

2012 年 11 月 23 日

中美欧制造业 PMI 均上涨，世界经济四季度企稳

——国际金融市场风险监控日报 11 月 23 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

zhongjn@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjn@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>

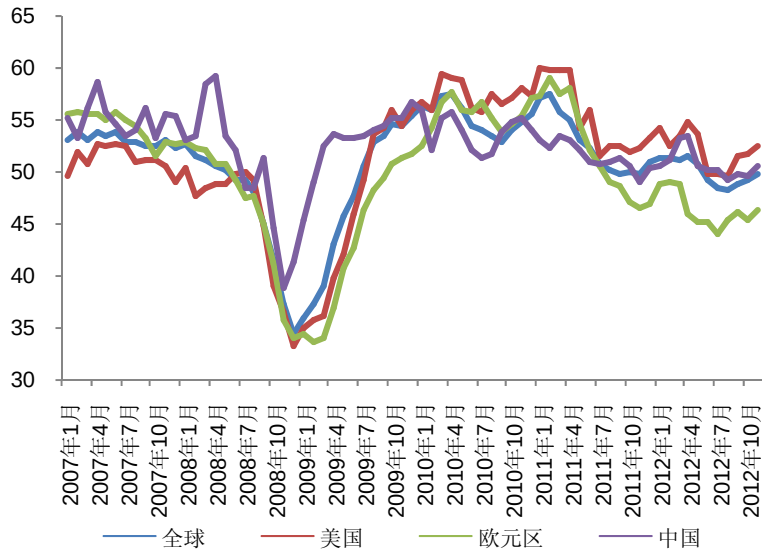
总体判断：

- 昨日 Markit 公布了汇丰中国制造业 PMI 和欧元区 PMI，均出现反弹，加上前日公布的美国制造业 PMI，三大 PMI 初值均上涨，这意味着全球经济或在 11 月否极泰来，出现反弹，符合我们对今年四季度全球经济企稳的判断。
- 经季调的汇丰中国制造业 PMI 从 10 月的 49.5 升至 11 月的 50.4，扭转一年以来环比放幻灯趋势，首次从收缩步入扩张，与我们对于中国经济四季度回升的判断是吻合的。这主要与产出和新出口订单大幅反弹有关、两者分别上升 3.1 和 5.7 个点至 51.3 和 52.4，均从收缩转而扩张，预示着欧美的需求有所回升；拖累最大的是新订单，下滑 1.1 个点至 50.1，呈现扩张减速的趋势，这可能与 10 月新客户继上月一次性增加后保持稳定而拖累新订单回落，不过也暗示国内需求复苏的力度不及弹性更大的出口。
- 从表 1 可见，积压工作虽然连续四个月处于下降趋势，但降幅放缓，带动月内用工规模的趋势一致，就业形势略有好转，与生产需求大幅反弹、开始扩张有关。同时，制造业产成品价格仍处于下行趋势，上个月的反弹只是昙花一现，在经济低迷的大环境下，企业加价的动力不足，更多企业还是采取降价促销为主；但是，投入成本延续了上月的反弹趋势，仍然与原料涨价有关。因此，产成品仍处于去库存的阶段，所幸速度有所放缓；而原材料库存因原料价格反弹而开始增加，这预示着制造商对未来的经济前景的预测有所改善。
