

欧美债务危机有惊无险 通胀仍是最大挑战

中国建银投资证券有限责任公司研究所

李云洁

2011年8月

观点总结

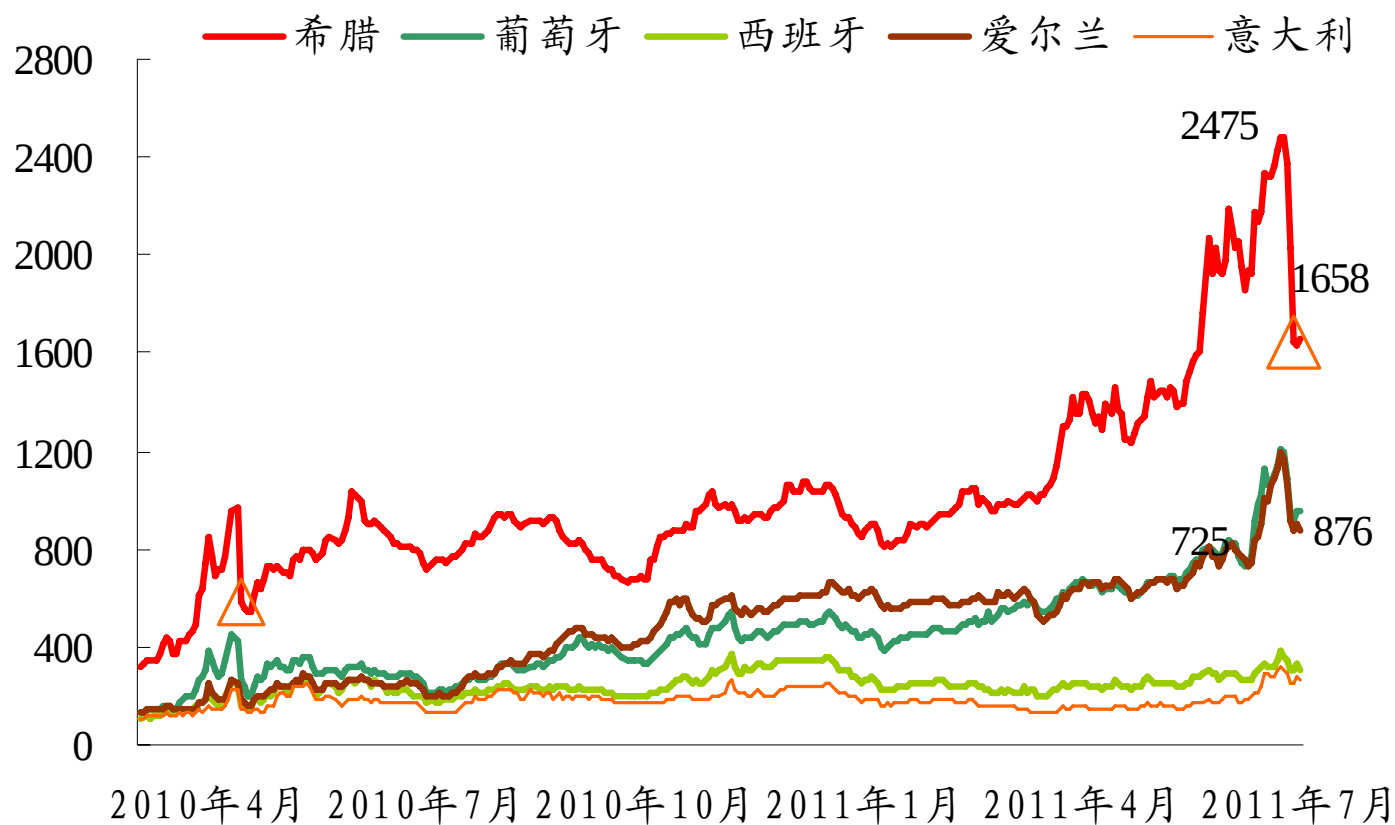
- 希腊危机尚待市场消化，美债有惊无险
- 除非债务危机爆发，QE3可能性不大
- 危机过后，美国经济下半年加速，联储或退出

一、最后时刻政府全面退让 市场尚需时日消化

- 欧盟给予希腊**1090**亿欧元新贷款
- 允许**EFSF**购买**2**级市场债券
- **3**国贷款利率下调至**3.5%**，期限延长至**15-30**年
- 鼓励私人为希腊**500**亿欧元债务展期，短期违约或致损失**21%**
 - 换成**AAA30**年期债券
 - **15**年期的由托管户口基金部分担保的债券
- **350**亿欧元支持欧洲央行、**200**亿欧元稳定希腊银行、希腊政府回购**200**亿欧元债券

1. 救援后市场将有消化期

“小猪五国”信用违约风险

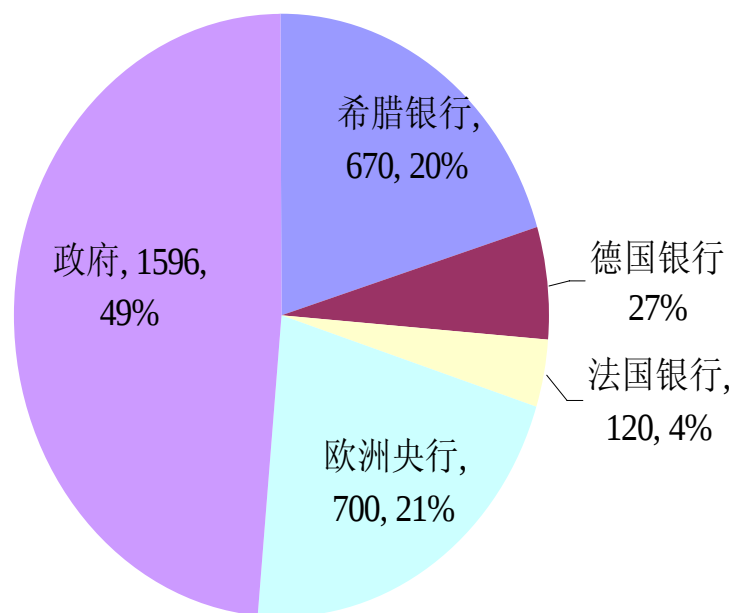


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

1. 最后时刻政府全面退让 市场尚需时日消化

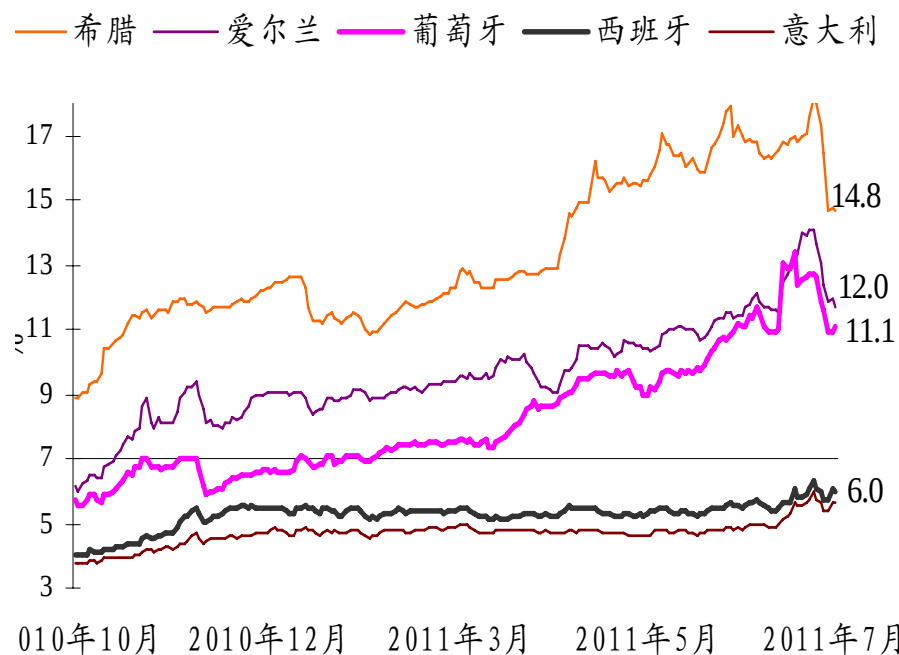
- 市场攻击希腊西班牙逼迫政府妥协
- 合计**2190**的希腊救援贷款足以安抚市场

3285亿欧元希腊债务分布



数据来源: bloomberg 中投证券研究所

10年期国债收益率-日



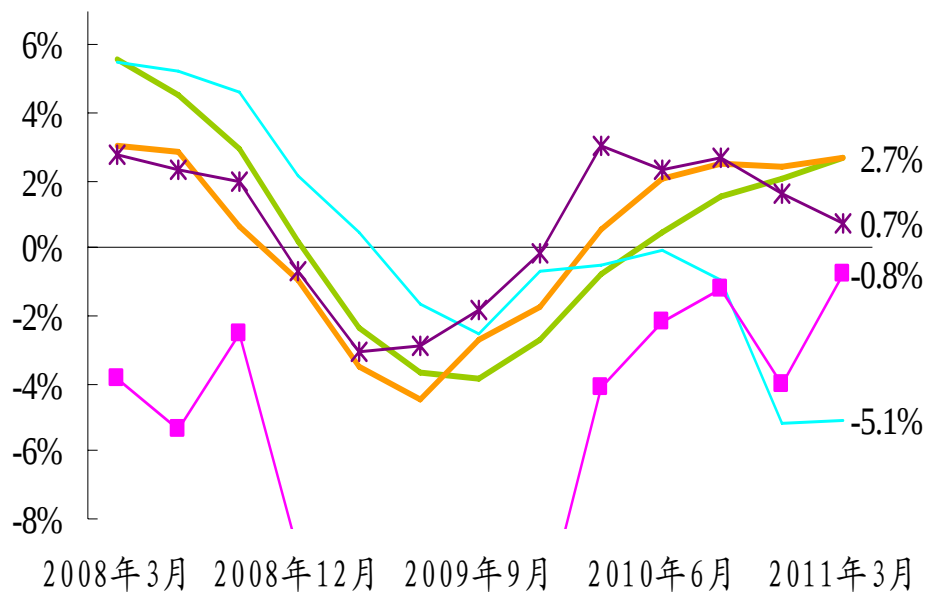
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

2. 意大利和西班牙是“被危机”

