

2012 年 11 月 26 日

全球经济有望企稳，动力来自新兴市场

——从领先指标来看四季度全球经济

相关研究

美国延续 QE3，12 月或加码
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度
通胀存隐患
2012 年 10 月 16 日

美国 9 月劳动力市场出现一
定程度的改善，但不容过于
乐观
2012 年 10 月 9 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

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lih@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

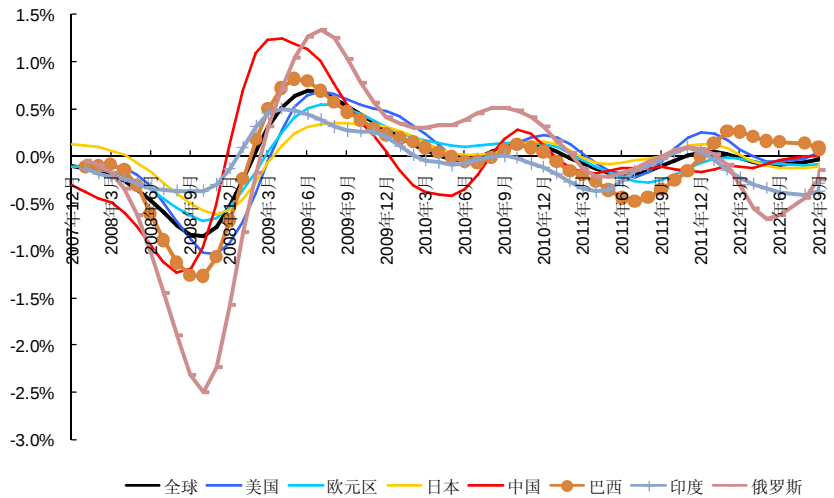
<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

- 上周公布的 OECD 全球领先指标 9 月继续下滑，但跌速已连续三个月放缓，其中加拿大、中国和美国已经出现企稳趋势。根据 OECD 领先指标领先工业生产 3 个月的经验，这意味着全球经济四季度趋稳的趋势已经确立。
- 作为预测经济拐点的 OECD 领先指标显示，今年全球经济一季度反弹，此后工业生产增速一路下滑，但 9、10 月可能是全球工业生产增速开始筑底的阶段。从绝对值来看，全球 OECD 领先指标自今年 2 月以来一路下滑，意味着今年一季度经济反弹只是昙花一现，此后呈放缓趋势；而从增速来看，主要经济体 OECD 领先指标增速的拐点在 6 月，其中新兴经济体领先指标触底更早，巴西年初触底，而中国、俄罗斯的拐点均在 5 月，这意味着全球经济增速触底的拐点在 9、10 月，而新兴市场对经济企稳的贡献较大。
- 从已公布的数据来看，10 月美国工业生产下滑 0.4%，但一定程度上受到飓风 sandy 的影响，剔除飓风的影响则基本持平；欧元区 10 月工业生产环比下滑 2.5%，这是 2009 年 1 月以来最大跌幅，其中希腊创 1995 年有记录以来的历史新低，德国也下滑 2.1%；巴西工业生产 10 月同比下滑约 3%，而印度同比持平，中、英、西、意等国增速已经开始反弹，这基本验证了近期工业生产筑底的迹象。
- 按各国在 OECD 的 GDP 所占比例作为权重，从各国领先指标对整体的贡献来看，德国为首的欧元区、墨西哥、日本是对全球经济最大的拖累，而美、英、澳正贡献最大，对发达经济体企稳有着重要作用。而从新兴经济体来看，东盟、巴西未来增长势头较好，而中国表现好于新兴市场但仍有下行风险，而印、俄表现预计相对较差
- 刚公布的德国 11 月商业景气指数也证实了这一观点，在经历了 6 个月的连续下跌后，商业景气指数反弹至 101.4。从调查情况来看，企业较前期更满意与当前商业状况，而且对未来的商业发展也不再那么的悲观。11 月制造业商业景气指数虽然仅有-6.5，但这是该指数 6 个月来首次上升。其中，对于制造业出口预期指数 3 个月来首次转正。另，11 月批发业商业景气指数大幅上升，从-3.2 涨至 4.9；11 月零售和建筑业商业景气指数也较前期略有上涨，分别为-0.6 和-7.5。
- 德国 3 季度 GDP 环比增长 0.2%，同比增长 0.9%，与初值一致。海外需求拉动德国 GDP 增长，三季度出口环比上升 1.4%，进口环比上涨 1%，净出口对 GDP 增长的贡献 0.3 个百分点，而国内需求对 GDP 增量的贡献为零。分细项看，3 季度最终消费和政府消费分别环比小幅上涨 0.3%和 0.4%；建筑业资本投资上升 1.5%。但是三季度机械设备投资环比下降 2%，库存下降也拖累经济增速 0.3%。可见，德国商业景气指数和 GDP 上涨动力主要来自于海外需求。
- 根据德国领先指标，我们预计德国今年第 4 季度 GDP 虽能缓慢复苏至 0.3%，但仍有下行风险，不容过于乐观。风险在于：一是因为美国财政悬崖问题可能影响德国出口增速；二是德国 3 季度国内需求改善不明显，投资依然疲软；三是因为欧债危机仍存在很多不确定性，西班牙未来寻求救助将对德国经济造成一定负面影响，企业及市场信心受损。
- 总体来看，我们认为，全球经济四季度将出现明显的企稳迹象，主要受到中国等新兴市场的拉动，如果欧元区经济能如期下滑减速，那么欧洲对全球的拖累减弱，这将加大全球经济复苏的概率。

