

2012 年 12 月 05 日

全球制造业 PMI 反弹，中欧制造业提振最大

——国际金融市场风险监控日报 12 月 5 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：

- 11 月全球制造业 PMI 从 48.8 上升至 49.7，创 5 个月来新高。此次制造业上涨主要因为欧洲制造业反弹至八个月新高，以及中国制造业重回扩张；而美国 ISM 制造业 PMI 意外大跌，开始收缩，对全球制造业的拖累最大。
- 11 月全球制造业 PMI 从 48.8 上升至 49.7，创 5 个月来新高。此次制造业上涨主要因为欧洲制造业反弹至八个月新高，以及中国制造业重回扩张；而美国 ISM 制造业 PMI 意外大跌，开始收缩，对全球制造业的拖累最大。
 - 1) 新订单指数连续 6 个月收缩，速度略有放缓。从当前情况来看，许多国家的国内需求依旧疲软，而贸易出口量仍进一步下滑，影响新订单指数的反弹力度。
 - 2) 新出口商业指数连续 8 月下滑。虽然中国新出口商业指数回升且美国出口稳定，但是无法弥补欧洲和日本出口下滑的损失。
 - 3) 制造业就业指数连续 5 月下降，主要的就业增长来自于北美（加拿大和墨西哥）。欧元区的就业情况仍然持续恶化，主要受到国内需求放缓和产能空置影响。而中国、日本、韩国和欧盟的工资水平有所下降。
 - 4) 投入成本创 7 个月来新高。投入成本价格上涨主要是原油和原材料价格上升所致。其中，美国、印度和土耳其的投入价格上涨幅度最大，成本压力严重。全球制造业者倾向于降低购买库存和产成品库存来降低成本。
- 从区域来看，全球 PMI 所涵盖的 23 国中，有 15 国制造业 PMI 陷入收缩，而制造业处于扩张的国家主要集中在新兴经济体。从对全球制造业 PMI 的贡献来看，提振最大的是欧元区和中国，分别达到 13.6% 和 8.8%；而美国拖累最大，为 -68.7%。从欧元区的新订单、产出等指标来看，我们认为欧元区经济第四季度仍处于收缩，但是将边际改善，底部企稳。而美国制造业的意外收缩主要是去库存和新订单恶化的影响。未来全球制造业仍将受到就业低迷和投入成本上行两者的压力，企稳仍是大概率事件。
- 欧元区 11 月制造业 PMI 终值从 10 月的 45.5 升至八个月高点 46.2，已连续三个月回升，与初值一致，这意味着尽管制造业仍处于收缩状态，但 10 月工业产出环比大跌 2.5% 预计是今年的底部，随着近三个月 PMI 收缩速度明显放缓，11 月将出现边际改善，因为 PMI 显示产出、新订单和就业处于底部但出现复苏迹象，符合我们对四季度欧洲经济仍处于收缩区域但开始触底企稳的判断。从国家来看，核心国德法和边缘国家希、爱、西均出现回升，拉动欧元区 PMI 上行，但意、荷仍然继续下行。
- 美国采购经理人协会公布的官方制造业 ISM 意外出现大幅回落，从 51.7 跌至 49.5，陷入收缩且创三年新低，令市场大跌眼镜，但这与我们周一下调美国四季度 GDP 是一致的，而且上周区域 PMI 已纷纷下降，也预示着制造业情况不容乐观。此次下滑，主要因为去库存影响最大，以及新订单和就业情况出现恶化，新订单增速大幅放缓 3.9 个点，制造企业的招聘量下滑，大家仍对财政悬崖所拖累的经济前景表示担忧。大家表示，生产仍处于加速增长的过程，进口收缩幅度放缓，其余指标均出现不同程度的下滑。

表 1：2012 年 11 月全球 PMI 的分项变化

	10 月值	11 月值	环比增速	变化趋势
全球 PMI	48.8	49.7	1.84%	减速收缩
产出	48.5	50.2	3.51%	收缩至扩张
新订单	48.6	49.6	2.06%	减速收缩
投入品价格	54.2	55.3	2.03%	加速上涨
就业	49.3	49.6	0.61%	减速下滑

