

2012 年 12 月 03 日

美国经济依赖加库存而走强，四季度下调至 1.4%

——国际金融市场风险监控日报 12 月 3 日

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

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：

- 投资结论：美国三季度实际 GDP 增速从 2%上修至 2.7%，主要是库存的贡献上调 0.9 个百分点，而消费反而下调 0.4 个百分点，说明经济是由企业加库存和政府国防支出所拉动。我们预计，四季度消费可能继续回落，由于财政悬崖谈判进展缓慢，工资税很可能不再延期，导致消费支出减少，从 10 月实际个人消费支出下滑 0.3%已见端倪，加上初步估计飓风“桑迪”造成的美国经济损失为 30 亿美元以上，因而我们将四季度美国实际 GDP 增速下调 0.3 个百分点至 1.4%，对未来两个季度保持谨慎。
- 主要观点及逻辑：
- 美国经济增速三季度升至 2.7%，略高于我们此前预期的 2.4%，主要因为库存的贡献超预期。名义 GDP 环比上涨 5.5%，创五年新高，扣除 2.8%的通胀后，实际 GDP 环比上涨 2.7%，是二季度增速的两倍，主要提振来自于企业加库存和政府国防支出，而个人消费、企业投资以及进口的增速今年以来直线下滑，说明经济内生增长动力不足。
- 消费方面，今年三季度个人收支延续年初至今的下滑趋势，均下滑 0.5%，实际可支配收入和实际消费支出 10 月环比继续下降 0.1%和 0.3%，说明个人收支情况开始恶化，财政悬崖加上飓风“桑迪”的影响，导致人们减少对汽车和建材的消费，预计四季度消费增速或将继续下滑。
- 投资方面，耐用品订单增速从 9 月的 9.2%回落至 0，主要是汽车、飞机等运输订单和国防订单下滑所拖累，也显示四季度的工业生产没有足够订单来驱动，可能继续下滑；而企业仍处于加库存阶段，制造业耐用品库存 10 月环比上涨 0.4%，对经济的正贡献有望持续。
- 进出口增速均上调，主要因商品出口增速好于预期，而服务进出口一开始反弹。随着四季度欧洲和中国经济逐渐企稳，美国的外贸环境将有所改善，日本出口锐减导致作为替代品的美国商品有望出现好转，对经济的贡献将增加。
- 从美国的领先指标来看，尽管 OECD 领先指标和 PMI 近两个月均有所反弹，但是，美国经济周期研究所 (ECRI) 周度领先指标增速自今年 10 月 12 日至今一直呈下滑趋势，预示三季度美国经济的强劲反弹或出现乏力，美国谘商会公布的美国领先指标 10 月增速也从 0.5%下滑至 0.2%，仍不容乐观。
- 总体来看，我们预计，四季度美国个人消费可能继续回落，主要因为财政悬崖谈判进展缓慢，工资税可能不再延期，导致消费支出减少，从 10 月实际个人消费支出下滑 0.3%已见端倪；而政府消费因 2013 财年自动减赤机制而被迫减少，而且初步估计飓风“桑迪”造成的美国经济损失为 30 亿美元以上，对四季度美国 GDP 的拖累约为 0.1 个百分点，加上消费支出下滑对 GDP 的拖累或将超过此前预期，因而我们将四季度美国实际 GDP 增速下调 0.3 个百分点至 1.4%，对未来两个季度的美国经济保持谨慎。

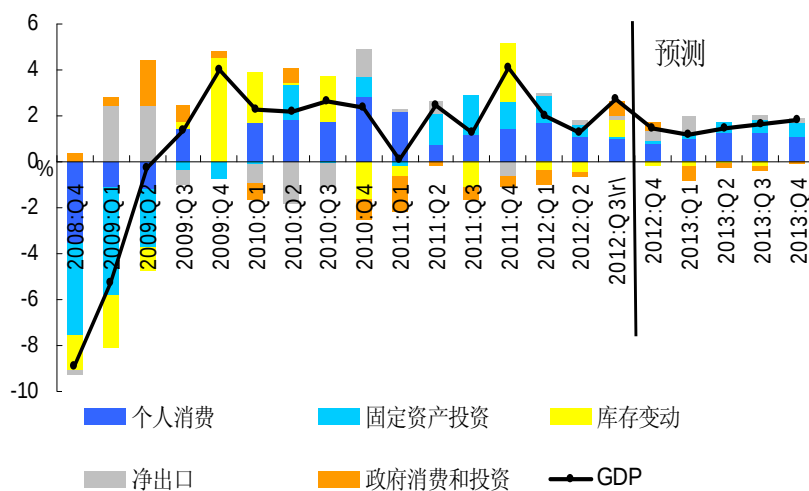
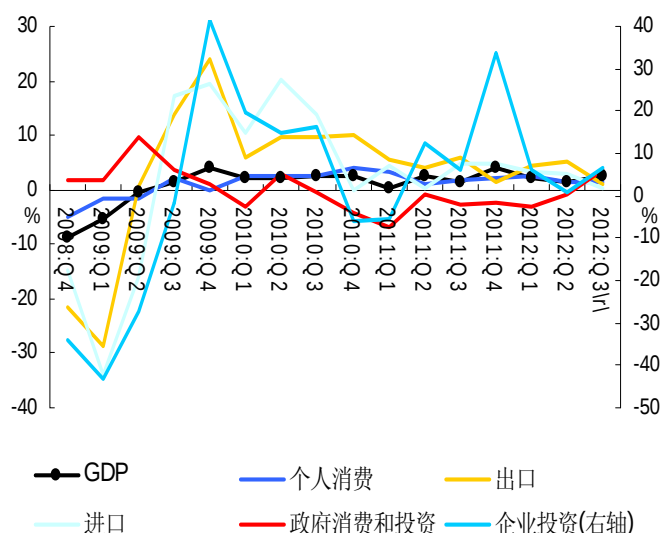
1、美国经济三季度依赖加库存而走强，四季度GDP增速下调至 1.4%