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告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告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”。

图 1：主要经济体 OECD 领先指标 9 月增速大多反弹，除了中、日和巴西



资料来源：OECD，申万研究

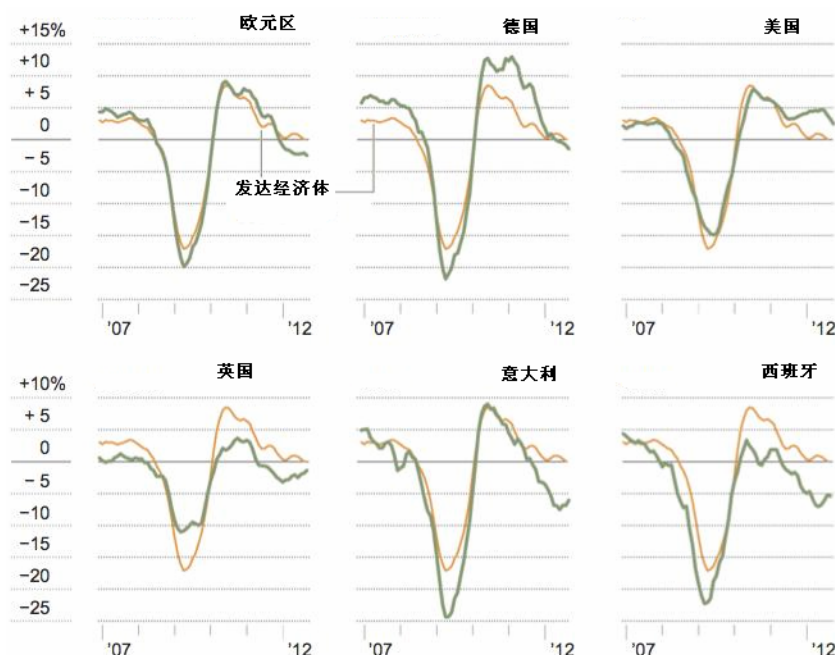
表 1：主要经济体的 OECD 领先指标显示，今年向上的拐点在 6 月

	全球	美国	欧元区	日本	中国	巴西	印度	俄罗斯
2011 年 7 月	-0.187%	-0.223%	-0.266%	-0.051%	-0.123%	-0.480%	-0.170%	-0.140%
2011 年 8 月	-0.165%	-0.179%	-0.281%	-0.034%	-0.124%	-0.438%	-0.109%	-0.073%
2011 年 9 月	-0.112%	-0.055%	-0.257%	-0.002%	-0.118%	-0.361%	-0.045%	-0.005%
2011 年 10 月	-0.048%	0.085%	-0.200%	0.059%	-0.138%	-0.265%	0.035%	0.057%
2011 年 11 月	0.006%	0.198%	-0.137%	0.103%	-0.154%	-0.165%	0.088%	0.085%
2011 年 12 月	0.037%	0.249%	-0.072%	0.121%	-0.173%	-0.007%	0.050%	0.071%
2012 年 1 月	0.043%	0.230%	-0.036%	0.117%	-0.146%	0.128%	-0.043%	0.011%
2012 年 2 月	0.022%	0.160%	-0.019%	0.074%	-0.105%	0.254%	-0.145%	-0.099%
2012 年 3 月	-0.023%	0.070%	-0.029%	0.014%	-0.122%	0.248%	-0.234%	-0.326%
2012 年 4 月	-0.068%	-0.004%	-0.055%	-0.053%	-0.134%	0.205%	-0.300%	-0.560%
2012 年 5 月	-0.090%	-0.054%	-0.078%	-0.106%	-0.088%	0.151%	-0.347%	-0.673%
2012 年 6 月	-0.091%	-0.062%	-0.094%	-0.134%	-0.043%	0.146%	-0.385%	-0.625%
2012 年 7 月	-0.074%	-0.025%	-0.099%	-0.128%	-0.011%	0.128%	-0.410%	-0.439%
2012 年 8 月	-0.045%	0.031%	-0.091%	-0.113%	0.002%	0.086%	-0.377%	-0.243%
2012 年 9 月	-0.021%	0.098%	-0.096%	-0.094%	-0.009%	0.065%	-0.285%	-0.149%