资料来源：Markit、申万研究

表 2：2012 年 11 月各国制造业 PMI

国家或地区	11 月制造业 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	46.2	0.8	0.018	15.3	13.6%	收缩，减速	创 8 个月新高。新订单和新出口订单下滑速度放缓，为 8 个月来新低
中国(汇丰)	50.5	1	0.020	7.9	8.8%	从收缩回到扩张	产出自今年 7 月以来首次回升，创下去年 10 月以来最高记录；新出口订单自 4 月以来首次出现扩张；投入成本连续两月上扬
英国	49.1	1.6	0.034	4.1	7.3%	收缩，减速	产出 5 个月来首次上涨，主要是消化积压工作；欧美新商业订单疲软
巴西	52.2	2	0.040	2.2	4.9%	扩张，加速	产出扩张速度创 20 个月来新高；新订单上涨速度为去年 2 月以来最快；新出口销售下滑
德国	46.8	0.8	0.017	5	4.4%	收缩，减速	产出和新订单继续下滑，速度放缓；新出口订单由于中国需求弥补部分下滑损失；仅消费品板块表示商业环境有所改善
西班牙	45.3	1.8	0.041	1.7	3.4%	收缩，减速	产量连续 9 月下滑，但速度为 17 个月来新低；新订单继续下滑，速度放缓；输入成本连续 3 月上涨，以原材料和农产品为主
法国	44.5	0.8	0.018	3.6	3.2%	收缩，减速	新订单继续下滑，但是速度为 3 个月来新低；购买库存连续 13 月下滑；输入成本连续 3 月上涨
奥地利	49.3	4.5	0.100	0.5	2.5%	收缩，减速	创 5 个月来新高。产出在连续 4 个月下滑后首次回升；新订单小幅上涨；新出口订单继续下滑；输入成本上升速度放缓

印度	53.7	0.8	0.015	2.3	2.0%	扩张, 加速	生产业产出连续 44 个月扩张; 新出口订单销售连续 3 个月上涨, 幅度创 5 个月新高
全球	49.7	0.9	0.018	100		收缩, 减速	美国产出上涨加速和中国 PMI 回升导致全球制造业收缩放缓
韩国	48.2	0.8	0.017	1.9	1.7%	收缩, 减速	产量和新订单均连续 6 月下滑, 但是幅度为今年 6 月以来最低
波兰	48.2	0.9	0.019	0.6	0.6%	收缩, 减速	产量连续 7 个月收缩, 但是速度放缓; 新出口订单下滑, 但是幅度为今年 7 月以来新低
希腊	41.8	0.8	0.020	0.4	0.4%	收缩, 减速	产出和新订单大幅下滑; 制造业就业继续下滑
捷克	48.2	1	0.021	0.2	0.2%	收缩, 减速	连续 8 个月收缩; 新商业和新订单下滑速度放缓; 就业率继续下滑
墨西哥	55.6	0.1	0.002	1.7	0.2%	扩张, 加速	新订单和产出继续上涨; 新增就业幅度为 8 月以来新低
爱尔兰	52.4	0.3	0.006	0.3	0.1%	扩张, 加速	4 个月来新高。产出和新订单上涨幅度放缓; 输入成本连续 4 个月上涨
中国台湾	47.4	-0.4	-0.008	0.7	-0.3%	收缩, 加速	新订单和新出口订单下滑明显, 导致产出继续下降; 投入成本连续 2 个月上涨, 但速度放缓
日本	46.5	-0.4	-0.009	1.3	-0.6%	收缩, 加速	创 19 个月来新低。新订单下滑速度创 19 个月来新高; 投资品就业率大幅下滑; 产出价格继续下降
俄罗斯	52.3	-0.6	-0.011	1	-0.7%	扩张, 减速	制造业就业率在连续 3 个月上涨后停滞
荷兰	48.2	-0.7	-0.014	1.1	-0.9%	收缩, 加速	新订单和产出继续下滑; 就业下滑幅度创 3 年来新高
土耳其	51.6	-0.9	-0.017	0.9	-0.9%	扩张, 减速	连续 5 个月上涨。新订单连续 3 个月上涨; 新出口订单 5 个月来首次下滑
意大利	45.1	-0.4	-0.009	2.7	-1.2%	收缩, 加速	创 3 个月来新低; 工厂产量连续 14 月下滑, 速度放缓; 新出口订单再次回落
加拿大	50.4	-1	-0.019	2.1	-2.3%	扩张, 减速	创自 10 年 10 月以来新低。
美国	49.5	-2.2	-0.043	28.1	-68.7%	重回收缩	新订单和就业下滑明显

