

美本土投资法案通过对中国影响不大



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

- 纽约州参议员 Charles Schumer 上周暗示，民主党可能会支持将海外利润税率从 35% 下调至 5.25%。2004 年此举曾给美国带来 3620 亿美元的资金流入。从数据来看，我们发现美国企业的海外利润占比不断扩大，从 21 世纪初的 16% 扩大到 2011 年的 25%，同时海外企业的盈利很好地显示了逆周期性，尤其是在 02、08 年金融危机导致经济衰退的时期，这对于美国企业平滑利润起到了积极作用。我们认为即使减税方案通过，对美国就业的帮助也不大，也不会产生很大的国际资本流动冲击。
- 贴近当地市场、克服本土生产的高成本劣势是美国企业海外投资的重要动因，这便决定了投资的长期化，本土的税收优惠尽管可能短期产生资金回流，但未必产生以国内投资、生产扩大对海外投资的替代。
- 2004 年美国为应对国内经济放缓，通过了美国就业创造法案(AJCA)，为了增加国内雇佣采取了一次性间利润汇回减税政策(tax holiday)，但刺激对于就业市场、国内投资改善有限，跨国公司的资金回流大多用以股票回购、分红等财务活动，但没有出现生产性投资增加。
- 2004 年的资金回流对国际资本流动冲击不大。从美国市场看，尽管主要受益产业的收益分红扩大，但科技、医疗产业仍跑输大市；美元汇率的反弹更多由于升息周期所致；从新兴市场看，资本流动影响很小，未见明显资本外逃。
- 基于如下理由，我们认为海外利润汇回法案通过概率偏低，对经济提振和金融市场冲击有限：第一，从 2011 年美国企业的情况来看，我们认为其本身并不差钱，目前标普 500 企业的现金占总资产的比例高达 10%，并不需要通过减税得到新的现金流；第二，在 2010 年底，也有类似的刺激政策出台，如对本年工资税、投资折旧税收减免的财政刺激方案，但国内投资反弹有限，这表明国内企业投资迟疑更多基于盈利和市场前景不确定性所致，与资金紧张并无关系，因此即使考虑方案通过，对国内就业、投资拉动也不会很高；第三，我们猜测税收优惠亦是一次性的，因永久性的减税会反向激励跨国公司增加海外布局的规模，以获得更多的利益，因此即使考虑存在冲击，对金融市场而言也是短暂的。
- 对中国市场而言，我们认为不会改变美国在华的投资布局，原因在于中国制造业的比较优势和巨大的国内市场。同时，由于投资收益差额占外汇占款比例低，中国海外投资规模增加导致的收益汇回增量足以覆盖可能的利润流出数量，因此对资本流动的影响也有限。

目 录

美国本土投资法案通过对中国影响不大	5
美国讨论企业利润回流，或将下调海外利润税率	5
全球化分工，决定美国企业海外投资的长期化	6
2004 年美国下调海外税率对资金流动的影响	6
与 2004 年相比，未来美国会下调海外利润汇回税率吗？	9
月度回顾	11
美国	11
欧元区	15
日本	17
其他新兴经济体	18

图表目录

图 1:	美国企业所得税在 OECD 国家中很高	5
图 2:	海外企业利润占比扩大	5
图 3:	美国企业利润增长率变化	5
图 4:	美国对外直接投资的产业分布	6
图 5:	美国对外直接投资的国别分布	6
图 6:	美国对外投资的资金流动情况	7
图 7:	美国就业情况在 2004 年改善有限	7
图 8:	美国国内投资没有回升很高	7
图 9:	2004 年海外利润汇回并未用于生产性投资	8
图 10:	2004 年只有部分行业受益于海外税率下调	8
图 11:	新兴市场资本流入在 2004 年变化不大	8
图 12:	医疗和科技股没有跑赢指数	9
图 13:	美元汇率在 04,05 年小幅走强	9
图 14:	标普 500 企业现金比例达到历史高位	10
图 15:	美国对中国 FDI 行业分布	10
图 16:	美国对中国 FDI 规模稳定	10
图 17:	中国国际收支投资收益项目变化	11
图 18:	中国国际投资头寸规模扩大	11
图 19:	主要发达国家债务率 (%)	11
图 20:	美国非农私营就业增长放缓	12
图 21:	美国初请和续请失业金人数有所增加	12
图 22:	美国消费者信心下滑	12
图 23:	美国消费信贷缓步回升	12
图 24:	美国新屋开工小幅上升	13
图 25:	美国建筑许可小幅上升	13
图 26:	美国成屋销售环比下滑	13
图 27:	美国新屋销售环比下滑	13
图 28:	美国进口环比增速上升	14
图 29:	美国出口同比增速保持高位	14
图 30:	产能利用率仍未能恢复到危机前水平	14
图 31:	耐用消费品订单环比下滑	14
图 32:	欧元区 PMI 指数快速下滑	15
图 33:	欧元区工业新订单增速环比上升	15
图 34:	欧元区工业产值增速放缓	16
图 35:	欧元区货币增速小幅回升	16
图 36:	欧元区 CPI 及核心 CPI	16
图 37:	欧元区失业率仍处高位	16
图 38:	欧元区零售销售同比下降	16
图 39:	PIIGS 相对德债利率高位下滑	16
图 40:	欧元区企业景气指数下滑	17
图 41:	欧元区工业和服务业信心下滑	17

图 42:	日本出口触底反弹.....	17
图 43:	日本机械订单反弹.....	17
图 44:	日本 7 月 PMI 仍处扩张区域.....	18
图 45:	日元汇率大幅升值.....	18
图 46:	日本零售销售同比上升	18
图 47:	日本 CPI 保持低位	18
图 48:	印度央行加息幅度超市场预期.....	19
图 49:	巴西央行上调基准利率	19
图 50:	新兴市场国家 PMI 指数均有所下滑	19
图 51:	金砖四国通胀仍面临上行压力.....	19

美国本土投资法案通过对中国影响不大

美国讨论企业利润回流，或将下调海外利润税率

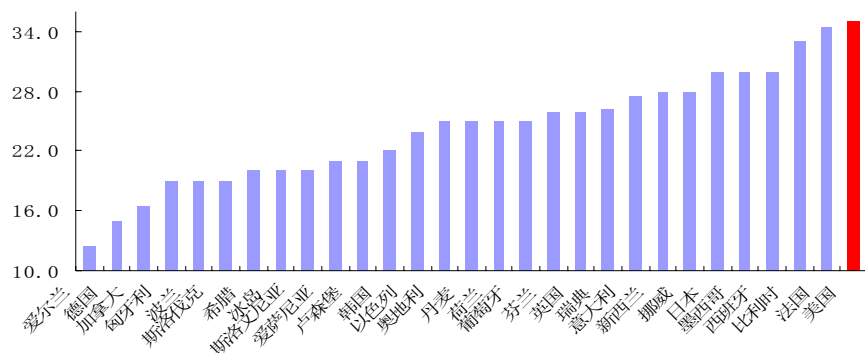
纽约州参议员 Charles Schumer 上周暗示，民主党可能会支持将海外利润税率从 35% 下调至 5.25% 的计划。海外投行测算其对经济拉动作用会超过美联储的资产购买计划，根据 2004 年的经验，此举当时给美国带来 3620 亿美元的资金流入。

目前美国企业所得税率几乎是 OECD 国家中最高的，税率达到 35%，而 G7 国家的平均税率在 29%，OECD 国家平均在 20%，80 个发达国家的税率在 18%。应该说高税率的确是导致美国国内企业外迁的重要原因。如思科将八个子公司设置在税率在 12.5% 的爱尔兰，Google、Facebook 等高科技企业也在当地雇佣了 10 万以上的员工。