- 危机其实是政府和市场博弈的过程，关键还是希腊
- 意大利和西班牙本身状况较好，是被攻击

小猪五国名义GDP同比增速

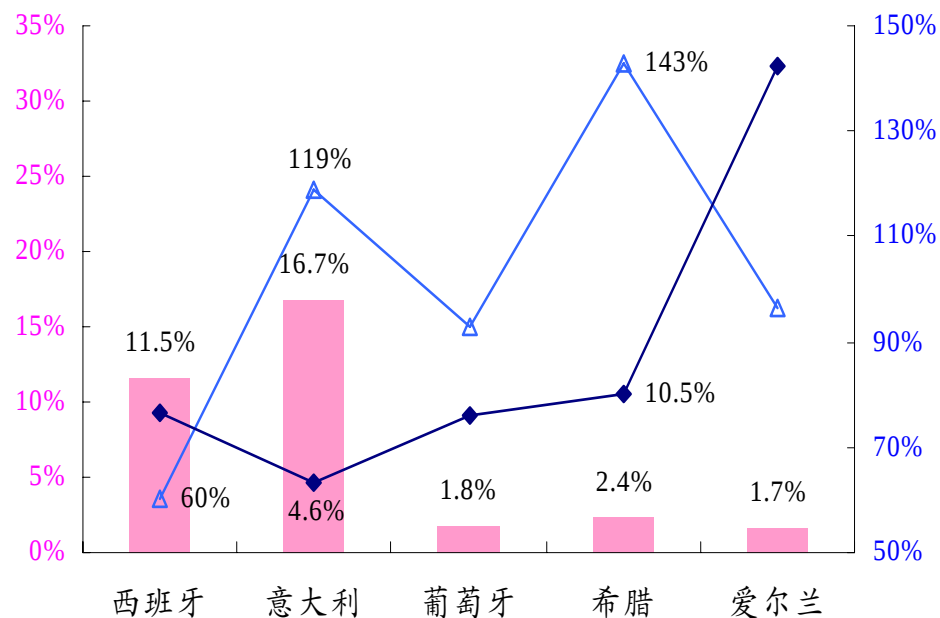
— 西班牙 — 意大利 — 希腊 — 爱尔兰 — 葡萄牙



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

小猪五国经济和债务情况 (%)

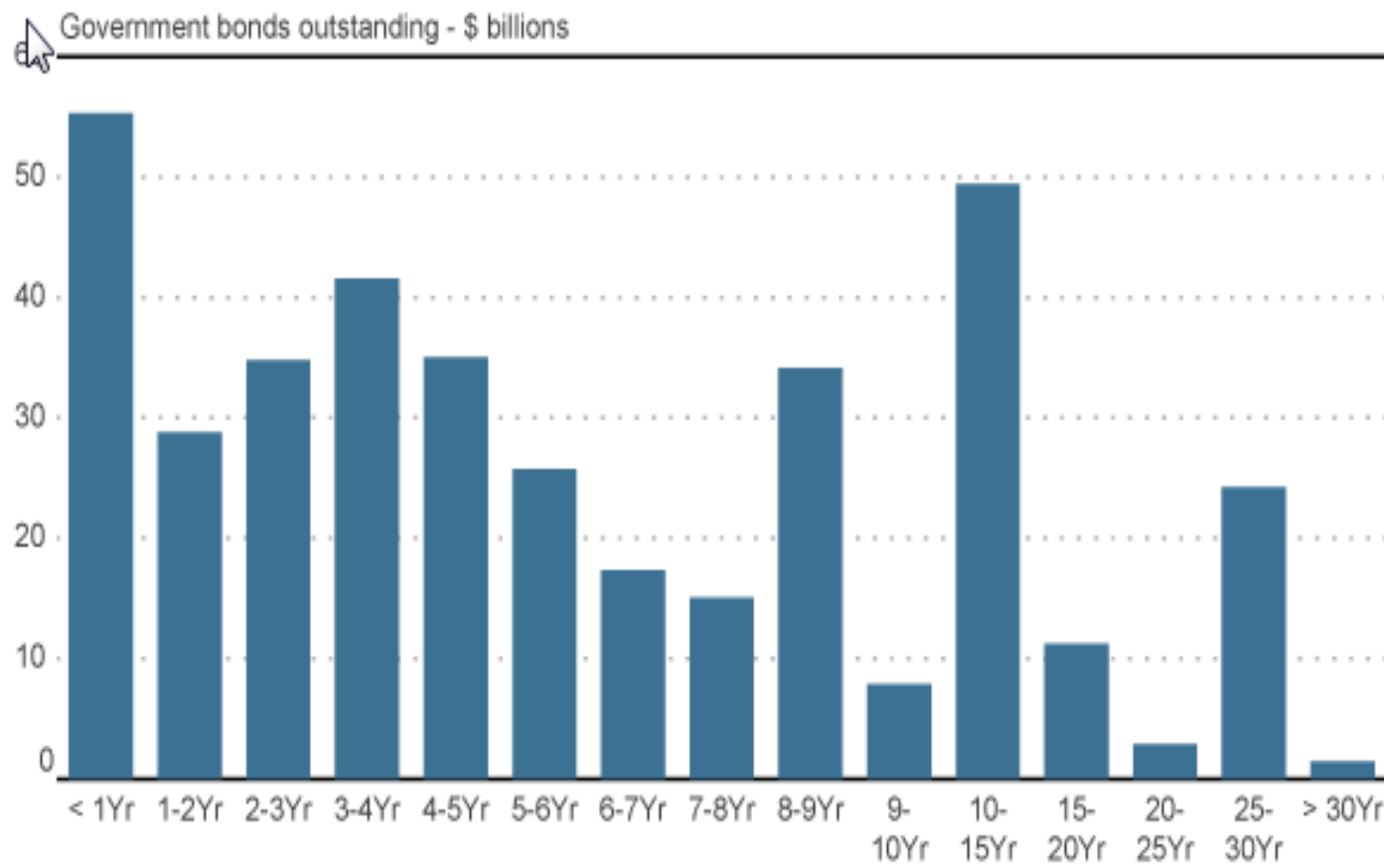
■ GDP/欧盟 ▲ 债务占本国GDP ◆ 赤字占本国GDP



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

3. 时间换空间解决希腊危机

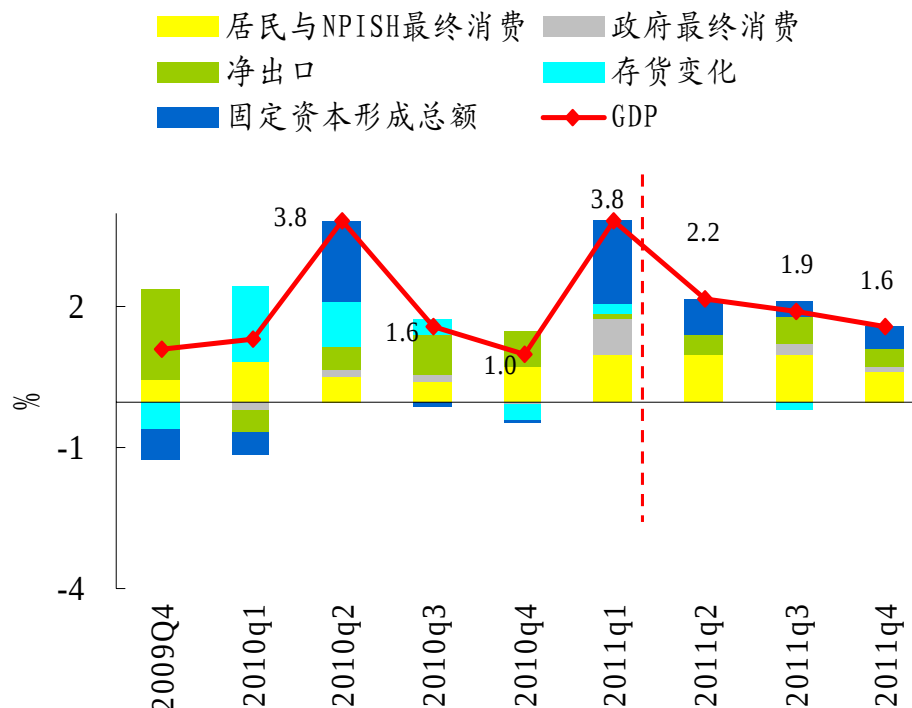
- 当务之急是度过短期流动性危机
- 最终结局猜想：“国有化”希腊，或脱离欧元区



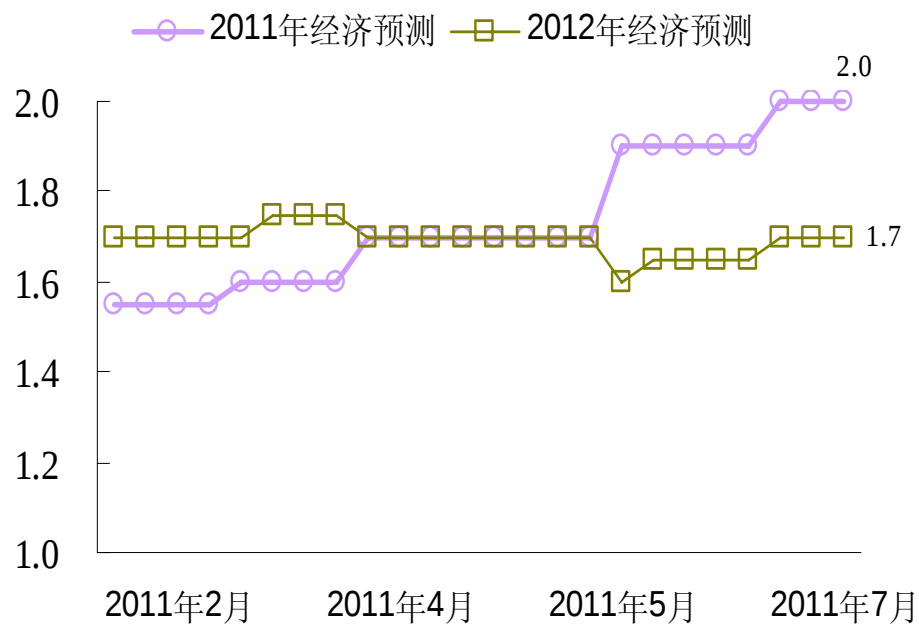
5. 欧洲经济复苏势头不改

- 净出口为欧洲经济增长的主动力
- 市场对2011年欧洲经济增长预测提升

欧元区经济



市场对欧元区经济预期(%)



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

二、政治僵局引发美债危机

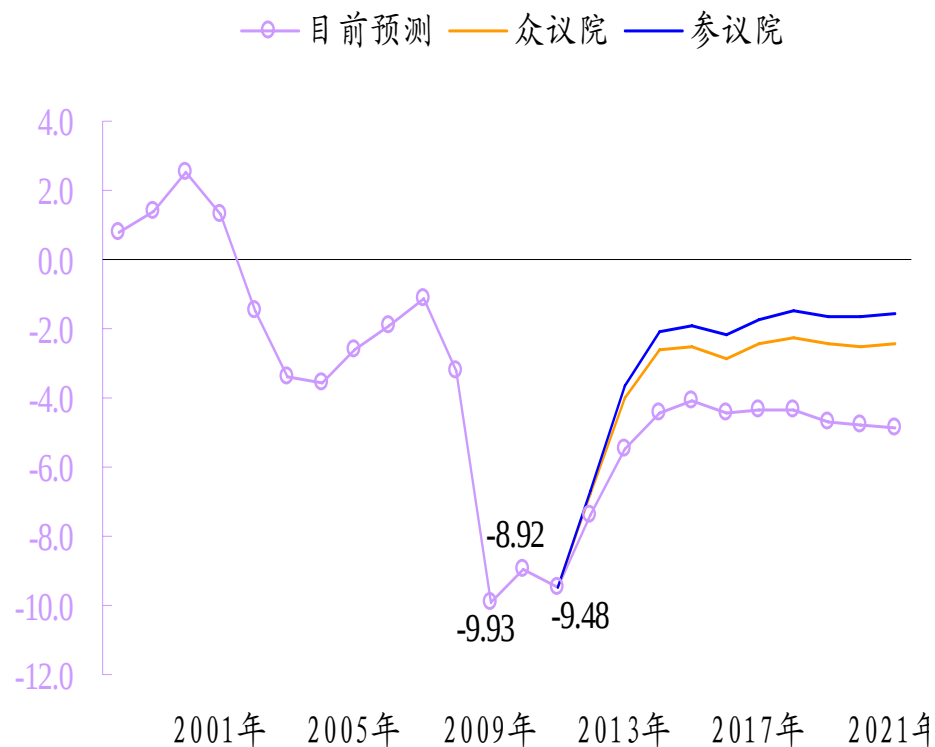
	参议院	众议院	奥巴马与共和党领导人
债务上限	一次提升2.4万亿	第一次9000亿，第二次有条件的1.6万亿	分两步提升2.4万亿，无需国会批准
赤字消减	2.2万亿	1.2万亿	两轮消减2.8万亿
通过情况	悬	众议院通过；参议院被否	