11月29日，美国公布三季度GDP第二次估计值，将三季度实际GDP增速从2%向上修正至2.7%，但主要是库存的贡献上调0.9个百分点，而消费反而下调0.4个百分点，改变了GDP初值所显示的消费拉动经济复苏的认识。根据修正后的数据，三季度美国经济走强，主要因为企业加库存和政府国防支出所提振。

名义GDP环比上涨4.88%，甚至超过去年第四季度，暗示企业利润较好，环比或增长13%；通胀有抬头之势，从二季度的1.6%反弹至近一年高点2.8%，加上QE3的助推，四季度可能维持高位。

图 1：美国实际 GDP 环比增速显示，三季度美国政府消费和投资以及加库存所带动的企业投资支撑经济反弹

图 2：从各部分对美国实际 GDP 的贡献来看，个人和政府消费将继续拖累美国经济



资料来源：美国经济分析署、申万研究

资料来源：美国经济分析署、申万研究

从GDP各项组成部分的增速来看，个人消费、企业投资以及进口的增速今年以来直线下滑，出口表现好于预期，维持正增长，三季度增速更是上调2.7个百分点至1.1%；政府消费三季度受益于飞机采购而反弹3.5%，二年以来首次转负为正，但一次性采购恐难以为继，而且减赤压力会迫使政府在2013财年减少开支。

从GDP各项组成部分的贡献来看，四大项均为正贡献，但个人消费、固定资产投资和净出口的边际贡献均减少，只有库存、政府消费和投资的贡献在增加，说明真正支撑经济的动力在减弱，一次性的政府采购和企业加库存对经济的短期刺激较大，但这难以扭转美国经济的弱势。

（1）从占GDP70.7%的个人消费来看，增速继续放缓0.1个百分点至1.4%。尽管耐用消费品大幅反弹8.7%，特别是汽车和零部件销售很好，贡献了GDP的24%，但被家庭的房屋能源等服务消费下滑所抵消，因为油价高企导致消费者减少相关服务方面的消费。

而美国10月零售销售出现三个月以来首次下跌，环比增速从9月的1.3%下滑至-0.3%，主要因飓风“桑迪”导致汽车销量创一年以来最大跌幅1.5%，而且建材也大幅下滑1.9%。尽管飓风过后，汽车销量可能有恢复性反弹，但进展迟缓的财政悬崖导致这个圣诞节消费可能弱于往年，短期内消费者信心难有大幅恢复。

表 1：美国个人消费支出各项的贡献

	2012:Q2	2012:Q3	2012:Q3 修正幅度	2012:Q3 环比增幅
个人消费	1.06	0.99	-0.43	-0.1
商品	0.08	0.83	-0.20	0.8
耐用品	-0.02	0.64	0.01	0.7
机动车及零部件	-0.26	0.25	0.07	0.5
家具及家用设备	-0.01	0.10	-0.03	0.1
休闲品和车辆	0.16	0.24	-0.04	0.1
其他耐用品	0.10	0.06	0.02	0.0
非耐用品	0.10	0.18	-0.22	0.1
食品饮料	-0.03	0.04	-0.03	0.1
服装和鞋	-0.12	0.12	-0.02	0.2
汽油和其他能源	0.23	-0.11	-0.12	-0.3
其他非耐用品	0.02	0.12	-0.06	0.1
服务	0.99	0.16	-0.23	-0.8
家庭服务消费	0.69	-0.04	-0.24	-0.7
非盈利机构提供给家庭的服务消费	0.29	0.20	0.01	-0.1

资料来源：美国经济分析局、申万研究

(2) 从占GDP14%的企业投资来看，三季度固定资产投资的增速从0.7%下滑至0.5%，主要因为运输、工业设备连续四季度增速下滑，三季度整个非住宅投资陷入负增长，反映了商业活动疲软，投资意愿下降，原因在于外需疲软以及政策层面不确定性较大，最终导致企业不愿增加开支。另一方面，支撑来自于非农企业加库存和房地产投资。非农库存对三季度GDP增长的贡献大幅上修1.5个百分点至1.16，这主要受到耐用消费品的需求增加所致，加上四季度消费旺季的到来，说明企业对未来销售并不悲观。房地产投资呈加速复苏之势，实际住宅投资增速从二季度较低的8.5%攀升至14.2%，但仍低于第一季度由于暖冬效应导致的峰值20.5%，主要由于房地产市场价升量涨带动住房投资增加。

从作为前瞻指标的耐用品订单来看，10月增速从9.2%回落至0，主要是汽车、飞机等运输订单大幅下滑所拖累，也显示四季度的工业生产没有足够订单来驱动，可能继续下滑；而企业仍处于加库存阶段，制造业耐用品库存10月环比上涨0.4%，库存金额创历史新高的3744亿美元。