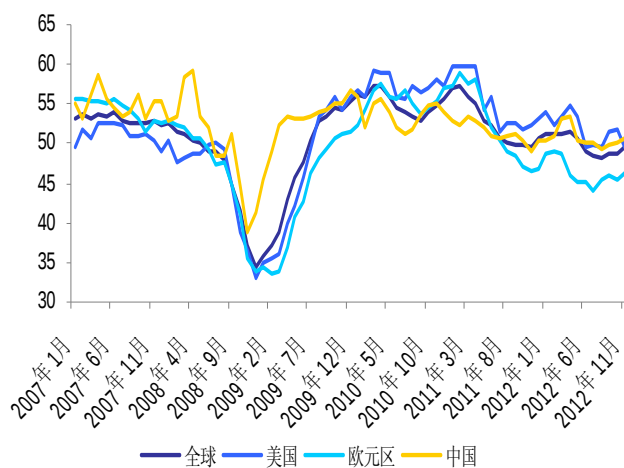
资料来源: Markit、申万研究

表 3：美国 2012 年 11 月 ISM 制造业 PMI 明细

指数	10 月值	7 月值	变化	下滑速度	方向	变化率	保持趋势的时间 (月)
PMI	51.7	49.5	-2.2	-4.3%	收缩	从增长到收缩	1
新订单	54.2	50.3	-3.9	-7.2%	增长	更慢	3
生产	52.4	53.7	1.3	2.5%	增长	更快	2
就业	52.1	48.4	-3.7	-7.1%	收缩	从增长到收缩	1
供应商发货时间	49.6	50.3	0.7	1.4%	放缓	从更快到更慢	1
存货	50	45	-5	-10.0%	收缩	从不变到收缩	1
消费者库存	49	42.5	-6.5	-13.3%	过低	更快	12
价格	55	52.5	-2.5	-4.5%	增加	更慢	4
积压订单	41.5	41	-0.5	-1.2%	收缩	更快	8
出口	48	47	-1	-2.1%	收缩	更快	6
进口	47.5	48	0.5	1.1%	收缩	更慢	4
整体经济					增长	更慢	42
制造业					收缩	从增长到收缩	1

