

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

宏观点评报告

标普下调美债评级 7月非农好于预期

要点:

■ 标普下调美债评级, 市场不会陷入恐慌

➤ 8月6日, 由于缺少维持中期债务稳定举措, 标普将美国国债评级下调至 AA+。如果财政削减不够 2 年内会将美国长期主权信用评级进一步下调至 “AA”

➤ 评级下调不会导致美债收益率大幅上升和全球金融产品定价混乱。过去一个月, 美债的避风港属性不变。10 年期收益率从 1 个月前的 3.12% 下降至 8 月 5 日的 2.56%。重仓持有的国外政府减持动力不大。而评级下调后, 美债仍是投资级别, 现存的监管要求并不会迫使金融机构抛售美债

➤ 其次, 市场和分析人士对评级下调有一定的预期, 大部分机构人认为下调评级, 即使有负面影响也是短期的

■ 欧盟或出新政助市场渡过欧债消化期

➤ “政府底高于市场底”, 希腊救援出台后, 市场又担心意大利、和西班牙, 还引起欧洲银行间市场惜贷。去年 5 月欧盟 7500 亿欧元救援出台后, 市场也经历过长达 2 个月的消化期。目前市场正在经历一个这样的消化期

➤ 欧盟还有更多政策可出, 欧债危机不会演变成金融危机: 欧央行购买意大利债券、扩大金融稳定资金规模, 降低希腊救援中私人承担的损失, 甚至发行 “欧洲联合主权债券” 都有可能

■ 7月美国非农超预期, 缓解市场对经济担忧

➤ 非农就业环比上升 11.7 万人, 略好于市场预期的 8.5 万。6 月就业人数也被上调。教育卫生、商业服务、零售及汽车制造为就业增长主动力。另外, 低迷的就业市场打击找工作的人, 因此失业率下降至 9.1%。

➤ 随着油价的回落、日本供应链的恢复以及美国债务的提升, 预计下半年就业数据将明显加快, 失业率将趋势下降。5 月主动跳槽人数增加, 职位空缺和招人小幅攀升。现行指标预示就业复苏态势将持续

■ 经济面临滞胀风险的背景下, 美联储将按兵不动

相关报告

《奇差数据或打破政治僵局 滞胀背景联储难出 QE3》2011-8-7

《半年报告-欧债危机反复 美国经济需联储紧缩护航》2011-6-1

《高油价拖累美 4 月零售 紧缩不力一样伤经济》2011-5-12

《美就业超预期 希腊担忧再起—美元反转》2011-5-8

《美联储维持宽松通胀失控风险增大(中投证券李云洁)》2011-4-28

《美评级展望下调或促两党破赤字僵局》2011-4-20

《美国 3 月零售强劲联储紧缩在即》2011-4-13

《美国 3 月零售强劲 联储紧缩在即》2011-4-13

《欧洲单方面加息或至全球通胀失控》2011-4-7

《美就业超预期 联储紧缩不力将导致全球滞胀》2011-4-2

《美国就业复苏加快 联储或终止 QE2》2011-3-25

《出口专题—发达经济促出口全面复苏 产业升级抢占海外市场》2011-2-25

《美提议关闭两房 投资者权益难大幅受损》2011-2-11

《美就业温和复苏 商品基本面行情结束》2011-1-9

一、标普下调美债评级

8月6日，标普声明由于美国缺少标普所预期的维持中期债务稳定举措而将美国国债评级下调至AA+。如果财政削减不够、利率太高，或新的财政压力使政府总体债务负担轨迹高于基准，2年内会将美国长期主权信用评级进一步下调至“AA”。

标普下调评级后，美国财政部公开指责标普计算方法有误。俄罗斯、日本、法国表示依旧信任美国债。美国国债收益率因为非农数据好于预期、避险情绪下降而上涨。国债市场并未因标普下调美债评级的传言而恐慌下挫。

由于美国政府已经提高了债务上限，最差的情况—美国政府裁员，延迟支付养老金和欠款或者对债券违约的情形得以避免。而且这次下调后，美债依旧投资级别，标普近一年再度下调的风险不大。因此我们认为，下调美债评级不会引起金融市场的大幅波动。