表 2：美国第三季度投资各项的贡献

	2012:Q2	2012:Q3	2012:Q3 修正幅度	2012:Q3 环比增幅
企业总投资	0.09	0.86	0.79	0.8
固定资产投资	0.56	0.10	-0.10	-0.5
非住宅	0.36	-0.23	-0.10	-0.6
建筑	0.02	-0.03	0.10	-0.1
设备和软件	0.35	-0.20	-0.20	-0.6

信息处理软件和设备	-0.09	-0.10	-0.06	0.0
计算机和外围设备	-0.12	-0.19	-0.06	-0.1
软件	0.11	0.05	-0.07	-0.1
其它	-0.08	0.04	0.07	0.1
工业设备	0.16	0.00	0.00	-0.2
运输设备	0.19	-0.22	-0.12	-0.4
其它设备	0.09	0.12	-0.02	0.0
住宅	0.19	0.32	-0.01	0.1
			0.00	0.0
库存变动	-0.46	0.77	0.89	1.2
农业	-0.17	-0.39	0.03	-0.2
非农业	-0.29	1.16	0.86	1.5

资料来源：美国经济分析局、申万研究

(3) 从政府投资和消费来看，三季度环比增速尽管下修0.2个百分点至3.5%，但暂时摆脱了两年来拖累GDP的标签，贡献大幅提高0.85个百分点，说明财政紧缩政策的拖累效应递减。联邦政府的国防和非国防支出均扭负为正，其中国防消费支出增加最多，环比上升12.9%。

而从国防资本品新订单来看，10月大幅下滑7.1%，再加上2013财年减赤压力较大，四季度政府投资和消费恐将再度回落。

(4) 美国此次上调了三季度进出口增速，其中进口增速上调2.7个百分点至1.1%，进口也上调0.3个百分点至0.1%，但仍不及出口量，因而净出口的贡献上调0.3个百分点至0.14个百分点，主要因为商品出口增速虽然仍处于放缓趋势，但是好于预期，而服务进出口增速均已开始反弹，但无法完全抵消商品增速的下滑。随着四季度欧洲和中国经济逐渐企稳，美国的外贸环境将有所改善，日本出口锐减导致作为替代品的美国商品有望出现好转，对经济的贡献增加。

从中观层面来看，非农企业增长最快，实际增加值增速翻倍至4.2%，其中计算机销售反弹31.7%，创一年半高位；而鲜明对比的是，农业下滑最快，实际增加值下滑35.3%，说明美国农业近期萎缩很快；政府实际增加值增速两年以来首次为正，而个人和企业实际增加值今年以来呈加速萎缩的趋势。

从微观层面来看，企业利润整体较好，季化环比上涨3.5%，同比上涨8.7%，创今年新高，但主要是非联储金融机构的支撑，利润环比增长21%，同比增长45.7%，贡献了企业利润的112%，而联储银行和非银行企业的利润环比分别下滑6.5%和0.3%，这印证了标普500企业三季报盈利不佳。个人收支方面，今年三季度延续年初至今的下滑趋势，均下滑0.5%，且二、三季度的可支配收入增速分别下调0.9和0.3个百分点。10月，实际可支配收入和实际消费支出10月环比分别下降0.1和0.3%，说明个人收支情况开始恶化，财政悬崖的威胁迫在眉睫。从同比来看，实际个人消费支出增速继三季度下滑至1.4%后，10月继续放缓至1.3%，由此可见，四季度消费对经济的拖累或将加剧。

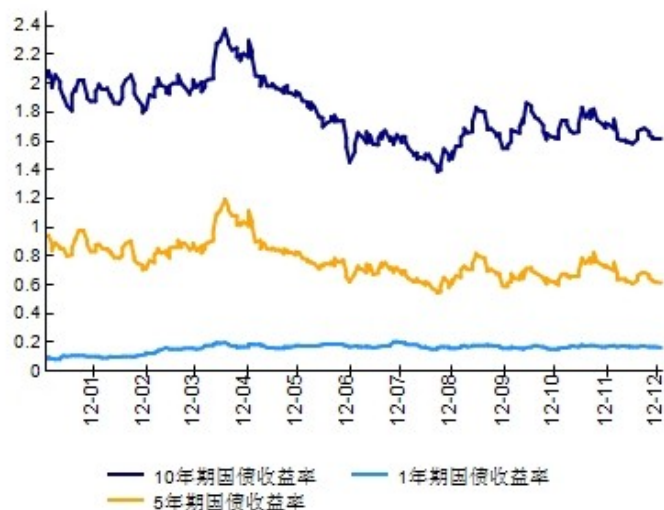
而从美国的领先指标来看，尽管OECD领先指标和PMI近两个月均有所反弹，但是，美国经济周期研究所(ECRI)周度领先指标增速自今年10月12日至今一直呈下滑趋势，预示三季度美国经济的强劲反弹或出现乏力，美国谘商会公布的美国领先指标10月增速也从0.5%下滑至0.2%，仍不容乐观。

总体来看，我们预计，四季度美国个人消费可能继续回落，主要因为财政悬崖谈判进展缓慢，工资税可能不再延期，导致消费支出减少，从10月实际个人消费支出下滑0.3%已见端倪。政府消费因2013财年自动减赤机制而被迫减少，而且初步估计飓风“桑迪”造成的美国经济损失为30亿美元以上，对四季度美国GDP的拖累约为0.1个百分点，加上消费支