数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

二、政治僵局引发美债危机

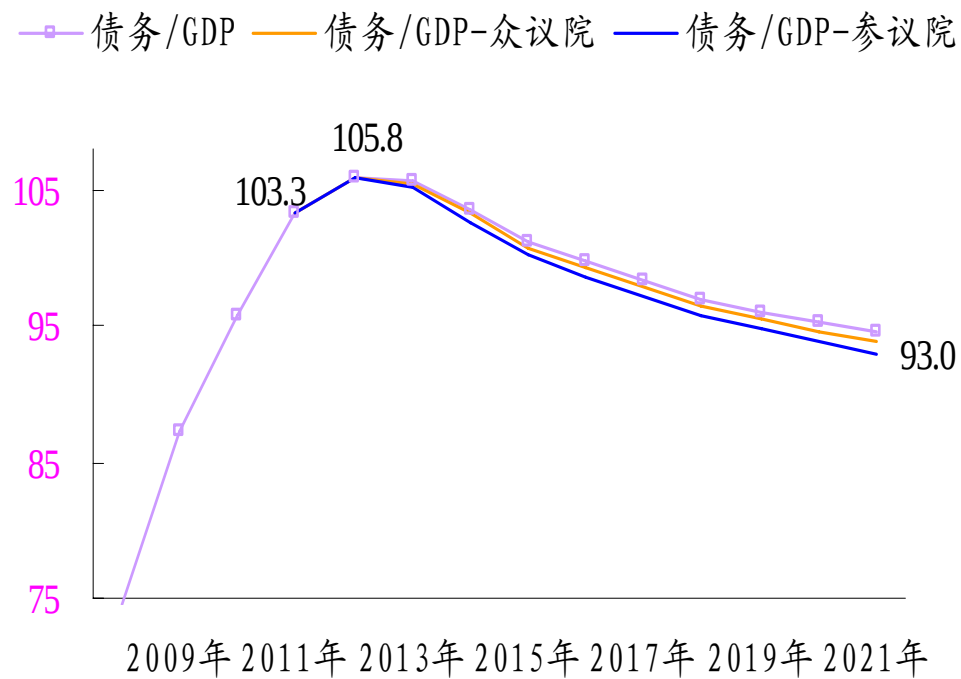
■ 市场动荡和经济数据或打破政治僵局

美国赤字/GDP (%)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

美国财政状况



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

1. 评级机构观点

评级机构	操作	观点
标普	负面展望	若无4万亿美元赤字消减计划，未来3个月有50%概率降级
穆迪	负面展望	债务上调远超短期范围将解除负面观察
惠誉	维持	若未能提高上限将负面展望

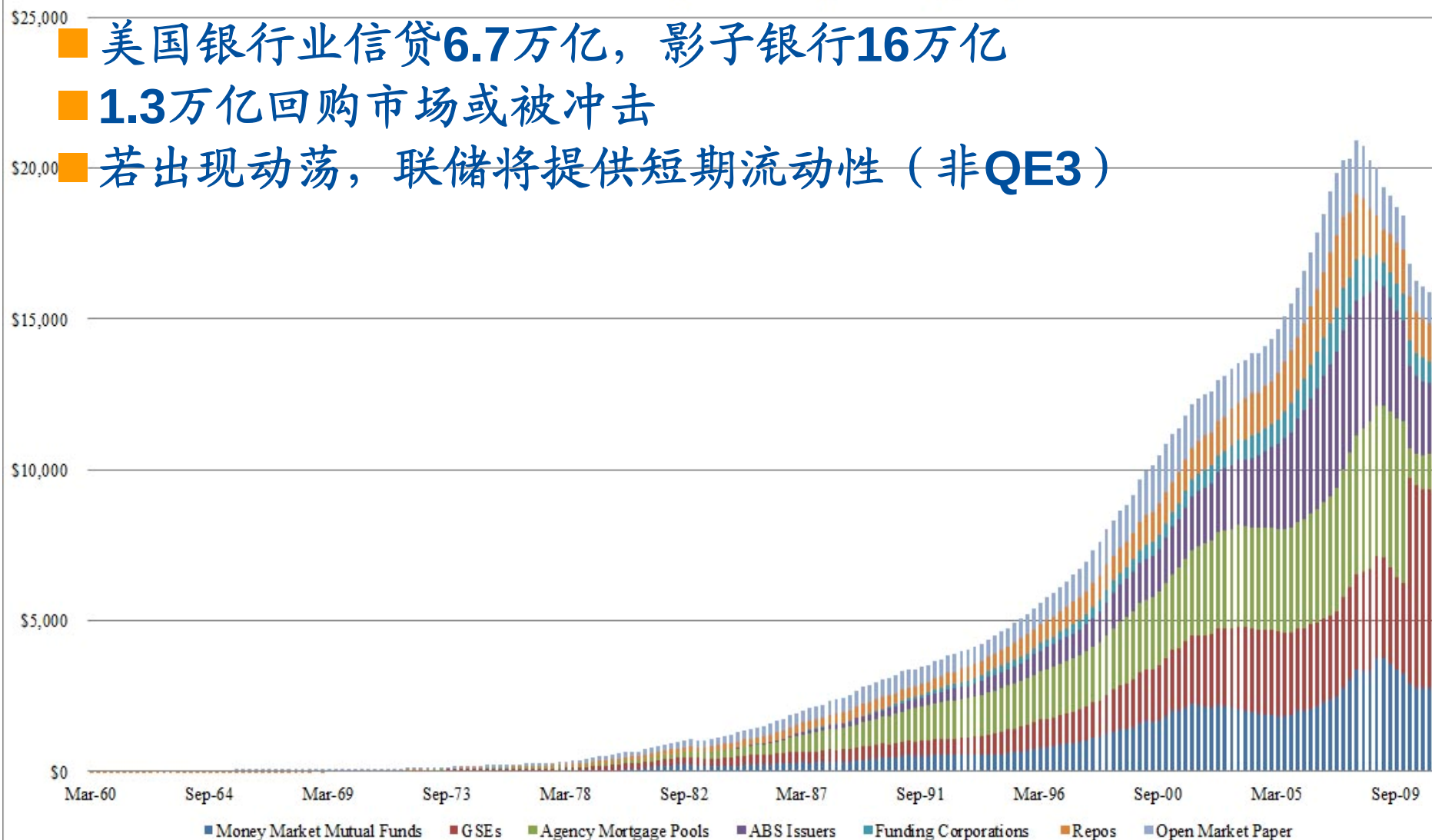
数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

2. 分析师观点

倾向	分析&投资机构	观点
乐观	UBS	大限或被推迟；评级下调不太可能，即使发生也不会太严重，外国央行不会抛售国债
	巴克莱	税收上缴将推迟大限
	GoldenTree	投资人把此当作机会
	摩根斯坦利	债务上限无法提高并不会导致真正的违约，这周末可能会通过赤字消减计划
	我们的观点	会及时上调上限，评级不会下调。若否，影响也是短期的，商品和股市会暴跌，国债收益率因为避险反而会上涨
中性	花旗	不会违约，降级到AA银行不会抛售美债
	高盛	美国国债不会被抛售；股市一定程度下滑；美元下滑几个百分点；收益率曲线变陡
	太平洋投资	降级是灾难，预期上限会提高，关注货币市场
悲观	摩根大通	4万亿国债在回购市场中做担保物，货币市场基金正在缩短期限。降级或扰动回购市场，降低杠杆率；短期让利率攀升5-10bp；中期60-70bp，抬升美国成本1000亿，影响贷款利率
	瑞信	即使上限提高，美国也有50%的概率被降级，但影响有限。不提高的话，GDP会被消减0.5%-1，股市跌10%-15%；如果违约GDP消减5%，股市跌30%。

3. 关键看市场反映

Shadow Banking Sub-Components (\$BN)

