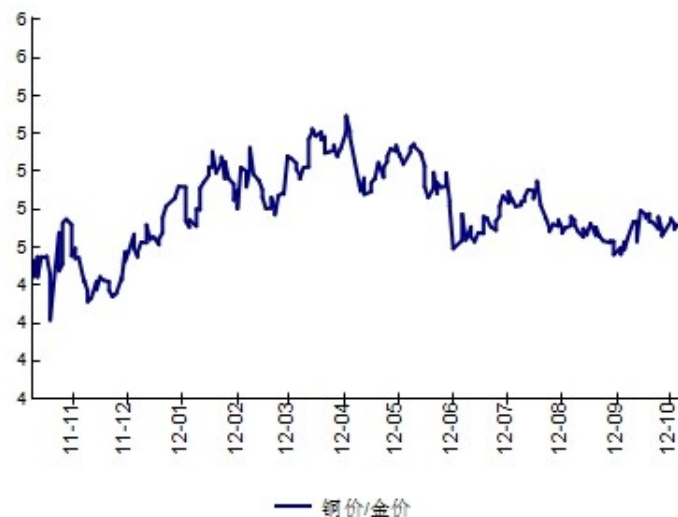
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指连续上涨两日后有所回落后又反弹持续上涨 3 日，上涨主要因为美国 9 月 ISM 制造业重回扩张、失业率下降等经济数据利好，而下滑原因主要担心欧洲地区财政紧缩增税对经济增长的影响。



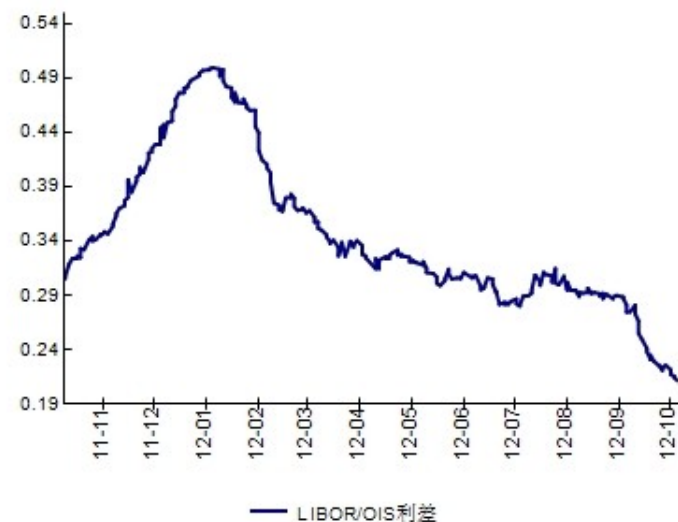
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比连续 3 日上升后有所波动，因为近期欧美经济数据理想利好铜价，后期由于仍对西班牙等边缘国家的经济稳定有所担忧而使铜价震荡。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上涨 2 日后持续下滑，银行信贷压力有所减轻。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