从数据来看，我们发现美国企业的海外利润占比不断扩大，从 21 世纪初的 16% 扩大到 2011 年的 25%，同时海外企业的盈利很好地显示了逆周期性，尤其是在 02、08 年金融危机导致经济衰退的时期，这对于美国企业平滑利润起到了积极作用。

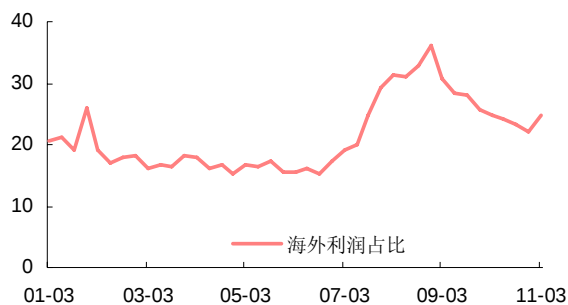
我们在下文中将首先分析美国海外投资的动因，研究税率调整将未来投资机会转移至国内，以及短期利润汇回对金融市场冲击如何，并结合 2004 年减税的情况对未来的前景进行展望。

图 1： 美国企业所得税在 OECD 国家中很高



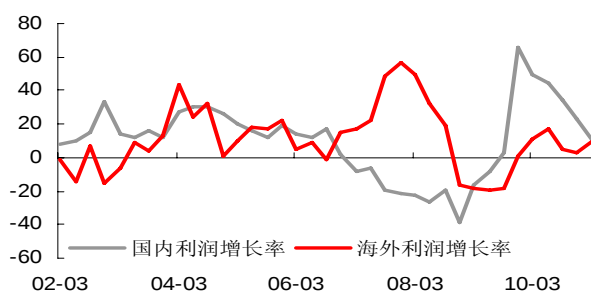
资料来源：OECD, 华泰联合证券研究所

图 2： 海外企业利润占比扩大



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3： 美国企业利润增长率变化



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

全球化分工，决定美国企业海外投资的长期化

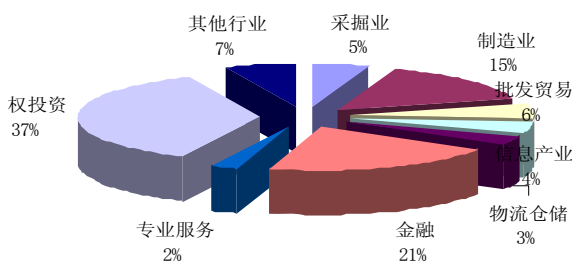
在全球化趋势下，发挥生产要素的比较优势、重视东道国巨大的市场需求是美国企业扩大海外投资规模的主要动因。

美国对外投资主要集中在两个领域：第一，全球化的金融服务和股权投资，分别占比达到 21%和 37%，第二是制造业和采掘业等，占到 20%左右。从地区看，美国对外投资主要集中在欧洲，占比达到 57%，亚太和拉美总和达到 34%。

我们认为以上的美国对外投资结构有以下特点：第一，作为金融强国、美国在人才、技术密集型的金融服务领域有很强的比较优势，全球布局体现其比较优势；第二，制造、采掘业的对外投资是其国内劳动力成本高所导致的产业外迁，布局大多在新兴市场；第三，对欧洲投资比重大，其产品更多体现为产品的相互需求和差异化竞争，因两者的收入、需求偏好相近。

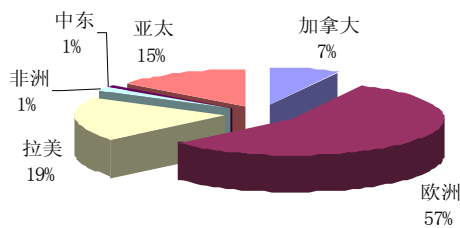
因此，总的看，贴近当地市场、克服本土生产的高成本劣势是美国企业海外投资的重要动因，这便决定了投资的长期化，本土的税收优惠尽管可能短期产生资金回流，但未必产生以国内投资、生产扩大对海外投资的替代。下面我们结合 2004 年的情况加以分析。

图 4： 美国对外直接投资的产业分布



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 5： 美国对外直接投资的国别分布



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

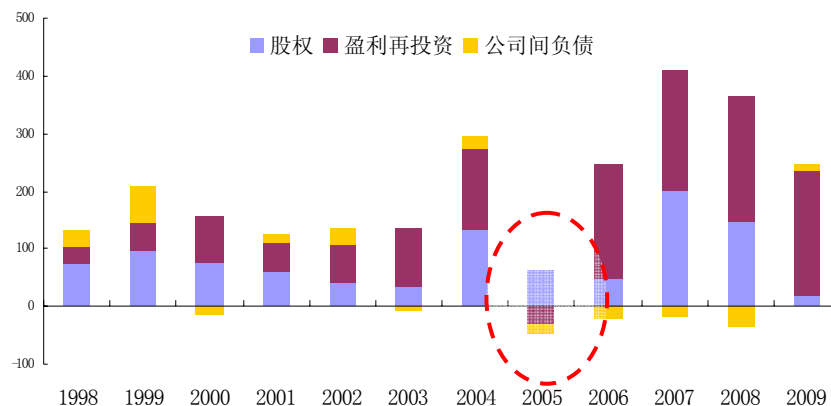
2004 年美国下调海外税率对资金流动的影响

在 2004 年美国为应对国内经济放缓，通过了美国就业创造法案(AJCA)，为了增加国内雇佣采取了一次性间利润汇回减税政策(tax holiday)，该法案允许公司将海外利润以降低的税率汇回国内，通常的税率为 35%，而 2004 年的税率仅为 3.7%，这样美国跨国企业所积累的海外收益，可以避免征收较高的国内税率，政府的目的在于刺激其将资金调回国内，进行生产经营活动，并增加就业。

海外企业利润汇回对美国经济的影响

在图 6 中，随着 2004 年的减税计划推出，在 2005 年美国的对外盈利再投资的确发生了较大规模的下降，但是我们没有发现很多对就业和投资形成提振的证据，而美国国内就本次减税的评价亦并不高。

图 6： 美国对外投资的资金流动情况

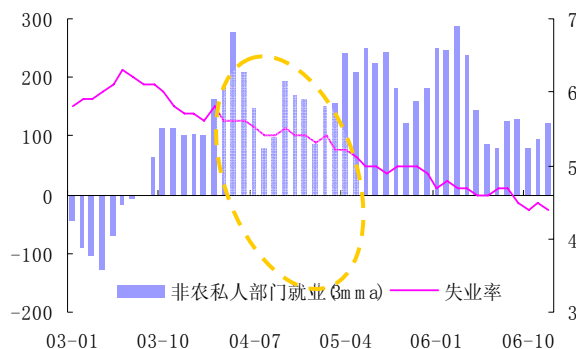


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从美国政府的刺激效果来看, 我们没有发现明显改善的证据: 第一, 非农就业在 2004 年的改善是比较有限的, 基本维持月均 10 万的水平, 与 2003 年水平持稳, 但低于 05、06 年的水平; 第二, 就国内投资来看, 尽管相对 03 年的回落, 有所恢复, 但力度依然比较低。