- 从欧元区 PMI 初值来看，综合 PMI 微涨 0.1 至 45.8，主要受到制造业 PMI 升幅较大有关，反弹 0.8 个点至 46.2，创八月新高，而滞后于经济周期的服务业 PMI 继续下滑 0.3 个点至 45.7，抵消了制造业的大部分涨幅，创 40 个月新低。更为领先的制造业 PMI 仍处于收缩区域，但明显反弹，与我们对四季度欧元区经济虽仍下滑但略微反弹的判断是一致的。
- 德国 11 月综合 PMI 初值较 10 月略有上涨，为 47.9。其中，服务业 PMI 创 41 个月来新低，仅为 48；而制造业 PMI 从 10 月的 46 上升至 46.8。从分项来看，德国 11 月制造业产出连续 2 月上涨，为 47.7。在新增商业指数方面，服务业和制造业均为收缩，但是速度有所分化。服务业的新增商业量较前期加速衰退，创 3 个月来新低；而制造业的新增商业量为今年 3 月以来的新高，下滑速度放缓。而制造业的新出口订单下滑速度创 6 个月以来新低，主要是中国需求支撑。另，德国私人部门的就业率严重下滑，速度为 2010 年 1 月以来最大；输入成本上行速度放缓，为 3 个月以来最低，使得制造业和服务业的通胀压力放缓。
- 法国 11 月综合 PMI 初值从 10 月的 43.5 上涨至 44.6。服务业和制造业 11 月 PMI 均创 3 个月来新高，分别上升至 46.1 和 44.7。制造业产出与上月持平。分项来看，法国私人部门 11 月新增商业指数连续 9 月收缩，速度与上月持平。其中，服务业的新增商业量加速衰退，而制造业收缩速度放缓。就业连续 9 月下降，但是幅度为 6 月以来最低。输入成本继续上涨，且创 7 个月来新高，主要是运输和原材料价格上涨所拉动；而产出价格连续 7 月下滑。
- 从德法两国的 11 月 PMI 初值情况来看，服务业较为疲软，制造业略有起色。我们认为国内需求低迷导致服务业进一步收缩，而成本通胀压力不减使得商业环境不理想。预计后期德法两国的制造业情况会有所起色，受海外需求带动；而服务业则将可能继续受制于国内需求及成本压力。