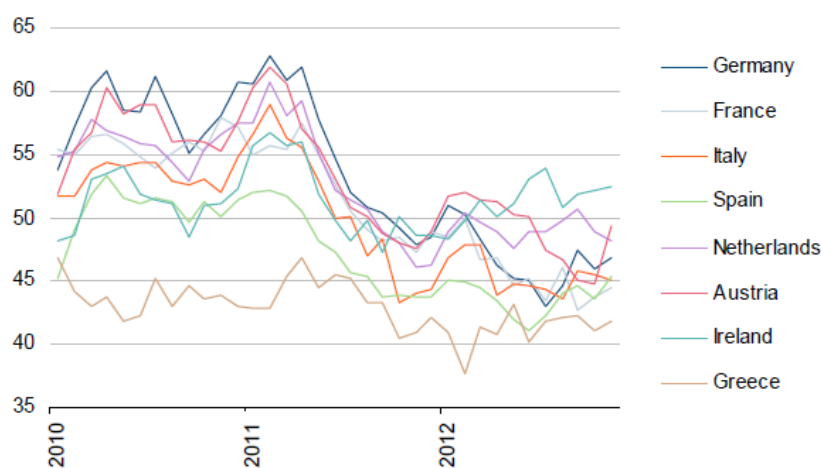
资料来源：美国 ISM 协会、申万研究

图 1：全球和中欧 PMI 均上行，只有美国大幅下滑，这预示四季度中欧企稳，美国下行



资料来源：彭博、Markit、申万研究

图 2：从欧元区主要国家的 PMI 来看，核心国德法和边缘国家希、爱、西均出现回升，而意、荷仍然继续下行



资料来源：Markit、申万研究

1. 财政悬崖谈判僵持，美股商品下跌

图 1：美国国债收益率下滑，对经济形势担忧有所加大。



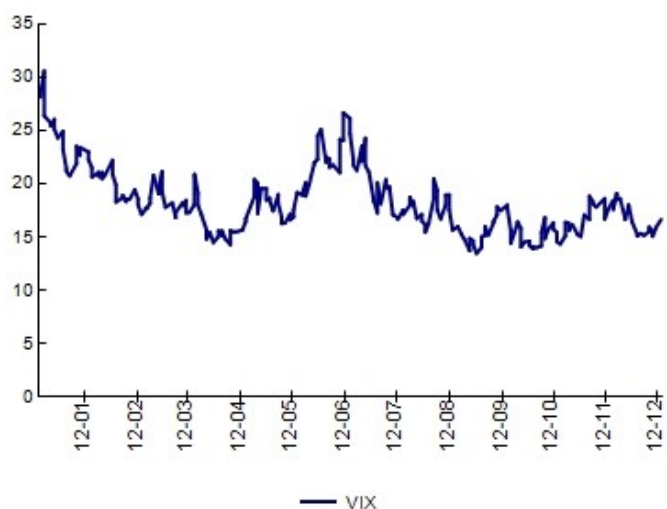
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



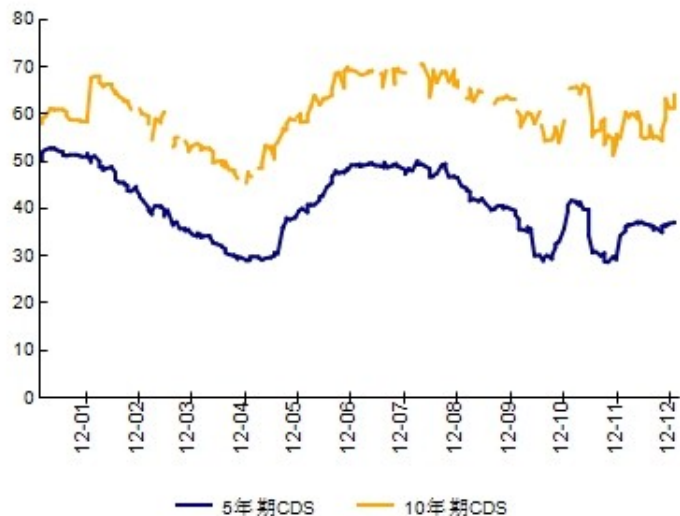
资料来源：Bloomberg，申万研究

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 CDS 均上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加，由于两党就富人加税和减少医保开支等议题僵持中。

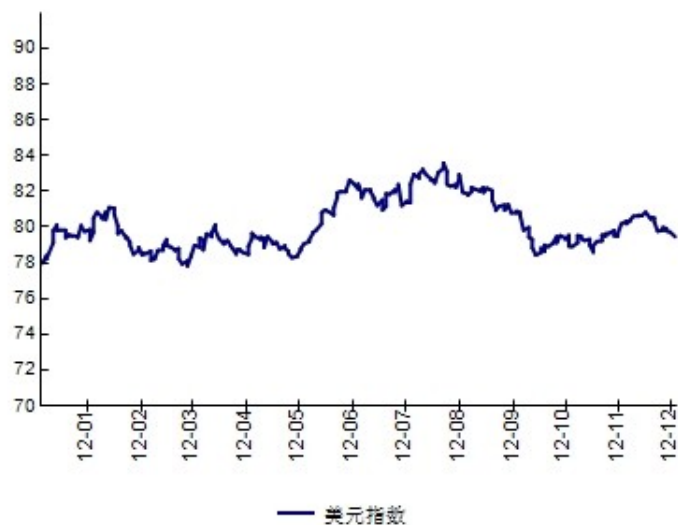


资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元下跌，由于财政悬崖谈判仍胶着中。



图 6：美元指数小幅下降，对其避险需求减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格下降，由于黄金能源价格回落。