注：红色是近期增速的拐点，而黄色是近期首次转正的拐点。

资料来源：OECD、申万研究

图 2：主要发达经济体工业生产 10 月继续下滑，只有美国好于平均，但仍在下滑，英、意、西工业生产已出现连续反弹



资料来源：路透，申万研究

表 2、2012 年 9 月 OECD 各国领先指标

经济体	占二季度 GDP 的		8 月值	9 月值	9 月增速	9 月贡献比例
	比重					
美国	35.25%		100.80	100.90	0.10%	69.44%
英国	5.33%		100.06	100.24	0.19%	20.06%
澳大利亚	2.17%		100.20	100.38	0.17%	7.54%
以色列	0.56%		100.62	100.97	0.35%	3.96%
韩国	3.64%		100.41	100.46	0.05%	3.95%
意大利	4.19%		98.91	98.95	0.05%	3.83%
瑞士	0.82%		99.75	99.85	0.10%	1.68%
加拿大	3.36%		99.67	99.70	0.02%	1.63%
希腊	0.11%		100.23	100.55	0.32%	0.74%
葡萄牙	0.57%		98.69	98.73	0.05%	0.54%
爱尔兰	0.44%		101.11	101.17	0.06%	0.51%
瑞典	0.87%		100.51	100.53	0.02%	0.38%
OECD	100.00%		100.22	100.22	-0.001%	100.00%
挪威	0.62%		100.27	100.26	-0.01%	-0.16%
爱沙尼亚	0.06%		99.46	99.30	-0.16%	-0.20%
新西兰	0.29%		101.11	101.06	-0.05%	-0.27%
卢森堡	0.09%		99.21	99.05	-0.17%	-0.31%
芬兰	0.45%		99.05	98.99	-0.06%	-0.57%
斯洛伐克	0.30%		99.49	99.39	-0.10%	-0.60%
匈牙利	0.44%		98.43	98.35	-0.08%	-0.69%
丹麦	0.47%		99.72	99.60	-0.12%	-1.09%
斯洛文尼	0.13%		99.19	98.76	-0.43%	-1.13%

亚

比利时	0.95%	99.46	99.40	-0.07%	-1.27%
智利	0.72%	98.51	98.39	-0.12%	-1.66%
波兰	1.84%	100.13	100.08	-0.05%	-1.87%
捷克	0.65%	98.93	98.78	-0.15%	-1.92%
荷兰	1.61%	99.28	99.20	-0.08%	-2.51%
奥地利	0.80%	99.53	99.36	-0.16%	-2.60%
土耳其	2.65%	99.48	99.39	-0.10%	-5.13%
法国	5.07%	99.56	99.51	-0.05%	-5.28%
西班牙	3.20%	100.78	100.67	-0.11%	-6.78%

日本	10.42%	100.27	100.18	-0.09%	-19.61%
墨西哥	3.96%	100.95	100.60	-0.35%	-28.07%
OECD-欧洲	39.65%	99.61	99.56	-0.05%	-38.72%
德国	7.42%	98.96	98.70	-0.27%	-39.19%

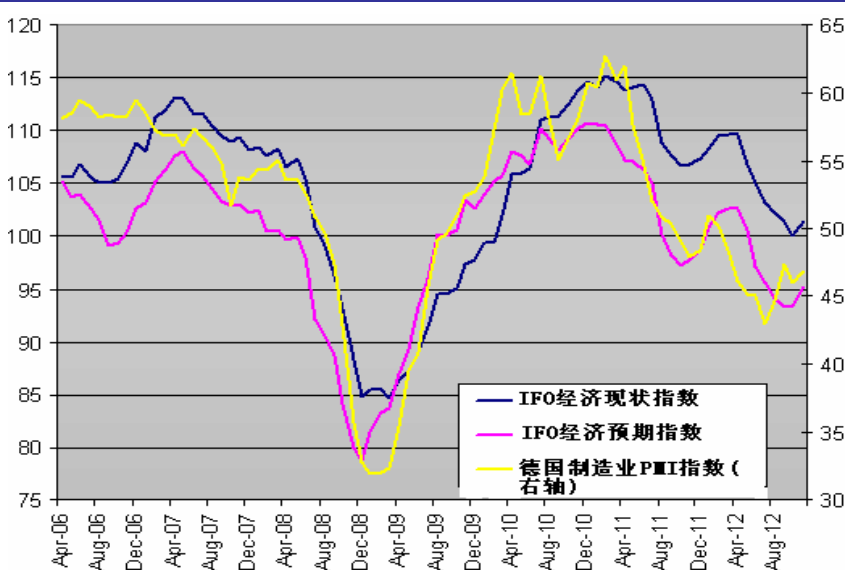
资料来源：OECD、申万研究

表 3、新兴市场中，东盟、巴西、中国表现较好，而印、俄相对较差

国家	8 月值	9 月值	9 月增速
印度尼西亚	99.17	99.38	0.22%
巴西	99.44	99.51	0.07%
中国	99.434	99.425	-0.01%
OECD+新兴六国	99.76	99.74	-0.02%
南非	100.40	100.36	-0.04%
俄罗斯	99.16	99.02	-0.15%
印度	97.13	96.85	-0.28%

资料来源：OECD、申万研究

图 3：德国经济领先指标均出现反弹



资料来源：IFO, Markit, 申万研究

1. 德国三季度GDP继续上升，美股商品上扬

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少。



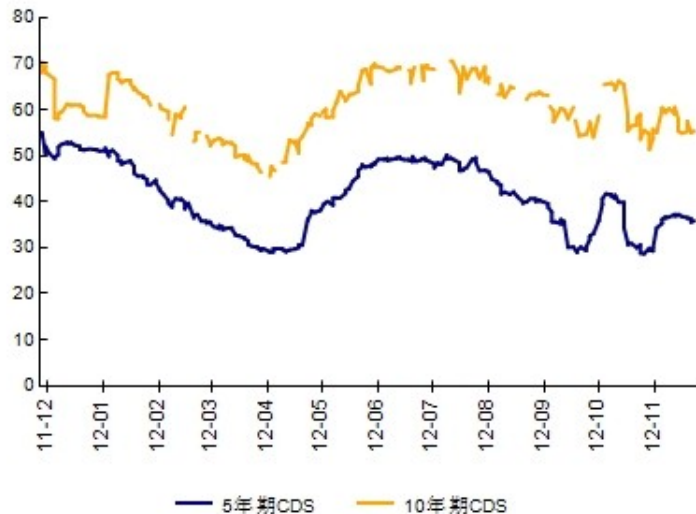
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下降，显示股市波动风险有所减缓。