首先，评级下调不会导致美债收益率大幅上升和全球金融产品定价混乱。从9.6万亿美元国债持有人结构上看，近一半由各国政府持有，另外一半由美国国内居民、社保基金、地方政府及金融机构持有。重仓持有的国外政府减持的动力不大。而评级下调后，美债仍是投资级别，现存的监管要求并不会迫使金融机构抛售美债。美联储和美国地方政府及GSE等更是不会减持。

实际上美债危机爆发的过去一个月，10年期收益率从1个月前的3.12%下降至8月5日的2.56%。不仅如此，越是市场对经济担忧加剧，国债反而更会涨。可以预见，如果投资人预计因为美债评级下调会引发金融市场动荡的话，由于其他资产的风险更大，因此美债收益率反而会继续下降。

图 1：美债仍是最安全资产 政府和机构不会抛售

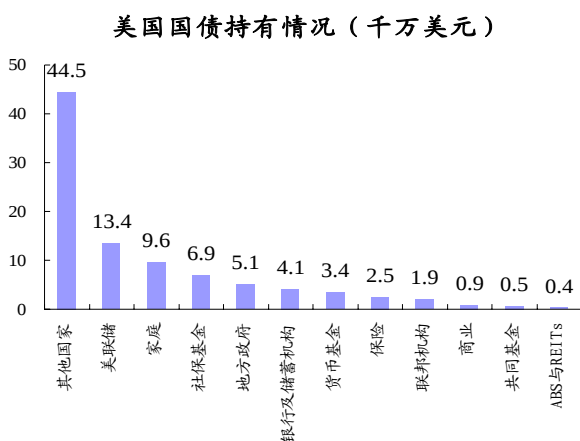
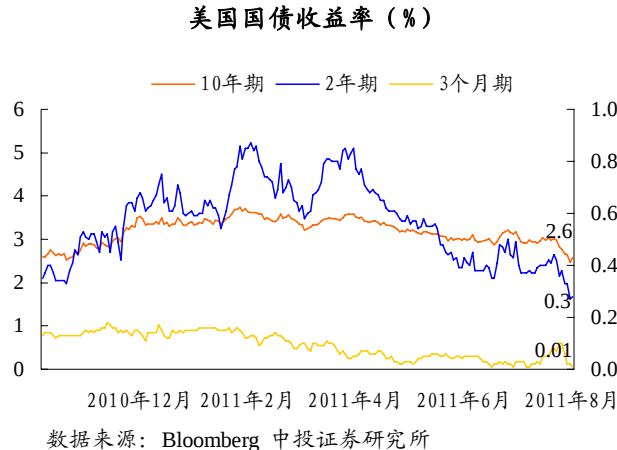


图 2：危机以来美债收益率不涨反跌



其次，因美债而引发的金融市场避险情绪释放的差不多了。过去一个月，美国债务上限谈判的僵局已经重挫全球金融市场，并对消费者信心产生影响。但市场和人士都已经对此有充分的预期，大部分人认为即使被下调评级，即使有负面影响也是短期的。

倾向	分析&投资机构	观点
乐观	UBS 巴克莱 GoldenTree 摩根斯坦利	评级下调即使发生也不会太严重，外国央行不会抛售国债 税收上缴将推迟大限 投资人把此当作机会 债务上限无法提高并不会导致真正的违约
	我们的观点	影响是短期的，国债收益率因为避险反而会上涨
中性	花旗 高盛 太平洋投资	不会违约，降级到 AA 银行不会抛售美债 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 降级是灾难，预期上限会提高，关注货币市场
	悲观	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 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%.