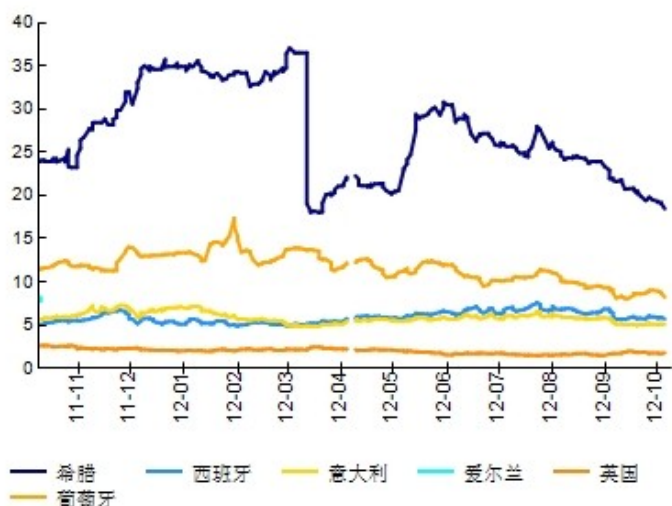
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
09/27/2012 22:00	待住宅销售 同比	Aug	13.50%	9.60%	15.00%
09/27/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Sep	5	2	8
09/28/2012 20:30	个人收入	Aug	0.20%	0.10%	0.30%
09/28/2012 20:30	个人开支	Aug	0.50%	0.50%	0.40%
09/28/2012 20:30	PCE 平减指数(月环比)	Aug	0.50%	0.40%	0.00%
09/28/2012 20:30	个人消费性支出平减指数 (年比)	Aug	1.50%	1.50%	1.30%
09/28/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Aug	0.10%	0.10%	0.00%
09/28/2012 20:30	个人消费性支出核心指数 (年比)	Aug	1.60%	1.60%	1.60%
09/28/2012 21:00	密尔沃基采购经理指数	Sep	45	47.2	42.9
09/28/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	Sep	52.8	49.7	53
09/28/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Sep F	79	78.3	79.2
10/01/2012 20:58	Markit 美国 PMI 最终	Sep	51.5	51.1	51.5
10/01/2012 22:00	ISM 制造业	Sep	49.7	51.5	49.6
10/01/2012 22:00	ISM 支付价格	Sep	55.7	58	54
10/01/2012 22:00	建筑开支月环比	Aug	0.50%	-0.60%	-0.90%
10/02/2012 21:45	ISM 纽约	Sep	--	52.9	51.4
10/03/2012 05:00	汽车总销售量	Sep	14.50M	14.88M	14.46M
10/03/2012 05:00	国内汽车销售量	Sep	11.40M	11.49M	11.54M
10/03/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Sep 28	--	16.60%	2.80%
10/03/2012 20:15	ADP 就业变动指数	Sep	140K	162K	201K
10/03/2012 22:00	ISM 非制造业综合指数	Sep	53.4	55.1	53.7
10/04/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	Sep	--	-70.80%	-36.90%
10/04/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Oct	--	48.4	50.4
10/04/2012 20:30	首次失业人数	Sep 29	370K	367K	359K
10/04/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 22	3275K	3281K	3271K
10/04/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Sep 30	--	-36.9	-39.6
10/04/2012 22:00	工厂订单	Aug	-5.90%	-5.20%	2.80%
10/05/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
10/05/2012 20:30	非农就业人数增减	Sep	115K	114K	96K
10/05/2012 20:30	非农私企就业人数增减	Sep	130K	104K	103K
10/05/2012 20:30	制造业就业人数增减	Sep	0K	-16K	-15K
10/05/2012 20:30	失业率	Sep	8.20%	7.80%	8.10%
10/05/2012 20:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Sep	0.20%	0.30%	0.00%
10/05/2012 20:30	平均时薪(同比) 所有员工	Sep	1.80%	1.80%	1.70%
10/05/2012 20:30	周平均工时 所有员工	Sep	34.4	34.5	34.4
10/05/2012 20:30	家庭调查就业变动	Sep	--	873	-119
10/05/2012 20:30	就业不足率 (U6)	Sep	--	14.70%	14.70%
10/06/2012 03:00	消费者信用	Aug	\$7.250B	\$18.123B	-\$3.276B