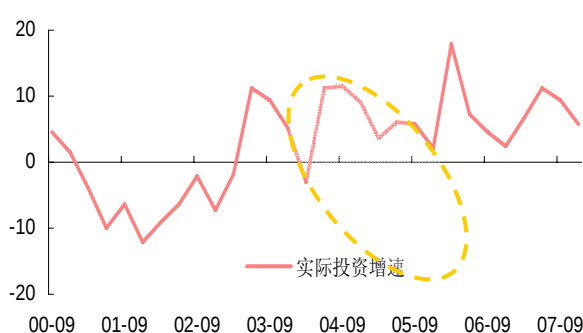
从美国国内的研究来看, NBER, CBO 的研究亦表示该政策没有使跨国公司在国内进行大量资本投资, 并创造新的就业岗位, 相反资金汇回更多用以财务结构调整, 如股利分发和股份回购。

图 7： 美国就业情况在 2004 年改善有限



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 8： 美国国内投资没有回升很高



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们选取来自纽约时代(News Time)的数据, 作为微观证据, 该研究发现大部分跨国公司在 2004 年没有积极增加国内雇佣, 并在 2005、2006 年出现解雇本地员工的行为。

同样从行业来看, 在参与减税计划的 841 家跨国公司中, 只有生物医药、科技和计算机类企业享受到了较为明显的优惠, 据统计其中辉瑞公司就占到了 10%。

图 9： 2004 年海外利润汇回并未用于生产性投资

惠普公司，汇回利润 145 亿，在 2005 年进行了 40 亿股票回购，解雇了 1.45 万员工

辉瑞公司汇回利润 370 亿，在 2005 年解雇了 1 万人，并关闭了在美工厂

福特汽车汇回利润 8.5 亿美元，在 2005、2006 期间解雇了 3 万人

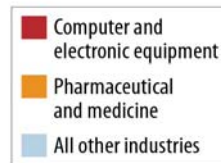
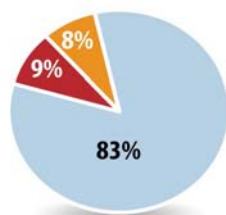
默克公司汇回 159 亿利润，在 2005 年裁员 7000 人

霍尼韦尔国际公司汇回 27 亿美元，但在 2005、2006 解雇了 2000 个工人

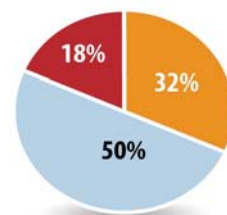
资料来源：华泰联合证券研究所

图 10： 2004 年只有部分行业受益于海外税率下调

Share of taxable income among firms participating in the 2004 tax holiday*



Share of foreign earnings repatriated under the 2004 tax holiday



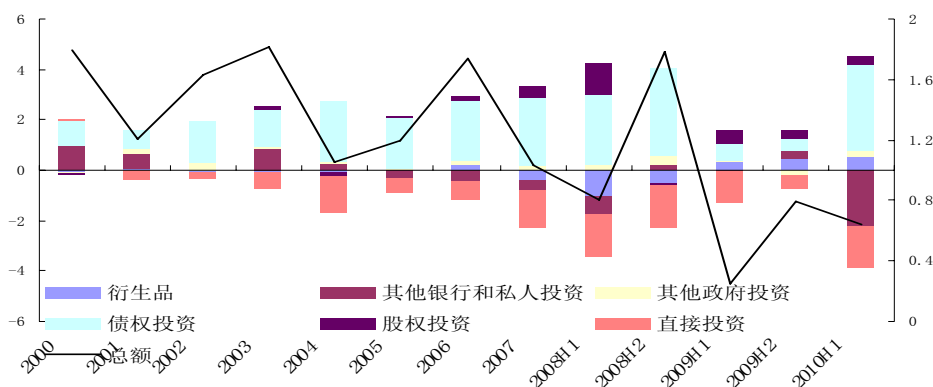
资料来源：华泰联合证券研究所

海外企业利润汇回对金融市场影响

我们同样研究了美国跨国企业在 2004 年利润汇回对金融市场的冲击，事实发现是比较微小的。

从新兴市场情况来看，尽管债权投资有一定减少，但总的资金依然呈现净流入，且直接投资的流出量相比 2002、2003 年有所收窄。

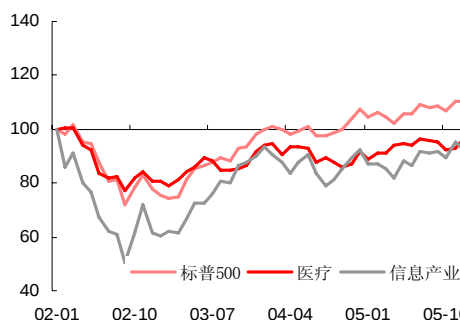
图 11： 新兴市场资本流入在 2004 年变化不大



资料来源: IMF, 华泰联合证券研究所

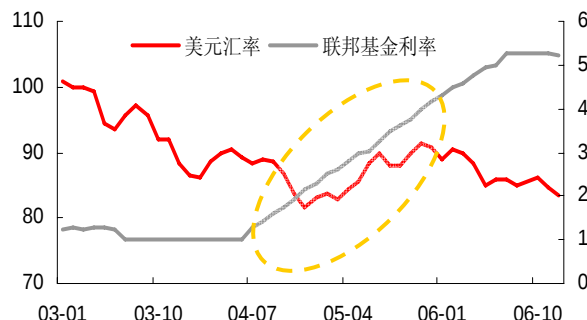
从美国金融市场来看,亦没有发现十分显著的影响。其一,尽管如前文所述,医疗、信息产业出现了大量利润汇回,并应以回购股票、进行分红,但两个行业均为跑赢指数;其二,从美元汇率看,尽管美元在 2004、2005 出现阶段性走强,但我们认为这更多与 Fed 进入升息周期有关,与资本流入没有很大的必然联系。

图 12: 医疗和科技股没有跑赢指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 13: 美元汇率在 04,05 年小幅走强



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

与 2004 年相比,未来美国会下调海外利润汇回税率吗?

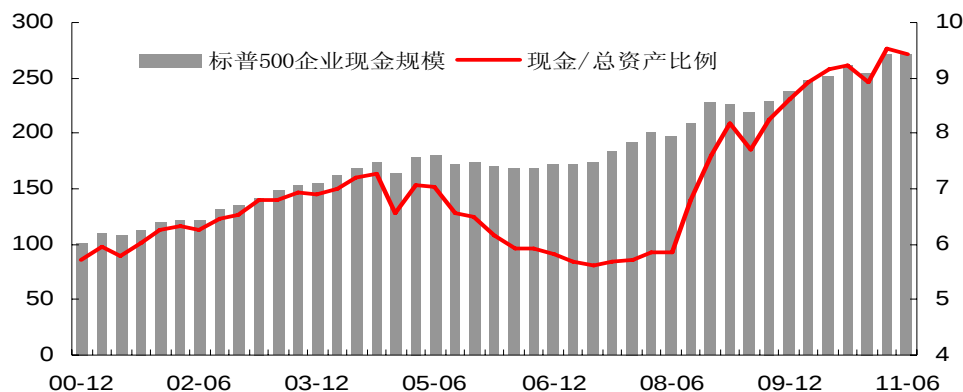
即使美国通过降低海外利润税收法案,冲击亦有限

基于 2004 年的经验,出于以下几点理由,我们认为美国通过降低海外税收法案可能有一定阻力。而该法案即使通过,对全球产业重新布局、国际资本流动冲击也有限:

- 从 2004 年来看,一次性的税收减少,并未有效刺激美国企业增加本土就业增长、国内投资,只会改变跨国公司的财务结构安排,对实体经济刺激有限。
- 重复 2004 年税收减免,从动态博弈的角度反而会促使美国跨国公司增加海外投资,因其考虑今后会有更多的优惠政策出台。
- 从美国企业海外投资动因看,更多是使用低劳动力成本、扩张当地市场的目的,因而具有长期性,不会为暂时的刺激改变战略布局和决策。
- 观察 2011 年美国企业的情况,我们认为其本身并不差钱,在 2010 年底,奥巴马政府通过了对本年工资税、投资折旧税收减免的财政刺激方案,而目前标普 500 企业的现金占总资产的比例高达 10%,这表明国内企业投资迟疑更多基于盈利和市场前景不确定性所致,与资金紧张并无关系。甚至我们发现惠普、微软、Adobe system 等公司有开始新一轮股票回购、股利发行计划。如果资金回流仅产生财务影响,这是与政治家游说的刺激就业方案是不一致的。

- 即使考虑方案通过，我们猜测税收优惠亦是一次性的，因永久性的减税会反向激励跨国公司增加海外布局的规模，以获得更多的利益，这样即使考虑存在冲击，对金融市场而言也是短暂的。

图 14： 标普 500 企业现金比例达到历史高位



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

对于中国市场的影响

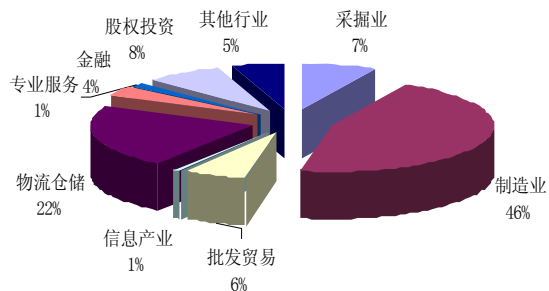
对中国而言，我们认为既不会改变美国在华投资布局，对于资本流动的影响也是有限的。

一方面，从美国对中国的投资来看，主要集中在制造业，占比达到 46%，这与中国劳动力禀赋优势、产业升级内需提高有关，这就决定了美国在华投资的长期化趋势，仅就直接投资规模而言，尽管随着中国面临刘易斯拐点，导致用工成本提高，但国内市场广阔、产业升级，内需市场扩大仍使中国具有吸引力，尽管相对 21 世纪初，资本流入有一定放缓，但规模仍维持稳定，即使在 2008 年金融危机时也是如此。

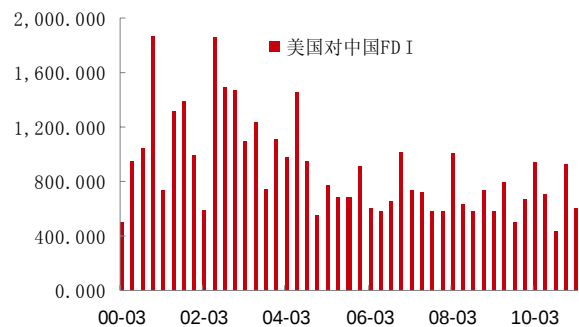
另一方面，即使出现一次性美国企业利润汇回，我们认为对于中国的国际收支影响很小，也不会系统性对外汇占款规模形成冲击。其一，国际收支平衡表的投资收益项目本身的规模很小，其占外汇占款比例不到 1%；其二，随着中国对外投资的扩大，国际投资头寸迅速扩张，本身产生的投资收益汇回的规模将呈现稳步扩大，这足以抵消资本流动的负面影响，甚至会有新的资金流入压力。

图 15： 美国对中国 FDI 行业分布

图 16： 美国对中国 FDI 规模稳定

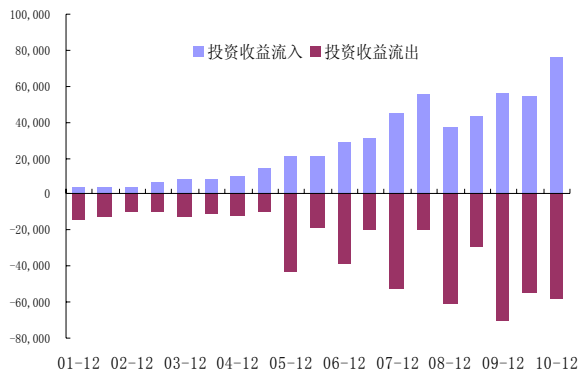


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



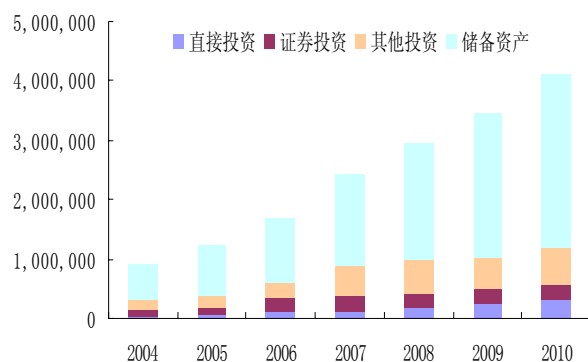
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 17: 中国国际收支投资收益项目变化



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 18: 中国国际投资头寸规模扩大



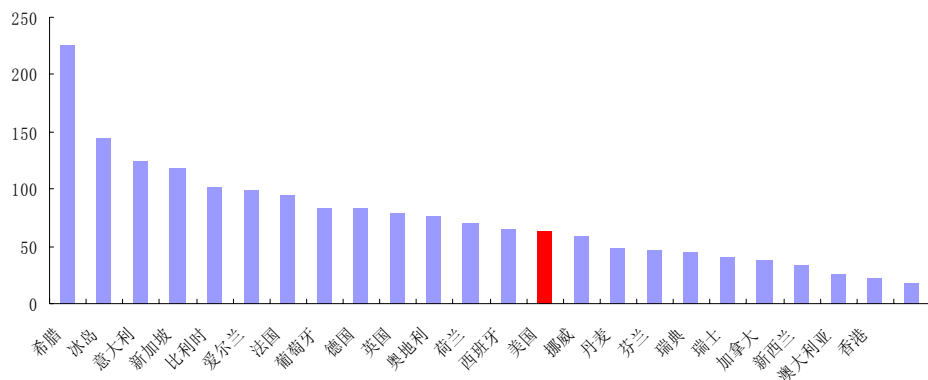
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

月度回顾

美国

6 月经济数据反映美国经济增速继续放缓, 目前市场关注重点仍是美国债务上限谈判, 等待共和、民主两党能否在 8 月 2 日前达成一致。共和党众议长博纳倾向于“两步走”, 第一阶段提高约 1 万亿美元, 并需要实行约 1.2 万亿美元的开支紧缩; 第二阶段提高约 1.8 万亿, 但在 12 月底需要再次协商和评估民主。党参议员哈里·里德 (Harry Reid) 提出的方案则倾向一次性将债务上限立刻提高 2.4 万亿美元。由于 2012 年面临大选, 民主党不愿在年底由于债务问题再次纷争, 因而更倾向于采用里德的方案, 以集中精力促进经济复苏, 降低失业率。

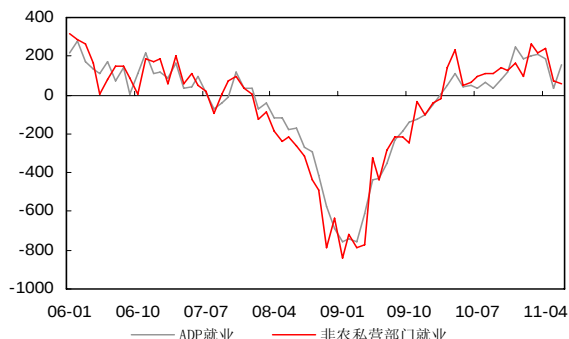
图 19: 主要发达国家债务率 (%)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