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

二、 欧盟或出新政助市场渡过欧债消化期

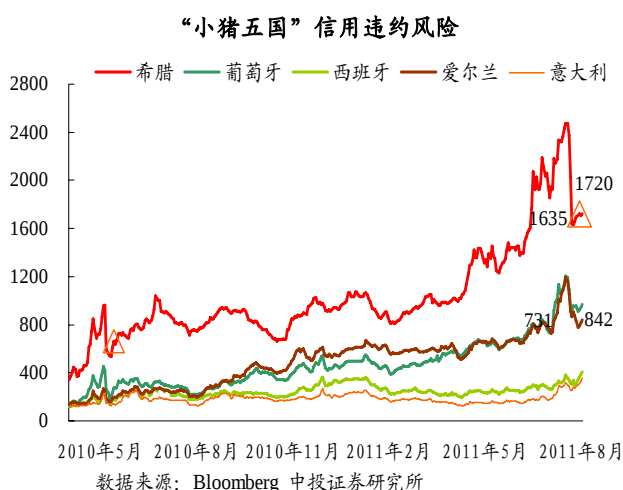
7 月 22 日欧盟推出 1090 亿欧元希腊救援方案以来，市场稳定了 2 天又陷入对没有救援资金支持的意大利、西班牙违约风险的担忧之中（2 国合计 2.4 万亿欧元债务，4 倍于小猪三国债务）。从图 3、4 可以看出，小猪三国的 CDS 价格和债券收益率基本走稳，但意大利和西班牙创了新高。并且这次波动还危及欧洲银行间拆解利差（图 5）。虽然目前的利差相比 09 年金融海啸时还非常低，但已经超过 1% 的分界线，若惜贷情绪继续上升将会影响到欧洲经济。

“政府底高于市场底”，救援政策出台后，市场通常需要一个艰难的消化期。去年 5 月 10 日欧盟出台 7500 亿欧元救援计划后，市场也经历过长达 2 个月的消化期，期间违约风险都创了当时的历史新高。市场最恐慌的反而是在政策出台后。恐慌一段时间后，市场情绪逐渐稳定，有抄底的投资人开始进入欧洲国债拍卖市场，同时，欧洲好于预期的经济数据也进一步提振市场信心，到 7 月初欧债危机基本结束。

首先要明确的是，只要欧盟愿意，还有很多招数稳定市场信心。其次，只要是威胁金融稳定和欧元生存，政府一定会退让。由于危机扩散至欧元区核心国家，而且开始影响到金融市场拆借利率。我们预计欧盟政府将出台更多的措施稳定市场信心，帮助市场消化欧债危机影响。

1. 西班牙意大利政府出更严厉的赤字消减计划。8月5日意大利政府紧急宣布提前实施财政紧缩政策，争取在2013年达到预算平衡。
2. 欧洲央行重启“定向宽松”。去年5月10日欧债央行开始在2级市场上收购小猪3国的债券。这项政策今年4月份到期。上周4欧央行宣布将重启该措施购买爱尔兰和葡萄牙债券，周六又说如果意大利财政政策配合也将购买意大利债券。同时，为了稳定市场短期拆借需求，将在下周向市场提供6个月期无限量资金。
3. 降低希腊救援中私人部门需要承担的损失，扩大7500亿欧元EFSF资金规模使其能够覆盖意大利和西班牙债务的或有损失。
4. 发行“欧洲联合主权债券”¹。新建一个欧洲债务机构，发行以整个欧元区为担保的E-bonds，财政状况较弱的成员通过E-bonds获取资金，降低融资成本。到目前为止，德国因为担心将导致其融资成本上升而坚决反对，但这是长效解决欧债债务危机最有效的方法。如果逼急了，估计德国也会答应的。