本周将公布的经济数据

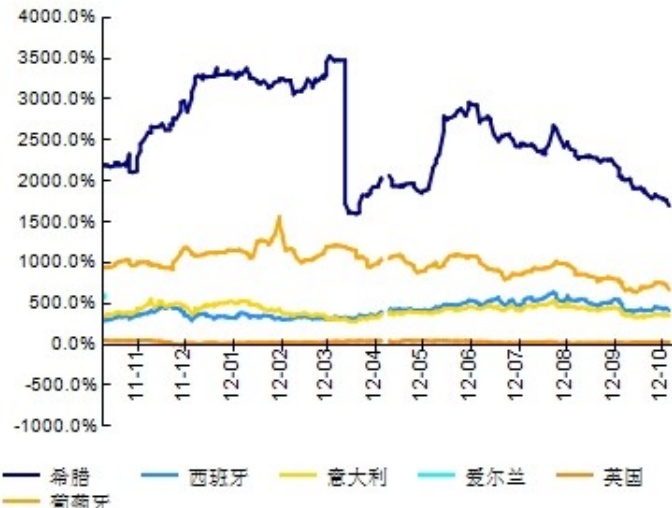
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
10/09/2012 19:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Sep	93.5	--	92.9
10/09/2012 22:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Oct	50	--	51.8
10/10/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Oct 5	--	--	16.60%
10/10/2012 22:00	JOLTS 职位空缺	Aug	3735	--	3664
10/10/2012 22:00	批发库存	Aug	0.40%	--	0.70%
10/11/2012 02:00	联储黄皮书				
10/11/2012 20:30	进口价格指数(月环比)	Sep	0.80%	--	0.70%
10/11/2012 20:30	进口价格指数(同比)	Sep	-1.30%	--	-2.20%
10/11/2012 20:30	贸易余额	Aug	-\$44.0B	--	-\$42.0B
10/11/2012 20:30	首次失业人数	Oct 6	368K	--	367K
10/11/2012 20:30	持续领取失业救济人数	Sep 29	3275K	--	3281K
10/11/2012 21:45	彭博消费者舒适度	Oct 7	--	--	-36.9
10/11/2012 22:00	Bloomberg U.S. Economic Survey for October				
11-18 OCT	预算月报	Sep	\$65.0B	--	-\$62.8B
10/12/2012 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	Sep	0.80%	--	1.70%
10/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	Sep	0.20%	--	0.20%
10/12/2012 20:30	工业生产者出厂价格(同比)	Sep	1.80%	--	2.00%
10/12/2012 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	Sep	2.50%	--	2.50%
10/12/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	Oct P	78	--	78.3
10/15/2012 20:30	纽约州制造业调查指数	Oct	-5	--	-10.41
10/15/2012 20:30	商品零售额	Sep	0.80%	--	0.90%
10/15/2012 20:30	除汽车外零售额	Sep	0.60%	--	0.80%
10/15/2012 20:30	零售销售排除汽车与汽油	Sep	--	--	0.10%
10/15/2012 20:30	零售销售“对照小组”	Sep	--	--	-0.10%
10/15/2012 22:00	营运库存	Aug	0.40%	--	0.80%
10/16/2012 20:30	消费价格指数 (月环比)	Sep	0.50%	--	0.60%
10/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Sep	0.20%	--	0.10%
10/16/2012 20:30	居民消费价格(同比)	Sep	1.80%	--	1.70%
10/16/2012 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	Sep	2.00%	--	1.90%
10/16/2012 20:30	消费价格指数-无季节调整	Sep	231.36	--	230.379
10/16/2012 20:30	CPI 核心指数 经季调	Sep	--	--	230.244
10/16/2012 21:00	净 TIC 流量总计	Aug	--	--	\$73.7B
10/16/2012 21:00	长期净 TIC 流量	Aug	--	--	\$67.0B
10/16/2012 21:15	工业产值	Sep	0.30%	--	-1.20%
10/16/2012 21:15	设备使用率	Sep	78.30%	--	78.20%
10/16/2012 21:15	制造业(SIC)产值	Sep	--	--	-0.70%
10/16/2012 22:00	NAHB 住宅市场指数	Oct	41	--	40
10/17/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	Oct 12	--	--	--

7. 西班牙银行测试结果符合预期，失业率仍在高位，欧元上涨欧股震荡

图 13：除希腊和葡萄牙国债是持续下滑外，意大利和西班牙国债收益率连续下滑 3 日后略有反弹后又回落，英国和爱尔兰收益率有所缓和。图 14：各国国债利差情况与国债收益率情况一致，对经济担忧情绪有所缓和。上涨为主，总体对经济担忧情绪有所收敛。



资料来源：Bloomberg，申万研究



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利持续下滑外，其他欧猪五国 CDS 均连续下滑 3 日后有所反弹后又回落。图 16：核心国 CDS 均下滑为主，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。