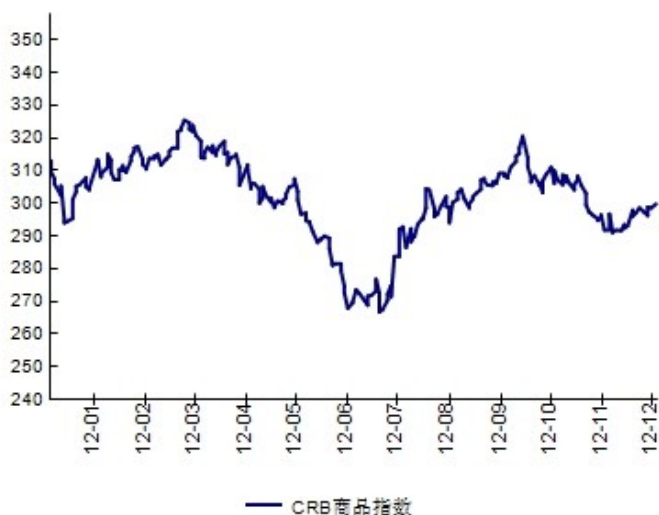


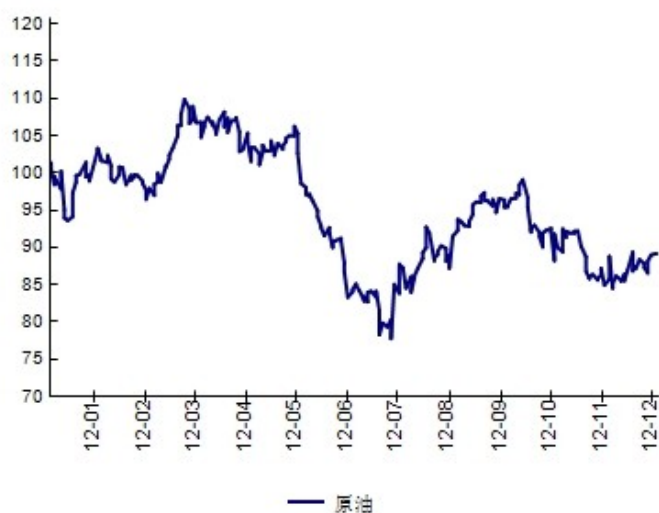
图 8：黄金现货价格小幅下跌，对其避险需求有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

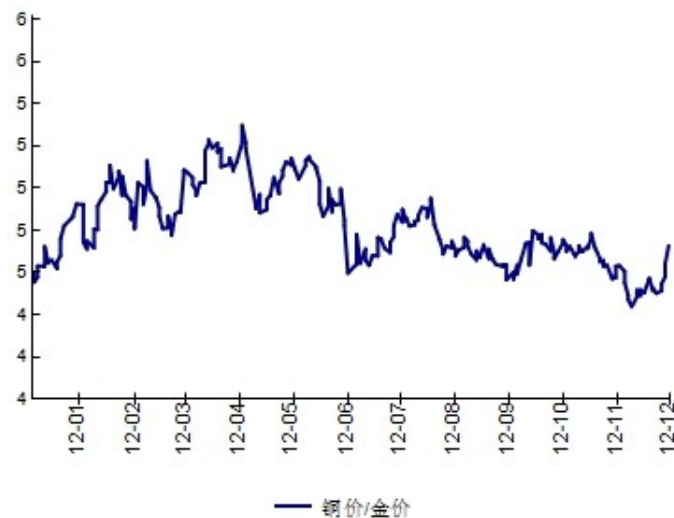
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9: 原油价格小幅下跌, 由于奥巴马否决共和党预算案导致市场对财政悬崖谈判进程的担忧。



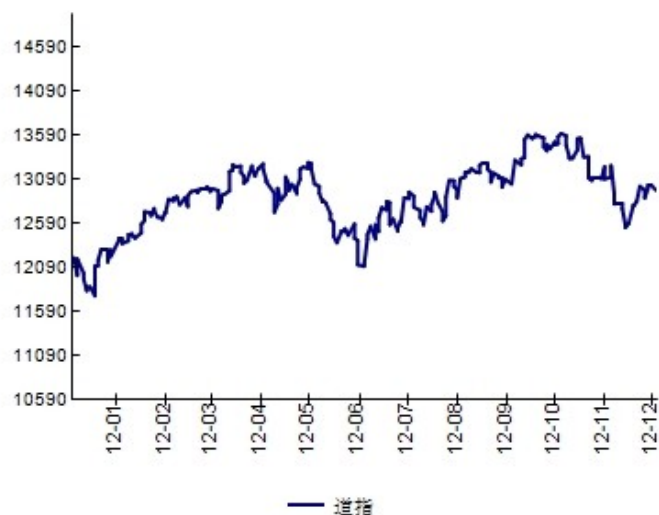
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 10: 铜价与金价比上升, 由于全球 PMI 上涨且中欧回升导致铜价上扬。