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。



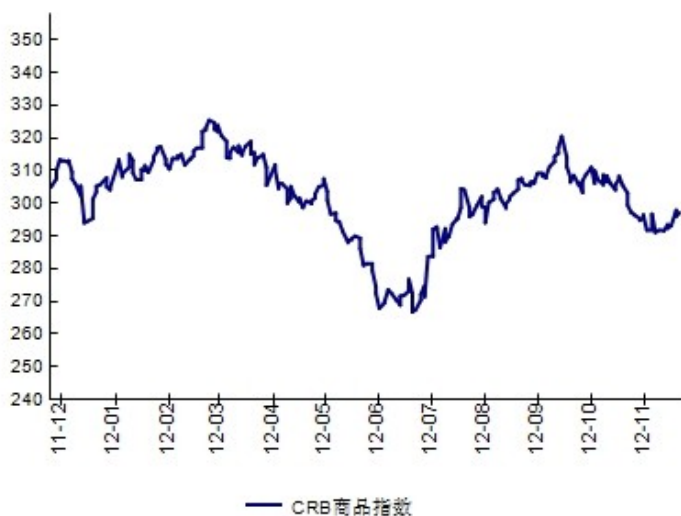
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元下跌，由于德国三季度 GDP 增长，与初值一致。



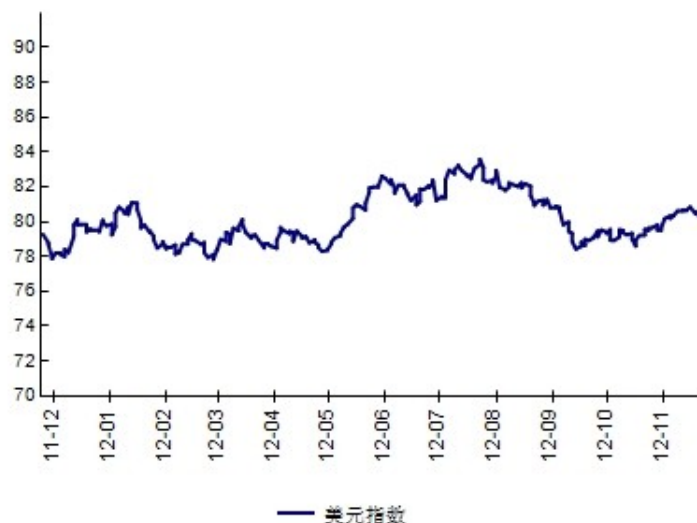
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格上涨，由于金属能源价格上涨推动。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅下降，对其避险需求转移至黄金，由于日本将进行选举预计其未来会加大宽松力度。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格回升，对其避险需求有所增加，由于预计日本会加大宽松力度。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格小幅上扬, 由于本月欧盟财长将第三次讨论希腊救助款, 预计会达成一致。



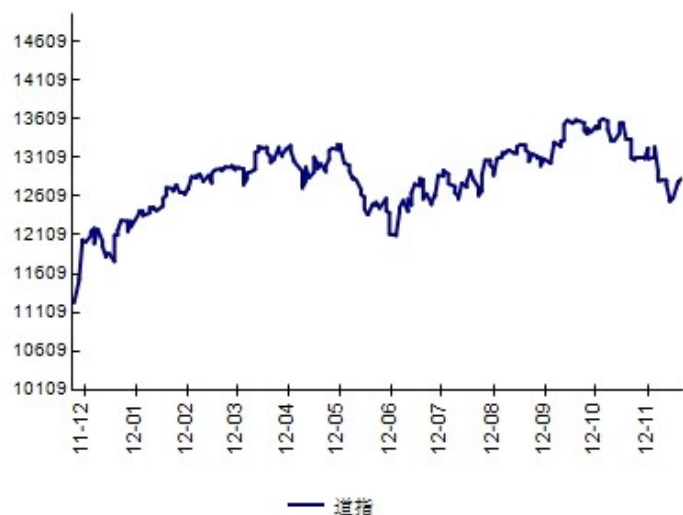
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比下滑, 由于铜价涨幅不如金价。受中德经济数据利好导致铜价回升。