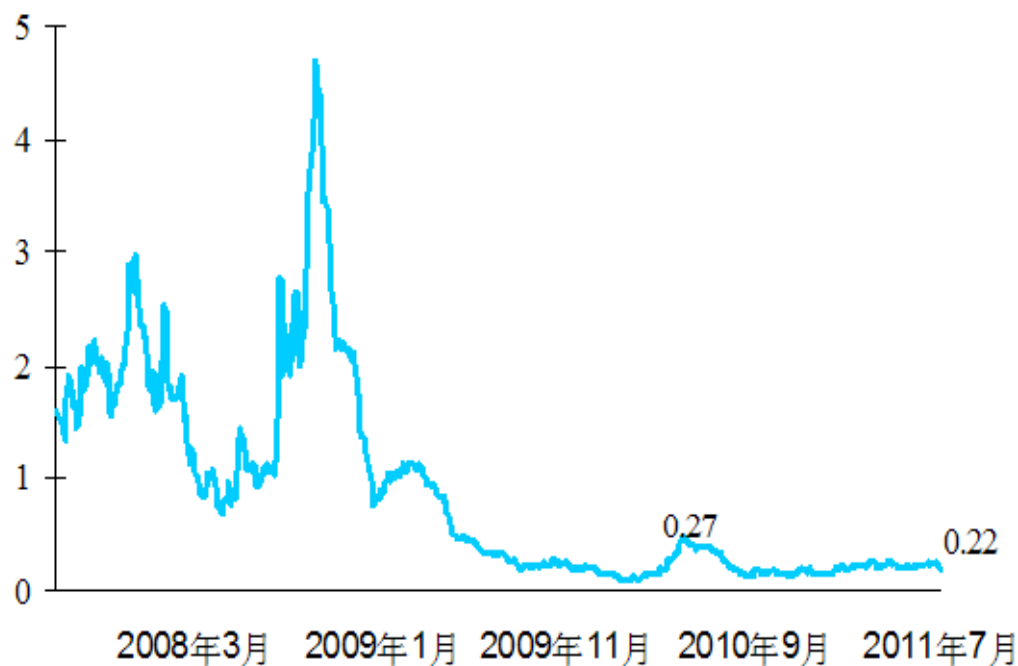


Source: Zero Hedge

4. 市场反映平淡

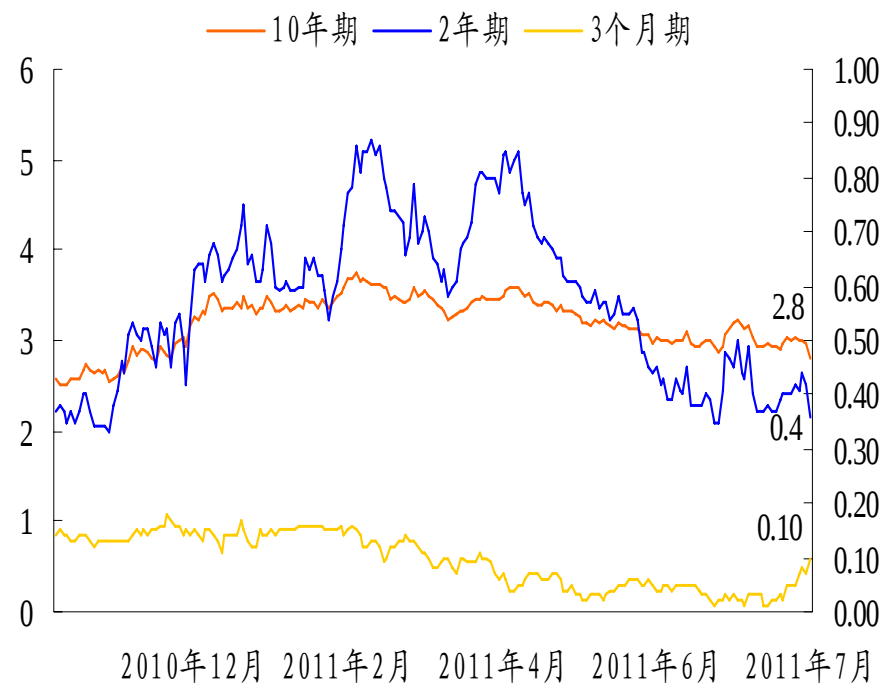
- TED利差稳定
- 3个月期美国国债收益率上升，其他下跌

Ted Spread (%)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

美国国债收益率 (%)

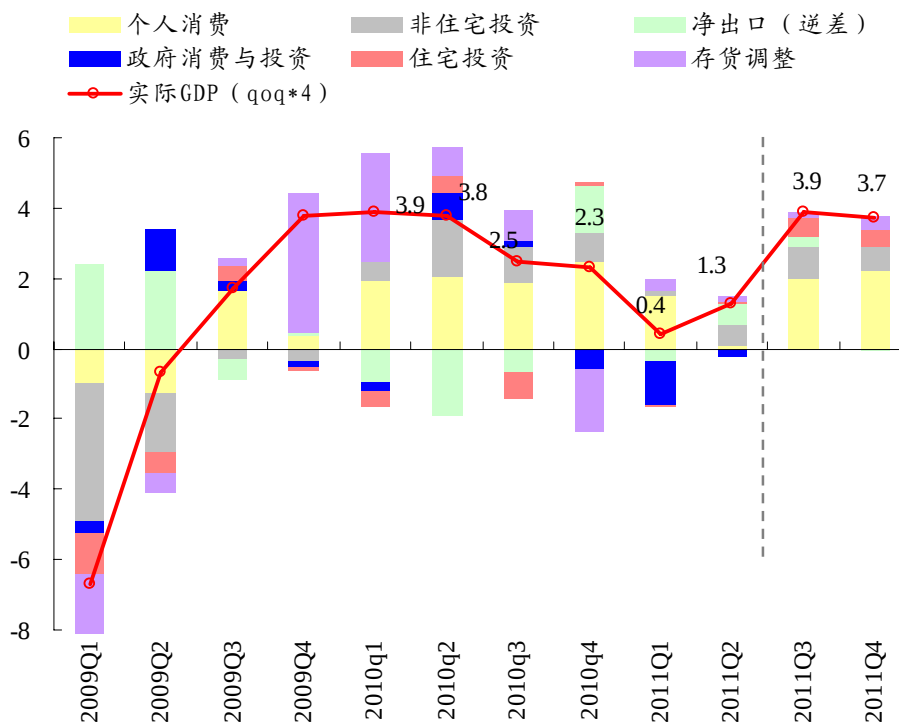


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

二 美国经济面临滞胀风险 联储难出QE3

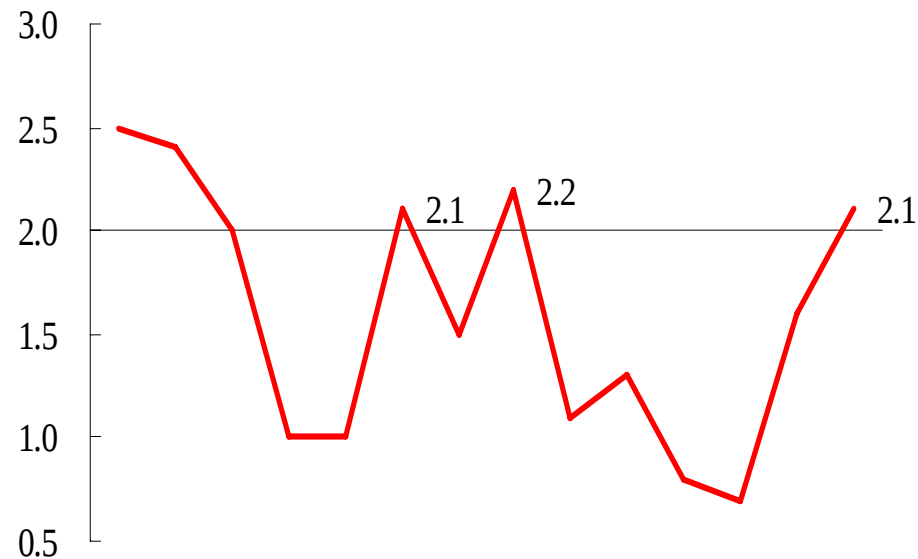
- 滞胀态势初现
- 美国经济前低后高，全年增长2.1%

美国经济现状与预测 (%)



数据来源: Bureau of Economic Analysis 中投证券研究所

核心PCE环比年率 (%)

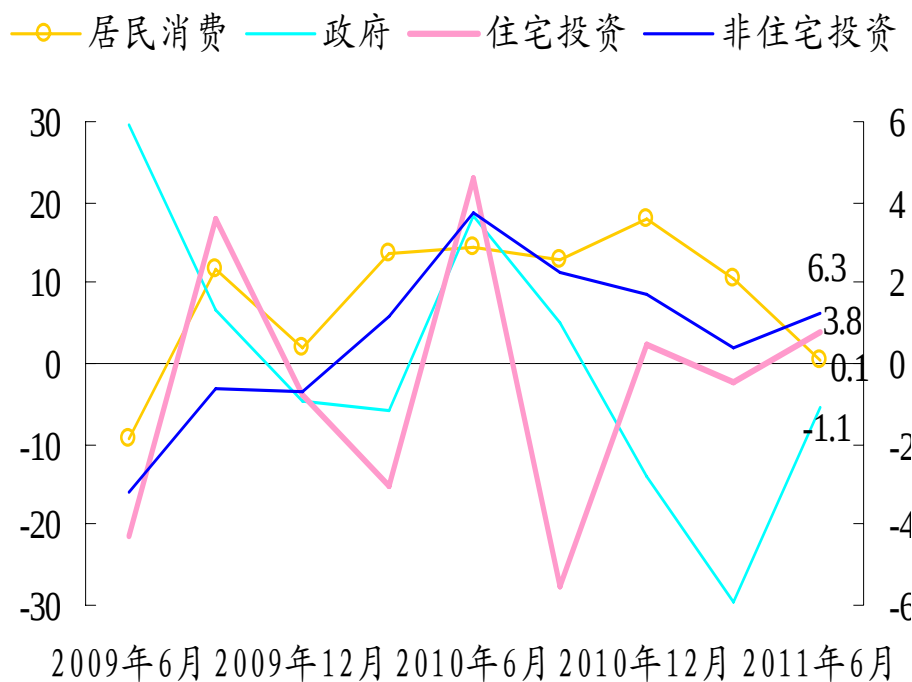


2008年6月 2009年3月 2009年12月 2010年9月 2011年6月
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

二 美国经济面临滞胀风险 联储难出QE3

- 消费大幅下滑，企业与住宅投资反弹
- 1季度经济增速下调主要由于存货与净出口

GDP分项增速 (%)



2009年6月 2009年12月 2010年6月 2010年12月 2011年6月

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

美国GDP数据调整情况

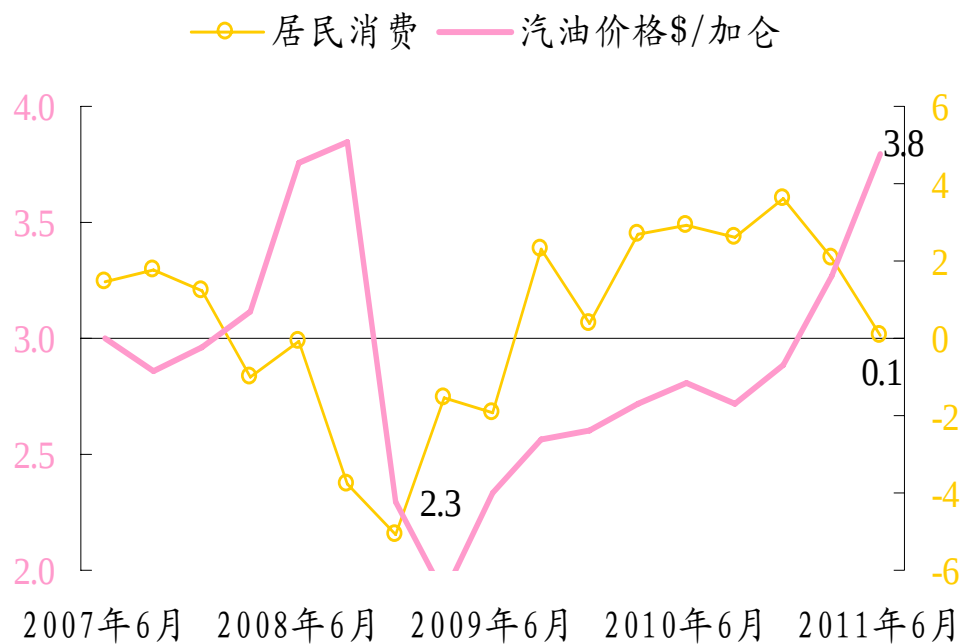


数据来源: Bureau of Economic Analysis 中投证券研究所

1. 高油价威胁消费复苏

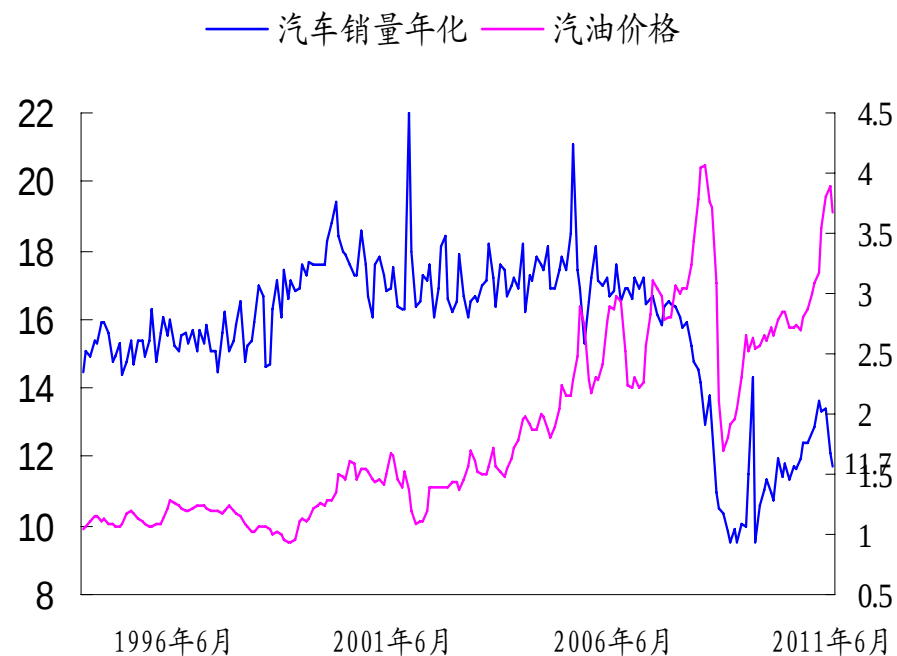
- 2季度个人消费增速大幅下滑至0.1%
- 汽车消费受日本地震及高油价拖累

GDP居民消费 (%)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

美国汽车销售情况 (百万辆)