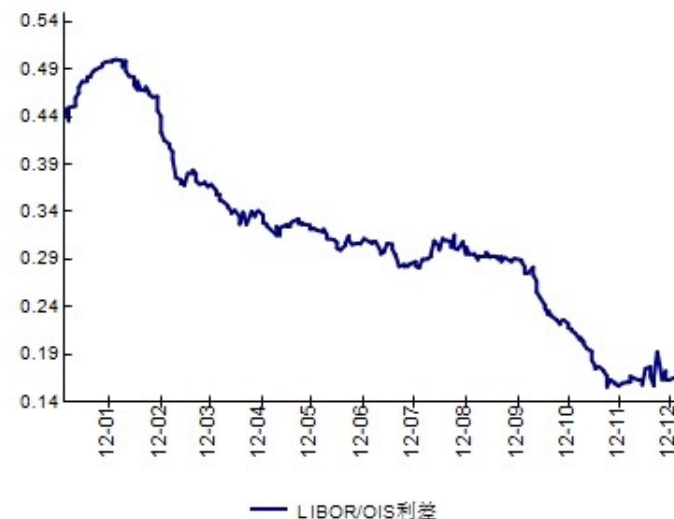
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指下挫, 由于两党就富人加税和减少医保开支等议题僵持中。



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
11/27/2012 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
12/03/2012 21:58	Markit 美国 PMI 最终	Nov	52.1	52.8	52.4
12/03/2012 23:00	ISM 制造业	Nov	51.4	49.5	51.7
12/03/2012 23:00	ISM 支付价格	Nov	53.3	52.5	55
12/03/2012 23:00	建筑开支月环比	Oct	0.50%	1.40%	0.60%
12/04/2012 06:00	汽车总销售量	Nov	15.00M	15.46M	14.22M
12/04/2012 06:00	国内汽车销售量	Nov	11.50M	12.01M	11.10M
12/04/2012 22:45	ISM 纽约	Nov	--	52.5	45.9

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
12/05/2012 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	2.80%	--	1.90%
12/05/2012 21:30	单位劳务成本	3Q F	-1.00%	--	-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	93K	--	184K
12/07/2012 21:30	制造业就业人数增减	Nov	-3K	--	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	--	--	--
12/12/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	Nov	-0.50%	--	0.50%
12/12/2012 21:30	进口价格指数(同比)	Nov	--	--	0.40%
12/13/2012 01:30	FOMC 利率决策	Dec 12	--	--	0.25%
12/13/2012 03:00	预算月报	Nov	-\$148.0B	--	-\$137.3B
12/13/2012 21:30	商品零售额	Nov	0.30%	--	-0.30%
12/13/2012 21:30	除汽车外零售额	Nov	0.10%	--	0.00%

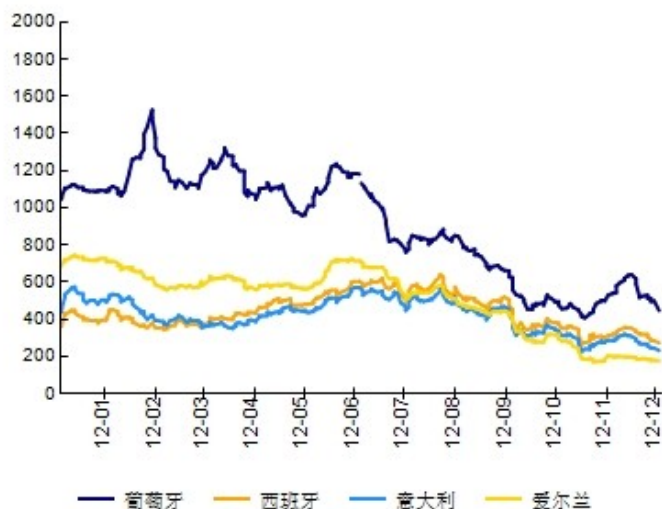
2. 担忧财政悬崖谈判进程，英、德两国股市回落

图 13：除葡萄牙和希腊外，其他欧猪五国国债收益率均下降。



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。



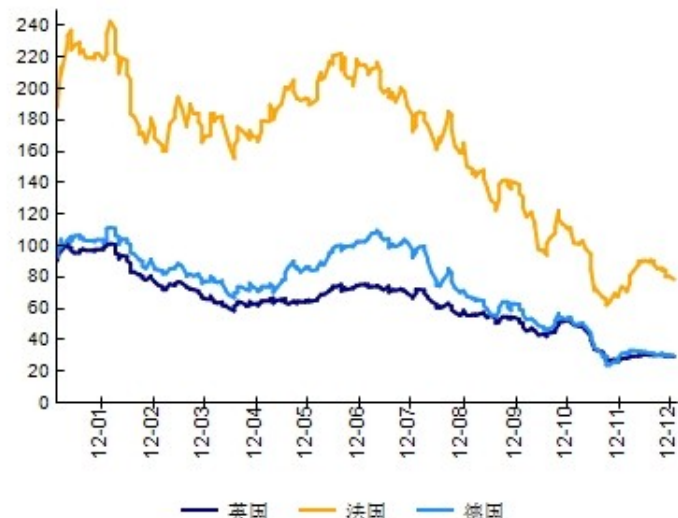
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除意大利和法国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