出下滑对GDP的拖累或将超过此前预期，因而我们将四季度美国实际GDP增速下调0.3个百分点至1.4%，对未来两个季度的美国经济保持谨慎。

2. 中国制造业PMI重回扩张，美股原油回升

图 1：美国 5 年期国债收益率下滑，对经济形势担忧有所增加。 图 2：美国 5 年期国债利差上涨，对经济形势担忧有所加大。

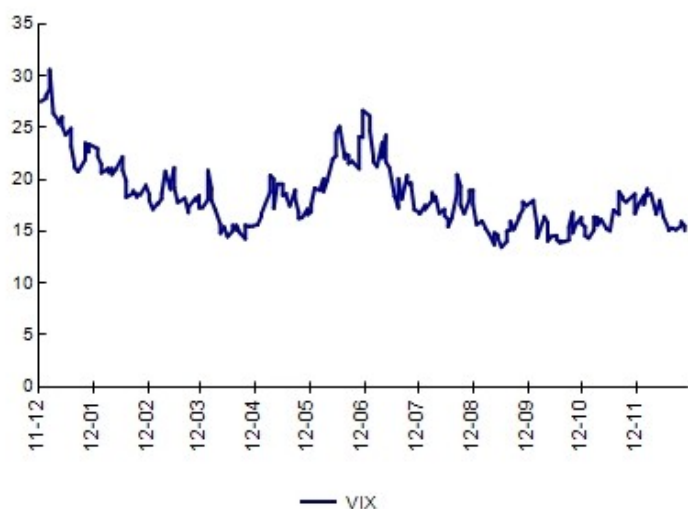


资料来源：Bloomberg，申万研究



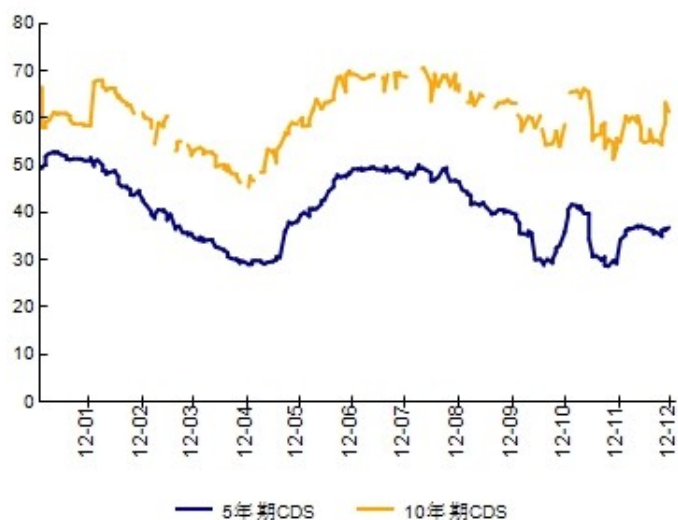
资料来源：Bloomberg，申万研究

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。



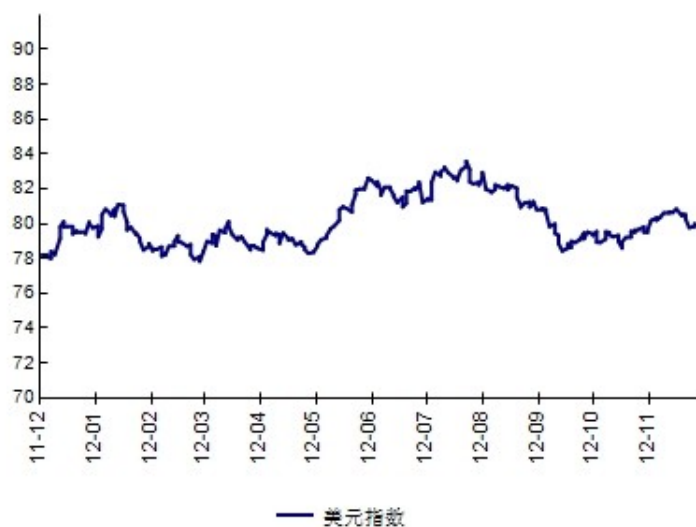
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元上升, 由于 11 月芝加哥采购经理指数重回扩张。



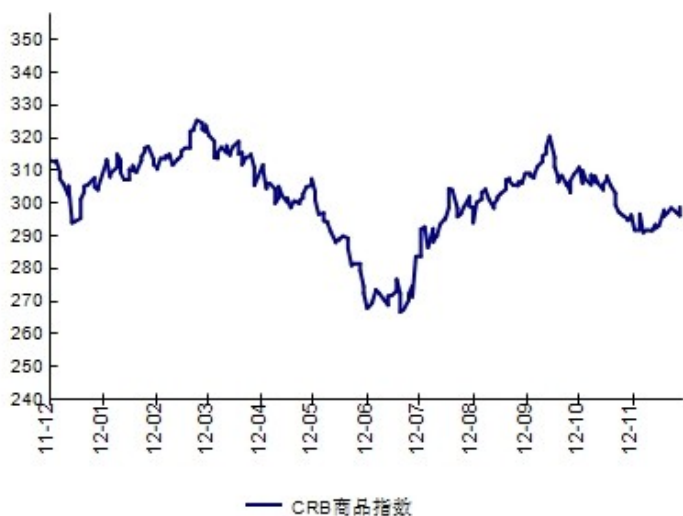
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅下滑, 对其避险需求减弱。