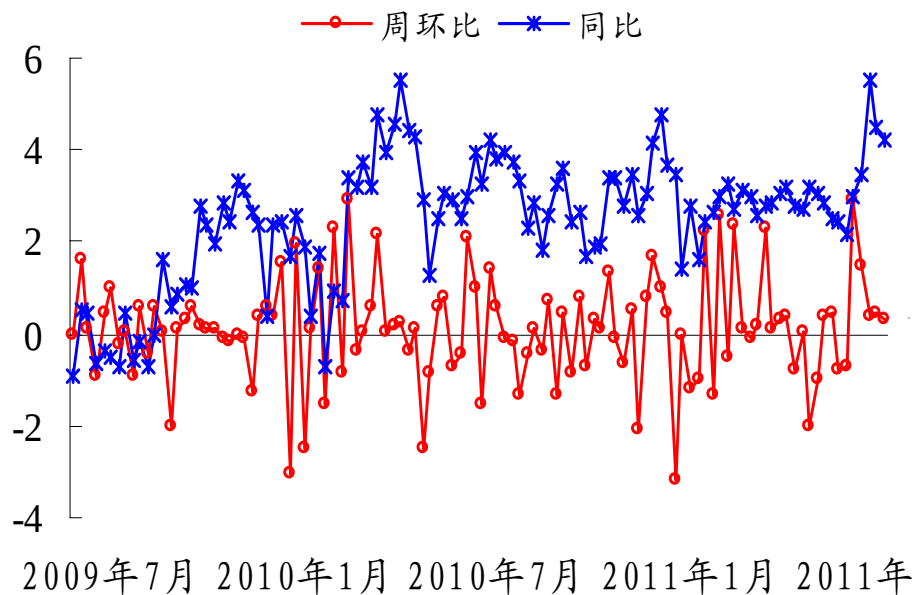


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

1. 高油价打击消费

- 油价回落周消费数据好转
- 若债务问题解决将提升信心

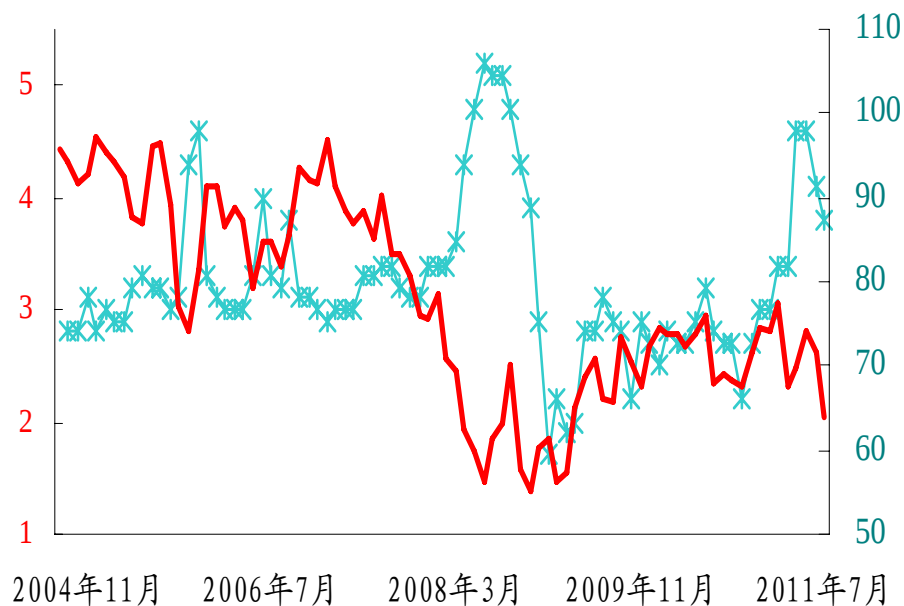
周连锁店销售(%)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

密歇根消费者信心与零售额

—*— 未来1年通胀预期 — 信心指数

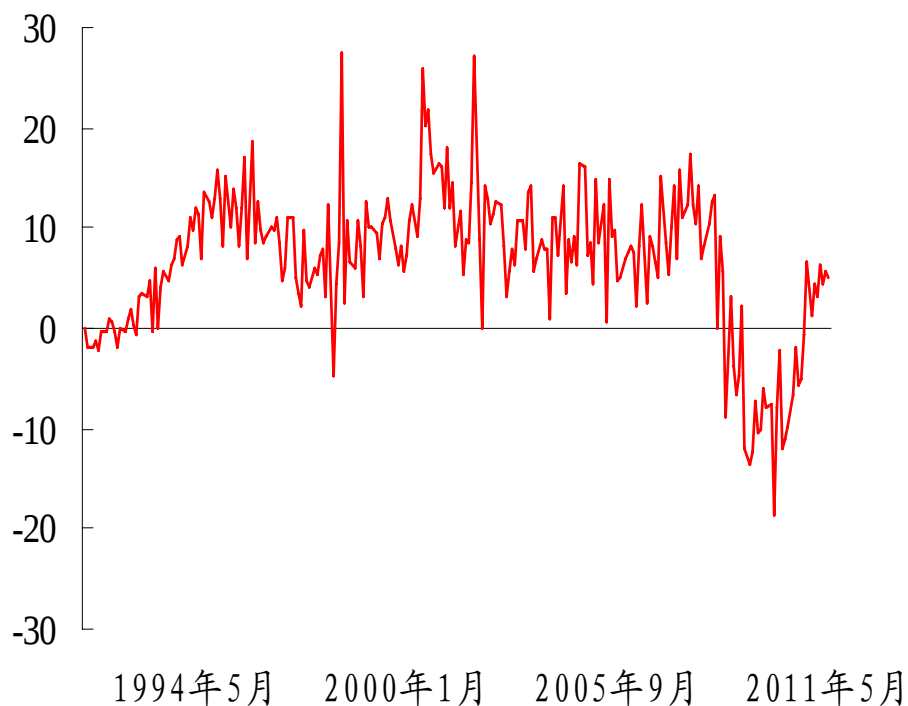


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

1.2 居民消费动力犹在

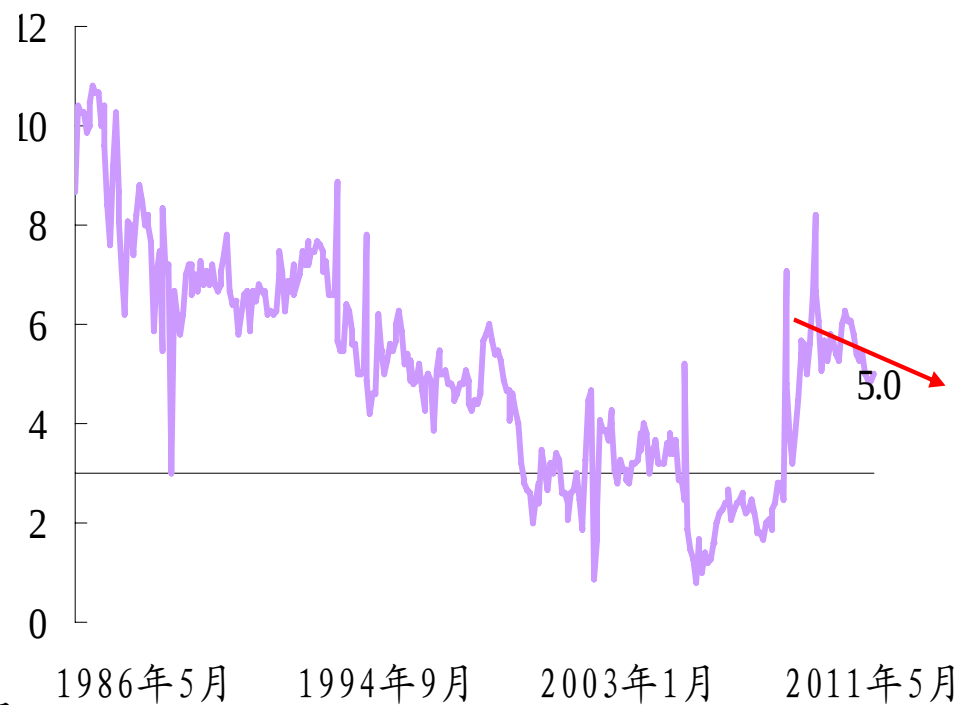
- 信贷回复
- 经济的回暖将让储蓄率回到4%

消费信贷总额净变化（10亿美元）



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

美国居民储蓄率%



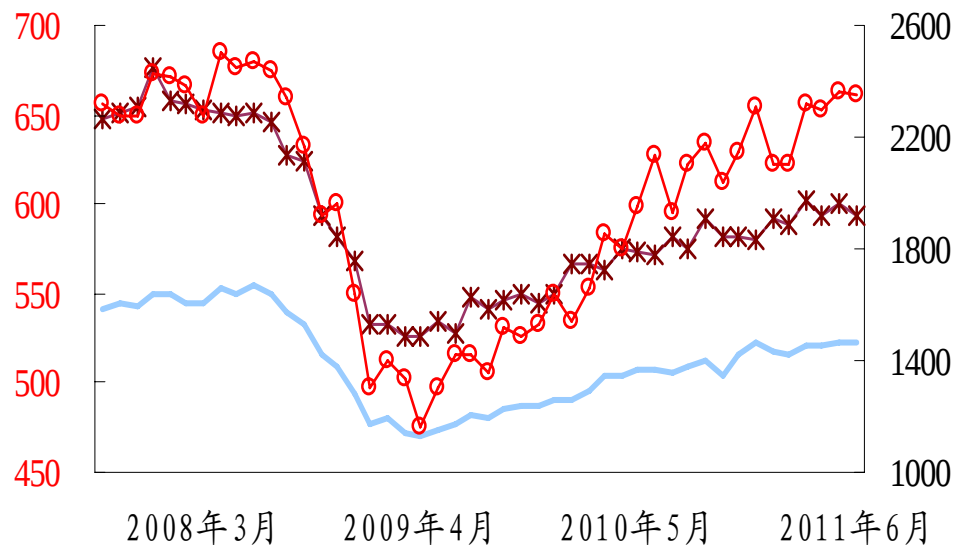
数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