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”。

- 总体来看，中美欧 11 月制造业 PMI 初值均反弹，预示着全球制造业 PMI 有望延续近两个月的涨势并且加速反弹，预计从 10 月的 49.2 上升至 49.8，甚至不排除进入扩张区域的可能性。虽然作为领先指标的 PMI 出现反弹，不过由于 10 月美欧的工业产出仍处于低迷的区域，我们预计全球经济今年四季度出现企稳而难有实质性反弹。

图 1：主要经济体 11 月制造业 PMI 出现反弹，预示四季度全球经济企稳

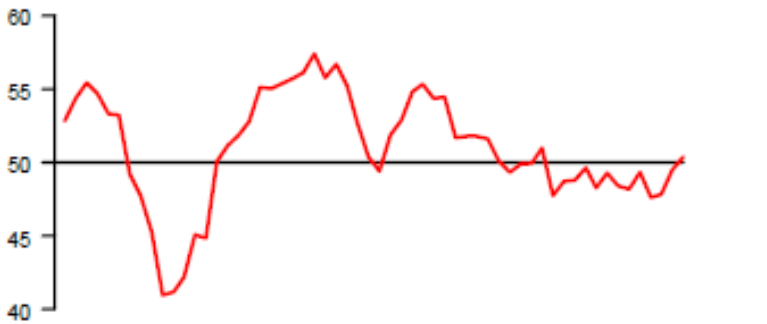


注：1、美国 PMI 为 ISM 公布的官方数据，而非 Markit 美国 PMI。

2、全球和美国 PMI 均为预测值。

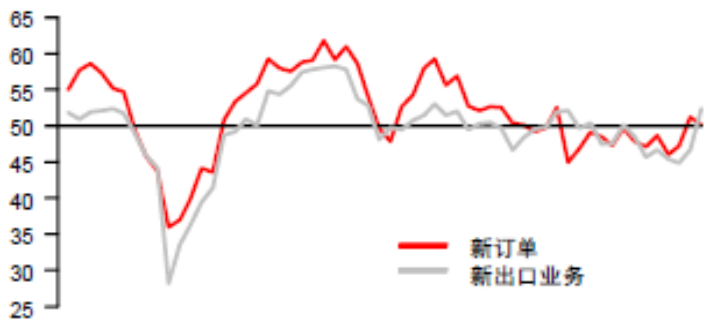
资料来源：彭博，Markit，申万研究

图 2：汇丰中国制造业 PMI 反弹至扩张区域



资料来源：Markit，申万研究

图 3：对中国汇丰 PMI 提振最大的是新出口订单，而拖累最大的是新订单



资料来源：Markit，申万研究

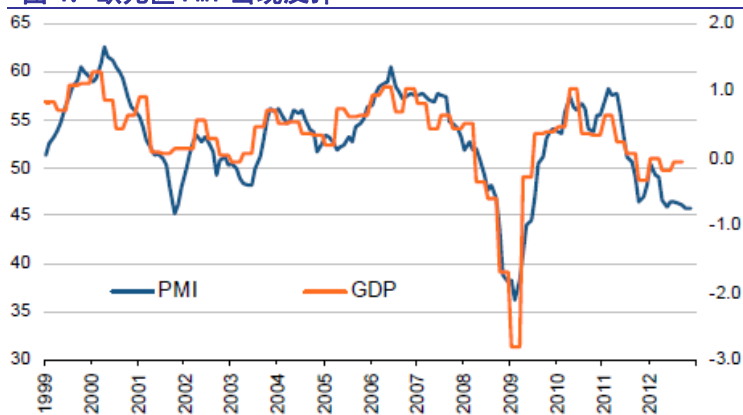
表 1、11 月汇丰制造业 PMI 初值细项

分项	10 月	11 月	变动点	变动方向	评论
----	------	------	-----	------	----

	值	值	数		
PMI	49.5	50.4	0.9	从收缩到扩张	13个月以来首次开始扩张
生产	48.2	51.3	3.1	从收缩到扩张	开始扩大再生产
新订单	51.2	50.1	-1.1	扩张, 减速	内需仍然不足, 构成拖累
新出口订单	46.7	52.4	5.7	从收缩到扩张	可能与欧美的需求回升有关
积压工作	49	49.9	0.9	收缩, 减速	连续四个月处于下降趋势, 但降幅放缓
产成品库存	48.4	49.5	1.1	收缩, 减速	去库存的动力减弱, 预示对前景悲观程度下降
采购量	50.1	52.4	2.3	扩张, 加速	增加采购与新出口订单增加、因投入品上升而备货有关
产出价格	50.8	49.9	-0.9	从上升到下降	产成品价格仍处于下行趋势, 仍以降价促销为主
投入品价格	53.1	53.4	0.3	上升, 加速	投入成本因原料涨价而继续反弹
原材料库存	48.2	50.9	2.7	从收缩到扩张	因看涨原材料价格而加库存
就业	48.5	49.2	0.7	下降, 减速	月内用工规模略有好转, 与生产需求大幅反弹、开始扩张有关。
供应商平均备货时间	49.6	49.5	-0.1	更长, 加速	备货时间继续拖延, 但程度较轻, 主要因出口订单大增