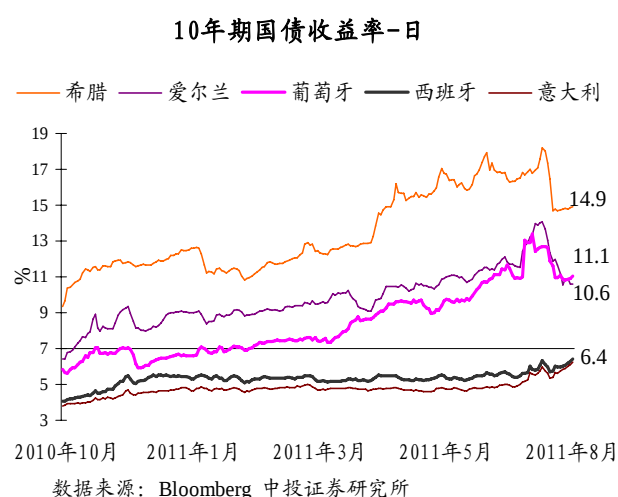
图 3：救援政策稳住了小猪三国



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 5：危机引发欧银行银行间市场一定的惜贷情绪

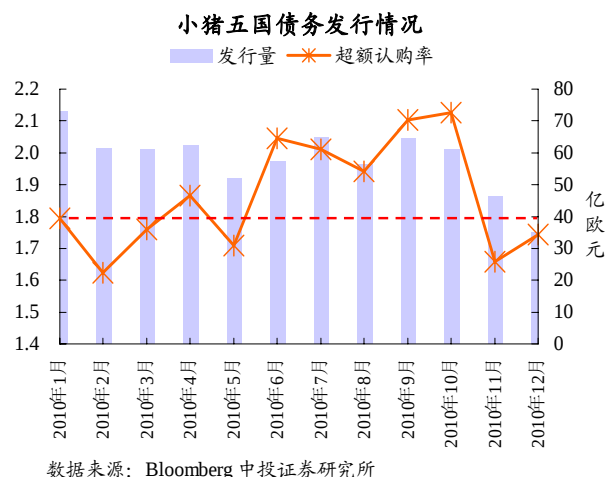
图 4：无救援贷款支持的西班牙意大利仍在被攻击



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 6：静待危机的重要缓解标志：超额认购率上升

¹E-bonds: 此概念是去年卢森堡首相与意大利财长联合提出。债券的发行规模可以提升至相当于欧盟及各成员国 GDP40% 的水平，为欧盟成员提供高达 50% 的金融需求。那些经济条件较差、难以通过债市融资的成员可以由这个欧洲债务机构来融资。新发行的 E-bonds 与欧元区各国国债可以折价兑换。折价想用以激励各成员削减本国赤字，防止道德风险



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

三、7月非农好于预期 下半年的良好开局

8月7日美国劳工部数据显示7月非农就业环比+117,000人(经季调), 好于市场预期的+85,000。6月非农环比增幅被上调至+46,000(上次为+18,000)。失业率意外下降至9.1%(预期9.2%)。私人部门就业+154,000人, 高于预期的+113,000。制造业超预期增长24,000, 周工作小时数维持在34.3。

表 1: 2011 年 7 月美国就业数据超预期

	公布值	市场预测	上月值
非农业就业人数增减	+117,000	+85,000	+46,000 (+18,000)
私人就业人数增减	+154,000	+113,000	+80,000 (+57,000)
失业率	9.1%	9.2%	9.2%
制造业就业人数增减	+24,000	+10,000	11,000(6,000)
平均每周工作小时	34.3	34.3	34.3