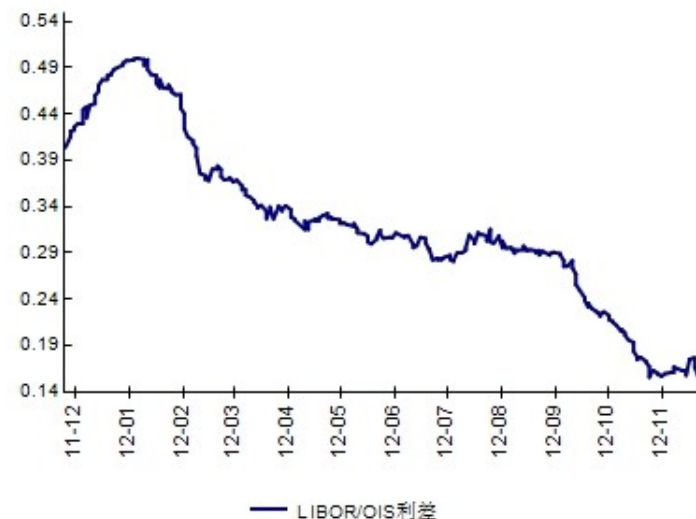
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 由于德国 3 季度 GDP 环比增长且 IF0 景气指数回升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 12: Libor-OIS 利差上涨, 银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

近一周已公布的经济数据

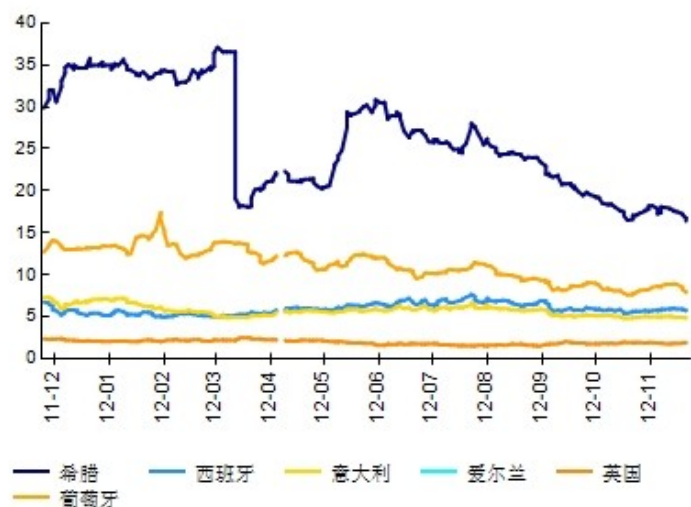
时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
11/14/2012 21:30	商品零售额	Oct	-0.20%	-0.30%	1.10%
11/14/2012 21:30	除汽车外零售额	Oct	0.20%	0.00%	1.10%
11/14/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	Oct	0.40%	-0.30%	0.90%
11/14/2012 21:30	零售销售“对照小组”	Oct	0.40%	-0.10%	0.90%
11/15/2012 03:00	Minutes of FOMC Meeting				
11/15/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	Oct	0.10%	0.10%	0.60%
11/15/2012 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	Oct	0.10%	0.20%	0.10%
11/15/2012 21:30	居民消费价格(同比)	Oct	2.10%	2.20%	2.00%
11/15/2012 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	Oct	2.00%	2.00%	2.00%
11/15/2012 21:30	消费价格指数-无季节调整	Oct	231.327	231.317	231.407
11/15/2012 21:30	CPI 核心指数 经季调	Oct	--	230.994	230.58
11/15/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	Nov	-8	-5.22	-6.16
11/15/2012 21:30	首次失业人数	Nov 10	375K	439K	355K
11/15/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 3	3181K	3334K	3127K
11/15/2012 21:45	Bloomberg U.S. Economic Survey for November				
11/15/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 11	--	-33.1	-34.4
11/15/2012 23:00	房贷拖欠	3Q	--	7.40%	7.58%
11/15/2012 23:00	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	4.07%	4.27%
11/15/2012 23:00	费城联储商业前景指数	Nov	2	-10.7	5.7
11/16/2012 22:00	净 TIC 流量总计	Sep	\$50.0B	\$4.7B	\$91.4B
11/16/2012 22:00	长期净 TIC 流量	Sep	\$50.0B	\$3.3B	\$90.0B
11/16/2012 22:15	工业产值	Oct	0.20%	-0.40%	0.40%
11/16/2012 22:15	设备使用率	Oct	78.30%	77.80%	78.30%
11/16/2012 22:15	制造业(SIC)产值	Oct	0.20%	-0.90%	0.20%
11/19/2012 23:00	NAHB 住宅市场指数	Nov	41	46	41
11/19/2012 23:00	现房销售	Oct	4.74M	4.79M	4.75M
11/19/2012 23:00	旧宅销售 月环比	Oct	-0.20%	2.10%	-1.70%
11/20/2012 21:30	新宅开工指数	Oct	840K	894K	872K
11/20/2012 21:30	房屋开工(月环比)%	Oct	-3.70%	3.60%	15.00%
11/20/2012 21:30	建筑许可	Oct	864K	866K	894K
11/20/2012 21:30	建筑许可(月环比)%	Oct	-2.90%	-2.70%	11.60%
11/21/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 16	--	-2.20%	12.60%
11/21/2012 21:30	首次失业人数	Nov 17	410K	410K	439K
11/21/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 10	3345K	3337K	3334K
11/21/2012 21:58	Markit 美国 PMI 初值	Nov	51	52.4	51
11/21/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 18	--	-33.9	-33.1
11/21/2012 22:45	彭博经济预期	Nov	--	4	-7
11/21/2012 22:55	密歇根大学消费者信心	Nov F	84.5	82.7	84.9
11/21/2012 23:00	领先指标	Oct	0.10%	0.20%	0.60%