2 企业复苏动力遭遇高物价打击

- 企业投资意愿较强
- 但面临巨大成本压力

美国耐用品订单(亿美元)

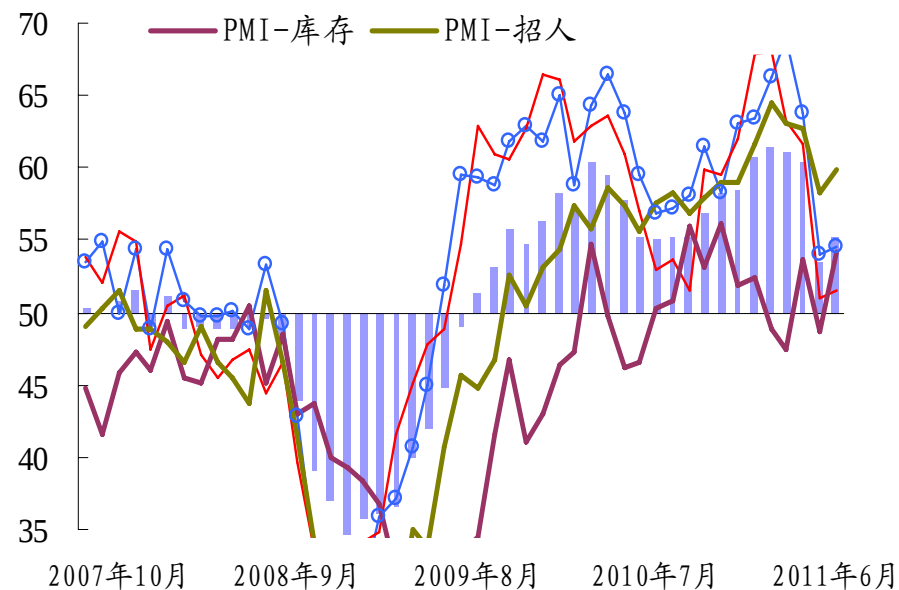
—*— 耐用品新订单 — 运输除外 —○— 非国防除去飞机



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

PMI指数

■ PMI —○— PMI-生产 — PMI-订单
■ PMI-库存 — PMI-招人

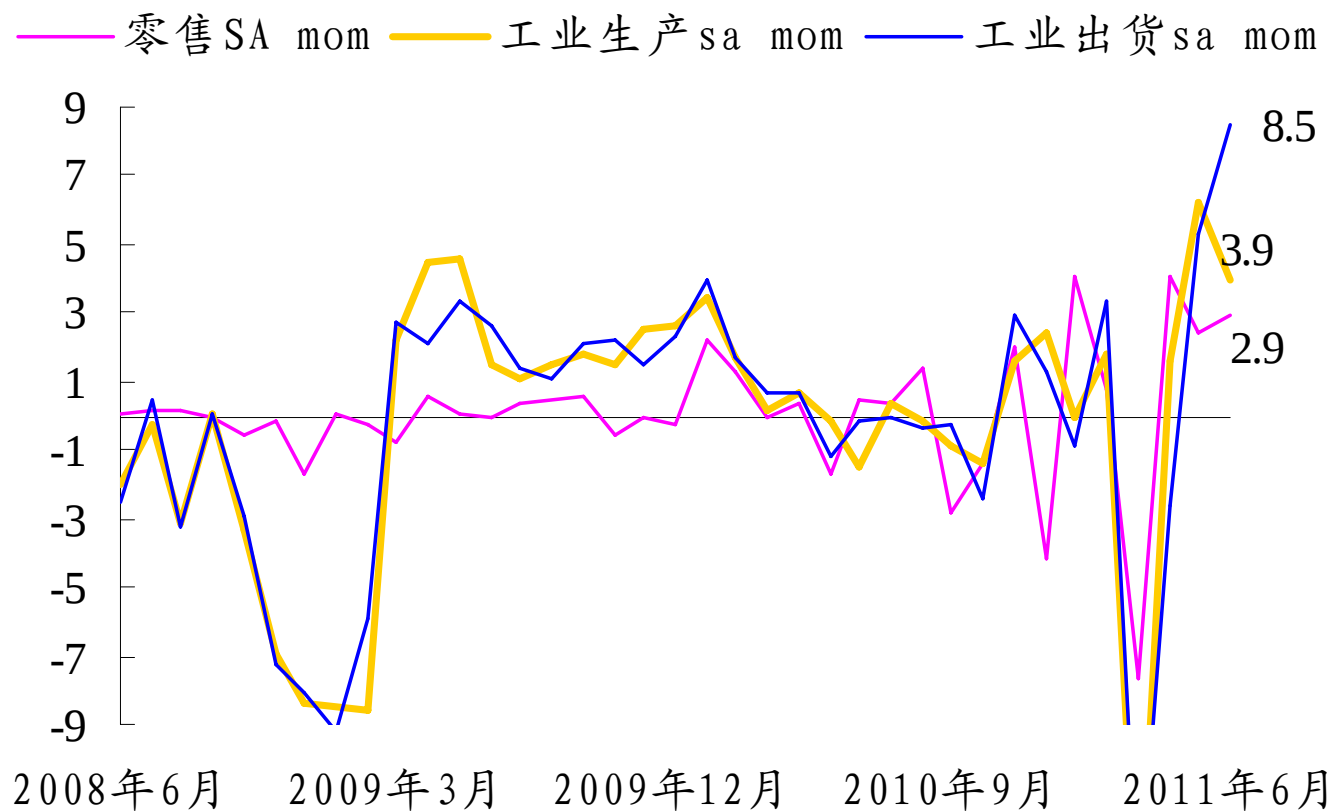


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

2 企业复苏动力遭遇高物价打击

■ 日本供应链将带动美国工业生产

日本零售与工业经季调(%)

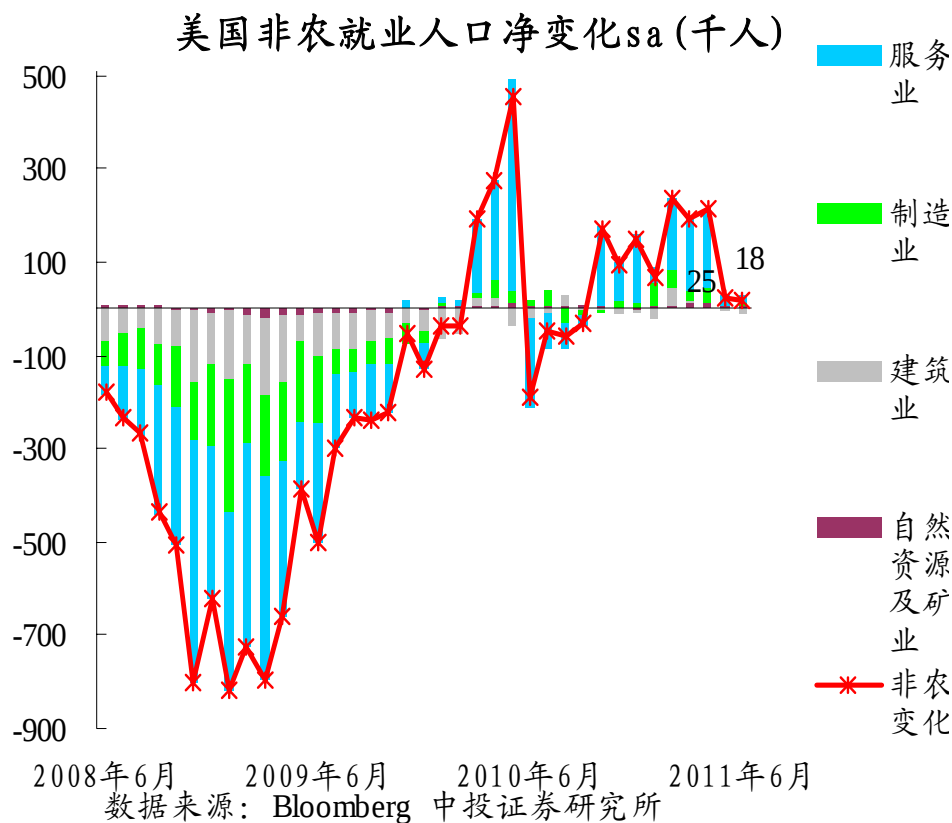


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

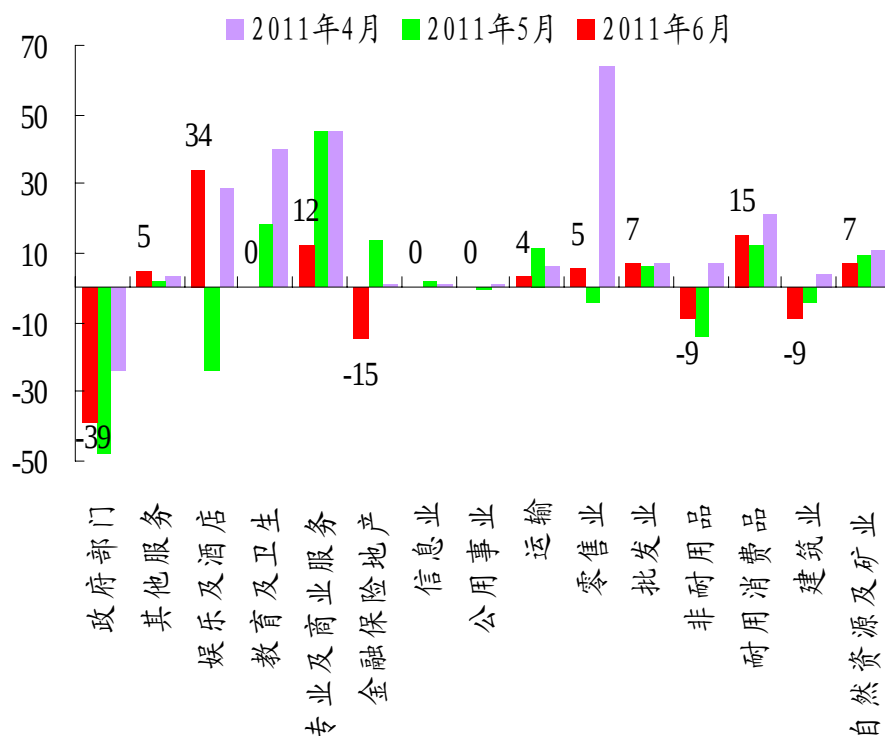
3. 就业前景良好

■ 2季度经济疲弱拖累就业

■ 下半年随着经济复苏，就业复苏将加快



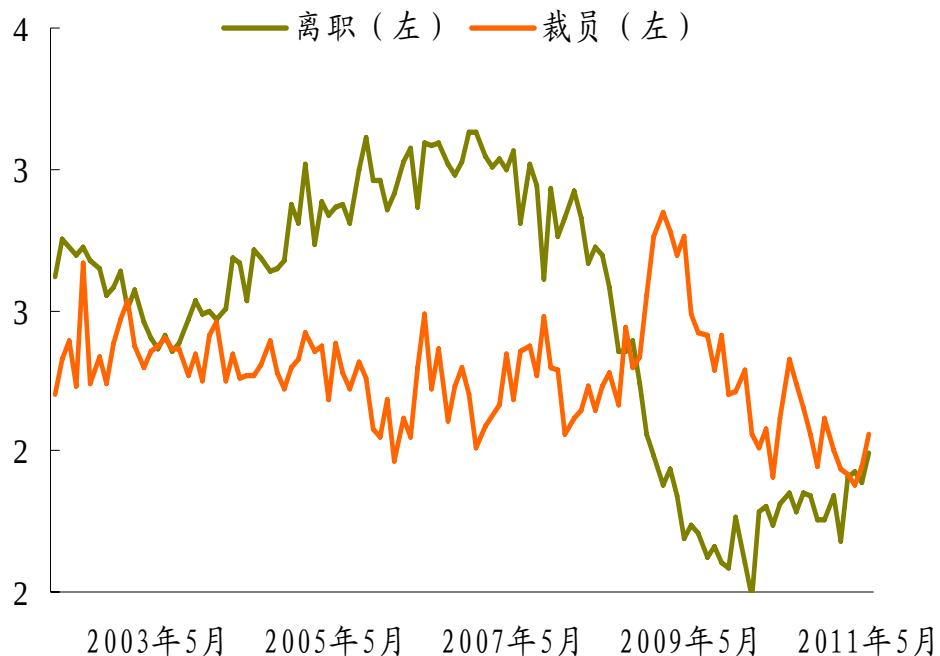
单月就业环比变化 (千人)