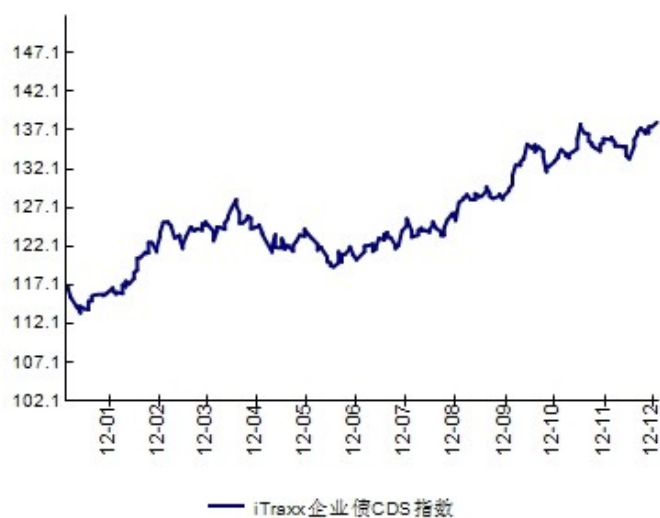
资料来源：Bloomberg，申万研究

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。



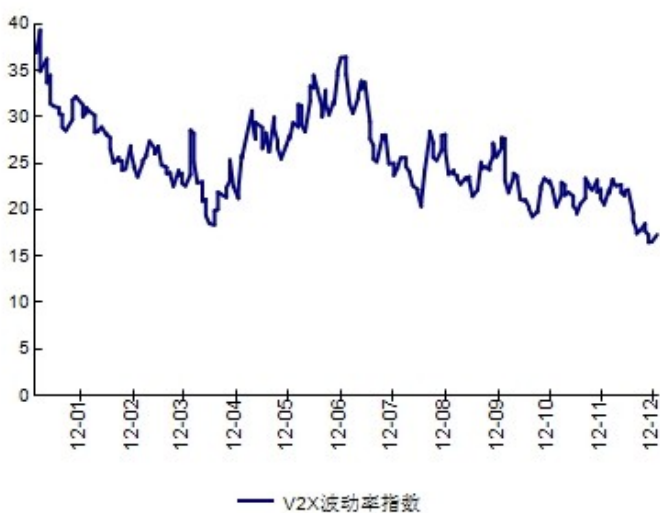
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



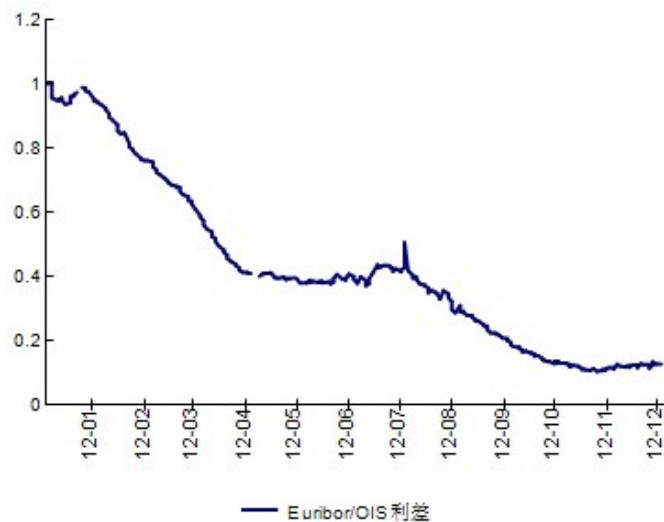
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差与上一日持平。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元对美元上升, 由于欧盟财长同意给予希腊额外两年的时间达到其赤字目标。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对其避险需求有所下降。