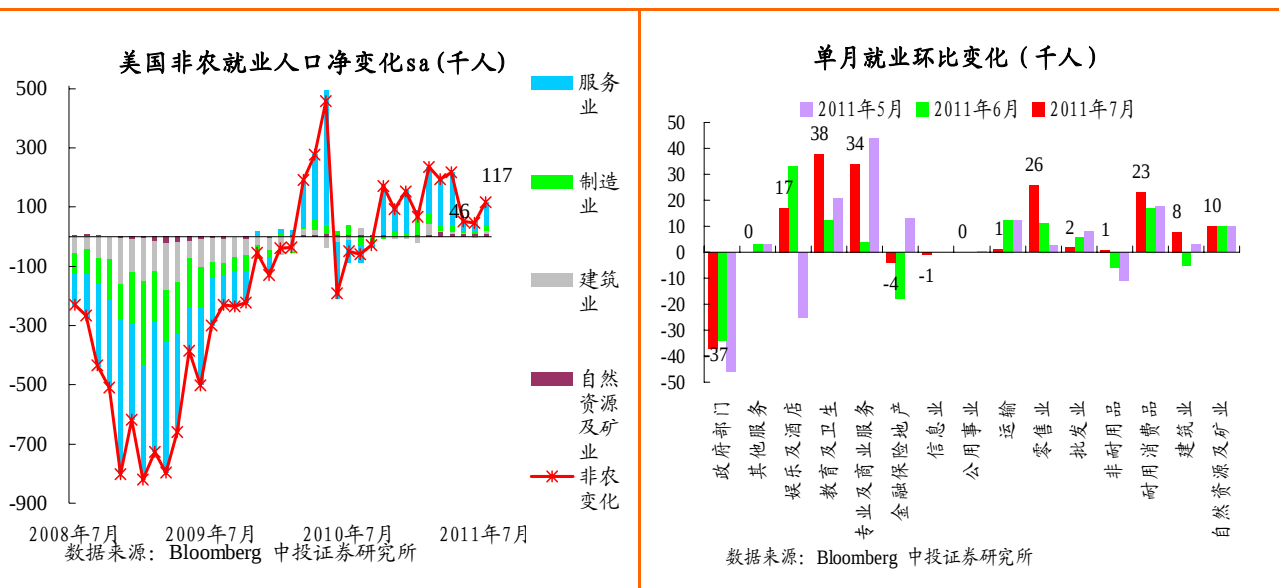
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所 注: () 里为上次公布值

此次数据虽然只是温和超预期, 但在当下全球经济为各种债务危机困扰和经济数据迟迟不见好转的背景下, 缓解了市场对于美国经济将重陷衰退的担忧。

7月服务业对整体就业形势的带动尤其突出(图7)。如图8所示, 增长最快的是教育及卫生, 以及与商业活动相关的专业及商业服务(律师、咨询、会计、人力资源等)。运输设备就业增长1.44万人, 创今年1月份以来最大涨幅, 显示。预示就业市场或已走出5、6月份的低迷形式。

图 7: 非农就业温和复苏

图 8: 教育卫生、商业服务、零售及汽车就业增长



受高油价、债务上限谈判以及需求不振影响，7 月份 PMI 指数大幅回落，因此引发市场对未来经济和就业形势的担忧。考虑到近期原油价格暴跌，债务上限提升，以及日本供应链回复，预计未来 PMI 指数将双双回升。因此服务业和制造业就业复苏有望持续（图 9、图 10）。

图 9：经济活动回复带动服务业就业

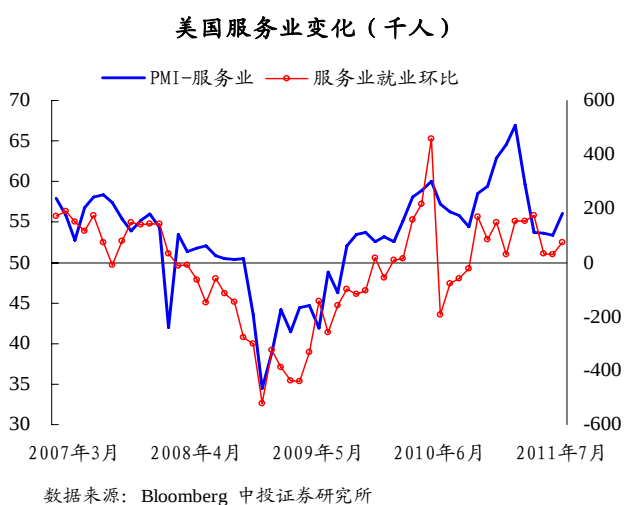
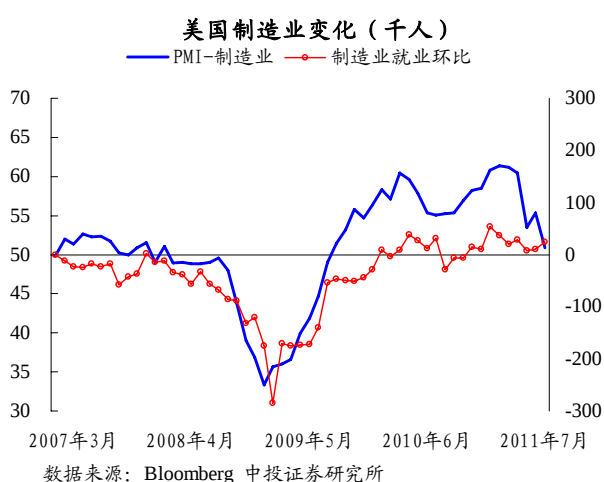