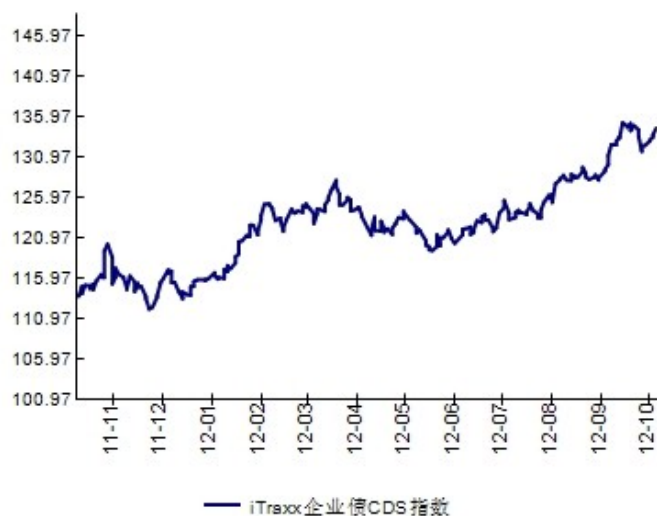


资料来源：Bloomberg，申万研究



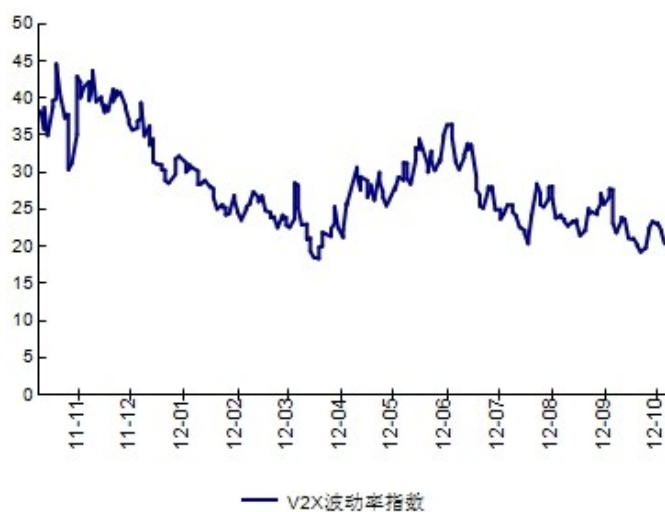
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 持续上升, 对企业违约风险情绪加剧。



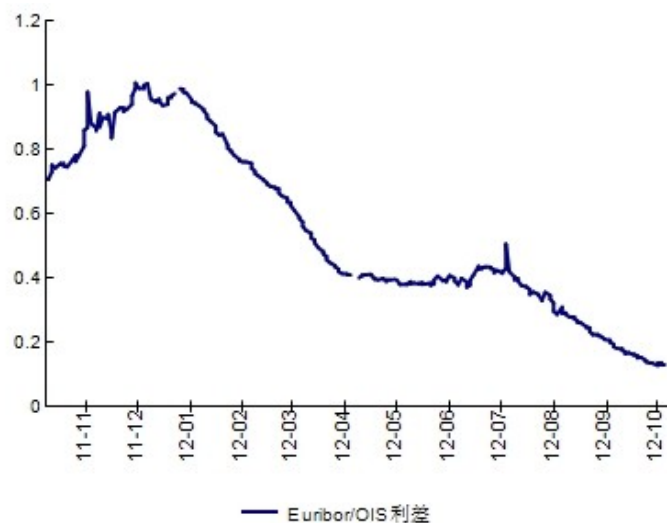
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动先扬后抑, 股市波动风险减小。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差先抑后扬, 近 2 日有所回落, 显示银行信贷压力有所减轻。