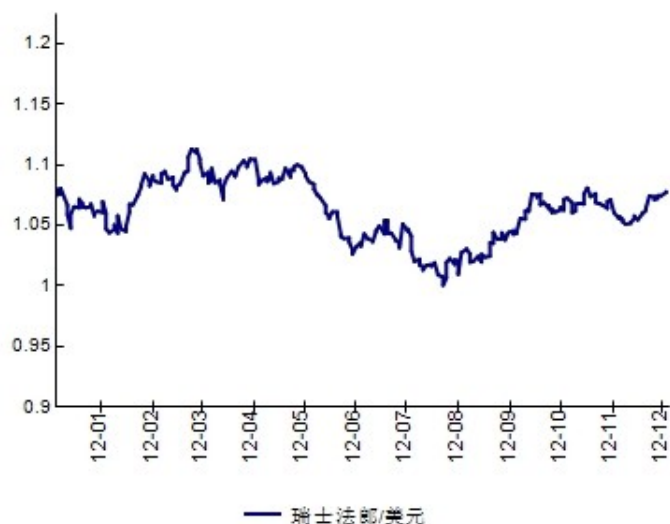
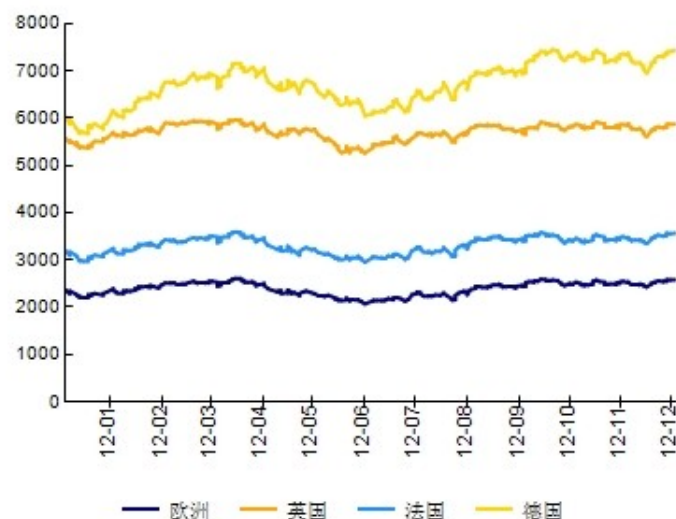


图 22: 除法国外, 其他欧洲核心股市均小幅下跌, 由于对美国财政悬崖谈判的担忧。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均回升。

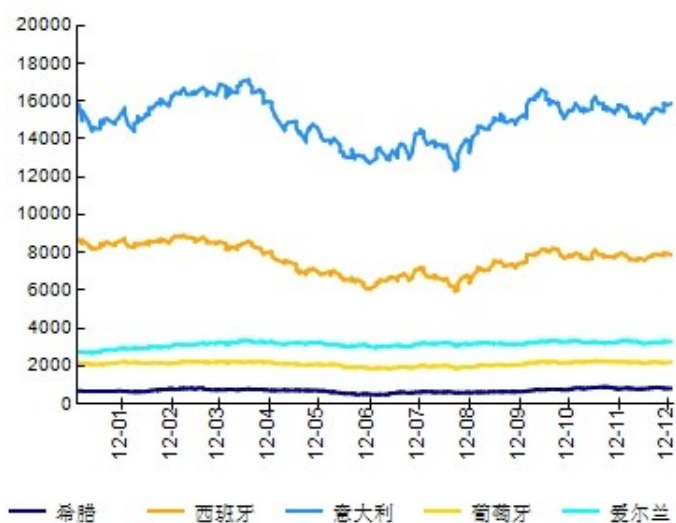


图 24: 银行 CDS 均下降。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

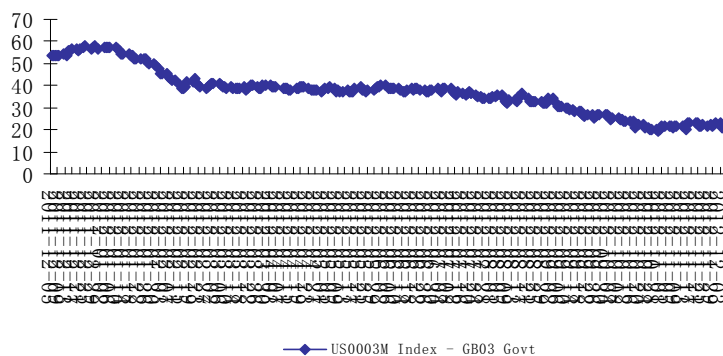
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：欧元美元互换成本上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 26：TED3M 下将，资金趋松。



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。