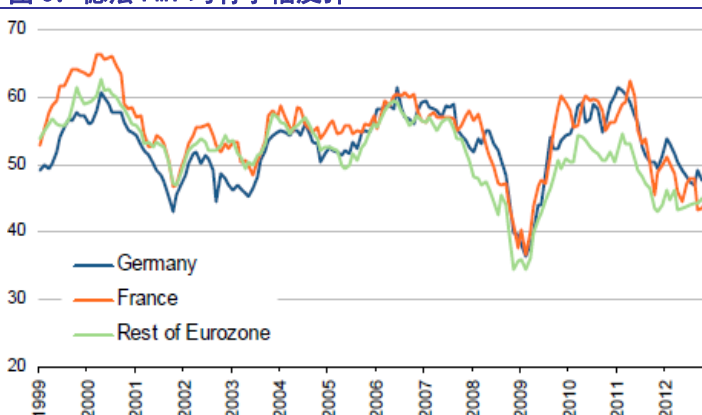
资料来源: Markit、申万研究

图 4: 欧元区 PMI 出现反弹



资料来源: Markit, 申万研究

图 5: 德法 PMI 均有小幅反弹



资料来源: Markit, 申万研究

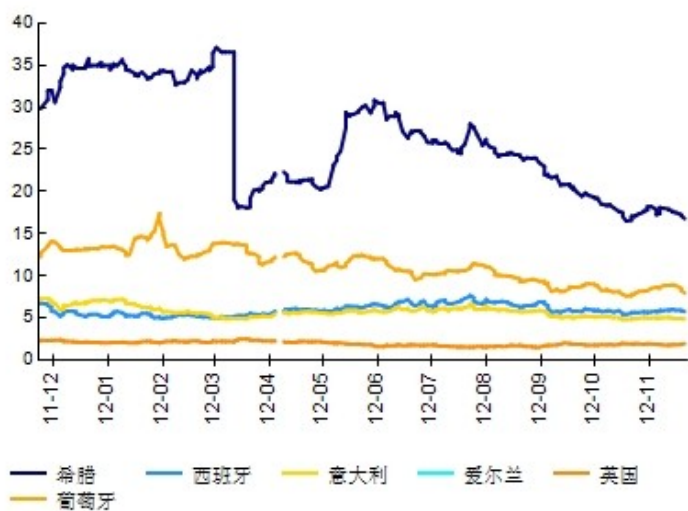
1. 美国感恩节休市

下周将公布的美国经济数据

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. 中欧制造业PMI回升，欧股欧元上涨

图 13：欧猪五国国债收益率均下滑。对经济担忧情绪减小。



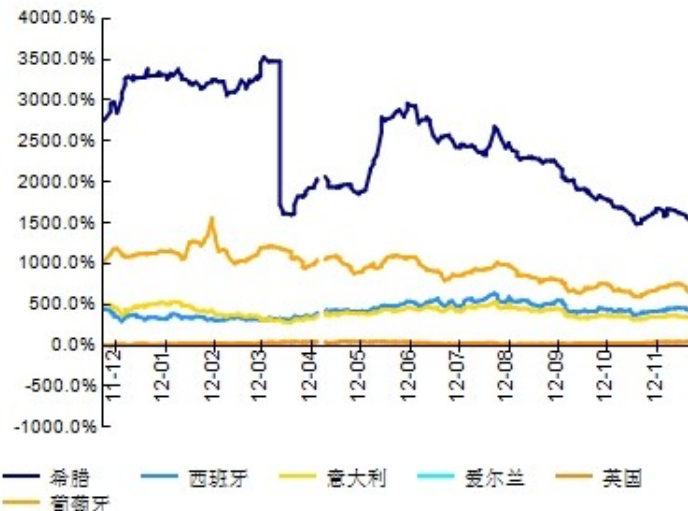
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除法国外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪有所缓和。



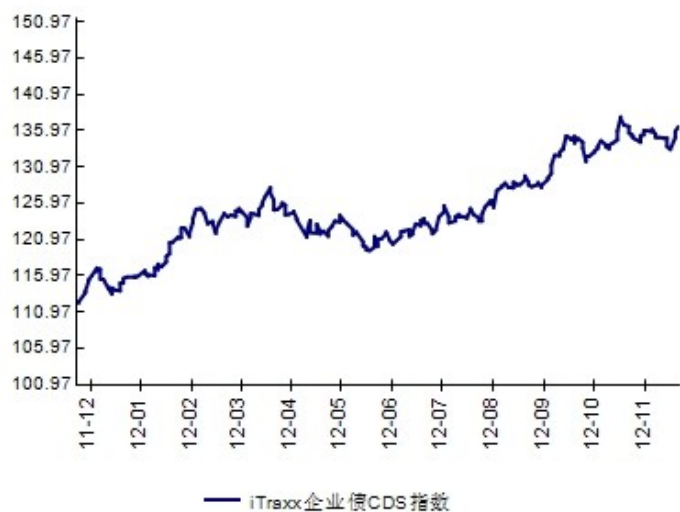
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减缓。