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
11/26/2012 21:30	芝加哥联储全美活动指数	Oct	--	--	0
11/26/2012 23:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	Nov	2	--	1.8
11/27/2012 21:30	耐用品订单	Oct	-1.00%	--	9.90%
11/27/2012 21:30	耐用消费品（除运输类）	Oct	-0.60%	--	2.00%
11/27/2012 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Oct	-0.60%	--	0.00%
11/27/2012 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Oct	--	--	-0.30%
11/27/2012 22:00	标普/CS 20个城市月环比%经季调	Sep	0.40%	--	0.49%
11/27/2012 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Sep	2.90%	--	2.03%
11/27/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	3Q	--	--	1.22%
11/27/2012 22:00	标普/CS 住宅价格指数	Sep	--	--	145.87
11/27/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数	3Q	--	--	132.54
11/27/2012 23:00	里士满联储制造业指数	Nov	--	--	-7
11/27/2012 23:00	消费者信心	Nov	73	--	72.2
11/27/2012 23:00	住宅价格指数 月环比	Sep	0.40%	--	--
11/27/2012 23:00	House Price Purchase Index QoQ	3Q	2.00%	--	1.80%
11/28/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 23	--	--	-2.20%
11/28/2012 23:00	新建住宅销售	Oct	386K	--	389K
11/28/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	Oct	-0.80%	--	5.70%
11/29/2012 03:00	联储黄皮书				
11/29/2012 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q S	2.80%	--	2.00%
11/29/2012 21:30	个人消费	3Q S	2.00%	--	2.00%
11/29/2012 21:30	GDP 价格指数	3Q S	2.80%	--	2.80%
11/29/2012 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q S	1.30%	--	1.30%
11/29/2012 21:30	首次失业人数	Nov 24	--	--	410K
11/29/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 17	--	--	3337K
11/29/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 25	--	--	-33.9
11/29/2012 23:00	待定住宅销售量(月环比)	Oct	0.80%	--	0.30%
11/29/2012 23:00	待定住宅销售 同比	Oct	9.10%	--	8.50%
11/30/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Nov	-3	--	-4
11/30/2012 21:30	个人收入	Oct	0.20%	--	0.40%
11/30/2012 21:30	个人开支	Oct	0.10%	--	0.80%
11/30/2012 21:30	PCE 平减指数(月环比)	Oct	0.20%	--	0.40%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出平减指数（年比）	Oct	1.80%	--	1.70%
11/30/2012 21:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	Oct	0.20%	--	0.10%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Oct	1.70%	--	1.70%
11/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	Nov	--	--	43.3

2. 德国IFO商业景气指数回升，欧股欧元上涨

图 13：除葡萄牙和希腊外，其他欧猪五国国债收益率均下降。对经济担忧情绪减弱。



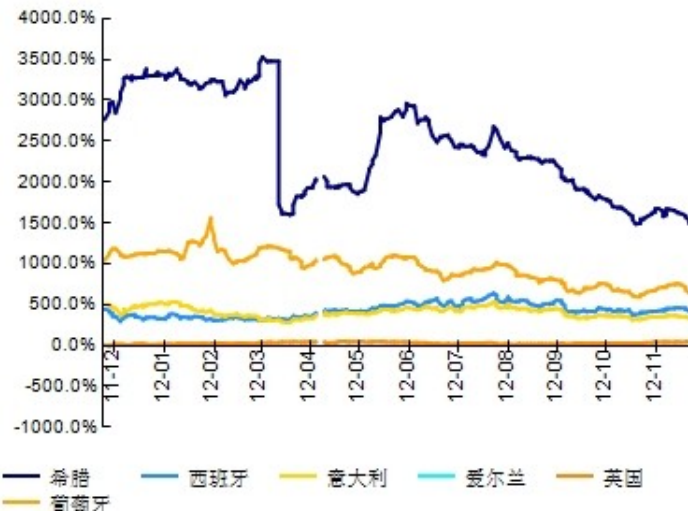
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除葡萄牙和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均下滑。



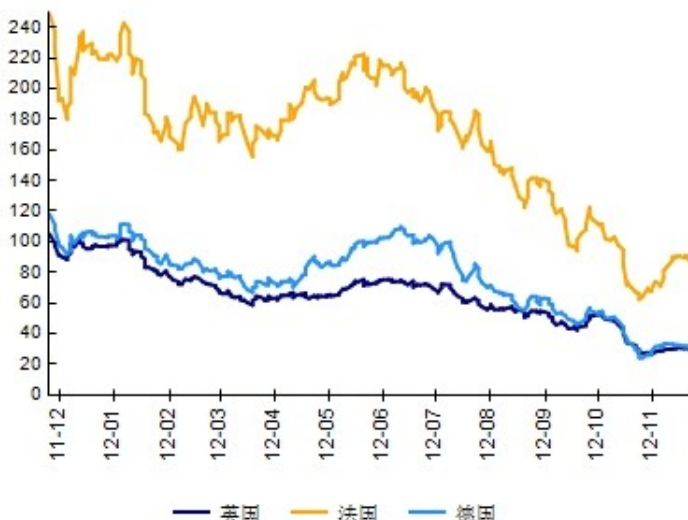
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙和希腊外，其他国国债利差均下滑，对经济担忧情绪有所减缓。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减少。