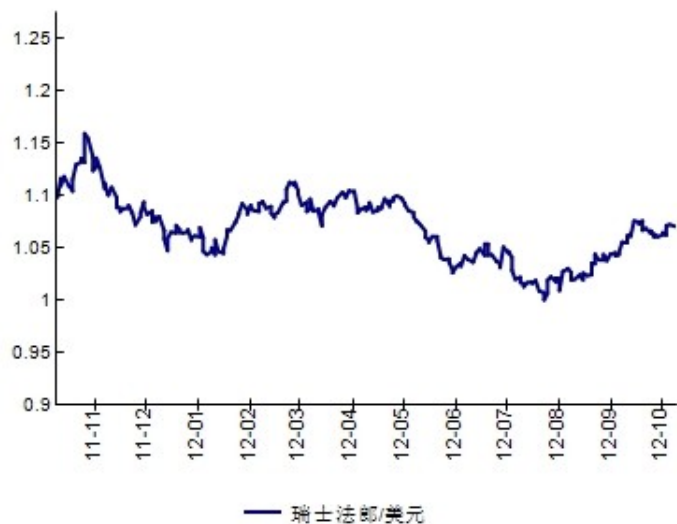
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元持续上涨, 由于欧美 PMI 情况均好转且西班牙银行测试结果符合预期, 澳大利亚意外降息利好市场。



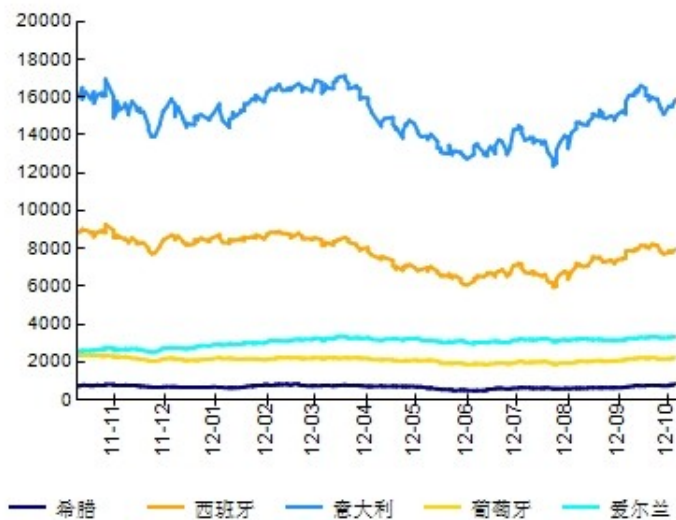
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎上升, 对美元的避险需求有所减缓。



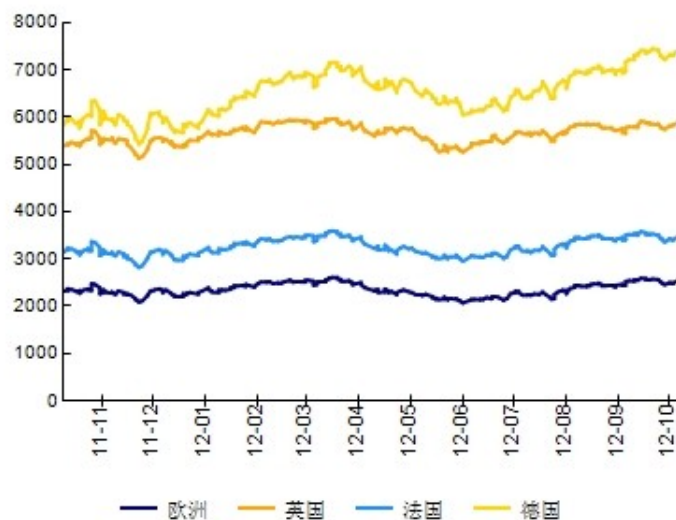
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均先扬后抑, 上周五有所反弹。