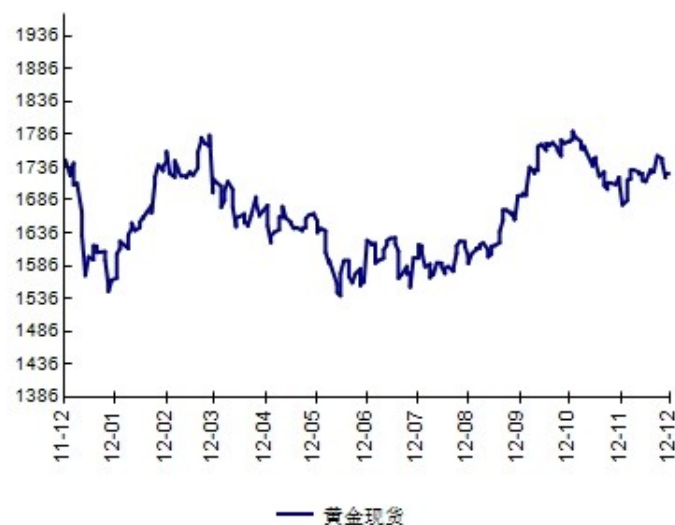
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于飓风影响导致 10 月个人收入和开支下滑, 显示需求不足。



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：原油价格上涨，由于中国 11 月制造业 PMI 创 7 个月来新高。



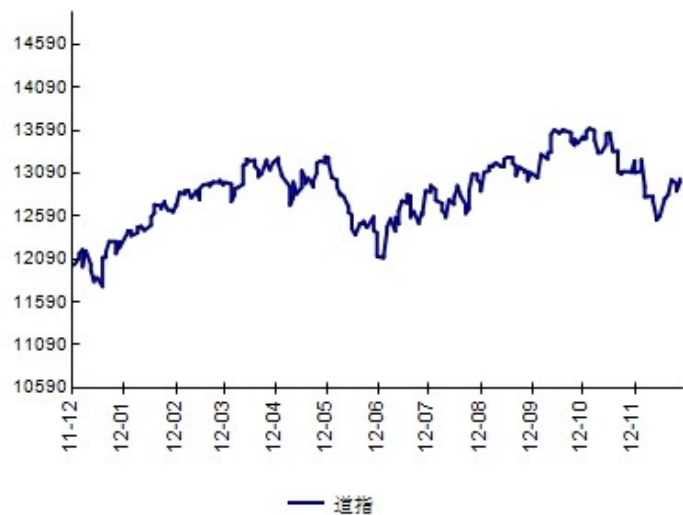
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比上升，由于中国 11 月制造业 PMI 创 7 个月来新高导致铜价上扬。



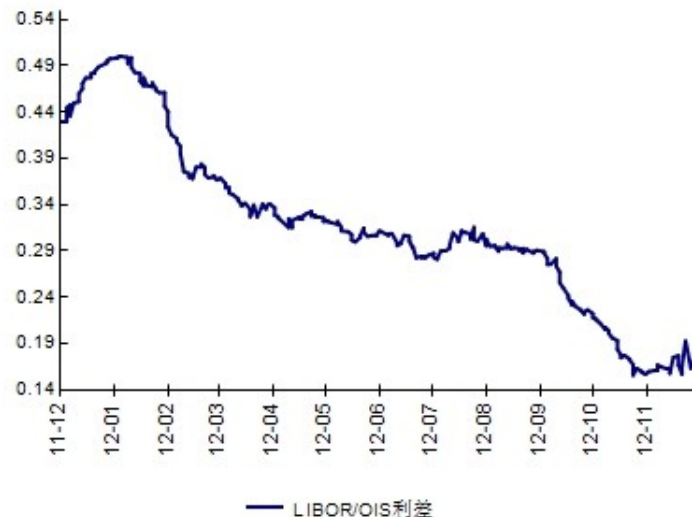
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于乐观预期财政悬崖谈判和中国 11 月制造业 PMI 上涨。



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
11/21/2012 23:00	领先指标	Oct	0.10%	0.20%	0.60%
11/26/2012 21:30	芝加哥联储全美活动指数	Oct	--	-0.56	0
11/26/2012 23:30	达拉斯联储银行制造业活动指数	Nov	2.5	-2.8	1.8
11/27/2012 21:30	耐用品订单	Oct	-0.70%	0.00%	9.90%
11/27/2012 21:30	耐用消费品（除运输类）	Oct	-0.50%	1.50%	2.00%
11/27/2012 21:30	非国防资本货物订单(飞机除外)	Oct	-0.50%	1.70%	0.00%
11/27/2012 21:30	非国防资本货物出货(飞机除外)	Oct	-2.10%	-0.40%	-0.30%
11/27/2012 22:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	Sep	0.40%	0.39%	0.49%
11/27/2012 22:00	标普/CS 综合指数-20 同比	Sep	2.95%	3.00%	2.03%
11/27/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	3Q	--	146.22	145.87
11/27/2012 22:00	标普/CS 住宅价格指数	Sep	3.85%	3.64%	1.22%
11/27/2012 22:00	标普/CS 美国住宅价格指数	3Q	135.4	135.67	132.54
11/27/2012 23:00	里士满联储制造业指数	Nov	-9	9	-7
11/27/2012 23:00	消费者信心	Nov	73	73.7	72.2
11/27/2012 23:00	住宅价格指数 月环比	Sep	0.40%	0.20%	0.70%
11/27/2012 23:00	House Price Purchase Index QoQ	3Q	1.40%	1.10%	1.80%
11/28/2012 03:00	联储黄皮书		--	-0.90%	-2.20%
11/28/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 23	390K	368K	389K
11/28/2012 23:00	新建住宅销售	Oct	0.30%	-0.30%	5.70%
11/28/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	Oct			
11/29/2012 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q S	2.80%	2.70%	2.00%
11/29/2012 21:30	个人消费	3Q S	1.90%	1.40%	2.00%
11/29/2012 21:30	GDP 价格指数	3Q S	2.80%	2.70%	2.80%
11/29/2012 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q S	1.30%	1.10%	1.30%
11/29/2012 21:30	首次失业人数	Nov 24	390K	393K	410K
11/29/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 17	3325K	3287K	3337K
11/29/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Nov 25	--	-33	-33.9
11/29/2012 23:00	待定住宅销售量(月环比)	Oct	1.00%	5.20%	0.30%
11/29/2012 23:00	待定住宅销售 同比	Oct	8.90%	18.00%	8.50%
11/30/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	Nov	-1	-6	-4
11/30/2012 21:30	个人收入	Oct	0.20%	0.00%	0.40%
11/30/2012 21:30	个人开支	Oct	0.00%	-0.20%	0.80%
11/30/2012 21:30	PCE 平减指数(月环比)	Oct	0.10%	0.10%	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%	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%	0.10%
11/30/2012 21:30	个人消费性支出核心指数（年比）	Oct	1.70%	1.60%	1.70%
11/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	Nov	47	45.5	43.3
11/30/2012 22:45	芝加哥采购经理指数	Nov	50.5	50.4	49.9