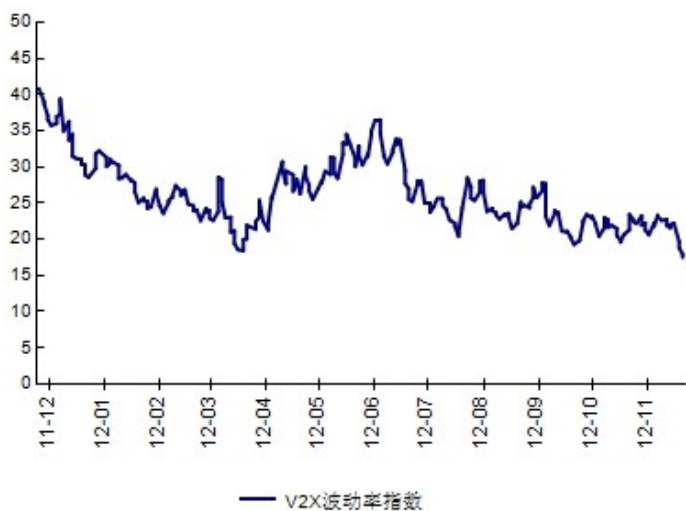
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



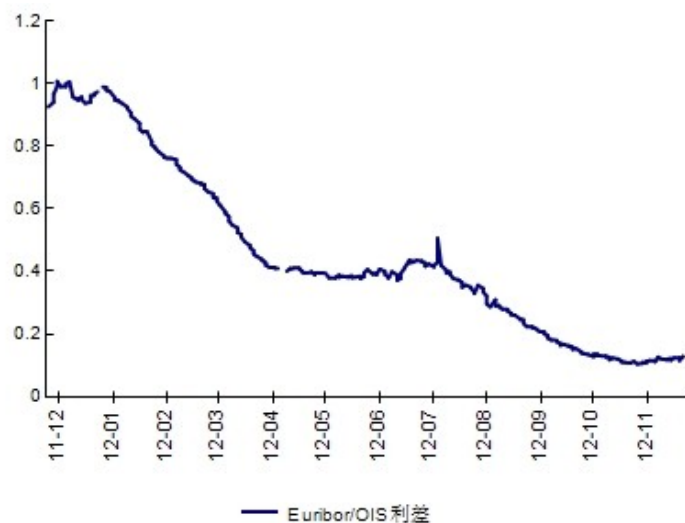
资料来源: Bloomberg, 申万研究

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。



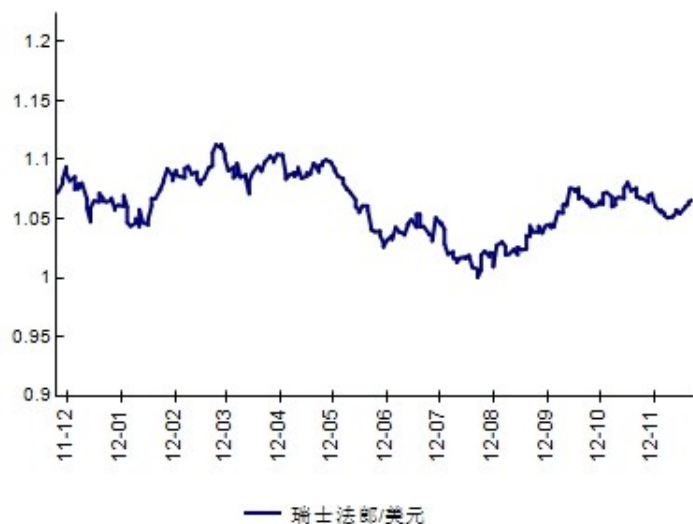
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上涨, 由于德国 IFO 商业景气指数回升。



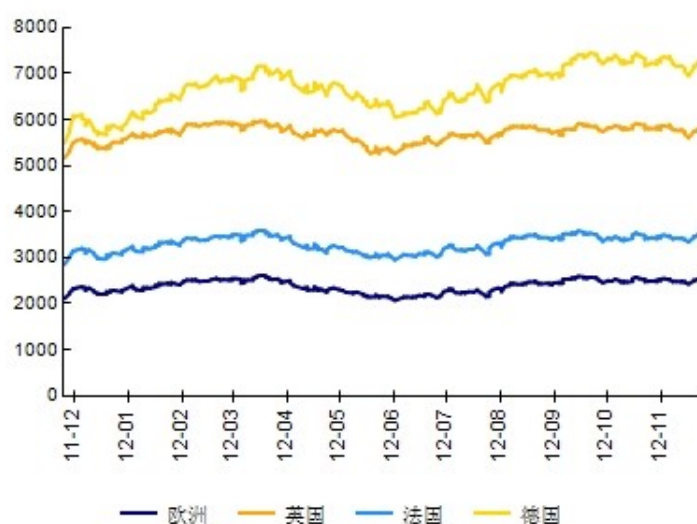
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 对美元的避险需求有所减小。