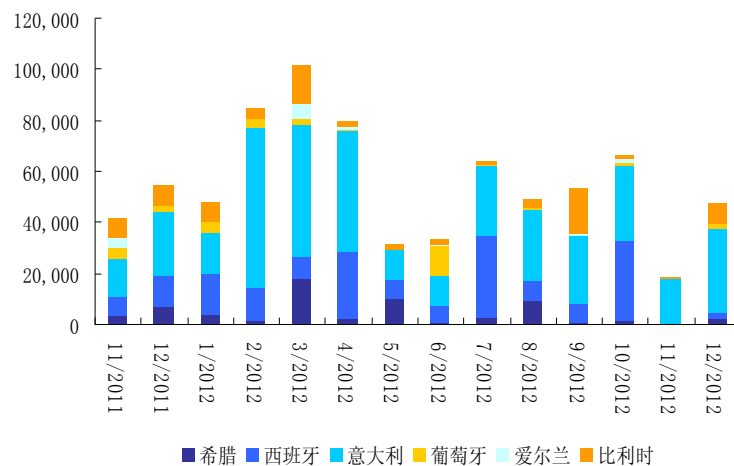
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均因西班牙银行测试结果符合预期有所上涨, 后因欧元区失业率未见改善且 PPI 有所上涨导致股价连续数日下滑, 上周五由于美国就业数据利好而使股价反弹上涨。



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



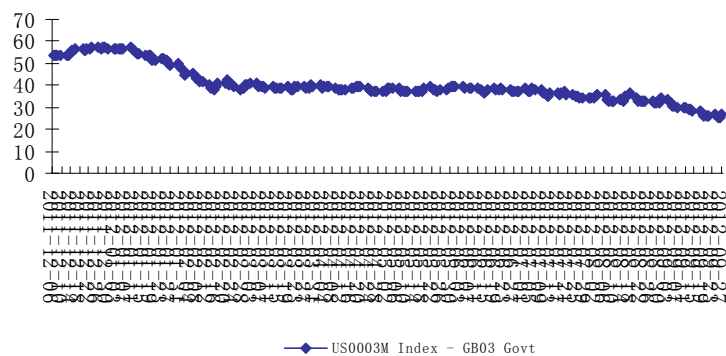
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均连续下滑。



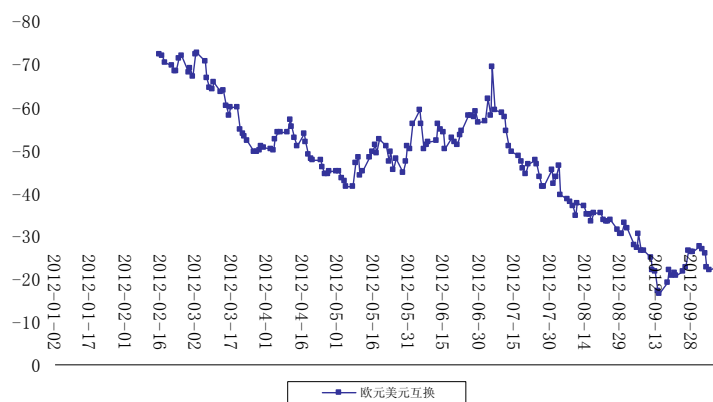
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3M 连续数日下滑, 上周五有所回升, 资金整体趋松。



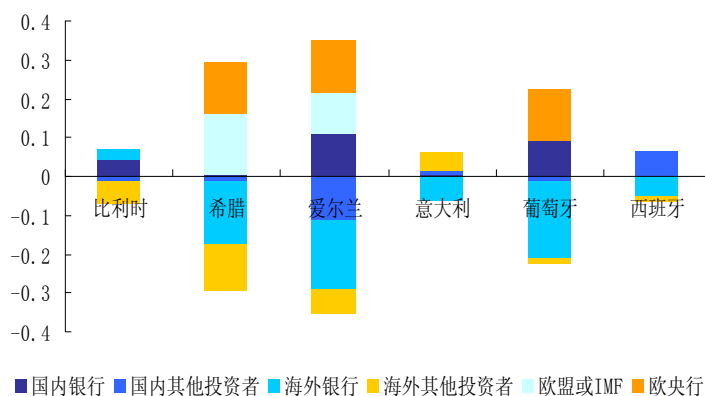
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本连续下滑。



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

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。