图 10：日本供应链恢复或提升制造业就业



从就业先行指标来看，非农就业复苏有望加速。5 月美国劳工部的月度就业空缺及劳工流动调查显示，5 月主动跳槽人数增加，职位空缺和招人小幅攀升。这些指标都预示就业将快速复苏。

图 11: 5 月主动跳槽人数增加

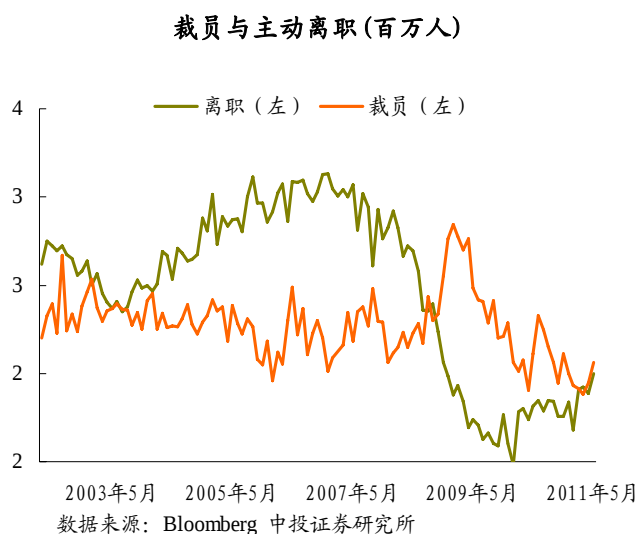
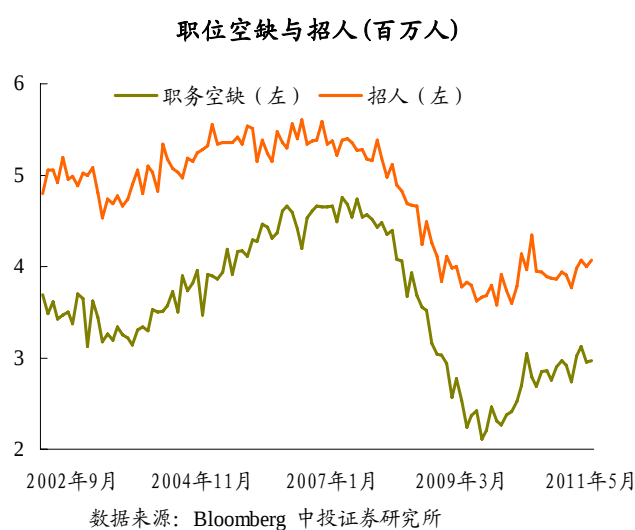


图 12: 职位空缺和招人小幅攀升



7 月份失业率消费下降至 9.1%，就业参与率大幅下降，再创 1983 年来的最低点 63.90%，就业不足率小幅回落至 13.38%。从失业率的流量数据来看，失业率下降主要由于低迷的就业市场让进入就业市场的人减少所致。