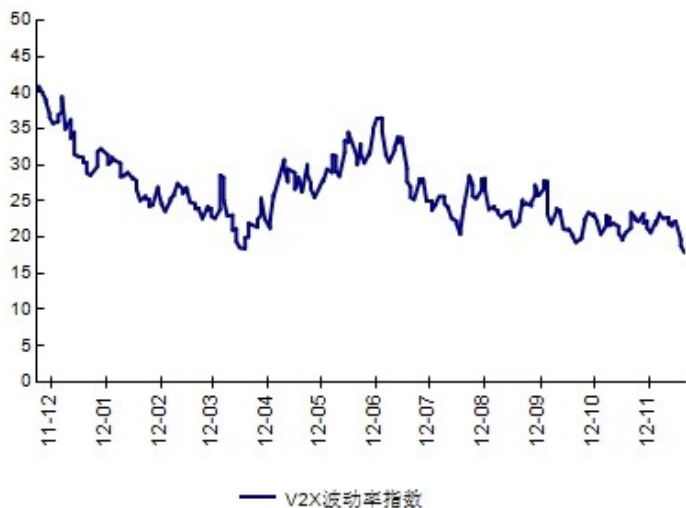
资料来源：Bloomberg，申万研究

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: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减小。



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。



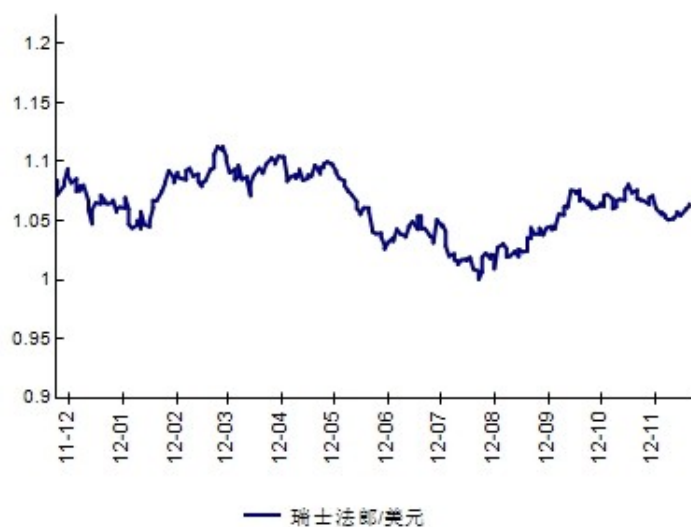
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元上升, 预期下周财长会就希腊救助款达成一致。



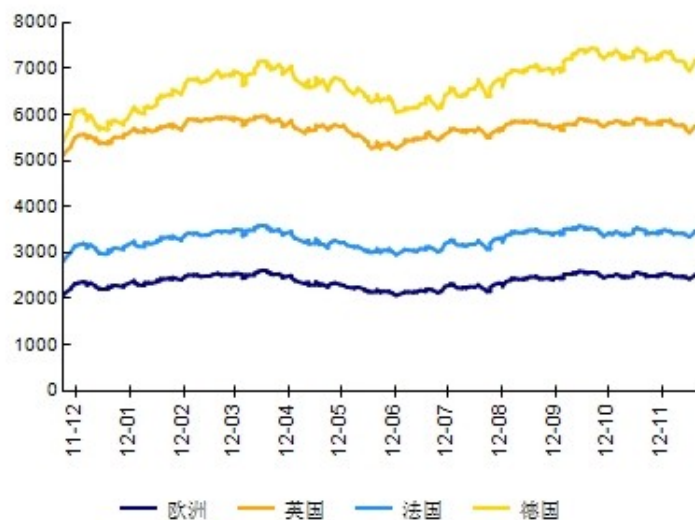
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上升, 对美元的避险需求有所减弱。