3. 就业前景良好

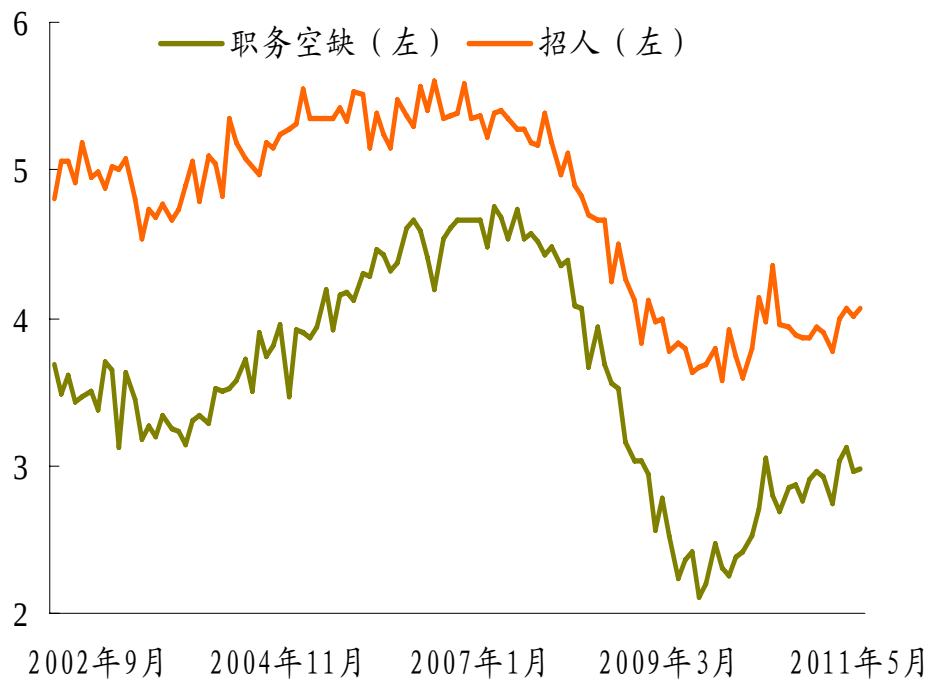
■ 领先指标预示就业复苏持续

裁员与主动离职(百万人)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

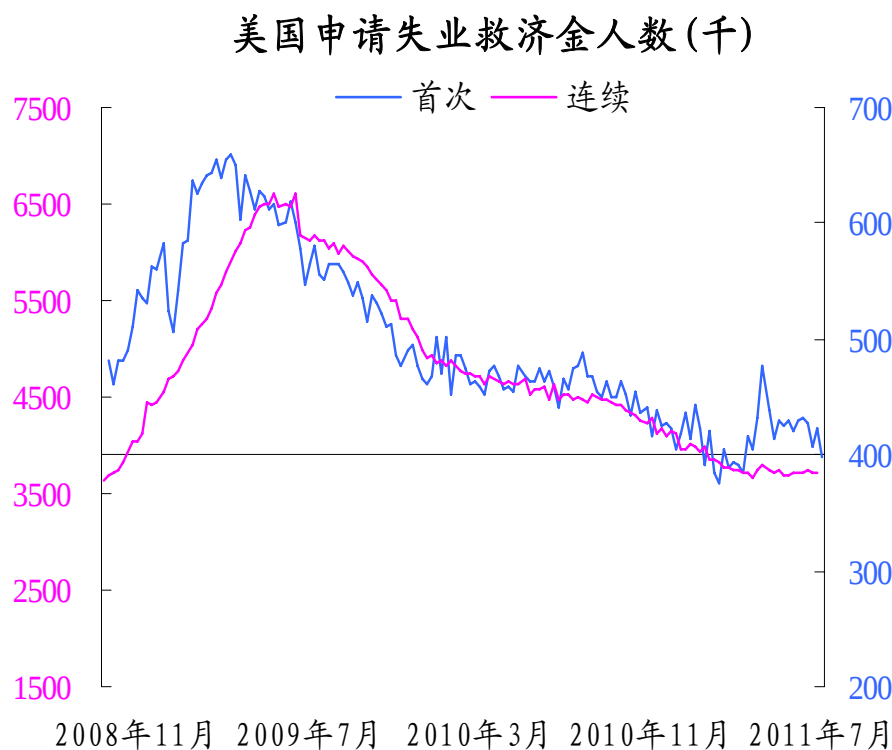
职位空缺与招人(百万人)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