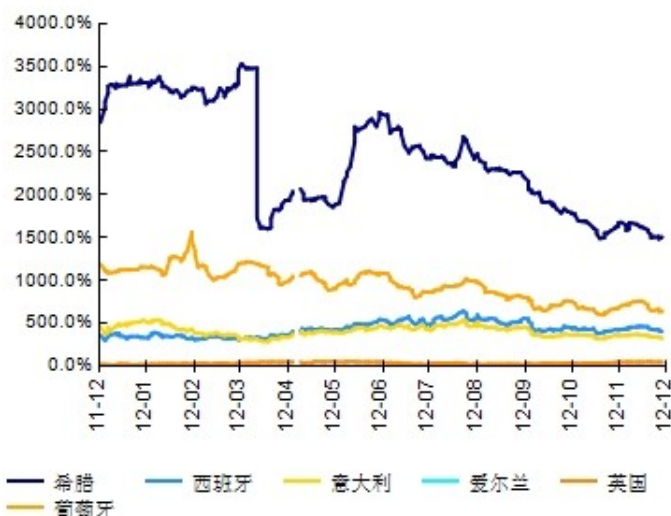
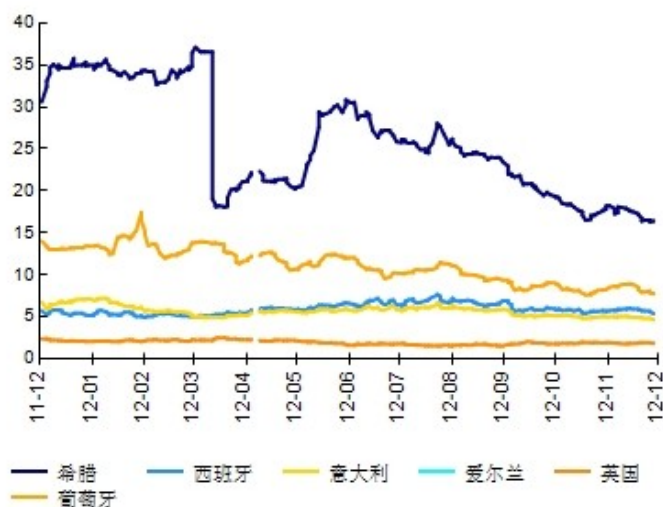
本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
12/03/2012 21:58	Markit 美国 PMI 最终	Nov	51.7	--	52.4
12/03/2012 23:00	ISM 制造业	Nov	51.5	--	51.7
12/03/2012 23:00	ISM 支付价格	Nov	53.5	--	55
12/03/2012 23:00	建筑开支月环比	Oct	0.50%	--	0.60%
12/04/2012 06:00	汽车总销售量	Nov	14.80M	--	14.22M
12/04/2012 06:00	国内汽车销售量	Nov	11.50M	--	11.10M
12/04/2012 22:45	ISM 纽约	Nov	--	--	45.9
12/05/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Nov 30	--	--	-0.90%
12/05/2012 21:15	ADP 就业变动指数	Nov	125K	--	158K
12/05/2012 21:30	非农生产力	3Q F	2.70%	--	1.90%
12/05/2012 21:30	单位劳务成本	3Q F	-0.90%	--	-0.10%
12/05/2012 23:00	工厂订单	Oct	0.00%	--	4.80%
12/05/2012 23:00	ISM 非制造业综合指数	Nov	53.5	--	54.2
12/06/2012 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	Nov	--	--	11.60%
12/06/2012 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	Dec	--	--	48.9
12/06/2012 21:30	首次失业人数	Dec 1	380K	--	393K
12/06/2012 21:30	持续领取失业救济人数	Nov 24	3275K	--	3287K
12/06/2012 22:45	彭博消费者舒适度	Dec 2	--	--	-33
12/07/2012 01:00	家庭净值变动	3Q	--	--	-\$322B
12/07/2012 21:30	非农就业人数增减	Nov	90K	--	171K
12/07/2012 21:30	非农私企就业人数增减	Nov	90K	--	184K
12/07/2012 21:30	制造业就业人数增减	Nov	-5K	--	13K
12/07/2012 21:30	失业率	Nov	7.90%	--	7.90%
12/07/2012 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	Nov	0.20%	--	0.00%
12/07/2012 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	Nov	1.70%	--	1.60%
12/07/2012 21:30	周平均工时 所有员工	Nov	34.4	--	34.4
12/07/2012 21:30	家庭调查就业变动	Nov	--	--	410
12/07/2012 21:30	就业不足率 (U6)	Nov	--	--	14.60%
12/07/2012 22:55	密歇根大学消费者信心	Dec P	82	--	82.7
12/08/2012 04:00	消费者信用	Oct	\$10.000B	--	\$11.365B
12/11/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	Nov	--	--	93.1
12/11/2012 21:30	贸易余额	Oct	-\$42.5B	--	-\$41.5B
12/11/2012 23:00	批发库存	Oct	0.40%	--	1.10%
12/11/2012 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	Dec	--	--	48.6
12/11/2012 23:00	JOLTS 职位空缺	Oct	--	--	3561
12/12/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	Dec 7	--	--	--