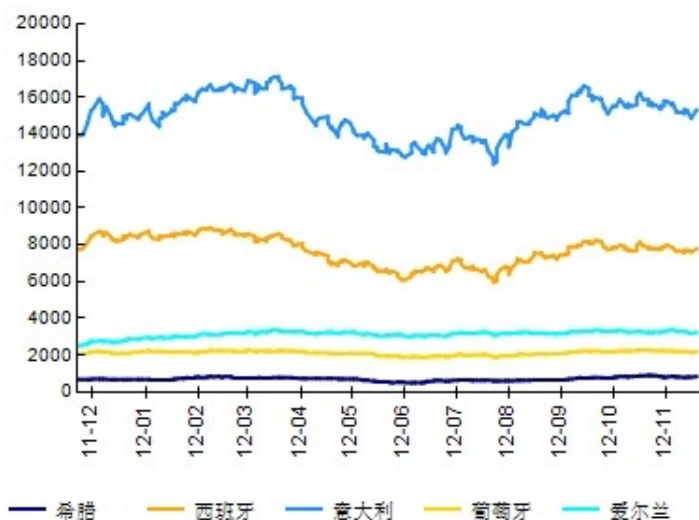
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅上涨, 由于中国制造业 PMI 13 个月来首次重回扩张且德法两国 PMI 较上期上升。



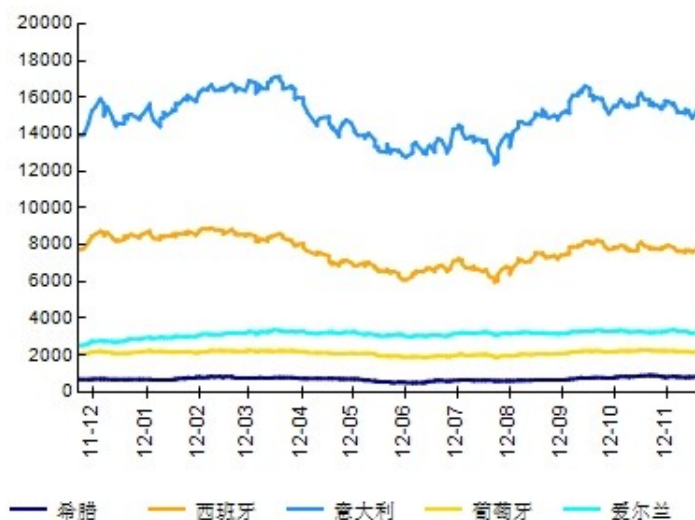
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均回升。



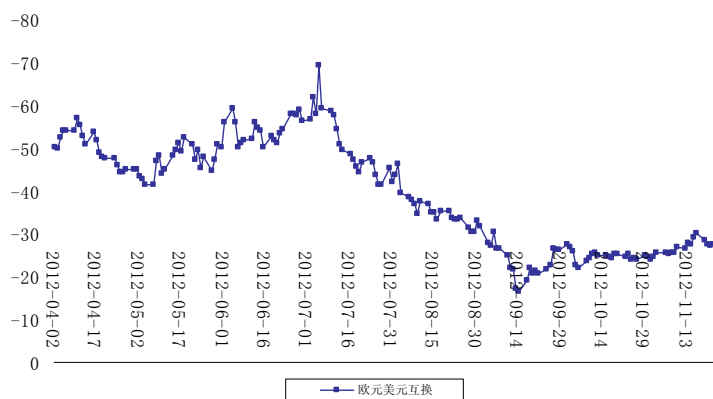
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 银行 CDS 均下降。



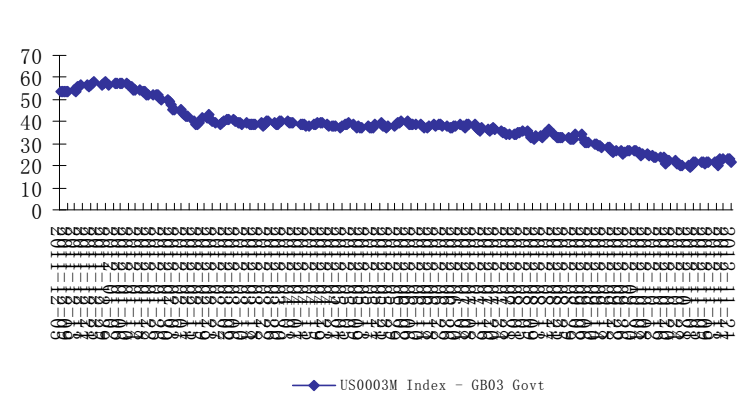
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：欧元美元互换成本上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：美国休市。



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、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。