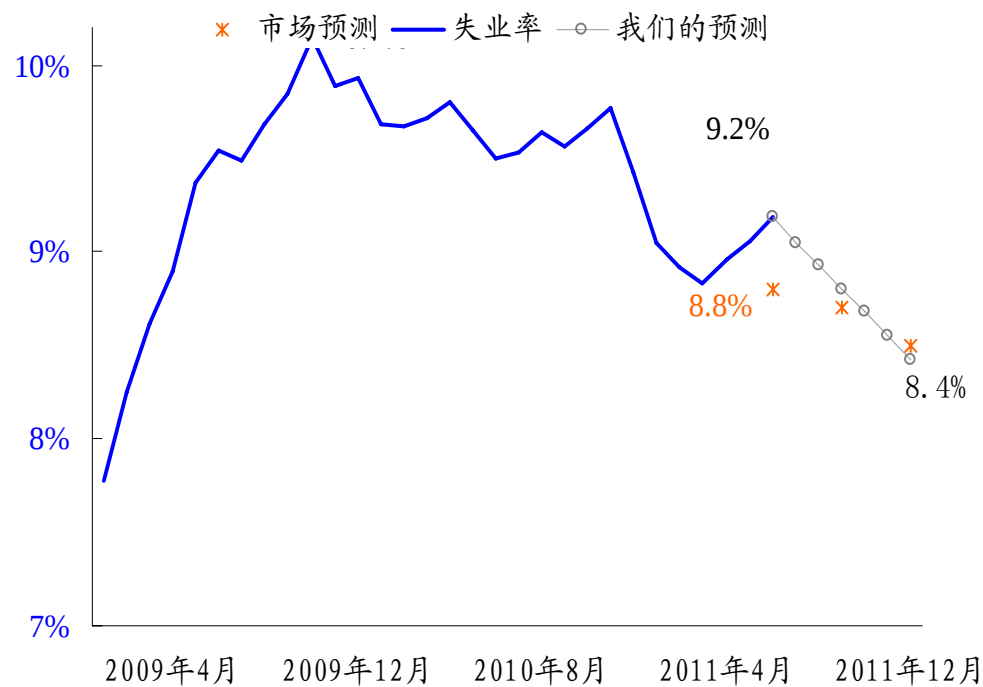
3. 就业前景良好

- 自然灾害因素消减，首次失业回落
- 预计年底失业率将降至8.4%



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

失业率预测

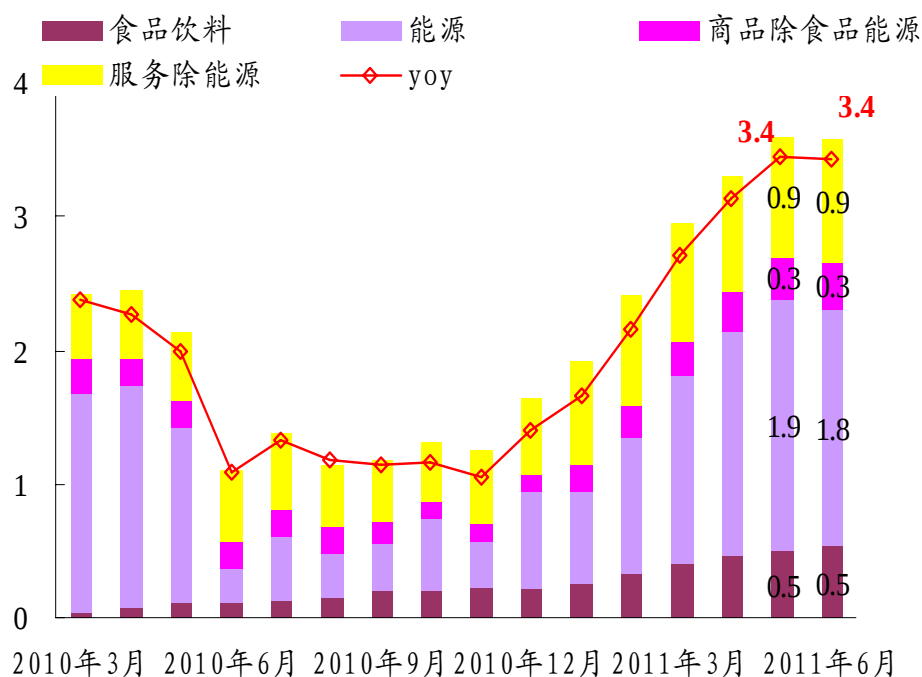


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

4. 通胀压力增大

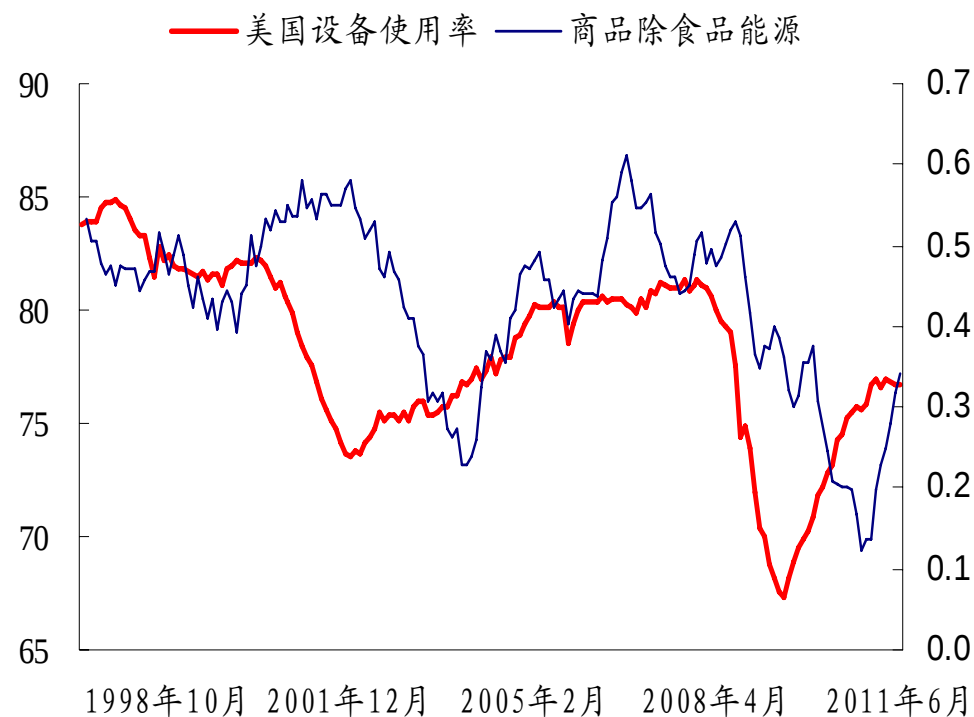
■ 商品价格上涨和产能利用率提升，美国通胀率见底回升

美国CPI分项贡献率-SA



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

设备使用率与商品非能源食品CPI (%)



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

三、若联储紧缩不及时 全球通胀有失控风险

美元	事件	商品		
		短	中	长
-	欧洲持续加息	+	+	#
-	数据好、联储松	+	+	+
+	欧洲加息放缓 希腊违约	-	-	#
+	数据好、联储紧缩	+	-	-
-	数据差、联储松	-	+	#
#	中东动乱升级	+	#	#
#	日本核危机	-	#	#

数据来源：中投证券研究所

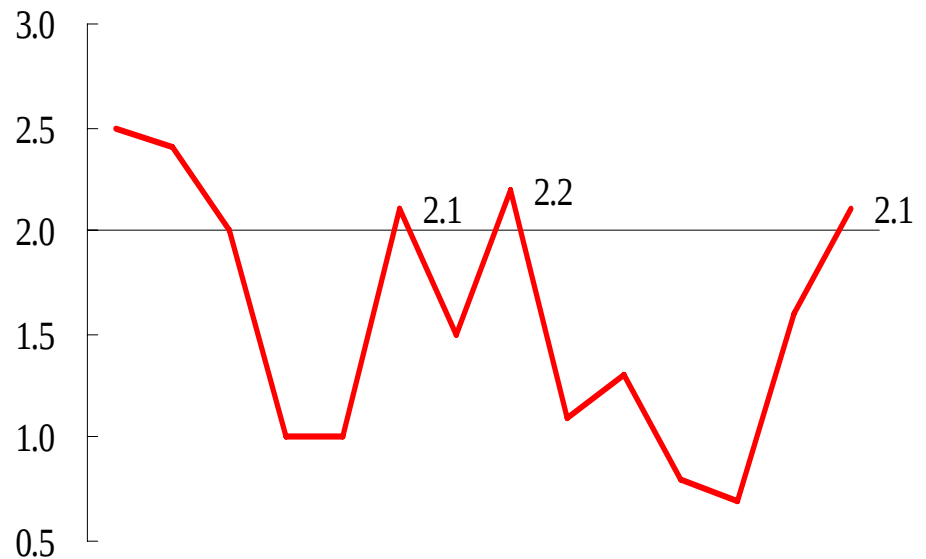
+: 正面; -: 负面; #: 不确定/无影响

短: 1-2周; 中: 1-2个月; 长: 3个月以上

3.1 全球通胀有失控风险

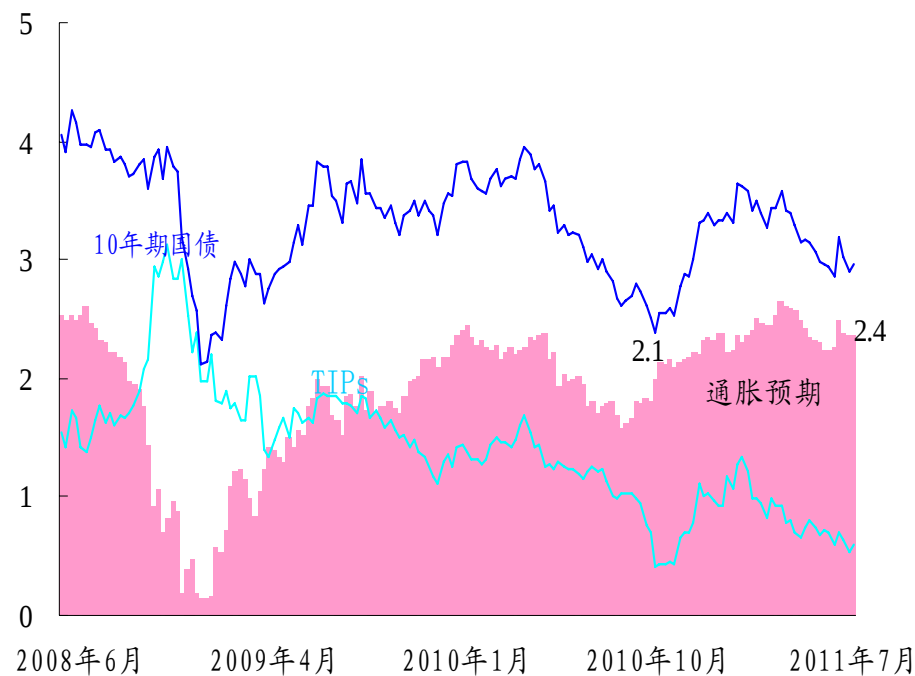
- 2季度核心PCE超过联储目标上限
- 市场通胀预期较去年8月份显著上升

核心PCE环比年率 (%)



2008年6月 2009年3月 2009年12月 2010年9月 2011年6月
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

10年期国债与TIPs收益率 (%)

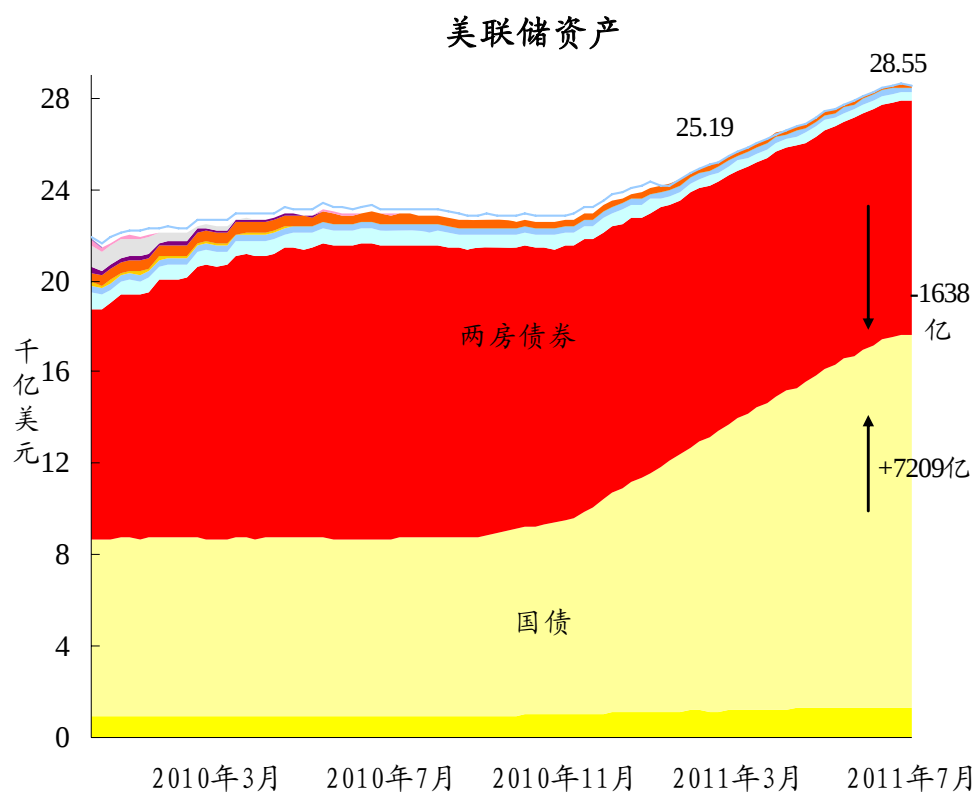


数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

3.4 联储QE2到期后退出宽松政策步骤

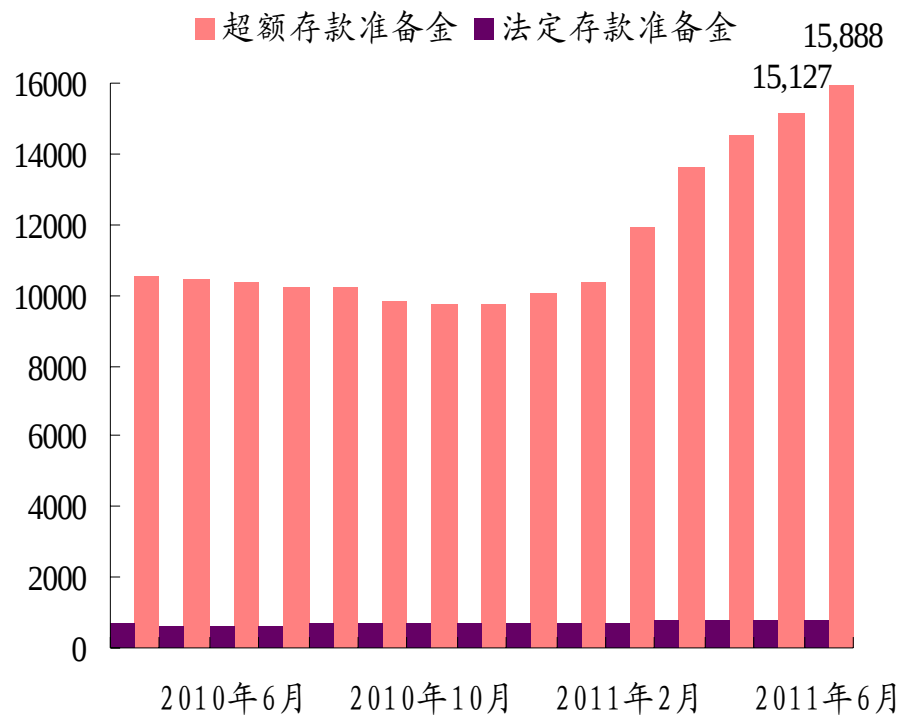
回收流动性分四步

- 停止将到期的两房债券资金用以购买国债
- 提升贴现率至1%
- 加息
- 大规模逆回购



数据来源：美联储 中投证券研究所

美国金融机构存款准备金(亿美元)



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所