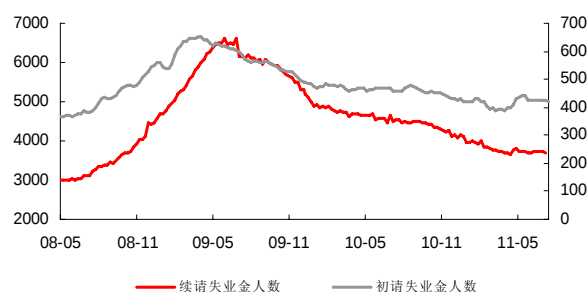
6月美国非农部门就业增加仅1.8万, 私营部门增加5.7万, 失业率回升至9.2%, 数据大幅低于市场预期。分部门看, 由于政府财政紧缩, 政策裁员仍在继续; 制造业有一定企稳迹象, 但反弹力度或有限; 服务业仍是关注复苏持续性的指标, 当月娱乐医疗、商业等部门就业增长仍在延续, 批发与零售销售业的就业增加亦达到1.3万。从失业率看, 就业市场恢复依然缓慢, 失业率上行0.1%至9.2%, 美国经济增速放缓, 使得企业雇佣意愿下降。考虑目前非农就业无法达到月增20万的数量, 失业率近期仍将维持在9%以上。

图 20: 美国非农私营就业增长放缓



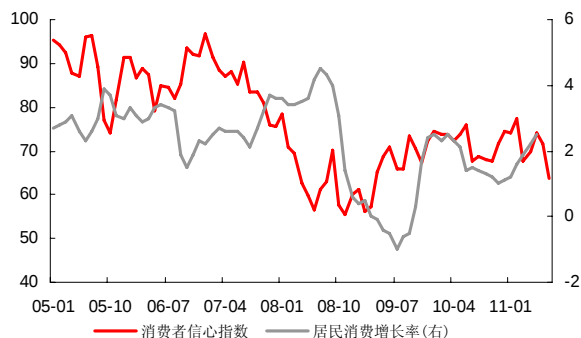
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21: 美国初请和续请失业金人数有所增加



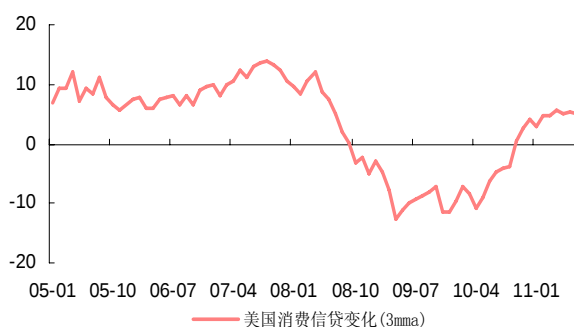
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22: 美国消费者信心下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 23: 美国消费信贷缓步回升



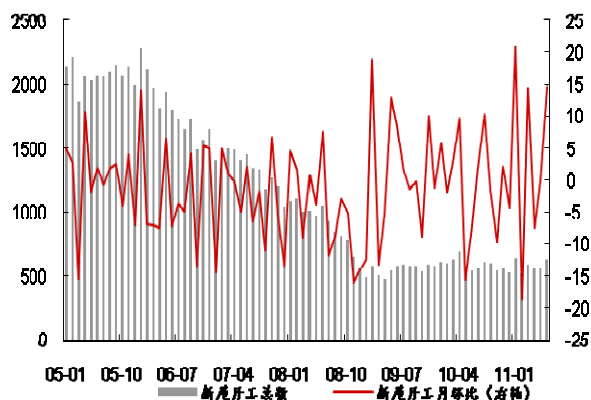
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美国 6 月新屋开工总数为 62.9 万，高于市场预期的 57.5 万，环比上升 14.6%，远超市场预期的 2.7%，达到了 5 个月以来的高点。6 月营建许可总数为 62.4 万户，环比上升 2.5%。但是 6 月新屋销售量为 31.2 万户，低于市场预期的 32 万户，较上月下降 1%，连续第 2 个月下降。6 月成屋销售总数为 477 万，低于市场预期的 490 万，成屋销售环比下降 0.8%，创下了 7 个月以来的最低水平。

美国房价继续承压，住宅价格指数环比小幅上升 0.2%，但 5 月 S&P/CS 20 城市房价指数年率下降 4.5%，创 18 个月来最大降幅；S&P/CS 10 城市房价指数年率下降 3.6%。止赎房产增加和经济前景不明朗可能令房价在年内保持低迷，打击住宅开发，延缓楼市复苏。

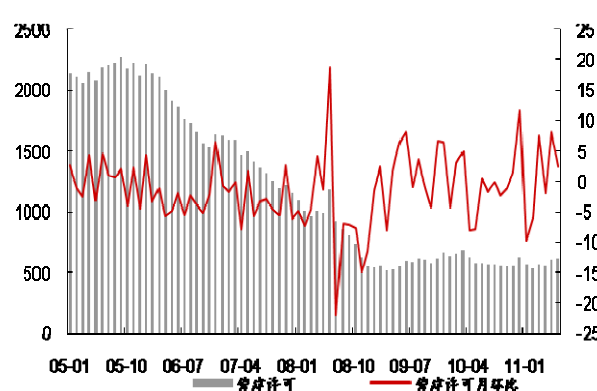
总体来看，房地产市场的数据仍偏负面，尽管建筑许可和新开工出现上行，超过市场预期，但新屋和成屋销售依然不尽人意，低于市场预期，且房价依然处于低位。市场的过剩供给和居民收入上行缓慢将制约房地产市场复苏力度。

图 24： 美国新屋开工小幅上升



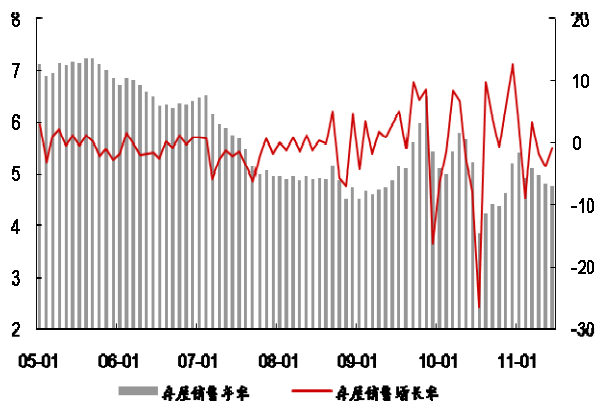
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 25： 美国建筑许可小幅上升



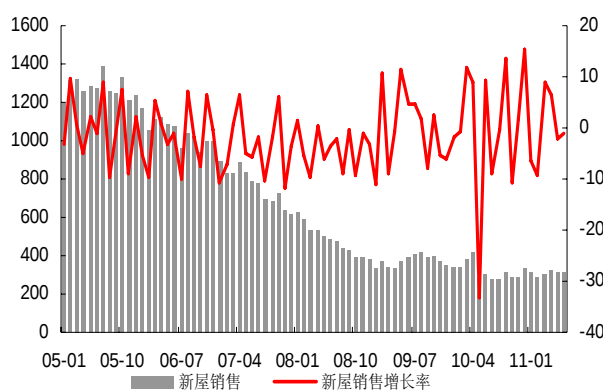
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 26： 美国成屋销售环比下滑