3. ESM和EFSF评级遭穆迪下调，欧股下跌

图 13：除葡萄牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均下滑。对经济担忧情绪减弱。

图 14：各国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所减缓。

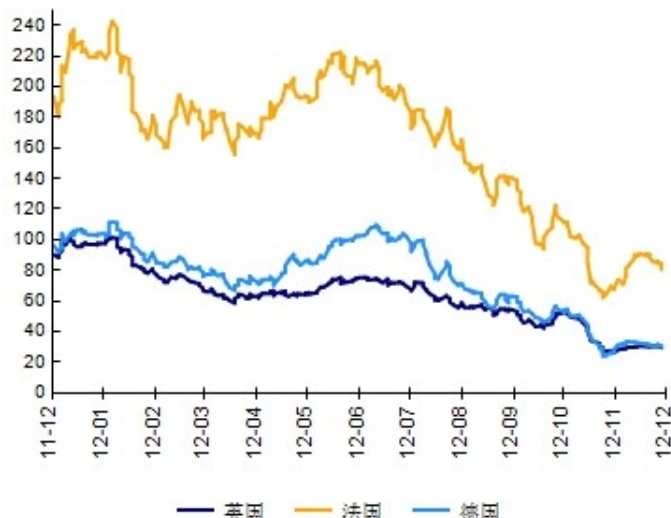
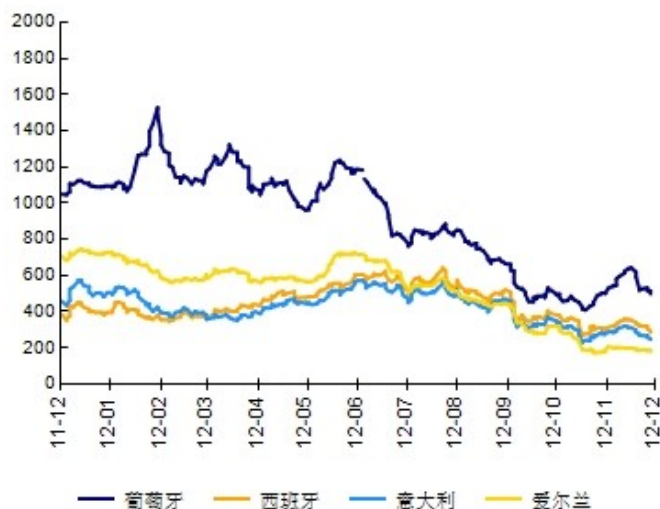


资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。

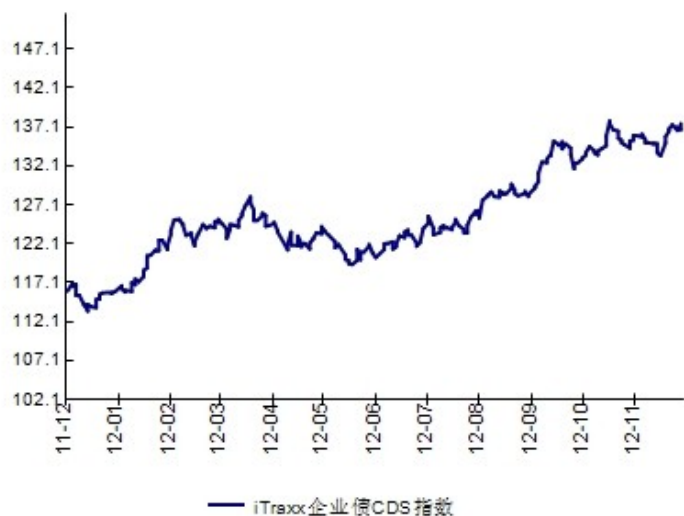
图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧，由于 ESM 和 EFSF 评级遭下调。



资料来源：Bloomberg，申万研究

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轻。



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 利差小幅上涨, 显示银行信贷压力有所增加, 由于 ESM 和 EFSF 评级遭下调。