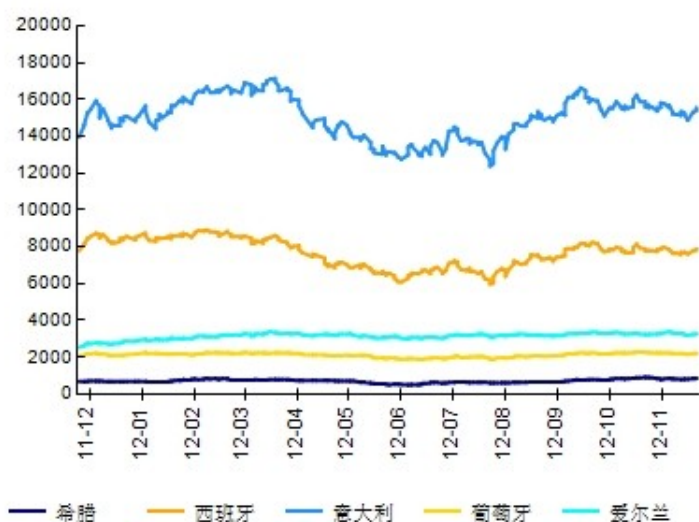
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上扬, 由于德国 IFO 商业景气指数和未来预期指数均回升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均回升。



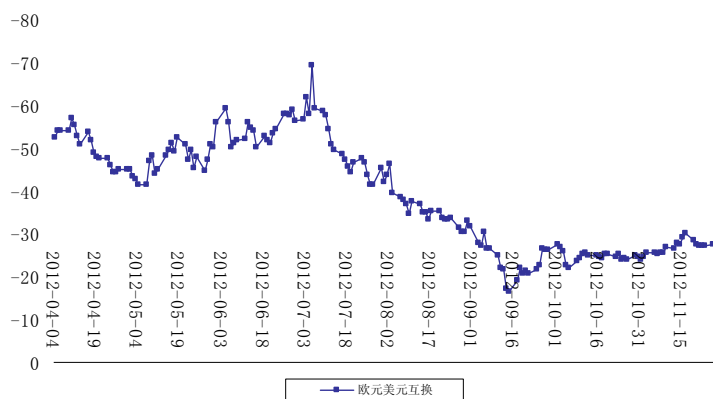
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 除法兴和 RBS 外, 其他银行 CDS 均下降。



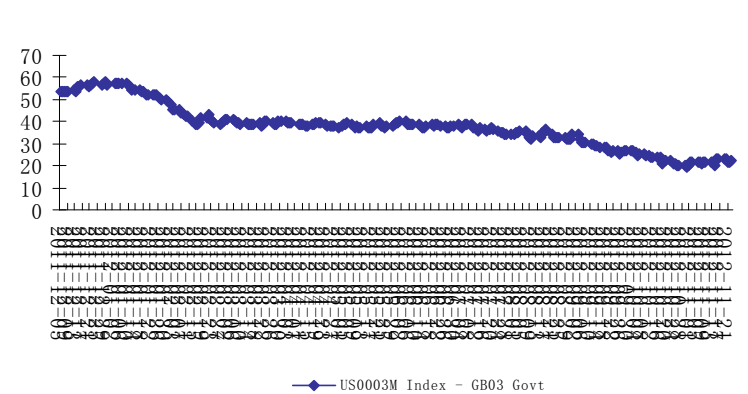
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：欧元美元互换成本下滑。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：TED3M 上涨，资金趋紧。



资料来源：ECB，申万研究

表 1：欧美重大事件日程

12月6日	欧央行公布利率决议
12月12日	美联储议息会议
12月12日	欧洲理事会会议
12月15日	意大利 189 亿欧元债务到期
12月	三驾马车审核葡萄牙、爱尔兰

资料来源：bloomberg、申万研究

表 2：欧洲主要国家的重要经济指标

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 3：2013 年欧洲边缘国家的月度未到期债务（亿欧元）

	希腊	葡萄牙	意大利	西班牙	爱尔兰	欧猪五国
2012年11月	0.87	0.52	177.0	2.1	0	180.5
2012年12月	23.4	14.8	331.0	23.5	0.4	393.0
2013年1月	36.3	13.8	212.8	217.4	5	485.2
2013年2月	12.6	19.0	398.1	83.8	0	513.6
2013年3月	13.9	25.7	175.0	134.0	0	348.6
2013年4月	17.0	8.5	463.0	218.9	59	766.2
2013年5月	71.8	13.2	70.0	71.7	0	226.7
2013年6月	12.3	12.2	258.8	80.4	0	363.6
2013年7月	7.5	18.3	221.0	212.2	0	459.0
2013年8月	22.6	0	337.4	74.8	0	434.8
2013年9月	0	63.1	216.4	80.1	0	359.6
2013年10月	0	19.6	80.0	210.6	0	310.2
2013年11月	0	0	185.3	28.3	0	213.6
2013年12月	0	0	207.6	16.0	0.0	223.6

资料来源：彭博、申万研究

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	11-11-19	Aa1	负面	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
	88-09-28	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	12-10-10	BBB-	负面	12-06-07	BBB	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-03-10	Aa2	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	10-09-30	AA1	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-06-30	AAA*-	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
	01-12-13	AAA	正面	09-01-19	AA+	负面			
				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。