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 27： 美国新屋销售环比下滑

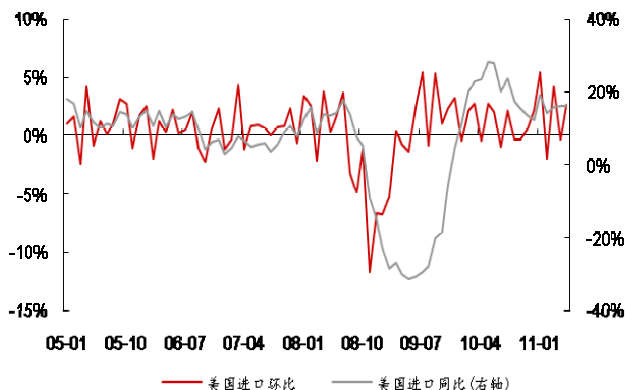


资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美国 5 月份贸易逆差意外扩大，同比上升 19.1%至 502 亿美元，超过市场预期，达到 2008 年 10 月份以来最高水平。5 月出口维持在 4 月份创纪录水平附近，而进口保持较高增速主要反映了原油进口量猛增的影响。预计未来美元走软和其他国家经济的增长可能继续推动美国出口，而油价下跌和消费支出放缓将对进口形成抑制，美国贸易赤字或有下降可能。

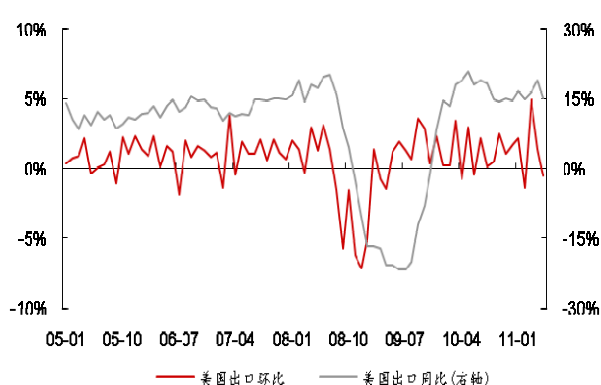
美国 6 月进口物价指数月率下降 0.5%，为 2010 年 6 月以来首次下跌，市场预期为下降 0.6%。进口物价指数下跌的主要原因是汽油和食品饮料进口价格降幅较大。其中，汽油进口价格月率下降 1.6%，食品饮料进口价格环比下降 1.9%。由于 6 月美国进口物价指数的下降使得美国的通胀压力减弱，有利于美国居民扩大消费支出，帮助经济复苏。

图 28： 美国进口环比增速上升



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 29： 美国出口同比增速保持高位

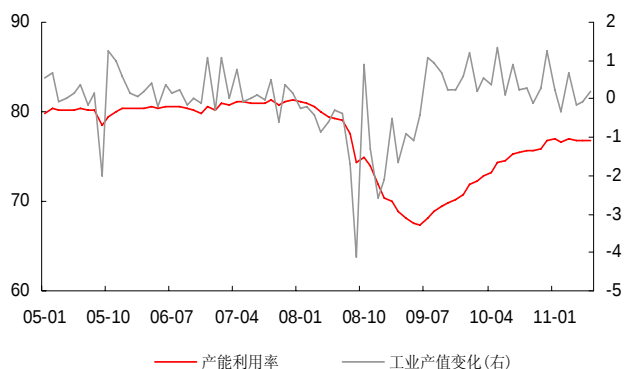


资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

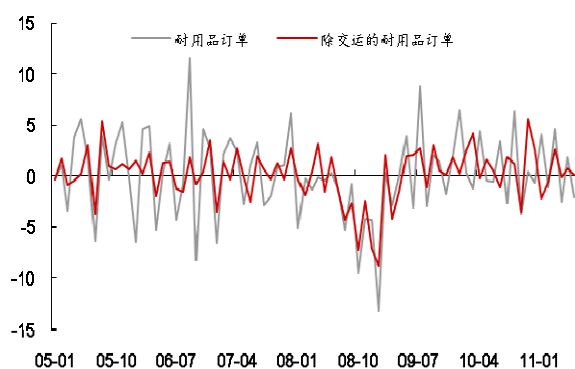
美国 6 月耐用品订单月率下降 2.1%，至 1,919.8 亿美元，远低于预期值上升 0.5%，其中，飞机和汽车订单下滑导致耐用品订单环比重跌 2.1%，而扣除运输的耐用品订单月率上升 0.1%。制造业设备订单下降，打击了市场对美国制造业复苏信心。此外，美国芝加哥联储公布的数据显示，6 月芝加哥联储中西部制造业指数月率下降 0.1%，6 月中西部制造业指数为 84.0。而如果未来美国制造业增长放缓，将使失业率长期面临压力，市场对下半年经济强劲复苏的预期很难实现。

图 30： 产能利用率仍未能恢复到危机前水平

图 31： 耐用消费品订单环比下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

欧元区

欧洲央行如期加息，上调再融资利率 25 个基点至 1.5%，英国央行维持利率为 0.5% 不变。我们认为：欧洲央行加息更多应对通货膨胀走升，6 月 Cpi 上涨 2.7%，超过欧洲央行设定的 2% 通胀上限，而 ppi 上涨 6.2%，尽管相比先前已有所走平。本次加息反映欧洲央行反通胀信誉依然很高，特里谢强调通胀上行的中期风险，并表示潜在货币扩张仍在继续；本次加息时点在希腊债务危机得到阶段性控制后（前期希腊议会通过了 780 亿欧元财政紧缩计划，并将于 7 月得到 IMF 和欧盟的新救助），因而加息短期对金融市场冲击不大。

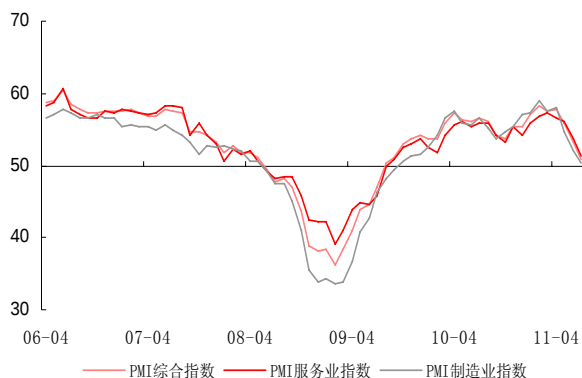
欧盟峰会于 7 月 21 日在布鲁塞尔召开，领导人讨论了希腊第二轮救助方案及欧元区金融稳定性问题。峰会取得了以下进展：第一，欧盟将对希腊提供总额为 1090 亿欧元的救助方案；第二，将把欧洲金融稳定基金（EFSF）对希腊的贷款期限从 7.5 年延长至最少 15 年，并将贷款利率从 4.5% 下调至 3.5%，并允许在二级市场开展购买活动，可通过向政府提供贷款来对金融机构进行资本重组。第三，私营部门将参与到第二轮希腊救助，相应的三个方案（回购债务、展期或互换）依然需要讨论。

从经济数据看，欧元区经济放缓明显，欧元区 7 月 PMI 综合指数为 50.8，由 6 月的 53.3 快速回落，低于市场预期的 52.6，创下近两年来新低。其中制造业 PMI 指数为 50.4，服务业 PMI 指数为 51.4。德国 7 月制造业 PMI 指数为 52.1，服务业 PMI 指数为 52.9，略好于欧元区的表现。欧元区 PMI 综合指数的快速下滑表明在欧债危机和政府财政紧缩的影响下经济扩张乏力。