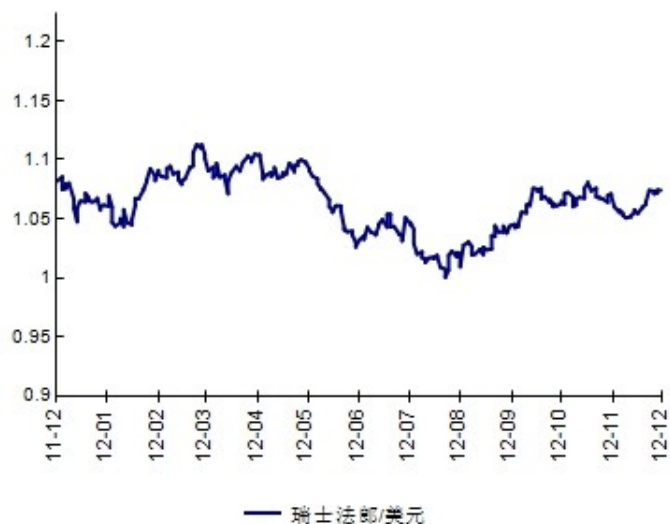
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上升, 由于乐观预期美国财政悬崖谈判。



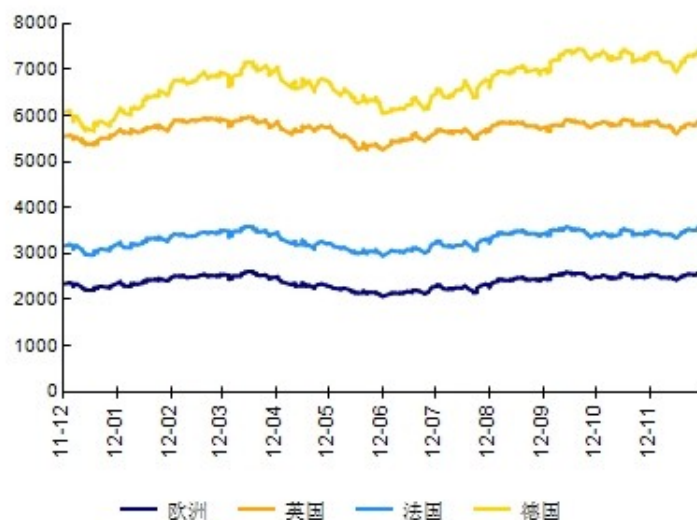
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



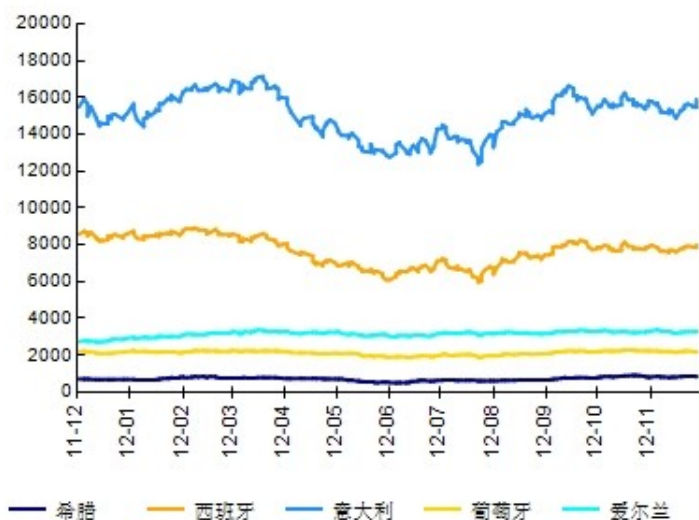
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 除德国外, 其他欧洲股市均小幅下跌, 由于 EFSF 和 ESM 评级遭下调。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除葡萄牙外, 其他欧猪五国股市均回落。



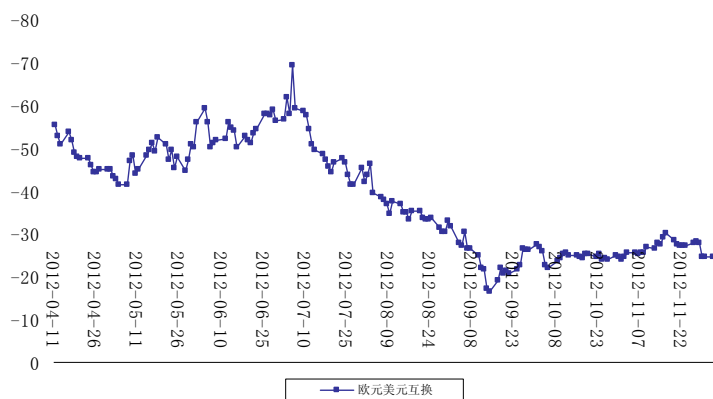
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 银行 CDS 均下降。



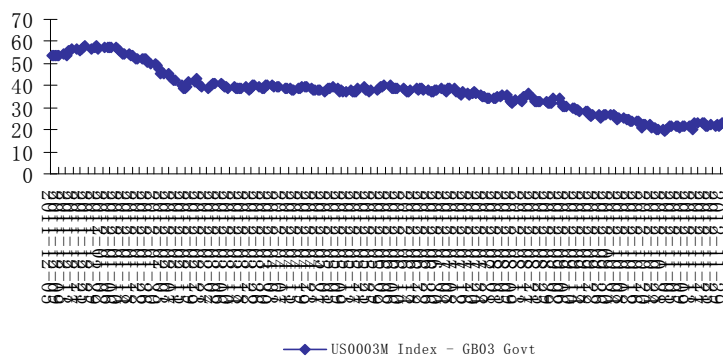
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：欧元美元互换成本上升。



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。