图 13: 失业率反弹带动就业不足率上升

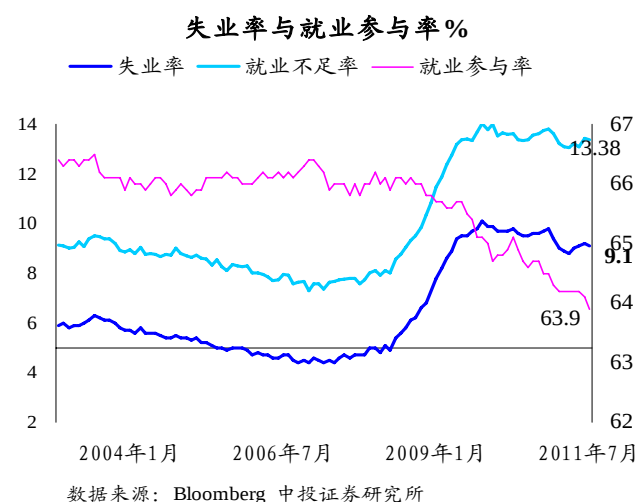
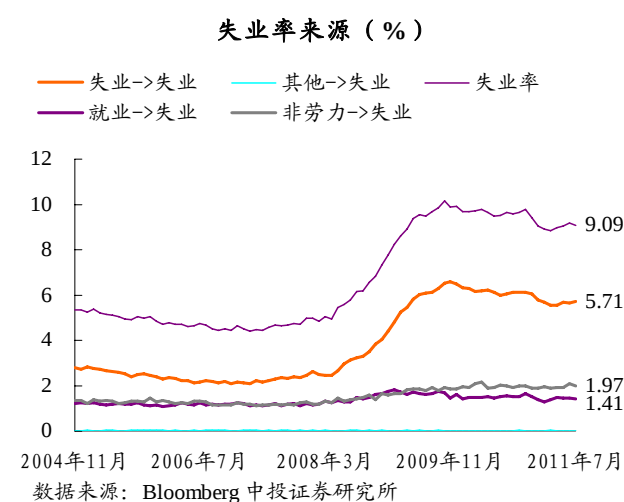


图 14: 裁员人数上升导致失业率反弹



从周首次申请失业救济金人数来看，未来失业率有望趋势下降。7 月 30 日那一周的失业人数好于预期降至 40 万人。若未来 8 个月每月非农增加 22-24 万，年底失业率将下降至 8.5%（图 16）。

图 15: 持续失业及首次失业失业率下降

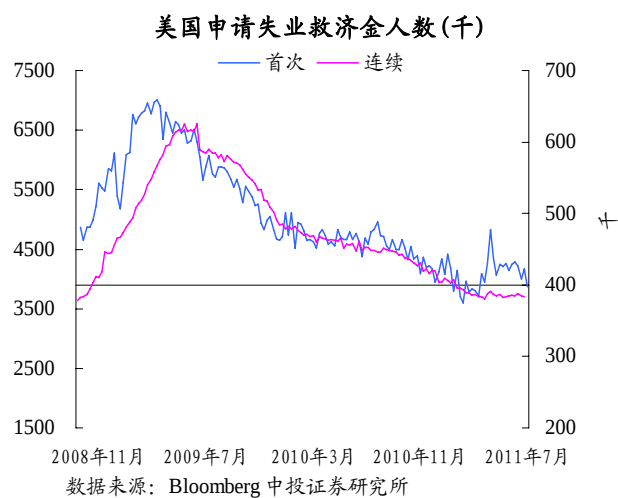
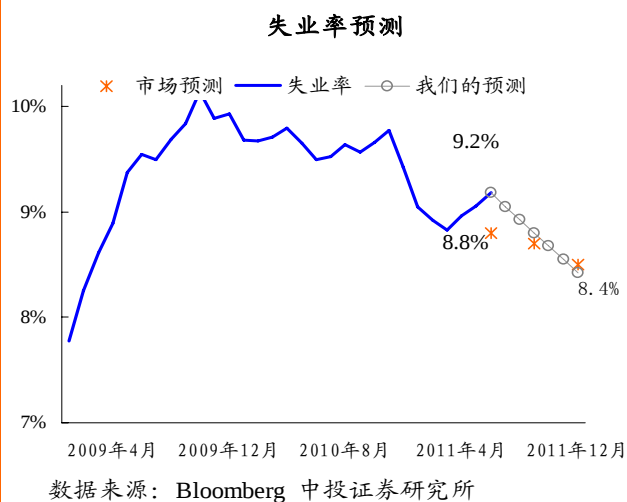


图 16: 我们预计年底失业率降至 8.5



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434