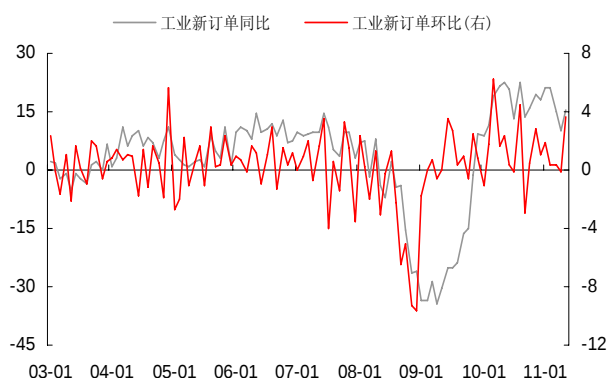
欧元区 5 月工业产出月率上升 0.1%，预期值为上升 0.5%，年率上升 4.0%，预期值上升 4.8%。其中消费品产出下降 0.5%，表明欧盟由于财政紧缩政策的普遍实施和失业率长期处于高位，导致消费支出不足，拖累欧盟经济的复苏。此外，欧洲央行为控制通胀于年内第二次加息，亦对经济增长形成了较大压力，欧元区经济复苏在近期之内放缓或将不可避免。

图 32： 欧元区 PMI 指数快速下滑

图 33： 欧元区工业新订单增速环比上升

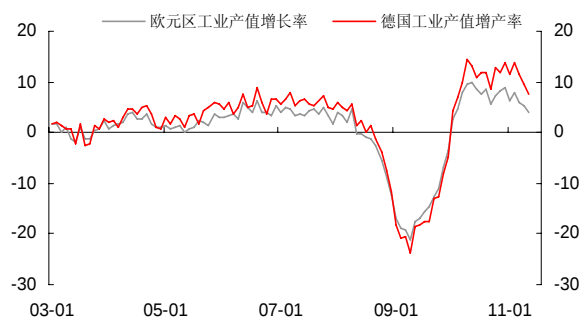


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



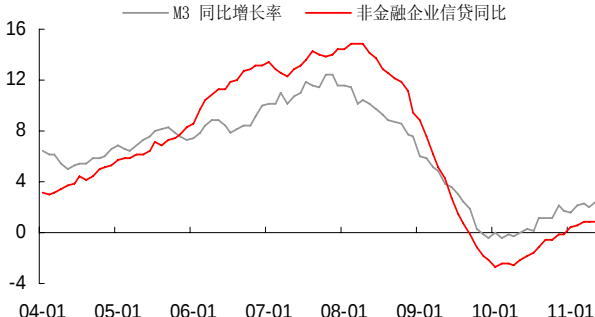
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 34: 欧元区工业产值增速放缓



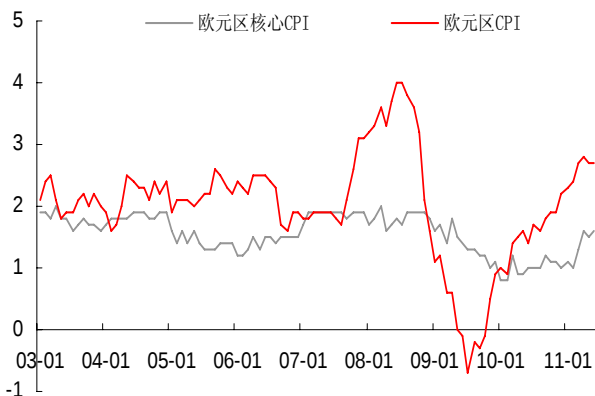
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 35: 欧元区货币增速小幅回升



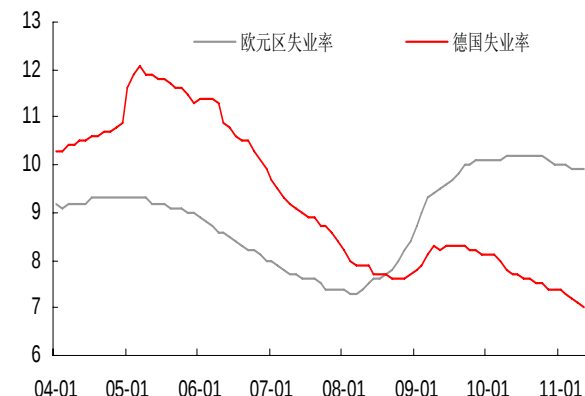
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 36: 欧元区CPI及核心CPI



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

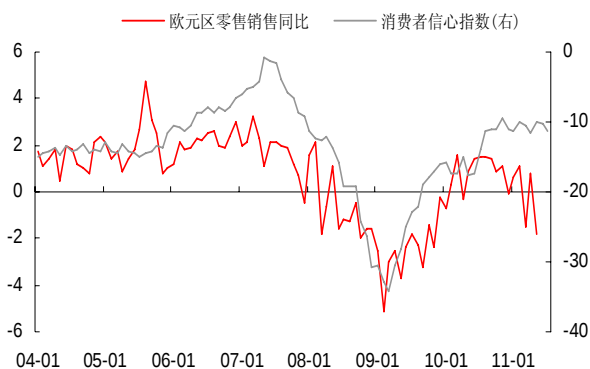
图 37: 欧元区失业率仍处高位



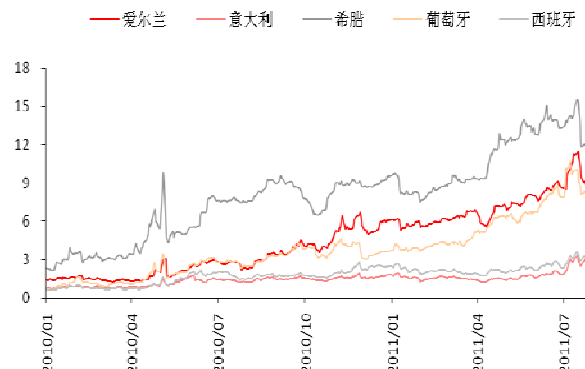
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 38: 欧元区零售销售同比下降

图 39: PIIGS 相对德债利率高位下滑

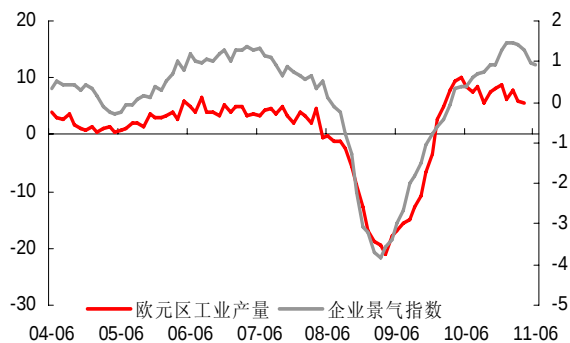


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



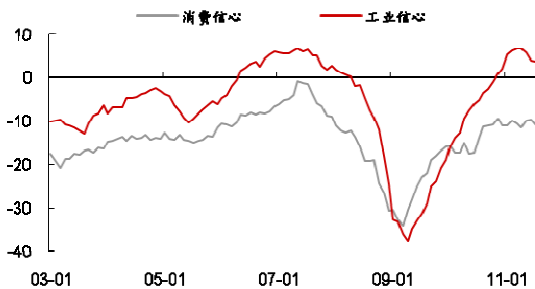
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 40: 欧元区企业景气指数下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 41: 欧元区工业和服务业信心下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

日本

地震和海啸造成的供应链断裂的冲击已经有所缓解。制造业生产及出口已明确显示出反弹迹象，预计重建将帮助进一步扩大内需，帮助日本经济转好。

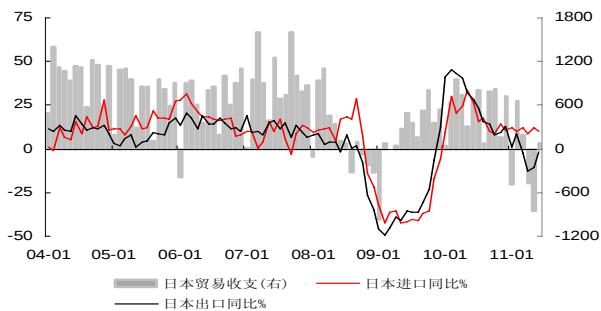
从贸易来看，日本6月份贸易顺差为707亿日元，为三个月以来首次贸易顺差。6月出口强劲反弹是产生顺差的主要原因，出口增速同比由5月的下降10.3%缩小到下降1.6%，为四个月来最好表现。其中，汽车出口同比下跌了12.5%，降幅为二月份以来最小。此外，丰田汽车预计将于10月恢复所有车型的生产，快于之前的计划。从机械订单来看，5月份工厂订单改变下跌趋势，同比上涨10.5%，环比上涨3%，日本出口企业逐步恢复生产显示供应链断裂的负面影响或已逐步消退。

日本经济复苏势头良好，但仍面临较多问题。一方面，日元持续走强可能影响到日本出口复苏。七月份日元兑美元汇率创记录的突破1:78大关，对欧元汇率也屡创新高，日本央行官员已口头表示对日本升值的担忧，但仍未阻止日元升值势头，不排除未来有入市干预日元汇率的可能。另一方面，供电不足将导致企业成本上升，竞争力下降。如果因为核电站关闭而导致供电长期不足，日本的经济活动必将受到制约，或成为导致日本潜在增长力下降的原因之一。

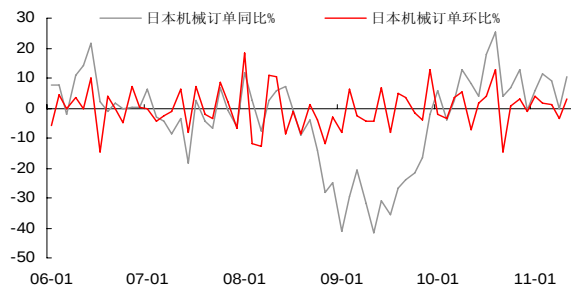
图 42: 日本出口触底反弹

图 43: 日本机械订单反弹

单位:百分比

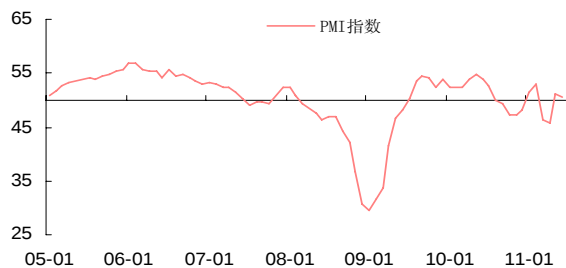


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 44: 日本 7 月 PMI 仍处扩张区域



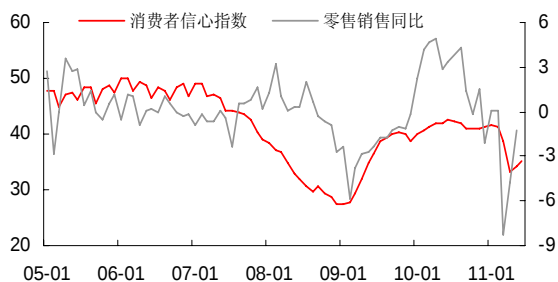
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 45: 日元汇率大幅升值



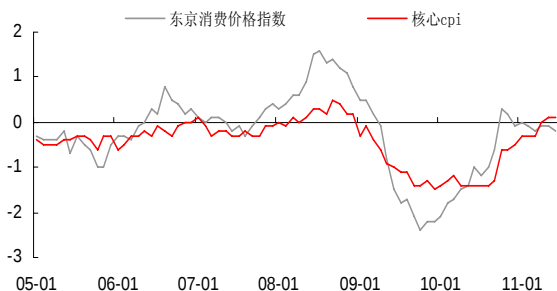
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 46: 日本零售销售同比上升



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 47: 日本 CPI 保持低位

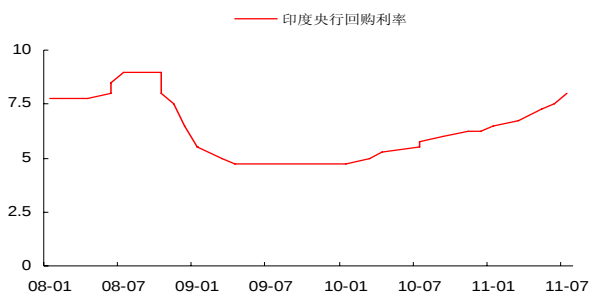


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

其他新兴经济体

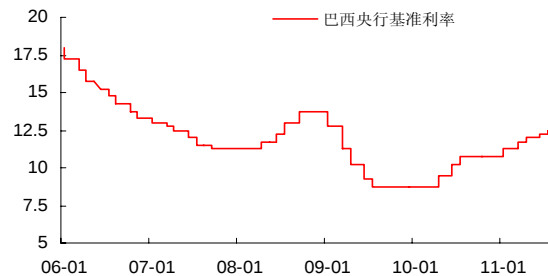
印度央行大幅提高基准利率 50 个基点，以应对依旧严峻的通胀形势，这一上调幅度超出此前市场预期的 25 个基点。近几个月以来，由于食品价格和燃料价格高企，印度通胀率始终保持在 8%-9% 的高位。6 月印度批发价格同比上涨 9.44%，高于上月的 9.06%，印度央行已将年度通胀目标由 6% 上调至 7%。印度央行希望通过连续控制中长期通胀预期。此外，巴西央行也于近日宣布加息 25 个基点，复合市场预期。新兴经济体普遍受通胀走高和加息压力影响，经济增速或有所放缓。

图 48: 印度央行加息幅度超市场预期



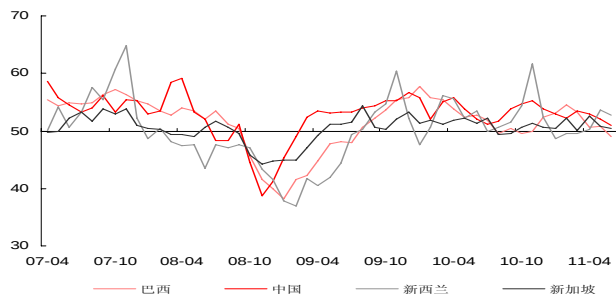
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 49: 巴西央行上调基准利率



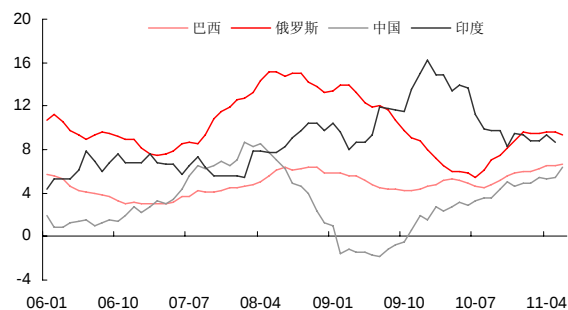
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 50: 新兴市场国家 PMI 指数均有所下滑

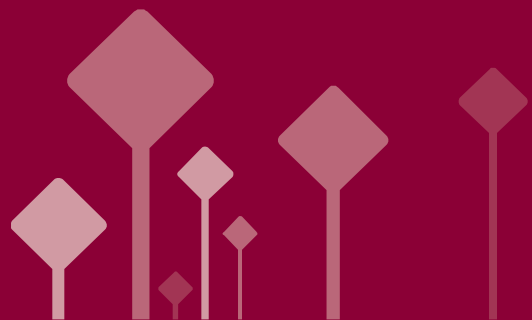


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 51: 金砖四国通胀仍面临上行压力



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn