

欧债危机蔓延、全球经济走软下美国经济大幅放缓：变相 QE3 现在进行时

✍ 闻岳春

执业证书编号：S1230208080059

☎ 021-64716089

✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读：

- 背景一：欧债危机逐渐由小型边缘国家向意大利、西班牙等大中型重要边缘国家、甚至法国等国家蔓延
- 背景二：全球经济低增长、复苏有所放缓
- 背景三：美国本身经济疲软复苏且大幅放缓
- 背景四：美国国债上限最终上提、但同时要求大幅减少赤字，财政政策刺激经济几乎成为不可能完成的任务，缓解经济放缓或刺激经济的重任再次呼唤美联储承担
- 变相的QE3现在进行时

投资要点：

- 背景一：欧债危机逐渐由小型边缘国家向意大利、西班牙等大中型重要边缘国家、甚至法国等国家蔓延
- 背景二：全球经济低增长、复苏有所放缓
- 全球大部分经济体 2011 年初到今年 7 月的经济（以 GDP、制造业 PMI 等为主要参考指标）增长（或复苏）在放缓。全球经济实际已经走软、美元地位长远可能衰弱，大宗商品可能总体走强，对我们的“通货膨胀”控制比较不利，全球经济可能进入“疲软复苏+高物价”时期，我们应早提防应对。
- 背景三：美国本身经济疲软复苏且大幅放缓
- 背景四：美国国债上限最终上提、但同时要求大幅减少赤字，财政政策刺激经济几乎成为不可能完成的任务，缓解经济放缓或刺激经济的重任再次呼唤美联储承担
- 变相的 QE3 现在进行时
- 如果全球、欧美经济进一步走软，正式版的 QE3 应该也为期不远
- 下周（20110815-20110819）待发布的各国重要经济指标

相关报告

- 1《意大利、西班牙国债市场动荡的原因、应对及前景》2011.08.06
- 2《美国债务上限谈判陷僵局：演化、情景、后果、应对》2011.07.31
- 3《美经济数据总体不佳、两党围绕债务上限的政治斗争或导致债务违约令股市承压》2011.07.31
- 4《中国主权财富基金进一步发展的策略研究》2011.07.23
- 5《欧央行最早 7 月 7 日加息：希腊“屋漏”可能“还逢连天雨”》2011.07.03
- 6《如何看待疲软的美国房地产市场？》2011.06.24
- 7《美元再度被反弹：希腊债务危机打压欧元 & 通胀数据刺激美元》2011.06.17
- 8《加还是不加：欧央行进退两难下 7 月后可能加息》2011.06.11
- 9《疲软的美国经济忧多于喜：“高位回档”但不会出现“二次衰退”》2011.06.05
- 10《美元指数短期相对强势、反弹乏力：欧债危机再度升级 PK 美国疲软、持续复苏》2011.05.27

报告撰写人：闻岳春

数据支持人：闻岳春



正文目录

欧债危机蔓延、全球经济走软下美国经济大幅放缓：变相 QE3 现在进行时.....	5
1. 背景一：欧债危机逐渐由小型边缘国家向意大利、西班牙等大中型重要边缘国家、甚至法国等国家蔓延.....	5
2. 背景二：全球经济低增长、复苏有所放缓.....	9
3. 背景三：美国本身经济疲软复苏且大幅放缓.....	12
3.1 2 季 GDP 增速初值 1.3% 低于预期的 1.8%-1.9% ,1 季经济增速终值由 6 月发布的 1.9% 大幅下调至 0.4% ,2010 年 4 季 GDP 增速由 3.1% 下调至 2.3%.....	12
3.2 8 月密歇根消费信心指数初值 54.9 , 明显低于 7 月的 63.7 和平均预期的 63.0 , 创 1980 年 5 月来最低	14
3.3 7 月芝加哥 PMI 58.8 低于预期的 61.1 和 6 月的 61.1	15
3.4 7 月供应管理协会 (ISM) PMI 大幅下滑到 50.90 , 虽还处于扩张但已接近收缩边缘 , 大大低于预期的 55.5 和前值 55.3	15
3.5 美联储重点关注的通货膨胀指标——核心 CPI 总体仍不是很高 ,在 6 月当月同比 1.6% ,为 2010 年 1 月来最高 ; 环比上升 0.3% 与上月持平 , 创 3 年来最大增幅 , 超过预期中值的上升 0.2% 。 CPI 环比下降 0.2% 是一年来首次出现下滑 ; 但是同比上升到 3.6% 为 2008 年 11 月来最高 , 与预期一致	16
3.6 就业总体比较疲软 , 失业率居高不下 , 今年季调后失业率一直在高位 8.8%-9.2% 之间运行。但 7 月非农就业环比增量 11.7 万明显好于预期的增加 8.5 万 , 失业率降至 9.1% 低于 6 月和预期的 9.2%	17
3.7 6 月 NAR 季调后成屋销售年化月率下降 0.8% , 年化总数为 477 万户 , 不如预期的 490 万户和前值的 481 万户 , 创 7 个月来最低水平 ; 新屋销售月比下滑 1% 、折合年率为 31.2 万套 , 不及预期的月比增长 1.2% 、折合年率至 32.3 万套 , 表明美国房地产市场继续保持疲软状态	19
3.8 7 月季调后零售额月增 0.5% 低于预期的 0.7% , 核心零售额月增 0.5% 超预期的 0.3%	22
3.9 6 月消费者支出两年来首跌 0.2% , 个人收入略增 0.1% 为去年 11 月来的最小涨幅	23
3.10 美国保持了近一个世纪的主权债务最高信用级别 AAA 首次被标普下调至 AA+ , 且评级展望为负面 , 影响深远	23
4. 背景四：美国国债上限最终上提、但同时要求大幅减少赤字 , 财政政策刺激经济几乎成为不可能完成的任务 , 缓解经济放缓或刺激经济的重任再次呼唤美联储承担	24
5. 变相的 QE3 现在进行时	24
6. 下周 (20110815-20110819) 待发布的各国重要经济指标	26

图表目录

图 1: 2010 年 5 月希腊危机深化中获得 IMF、欧盟、欧洲中央银行等 7500 亿欧元的救助机制（设立巨型稳定基金）中约 1100 亿欧元救助计划，但到今年希腊危机又显露，不得不实施二轮救助。其 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率利差曾在 7 月中旬达创记录的 1500 多基点.....	6
图 2: 欧债危机中的爱尔兰长期国债收益率与德国长期国债收益率的利差在 2011 年 7 月达创记录的 1200 多基点.....	6
图 3: 欧债危机中的葡萄牙长期国债收益率与德国长期国债收益率利差在 2011 年 7 月达创记录的 900 多基点.....	7
图 4: 市场担忧情绪推升意大利融资成本节节走高，其国债收益率（位于 6% 上方）与德国国债收益率的利差扩大；随着欧洲中央银行买入意大利国债，这几天意大利国债风波有所缓解.....	7
图 5: 西班牙 10 年期国债收益率 7 月 29 日-8 月 5 日持续位于 6% 上方，其与德国国债收益率的利差扩大；随着欧洲中央银行买入西班牙国债，这几天西班牙国债风波有所缓解.....	7
图 6: 6 月中旬来，欧元区两大支柱之一的法国国债风险溢价明显上升。法国总统萨科齐决定推出最新措施来削减公共赤字，保护法国 AAA 评级.....	8
图 7: 英国经济近年来陷入物价比较高（2011 年 6 月 CPI 为 4.2%，尽管低于 4、5 月的 4.5%，但仍然大大高于中央银行目标的 2%）、增长比较低（2 季度 GDP 增长仅 0.74%）的困境.....	8
图 8: 欧元区火车头德国的 PMI 从 2011 年 1 月的 61.3 大幅下降到 7 月的 52.5.....	8
图 9: 欧元区 PMI 与德、法、英、意制造业 PMI 比较：年初来总体下滑.....	9
图 10: OECD 综合领先指标近期有所下滑.....	9
图 11: 中国 GDP、CPI 比较：市场担心中国的高通胀率（7 月 CPI 为 6.5% 为 2008 年 7 月以来最高）可能将导致经济增长放缓（2010 年 4 季度到 2011 年 2 季 GDP 分别增长 9.8%、9.7%、9.5%）.....	9
图 12: 中国 PMI（制造业采购经理指数）2010 年 11 月来总体走低，2011 年 7 月已到 50.7，虽然还处于扩张，但已接近收缩的边缘.....	10
图 13: 中国 7 月汽车销售仅增长 6.7%，远低于 2010 年 32% 的增幅.....	10
图 14: 印度制造业 PMI 从 2011 年 4 月的 58 下滑到 7 月的 53.6.....	10
图 15: 巴西 PMI 已从 2011 年 2 月的 54.6 下降到 7 月的 47.8，显示经济已处于收缩.....	10
图 16: 澳大利亚 PMI 从 2011 年 2 月的 51.1 下降到 5 月 47.7，然后反弹到 6 月的 52.9，再到 7 月大幅度下降到 43.4，为 2009 年 7 月以来最低.....	11
图 17: 俄罗斯制造业 PMI 已从 2011 年 3 月的 55.6 下降到 7 月的 49.8，处于收缩边缘.....	11
图 18: 日本强震叠加海啸、核泄漏危机下经济下滑，1 季度 GDP 下降 1%，制造业 PMI 从 2011 年 2 月的 52.9 下降到 4 月的 45.7，反弹到 7 月的 52.1，但经济总体尚不乐观.....	11
图 19: 美国 2 季 GDP 增速初值 1.3% 低于预期的 1.6%-1.9% 和 1 季的终值 0.4%；1 季经济增速终值由上个月发布的 1.9% 大幅下调至 0.4%，去年 4 季度 GDP 增速由 3.1% 下调至 2.3%.....	12
图 20: 8 月密歇根消费信心指数初值 54.9，明显低于 7 月的 63.7 和接受汤森路透集团调查的经济学家平均预期的 63.0，创 30 年新低（1980 年 5 月以来最低）.....	14
图 21: 美国 2011 年 7 月芝加哥 PMI 58.8 低于预期的 61.1 和 6 月的 61.1.....	15
图 22: 7 月美国供应管理协会 (ISM) PMI 大幅下滑到 50.90，虽还处于扩张但已接近收缩边缘，大大低于预期的 55.5 和前值 55.3.....	16
图 23: 美联储重点关注的通货膨胀指标——核心 CPI 总体仍不是很高，在 6 月当月同比 1.6%，为 2010 年 1 月以来最高；环比上升 0.3% 与上月持平，创 3 年来最大增幅，超过预期中值的上升 0.2%。CPI 环比下降 0.2% 是一年来首次出现下滑；但是同比上升到 3.6% 为 2008 年 11 月以来最高，与预期一致.....	16
图 24: 美国失业率居高不下，2011 年 1 月—7 月季调后失业率一直在高位的 8.8%-9.2% 之间运行.....	17
图 25: 美国就业总体较疲软：9 月非农就业人数减少 9.5 万人为连续 4 个月下降，但降幅远低于预期的减少 1.0 万人.....	17
图 26: 美国 7 月非农就业的增长完全得益于私营领域，其就业人数环比增长 15.4 万，明显超过 6 月的 8 万，同时高于平均预期的 11.5 万.....	18
图 27: 截至 8 月 6 日的一周初请失业金 39.5 万好于预期的 41 万.....	18

图 28: 美国 2011 年 6 月 NAR 季调后成屋销售年化月率下降 0.8%，年化总数为 477 万户，不如预期的 490 万户，创 7 个月来最低.....	20
图 29: 美国 6 月新屋销售月比下滑 1%、折合年率为 31.2 万套，不及预期的月比增长 1.2%、折合年率至 32.3 万套.....	20
图 30: 美国 6 月营建支出月率上升 0.2%，小幅高于预期的持平	20
图 31: 美国 6 月营建许可总数 62.4 万户好于预期 60.0 万户，年化月率上升 2.5%。	21
图 32: 美国 6 月新屋开工总数年化 62.9 万户，好于预期 57.5 万户，年化月率上升 14.6%.....	21
图 33: 5 月经调整标准普尔/Case-Shiller 房价指数与上月持平，与路透调查的分析师预估一致	21
图 34: 美国 7 月季调后零售额月增 0.5%低于预期的 0.7%，核心零售额月增 0.5%超预期的 0.3%.....	22
图 35: 美国 6 月消费者支出两年来首跌 0.2%，个人收入略增 0.1%为去年 11 月来的最小涨幅.....	23
图 36: 2011 年 8 月 10 日，美联储总资产约 2.82 万亿美元，其中持有约 1.64 万亿美元国债，为美国国债的第一持有人	25
图 37: 到 2011 年 5 月底，中国持有美国国债约 1.16 万亿美元国债，为美国国债的第二大持有人.....	25

欧债危机蔓延、全球经济走软下美国经济大幅放缓：变相 QE3 现在进行时

通过综合分析，我们认为，在欧债危机逐渐由希腊、爱尔兰、葡萄牙等小型边缘国家向西班牙、意大利等欧元区大中型重要国家渗透，甚至向法国等欧元区国家支柱，包括有可能向英国、甚至德国蔓延，欧美日等为代表的发达经济体，中国、印度等为代表的许多新兴经济体，甚至全球经济的增长都明显放缓。近期美国本身经济疲软复苏且大幅放缓，但是 8 月 2 日美国国债上限最终上提，但同时其前提条件是要求大幅减少赤字，财政政策刺激经济几乎成为不可能完成的任务，而目前美联储的变相的 QE3 实际上已在执行中——现在进行时。因为美联储最新的声明（北京时间 8 月 10 日凌晨）预计经济前景有下滑风险，美国经济的增长率明显低于预期，预计未来经济的复苏将更为缓慢，就业增长将颇为疲软，目前联储正在讨论其他的政策工具，我们预计美联储将来会推出正式版的 QE3。

1. 背景一：欧债危机逐渐由小型边缘国家向意大利、西班牙等大中型重要边缘国家、甚至法国等国家蔓延

2009 年底爆发的希腊——欧债危机，目前正逐渐由希腊、爱尔兰、葡萄牙等小型边缘国家向西班牙、意大利等欧元区大中型重要国家渗透，甚至有扩散到上述“欧猪五国”外的不良趋势，如有可能向法国、英国甚至德国蔓延。如近期传闻法国等欧元区国家支柱国家有可能被下调主权评级，引起了股票市场的又一轮暴跌。

除了对美国经济增长感到担忧之外，投资者们目前还在密切关注欧洲的状况，他们担心意大利或西班牙将成为下一个无力偿还债务的国家。8 月 2 日，美国国会刚刚通过提高美债上限方案，使得美债危机暂时得以缓解，但是，马上欧洲债务危机再次回到人们的视线。8 月 3 日开始，欧债危机进一步向欧元区第三、四大经济体——意大利和西班牙蔓延，其国债更是遭到猛烈攻击，收益率均徘徊在约 14 年高点，民众恐慌情绪空前高涨。投资者担心若情况继续恶化，这场危机最终对世界经济造成的打击将并不亚于美国才平息的债务危机。随着欧洲中央银行随后的出手：买入意大利和西班牙国债，这几天意大利、西班牙国债风波有所缓解，国债收益率有所下降，与德国国债收益率的利差有所收窄。

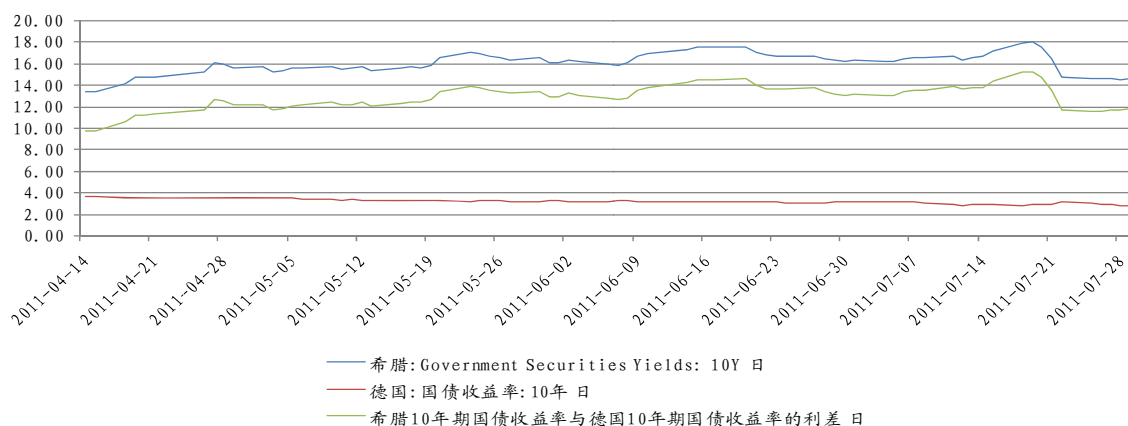
更加严重的是，过去几个月，欧元区两大支柱之一的法国的国债风险溢价有明显的上升。市场对法国是否能继续维持其 AAA 评级感到忧虑。自标准普尔在上周五晚上（8 月 5 日，北京时间 8 月 6 日早上）调降美国信用评级后，法国政府国债担保成本不断创出新高。欧洲股市周三（8 月 10 日）大幅下滑，投资者对市场传言的法国可能失去 AAA 评级的感到不安，导致银行股跳水，法国兴业银行暴跌近 15%。法国、德国与西班牙股指跌幅均超出 5%，意大利金融时报 MIB 指数下跌 6.7%，收报 14676.04 点。美国股市最后也暴跌，道指收盘暴跌 520 点。投资者们担心欧洲债务危机可能升级、全球经济放缓，美股因此重挫。

德国经济研究所经济学家贝尔克担心，如果法国失去 3A 评级，将可能造成欧元区的解体，原因是法国在欧洲金融稳定机制中占据重要地位。

随后，三大评级机构出来澄清传言。穆迪表示给予法国 AAA 评级，前景为稳定。标准普尔机构也重申法国 AAA 评级，展望稳定。惠誉则表示对法国的主权信用评级仍为 3A，评级前景为稳定。惠誉麾下的惠誉解决方案公司指出，法国和德国信贷违约掉期(CDS)价格明显上涨，可能表明市场越来越担心欧元区扶助区内较弱国家的能力。

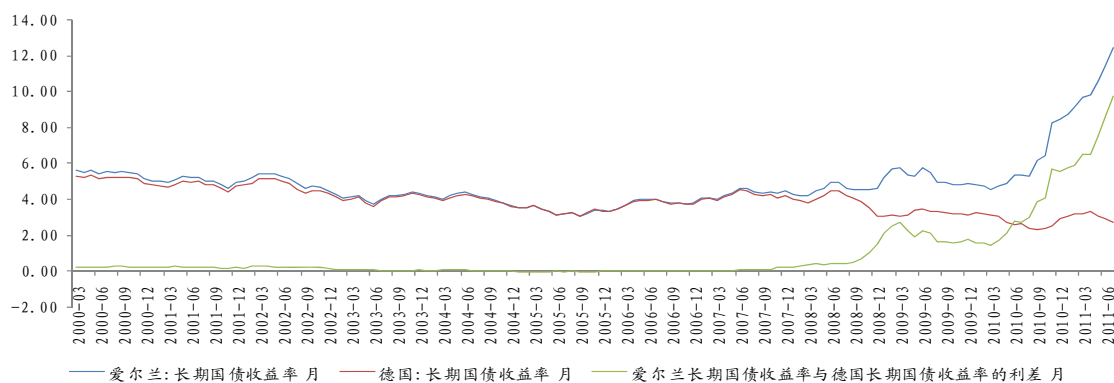
在法国可能被下调评级的传言出炉之后，法国总统萨科齐提前结束休假，并与各部长召开紧急会议，决定推出最新措施来削减公共赤字，保护法国的 AAA 信贷评级。

图 1：2010 年 5 月希腊危机深化中获得 IMF、欧盟、欧洲中央银行等 7500 亿欧元的救助机制（设立巨型稳定基金）中约 1100 亿欧元救助计划，但到今年希腊危机又显露，不得不实施二轮救助。其 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率利差曾在 7 月中旬达创记录的 1500 多基点



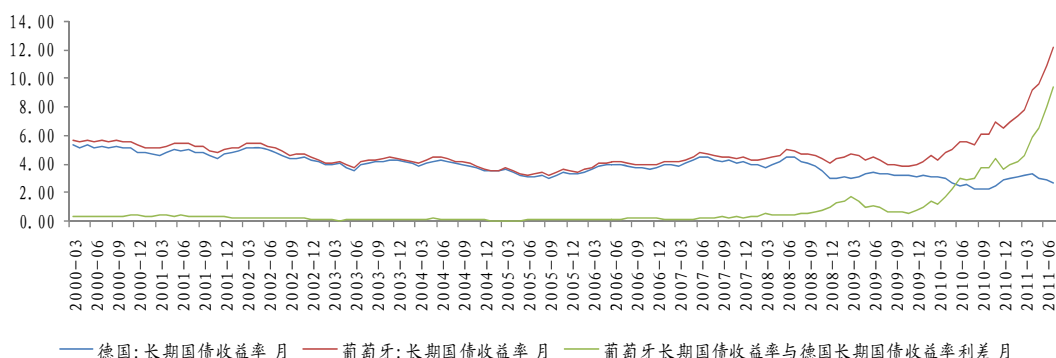
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 2：欧债危机中的爱尔兰长期国债收益率与德国长期国债收益率的利差在 2011 年 7 月达创记录的 1200 多基点



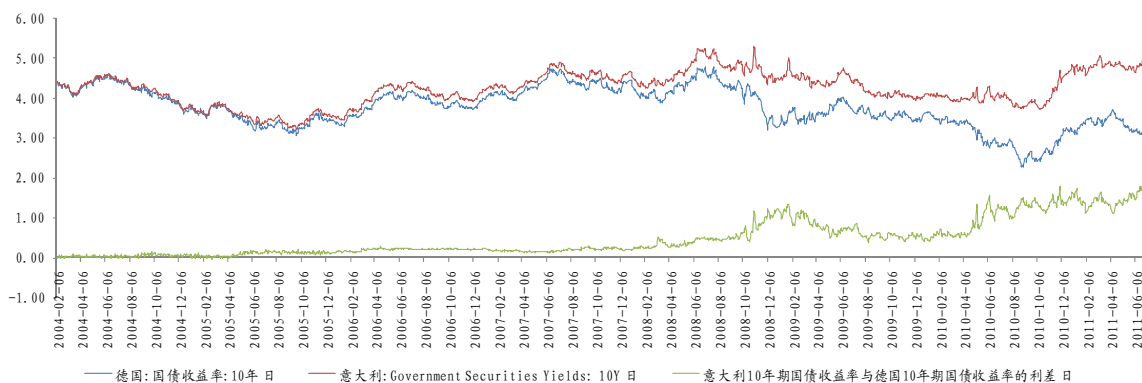
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 3：欧债危机中的葡萄牙长期国债收益率与德国长期国债收益率利差在 2011 年 7 月达创记录的 900 多基点



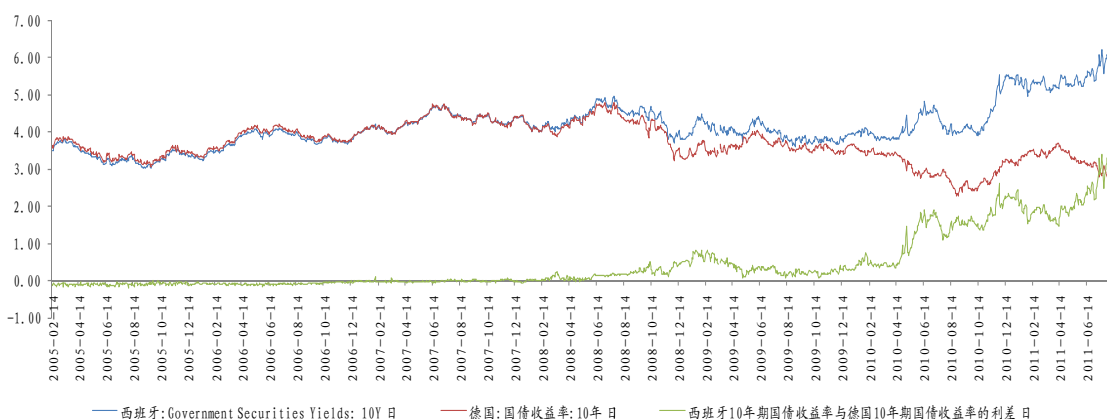
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 4：市场担忧情绪推升意大利融资成本节节走高，其国债收益率（位于 6% 上方）与德国国债收益率的利差扩大；随着欧洲中央银行买入意大利国债，这几天意大利国债风波有所缓解



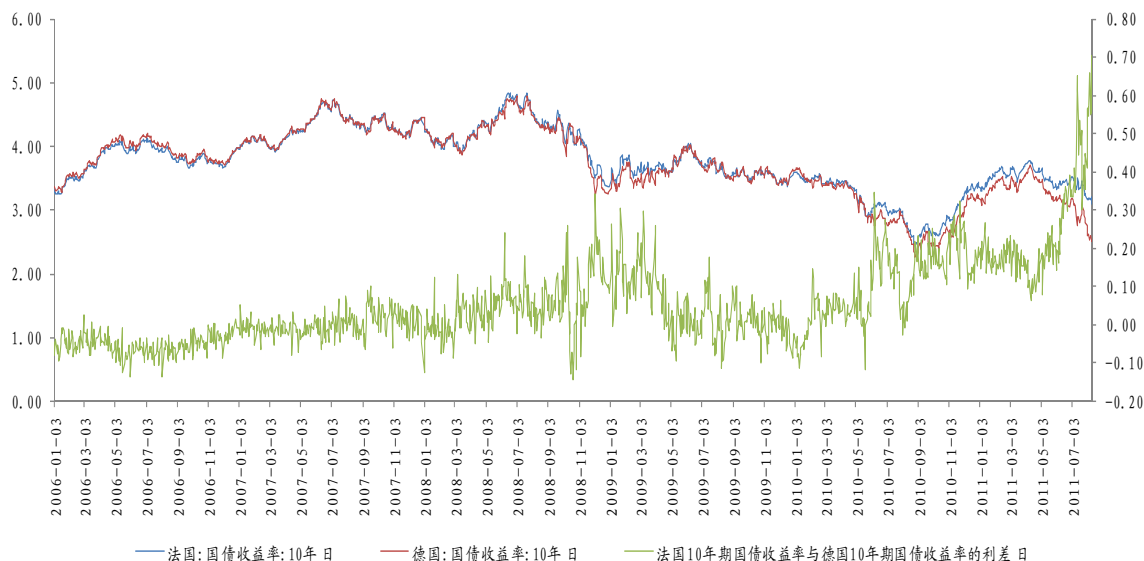
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 5：西班牙 10 年期国债收益率 7 月 29 日-8 月 5 日持续位于 6% 上方，其与德国国债收益率的利差扩大；随着欧洲中央银行买入西班牙国债，这几天西班牙国债风波有所缓解



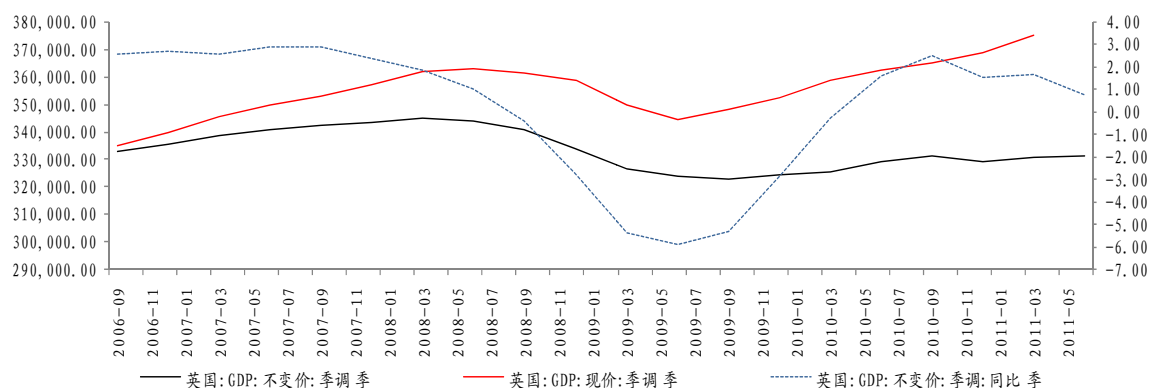
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 6：6 月中旬来，欧元区两大支柱之一的法国国债风险溢价明显上升。法国总统萨科齐决定推出最新措施来削减公共赤字，保护法国 AAA 评级



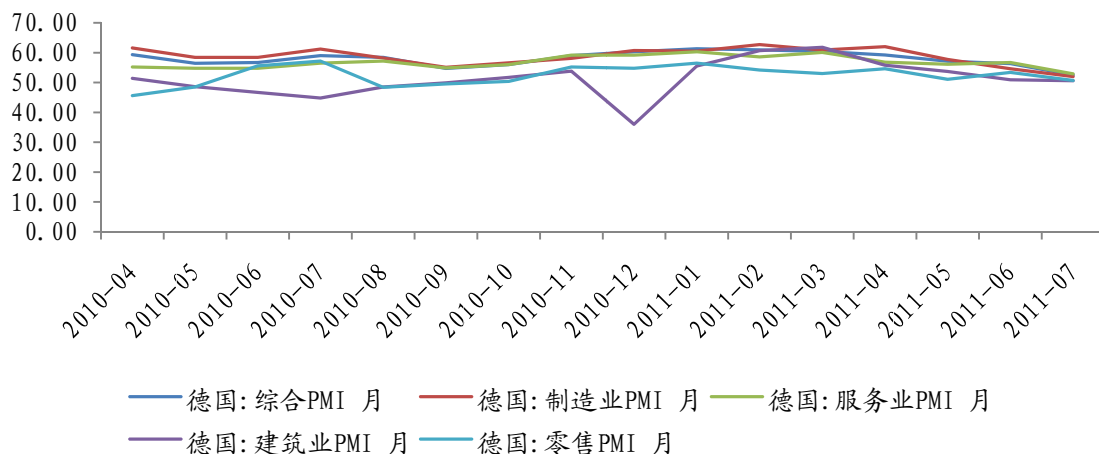
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 7：英国经济近年来陷入物价比较高（2011 年 6 月 CPI 为 4.2%，尽管低于 4、5 月的 4.5%，但仍然大大高于中央银行目标的 2%）、增长比较低（2 季度 GDP 增长仅 0.74%）的困境



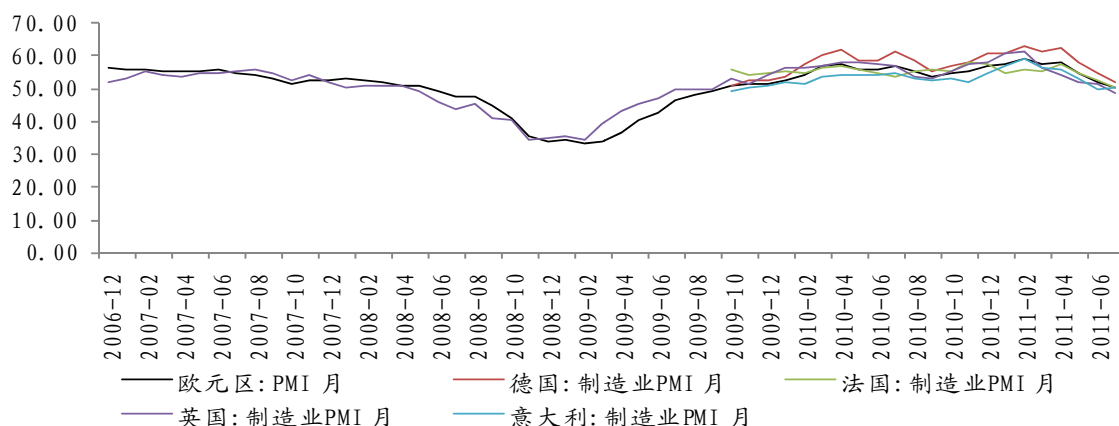
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 8：欧元区火车头德国的 PMI 从 2011 年 1 月的 61.3 大幅下降到 7 月的 52.5



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

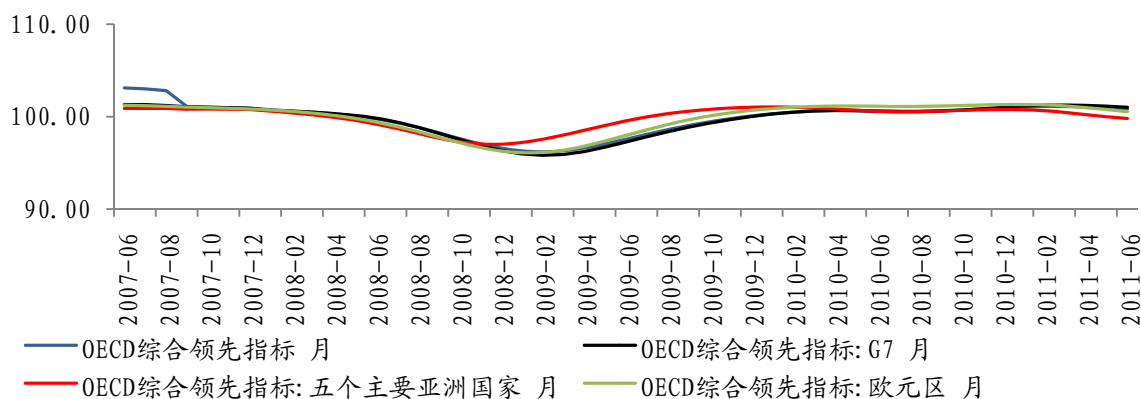
图 9：欧元区 PMI 与德、法、英、意制造业 PMI 比较：年初来总体下滑



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

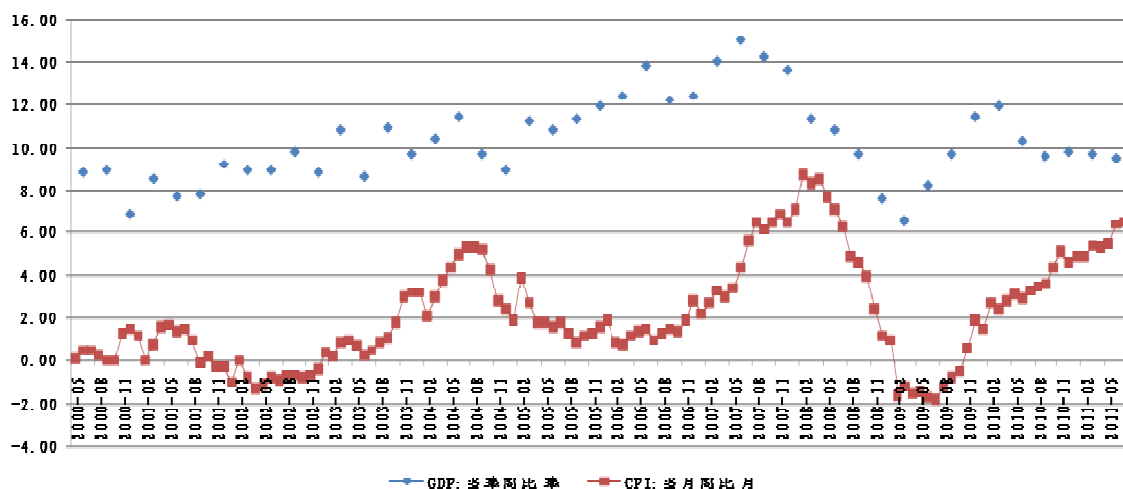
2.背景二：全球经济低增长、复苏有所放缓

图 10：OECD 综合领先指标近期有所下滑



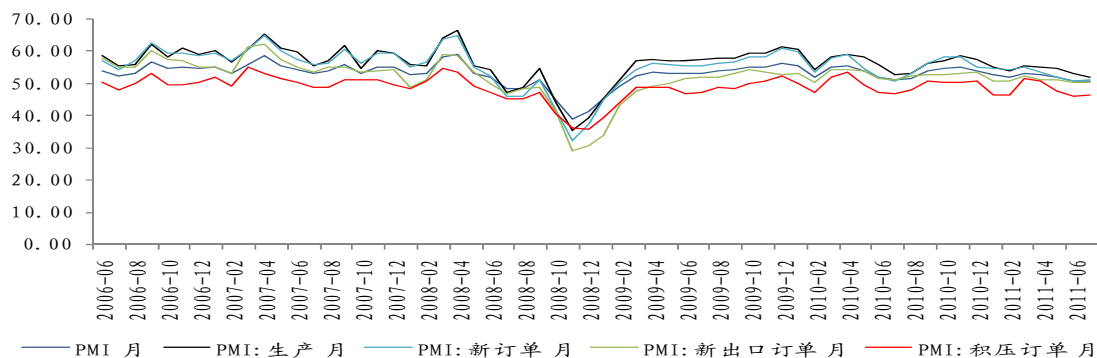
资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 11：中国 GDP、CPI 比较：市场担心中国的高通胀率（7 月 CPI 为 6.5% 为 2008 年 7 月来最高）可能导致经济增长放缓（2010 年 4 季度到 2011 年 2 季 GDP 分别增长 9.8%、9.7%、9.5%）



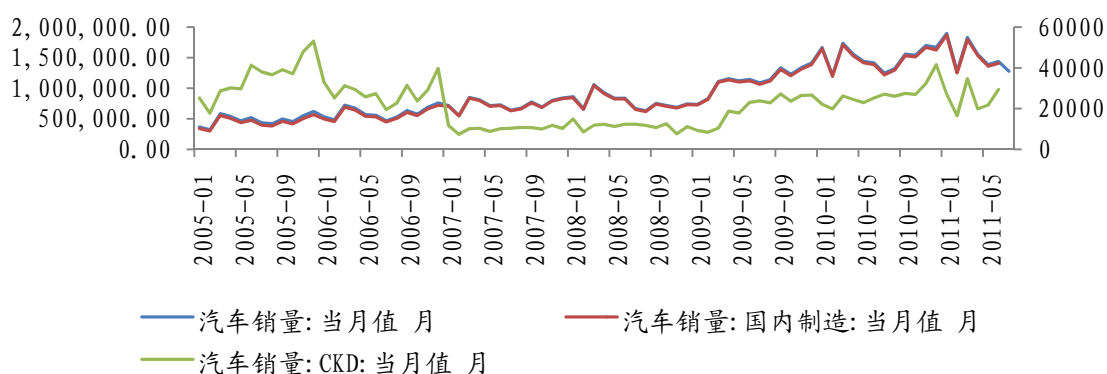
资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 12: 中国 PMI (制造业采购经理指数) 2010 年 11 月来总体走低, 2011 年 7 月已到 50.7, 虽还处于扩张, 但已接近收缩的边缘



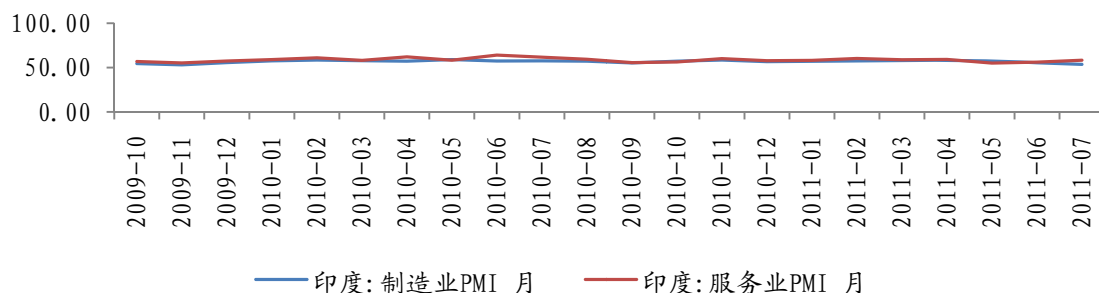
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 13: 中国 7 月汽车销售仅增长 6.7%, 远低于 2010 年 32% 的增幅



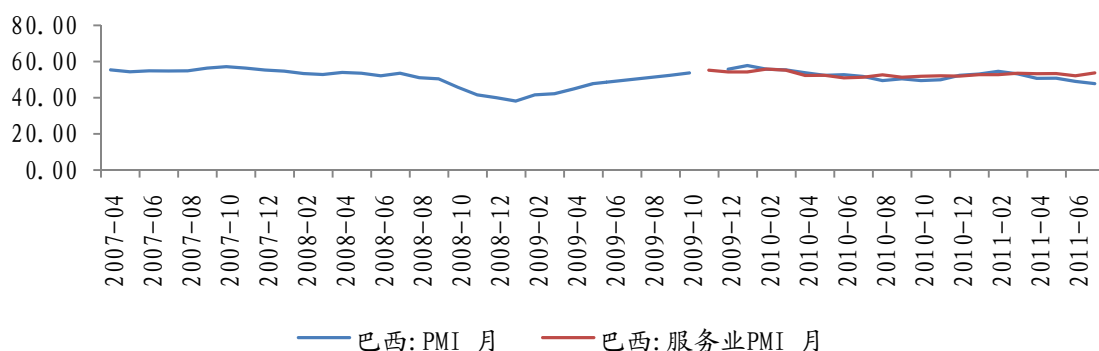
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 14: 印度制造业 PMI 从 2011 年 4 月的 58 下滑到 7 月的 53.6



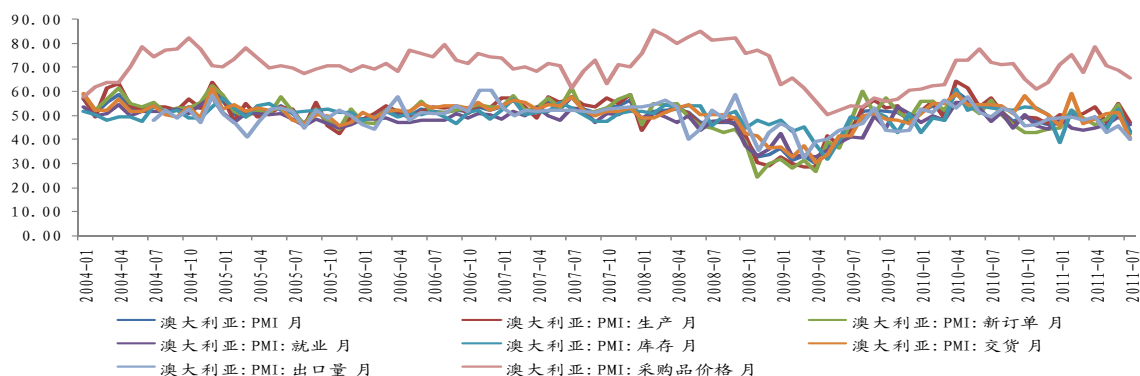
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 15: 巴西 PMI 已从 2011 年 2 月的 54.6 下降到 7 月的 47.8, 显示经济已处于收缩



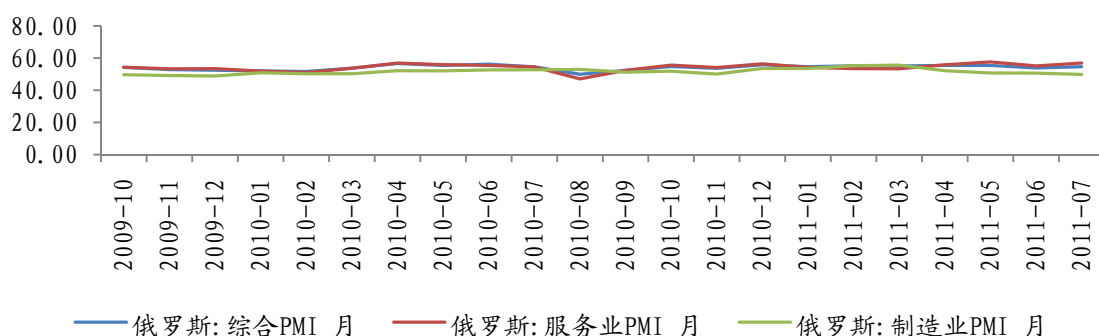
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 16: 澳大利亚 PMI 从 2011 年 2 月的 51.1 下降到 5 月 47.7, 然后反弹到 6 月的 52.9, 再到 7 月大幅度下降到 43.4 为 2009 年 7 月来最低, 显示经济已处于收缩



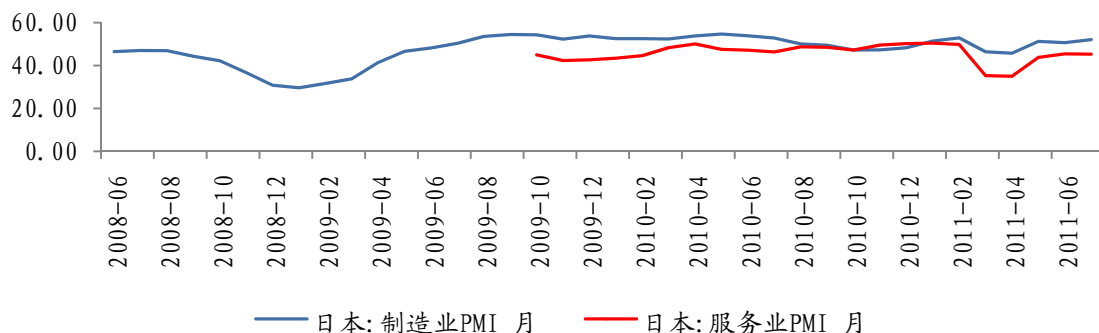
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 17: 俄罗斯制造业 PMI 已从 2011 年 3 月的 55.6 下降到 7 月的 49.8, 处于收缩边缘



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 18: 日本强震叠加海啸、核泄漏危机下经济下滑, 1 季度 GDP 下降 1%, 制造业 PMI 从 2011 年 2 月的 52.9 下降到 4 月的 45.7, 反弹到 7 月的 52.1, 但经济总体尚不乐观



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

我们维持 2010 年底时对 2011 年全球经济的判断: 低增长、复苏有所放缓。

前面已概述了欧债危机及欧洲经济的一些状况, 美国本身经济疲软复苏且大幅放缓将在下节论述。本部分概述全球其他重要经济体低增长、复苏有所放缓的状况。

自从 2009 年以来, 中国与巴西等欠发达国家已成为全球经济复苏中的领跑者。目前, 市场担心中国的高通胀率可能将导致经济增长放缓。中国 7 月汽车销售仅增长 6.7%, 远低于 2010 年 32% 的增幅。总体上看, 全球大部分经济体 2011 年初到今年 7 月的经济 (以 GDP、制造业 PMI 等为主的参考指标) 增长 (或复苏) 在放缓。全球经济实际已经走软、美元地位长远可能衰

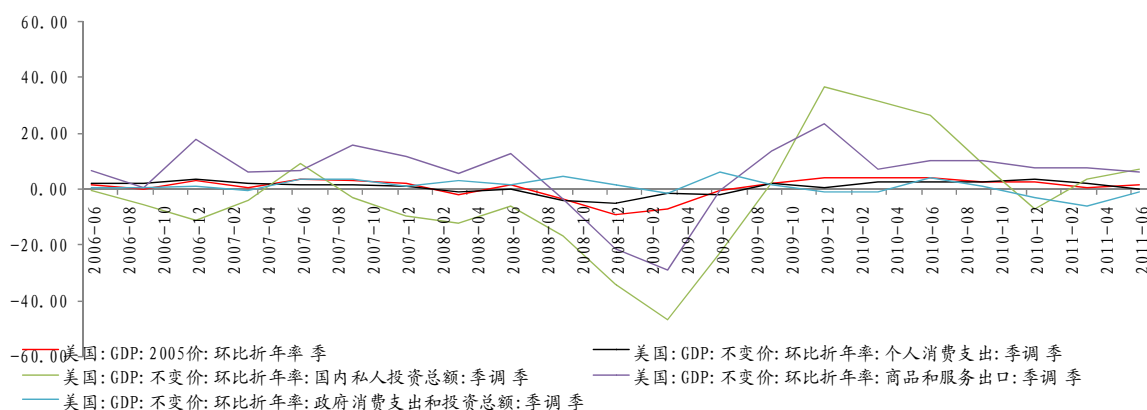
弱，大宗商品可能总体走强，对我们的“通货膨胀”控制比较不利，全球经济可能进入“疲软复苏+高物价”时期，我们应早提防应对。

我们同意国家发改革的下列判断：目前还不能做出全球经济将“二次探底”的判断，但有两点可以肯定：一是本次债务危机（以欧美债务危机为代表——引者注）与 2008 年时不太一样，因为许多国家财政政策的回旋余地已经很小，这会对美欧等国的经济政策带来很大挑战，可能会造成今年全球经济的低增长；二是不确定因素非常多，全球经济十分脆弱。

3.背景三：美国本身经济疲软复苏且大幅放缓

3.1 2 季 GDP 增速初值 1.3% 低于预期的 1.8%-1.9%，1 季经济增速终值由 6 月发布的 1.9% 大幅下调至 0.4%，2010 年 4 季 GDP 增速由 3.1% 下调至 2.3%

图 19：美国 2 季 GDP 增速初值 1.3% 低于预期的 1.6%-1.9% 和 1 季的终值 0.4%；1 季经济增速终值由上个月发布的 1.9% 大幅下调至 0.4%，去年 4 季度 GDP 增速由 3.1% 下调至 2.3%



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

7 月 29 日美国商务部宣布，2011 年第二季度 GDP (国内生产总值) 的环比年化增长率仅为 1.3% (初值)，低于汤森路透集团的调查经济学家平均预期的 1.8% 和彭博社调查的经济学家平均预期的 1.9%，这主要与汽油价格上涨导致消费者开支几乎无增长有关。

今年一季度美国经济的增速被大幅下调，增长率最终值由上个月发布的 1.9% 一举降至 0.4%。此外，去年四季度 GDP 的增速由 3.1% 下调至 2.3%，这表明美国在汽油价格开始上涨和日本大地震冲击供应链之前就开始减速，美国经济自身可能存在较大问题。

依据美国的统计规则，GDP 增长率将公布三版，依次为初值、修正值和最终值。

美国白宫发言人卡尼(Jay Carney) 7 月 29 日表示，在修正后的第一季度 GDP 数据中有很多来自日本地震海啸及能源价格高企的影响。他还预计经济将保持增长，不会出现双底衰退风险。北京时间 8 月 10 日凌晨 2 点 18 分消息，美联储麾下联邦公开市场委员会(FOMC)在结束为期一天的会议后宣布，维持 0-0.25% 的现行联邦基金利率不变。FOMC 在声明中未暗示将启动新一轮定量宽松政策(QE3)，而超低利率政策至少将维持到 2013 年中。

会后声明还显示，联储预计经济前景有下滑风险，美国经济增长率明显低于预期，预计未来

经济的复苏将更为缓慢，就业增长将颇为疲软，目前联储正在讨论其他的政策工具。

布鲁金斯学会的经济研究项目联席主管、联储委员会前高级顾问迪兰(Karen Dynan)表示，美联储既要考虑近来美股的暴跌，也需要观察近期一系列经济数据，其中首推制造业情绪恶化和今年第一、第二季 GDP 的增长疲软等，“最大的问题是，他们要确定目前经济是陷入了一个暂时性的软点，还是经济活跃度将迎来持续而大幅的下滑。我们不知道，其实他们也不知道。”

北京时间 8 月 12 日晚间消息，美联储副主席兼纽约联储行长威廉-杜德利(William Dudley)周五称，今年上半年美国经济增长速度令人失望，这明显不能仅归结为受到一次性因素的影响。杜德利还称，他已经下调了对美国经济复苏步伐的预期。

杜德利表示，2011 年截至目前为止，美国经济的增长速度“远低于我们在今年早些时候作出的预期”。他指出，导致经济增长速度放缓的部分因素从本质上来说是暂时性的，比如说粮食和能源价格上涨等导致消费者开支承压，以及日本 3 月份大地震和海啸灾难导致供应链中断等。杜德利称：“这些限制性的因素已经有所减弱，因此下半年的增长速度应该会有所加快。”

杜德利同时指出：“很明显，并非所有的经济弱点都来自于这些一次性因素。”他指出，在过去几个月时间里，就业市场已再度变得恶化，消费者开支一直都呈现出平直的走势，且住房部门“受到抑制”。杜德利对此表示：“联邦公开市场委员会在本周早些时候公布的声明代表着对美国经济状况的清醒评估。”他指出，在联邦公开市场委员会周二发布声明以后，市场利率“整体下滑，这应该会有助于为经济活动和就业市场提供某些额外的支持”。但与此同时，市场状况仍旧还“不稳定”，尤其是股票市场正处于“非常动荡”的状态。

上半年受到日本地震海啸及能源价格高企的双重冲击，美国财政、货币刺激渐止，美国经济复苏的动力几乎丧失，一、二季度实际 GDP 年化增速仅分别为 0.4%和 1.3%。

私人部门消费：二季度，美国私人部门消费环比近乎零增长，是衰退于 2009 年二季度结束来的最低水平。首先，从国外因素来看，日本地震造成汽车及相关产品供应短缺限制了消费行为。二季度美国汽车及其部件消费年化环比下降了 22.7%，对实际 GDP 增长率的负贡献达到 0.7%。其次，从国内因素来看，由于通胀，实际购买力而有所折损，及对就业状况再度恶化的恐惧，造成了消费者削减了可选择性消费支出。一、二季度，个人消费支出平减指数年化增长率分别达到 3.9 和 3.1%，而去年下半年的均值仅为 1.5%；剔除该价格因素影响，一、二季度美国家庭税后实际可支配收入年化增长率均仅为 0.7%，远低于去年下半年 1.9%的均值。同时，3、4 两个月，美国非农就业人数增长羸弱，失业率重新回升至 9%以上，这也加剧了美国家庭对未来收入增长的担忧，消费行为趋于谨慎。

政府部门支出：大规模财政刺激的退出，及赤字削减计划的启动，是拖累上半年美国经济增长的另一个主要因素。一、二季度美国公共部门支出年化环比分别下降 5.9%和 1.1%，对实际 GDP 增长率的负贡献分别达到-1.2%和-0.2%，其中联邦政府非国防性支出年化环比分别下降 2.7%和 7.3%，州及地方政府支出年化环比均下降 3.4%。

国际贸易收支：二季度，美国实际贸易逆差（年化值）从一季度的 4244 亿美元缩减至 4057 亿美元，这对 GDP 增长率带来了 0.6%的正贡献。然而，逆差的缩小主要是由于内需萎缩，进口增速下滑，而并非出口情况的改善。二季度美国进口额年化增长率从一季度的 8.3%下滑至 1.3%，出口增速从 7.9%下滑至 6.0%。

私人部门投资：投资活动相对乐观，二季度年化增速达到 7.1%，高于一季度的 3.8%，对 GDP 增长率带来了 0.9% 的正贡献。投资增速上升主要是来自于房地产行业的拉动。由于美国二手房供应长期过剩，抑制新房营建，其库存持续下降，新房相对稀缺刺激了二季度部分住房营建商开工建房。然而，由于美国房地产市场整体供大于求的形势没有根本好转，尚不能判断住房投资出现拐点。

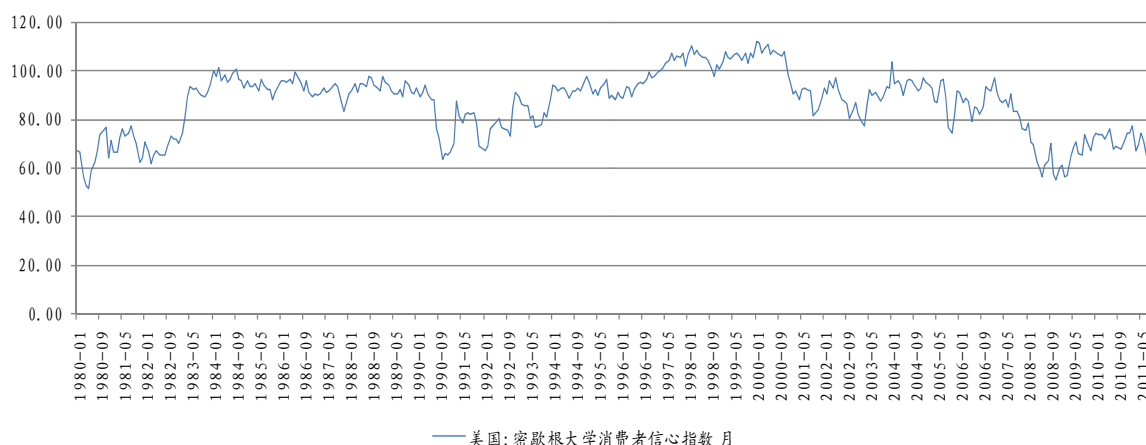
下半年美国经济前景展望。从短期因素来看，首先，原油等能源价格可望触顶回调，下半年通胀上行动力减小；其次，日本强震叠加海啸、核泄漏危机后生产逐步恢复，基本符合预期，对制造业产业链冲击逐渐化解；所以，预计今年三、四季度美国经济增速将有所反弹。但是，从长期因素来看，今年下半年反弹力度不会很强：第一，财政刺激受减少赤字及债务规模制约，紧缩已呈趋势；货币刺激受通胀制约，QE3 何时实施有待研究；政策刺激几乎已经触顶。第二，有望带动经济走出低迷的产业链条比较长的新兴产业或技术创新及突破依然尚未正在形成。所以，经济缺乏增长点的情况可能会持续相当长一段时间。

短中期（1-3 年）美国经济及美元不致崩溃，美国经济是疲软、大幅度放缓的复苏，会不会演变为“二次衰退”，目前美国经济学家的一致预期是 40%，也有人认为是 50%。但是，也有专业人士反对这种观点，如股神巴菲特在美国主权信用评级下调后认为，美国约 70% 的商业活动在持续走好、在复苏。

我们的判断是美国经济可能持续的低位盘整、调整，3-5 年调整后，找到一个契机（如产业链条比较长的新兴产业带动）拖出疲软，或大幅度复苏。

3.2 8 月密歇根消费信心指数初值 54.9，明显低于 7 月的 63.7 和平均预期的 63.0，创 1980 年 5 月来最低

图 20：8 月密歇根消费信心指数初值 54.9，明显低于 7 月的 63.7 和接受汤森路透集团调查的经济学家平均预期的 63.0，创 30 年新低（1980 年 5 月来最低）



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

北京时间 8 月 12 日晚间消息，汤森路透集团和密歇根大学发布的 8 月消费者信心报告显示，8 月指数的初值创下了 30 多年以来新低，这主要与消费者担心经济复苏陷入停滞和他们对政府政策感到极度失望有关。

8月消费者信心指数的初值为54.9，是1980年5月（当时为51.7）以来最低的，明显低于7月的63.7，也低于接受汤森路透集团调查的经济学家平均预期的63.0。

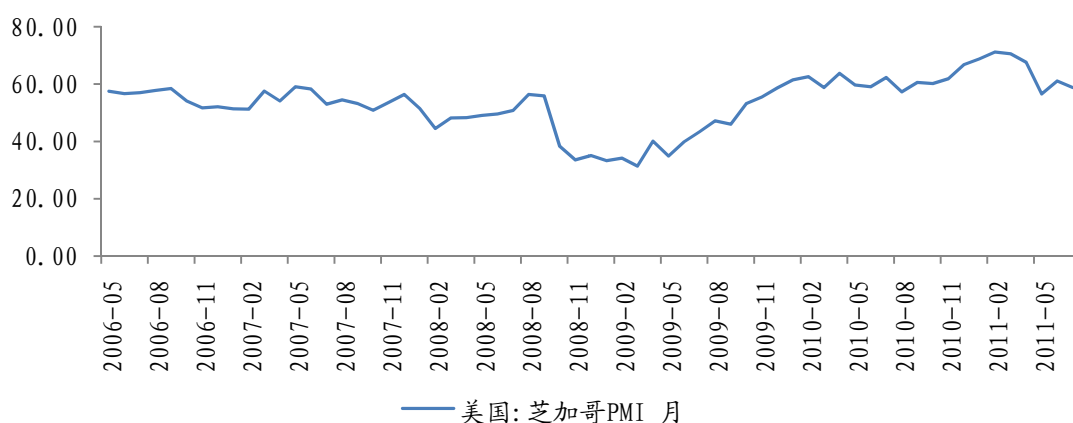
拖累消费者信心的主要原因还是近期令人失望的经济数据，本次调查进行期间正好是全球股市出现剧烈动荡的时期，不利的就业环境（高失业率）、薪资增长停滞，华盛顿方面的政治僵局、提高美国政府债务上限的争议久拖不决也使得受访者对当前和未来经济状况产生普遍疑虑，让投资者感到失望。路透社/密歇根大学消费者信心指数调查涵盖消费者对个人金融状况以及商业和购买环境的意见。该指数在上一轮衰退发生前一年的均值是87点。应指出的是，本次对消费者的调查还是在标普调降美国AAA主权评级之前进行的。

具体数据方面，消费者预期指数从7月56点下降至45.7点；当前经济状况指数从75.8点跌至69.3点；未来一年通货膨胀预期依然维持在3.4%不变。

根据报道，另一份独立的消费者信心调查报告也显示，最新一期指数仅略高于两年最低水平，只有4%的受访者认为当前经济环境较好或者很好，有超过三分之二的回应认为情况非常糟糕；只有37%的受访者对美国金融系统的稳定表示出信心，是有史以来最低水平。

3.3 7月芝加哥 PMI 58.8 低于预期的 61.1 和 6月的 61.1

图 21：美国 2011 年 7 月芝加哥 PMI 58.8 低于预期的 61.1 和 6 月的 61.1

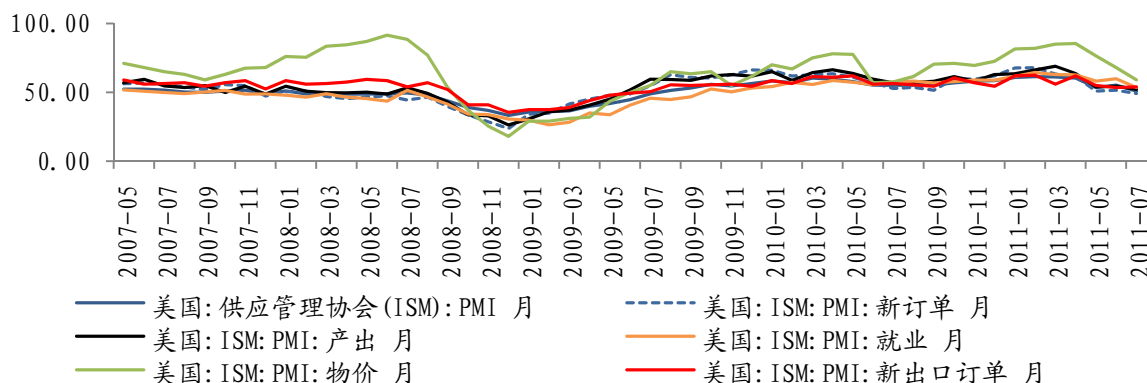


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

美国供应管理协会 (ISM) 芝加哥分会宣布，7月的芝加哥采购经理人指数 (PMI) 为 58.8 点。据彭博社的调查，经济学家对此的平均预期为 61.1 点。6月芝加哥 PMI 为 61.1 点。

3.4 7月供应管理协会 (ISM) PMI 大幅下滑到 50.90，虽还处于扩张但已接近收缩边缘，大大低于预期的 55.5 和前值 55.3

图 22：7 月美国供应管理协会 (ISM) PMI 大幅下滑到 50.90，虽还处于扩张但已接近收缩边缘，大大低于预期的 55.5 和前值 55.3



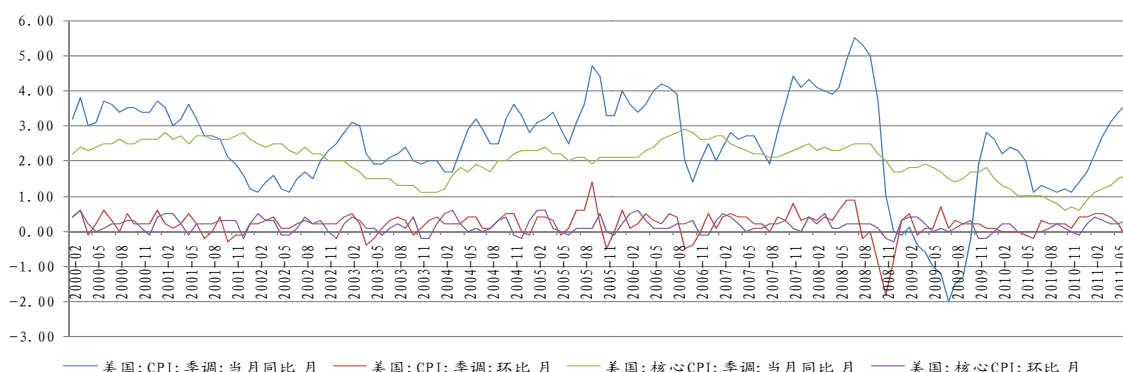
资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

美国供应管理协会 (ISM) 周一 (8 月 1 日) 公布, 美国 7 月 ISM 制造业采购经理人指数 (PMI) 为 50.9, 大幅低于预期的 55.5, 前值 55.3。

数据显示, 美国 7 月 ISM 新订单指数为 49.2, 前值 51.6; 就业指数为 53.5, 前值 59.9; 库存指数为 49.3, 前值 54.1; 物价支付指数为 59.0, 预期 66.0, 前值 68.0; 产出指数为 52.3, 前值 54.5。

3.5 美联储重点关注的通货膨胀指标——核心 CPI 总体仍不是很高，在 6 月当月同比 1.6%，为 2010 年 1 月来最高；环比上升 0.3% 与上月持平，创 3 年来最大增幅，超过预期中值的上升 0.2%。CPI 环比下降 0.2% 是一年来首次出现下滑；但同比上升到 3.6% 为 2008 年 11 月来最高，与预期一致

图 23：美联储重点关注的通货膨胀指标——核心 CPI 总体仍不是很高，在 6 月当月同比 1.6%，为 2010 年 1 月来最高；环比上升 0.3% 与上月持平，创 3 年来最大增幅，超过预期中值的上升 0.2%。CPI 环比下降 0.2% 是一年来首次出现下滑；但年升到 3.6% 为 2008 年 11 月来最高，与预期一致



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

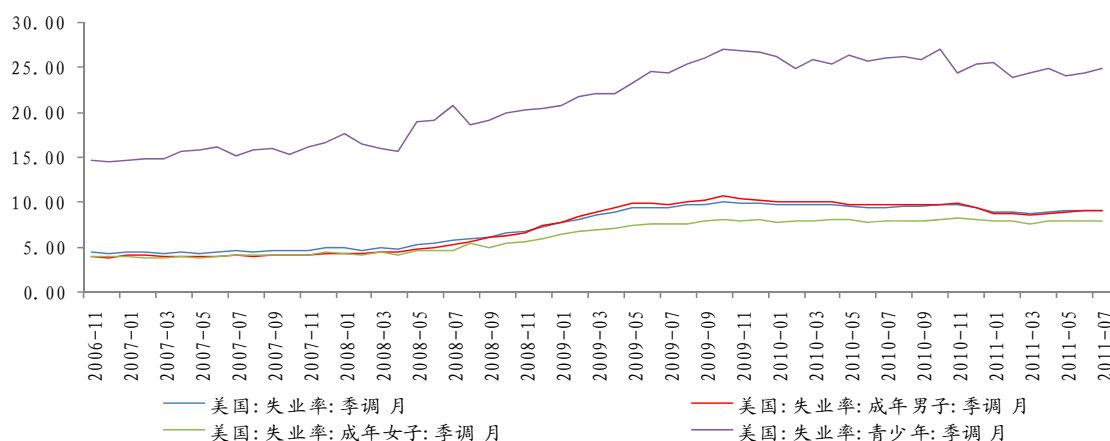
美国劳工部发布的数据显示, 因汽油价格下降, 6 月美国消费者物价指数 (CPI) 在经过季节调整后

环比下滑 0.2%，这是一年以来美国 CPI 首次环比出现下滑。6 月 CPI 同比上升 3.6%，与预期一致。数据显示，6 月能源成本下降 4.4%，创 2008 年 12 月以来最大降幅。美国 6 月核心 CPI 环比上升 0.3%，升幅与上月持平，创 3 年来最大增幅，超过经济学家预期中值的环比上升 0.2%。

通胀数据是美联储制定货币政策的重要参考。美国 5 月 CPI 环比上升 0.2%，4 月 CPI 环比上升 0.4%。美联储主席伯南克 7 月 13 日表示，高通胀等导致美经济近期增速放缓的因素“都是暂时的”，随着国际油价近来稳定在低于今春的价格区间内，美国家庭生活压力将得到缓解，美国国内通胀水平将在下半年大幅回落。

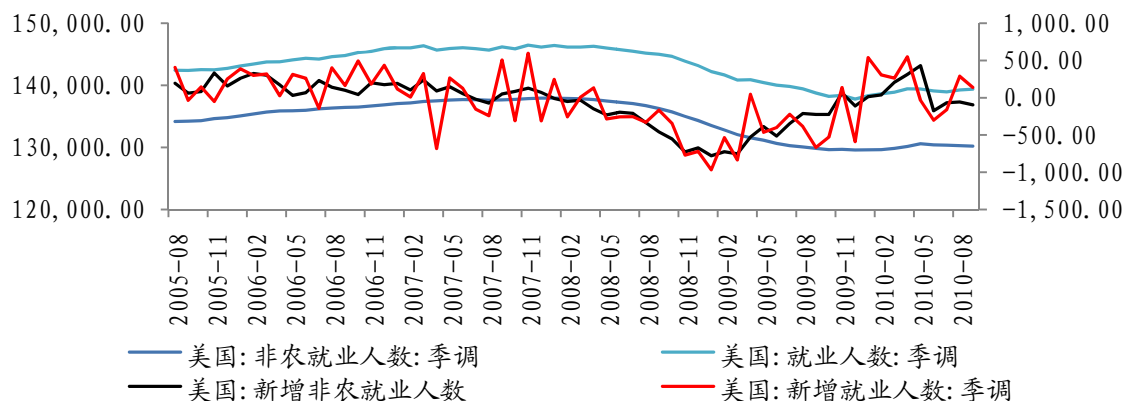
3.6 就业总体比较疲软，失业率居高不下，今年季调后失业率一直在高位 8.8%-9.2% 之间运行。但 7 月非农就业环比增量 11.7 万明显好于预期的增加 8.5 万，失业率降至 9.1% 低于 6 月和预期的 9.2%

图 24：美国失业率居高不下，2011 年 1 月—7 月季调后失业率一直在高位的 8.8%-9.2% 之间运行



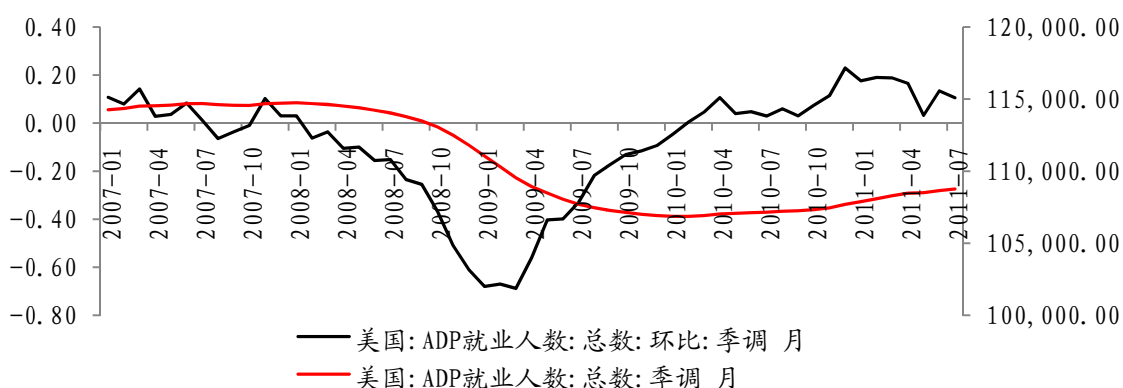
资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 25：美国就业总体较疲软：9 月非农就业人数减少 9.5 万人为连续 4 个月下降，但降幅远低于预期的减少 1.0 万人



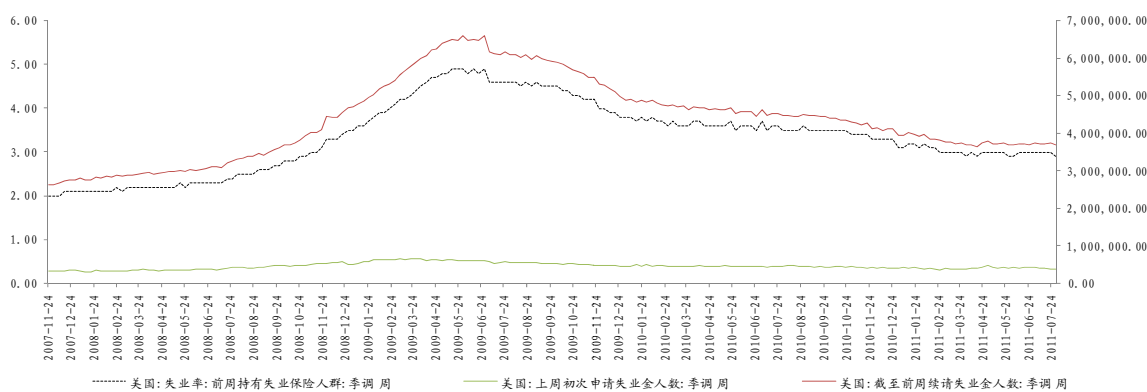
资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所。

图 26: 美国 7 月非农就业的增长完全得益于私营领域, 其就业人数环比增长 15.4 万, 明显超过 6 月的 8 万, 同时高于平均预期的 11.5 万



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 27: 截至 8 月 6 日的一周初请失业金 39.5 万好于预期的 41 万



美国 7 月失业率与非农就业好于预期。美国政府发布的 7 月就业报告显示, 非农就业的环比增量 11.7 万, 明显好于汤森路透集团调查的经济学家平均预期的增加 8.5 万, 这主要得益于私营雇主加大了雇佣力度, 与此同时失业率降至 9.1%, 低于 6 月的 9.2%, 和市场预期的 9.2%。这份报告多少缓解了人们对美国经济将陷入二次衰退的担心。

应指出的是, 失业率下降可能主要得益于劳动力总量的下降而不是就业增长。此外, 劳工部宣布, 5 月和 6 月的非农就业总计较此前发布的数据多出 5.6 万。

7 月非农就业报告是近一段时期以来第一份令人感到鼓舞的经济报告。周四, 由于人们担心美国经济可能再次陷入衰退, 加上欧洲无力有效防止债务危机的蔓延, 全球市场遭受重击, 美股的跌幅是过去两年来最惨重的。经济学家平均预期, 美国经济陷入二次衰退的可能性最高已达 40%。

7 月非农就业的增长完全得益于私营领域, 其就业人数环比增长 15.4 万, 明显超过 6 月的 8 万, 同时高于平均预期的 11.5 万。7 月的政府就业环比下降 3.7 万, 为连续第 9 个月下滑。政府就业的下降主要与明尼苏达州政府短时关闭有关, 这导致数千名政府工作人员在 7 月就业报告的统计周期内失业。由于联邦层面即将开始大幅削减开支, 州和地方政府依然在过勒紧裤带的日子, 美国创造就业的重担已落在私营企业身上。

私营领域内部, 7 月就业的增长集中在服务业, 7 月的临时性就业温和反弹, 而此前的三个月均为环比下降。临时性就业转涨是一个良好讯号, 意味着未来永久性就业有望增加。

7月的制造业就业增加2.4万，好于6月的增加1.1万，其中多数来自汽车业。7月建筑业就业增加8千，好于6月的下降5千。7月的周平均工时为34.3小时，平均时薪环比增10美分。截至8月6日的一周初请失业金39.5万好于预期的41万。美国政府发布的上周（截至8月6日的一周）首次申请失业救济人数报告显示，上周的数字跌至40万关口之下，这是今年4月初以来的第一次，同时明显好于市场普遍预期。此外，领取失业救济的总人数延续着缓步下滑之势。这对持续重跌的美股投资者来说是一个不大不小的安慰。

美国劳工部指出，在截至8月6日的一周中，初请失业金人数环比下降7千，经季调的总数降至39.5万。两周前的人数上调至40.2万，超过早先公布的40万。据汤森路透集团的调查，经济学家对上周人数的平均预期为环比增至41万。初请失业金人数的四周移动均值环比降3250人，至40.5万，后者创下了今年4月中旬以来的新低。

劳工部还宣布，在截至7月30日的一周中，持续领取失业救济人数环比降6万，至369万。在截至7月23日的一周中，美国总计有748万人至少领取了某一种形式的失业救济，环比减少了近9万。748万人当中包括370万长期领取救济者，他们正在享受联邦延期失业救济。

在经济健康时期，初请失业金人数一般会较长时间低于40万，这主要得益于雇佣量大增，企业都需要增加人手来满足市场需求。与上周发布的7月就业报告类似，今天发布的初请失业金人数表明，美国劳动力市场并不像人们所担心的那样疲软。此前美国发布的一系列经济数据都表明，美国经济的增速已大幅放缓。但是，7月美国的非农就业增长11.7万，明显超出市场预期。

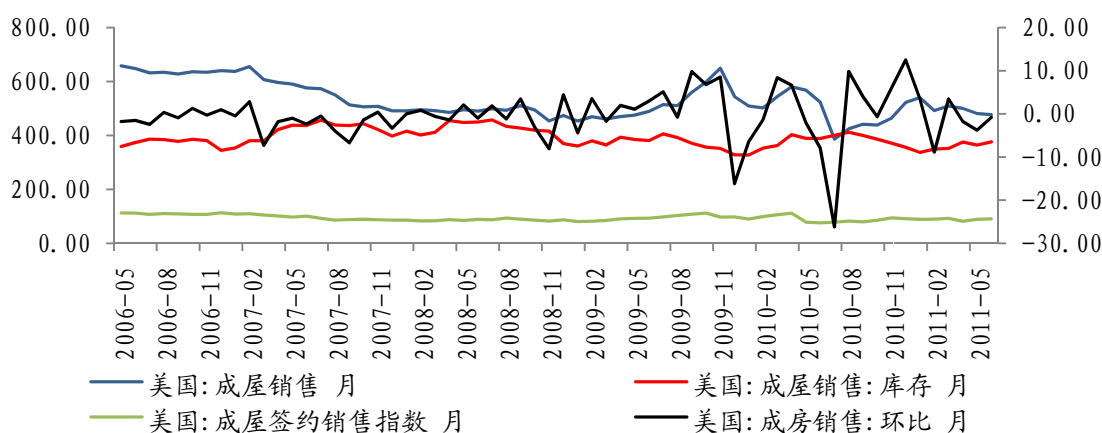
计算表明，美国经济需要每个月增加12.5万个就业机会，才能满足劳动力总数增长的需要，而新增就业要达到25万，才能推动失业率显著下降。目前美国的失业率达9.1%。

有迹象表明，不远的将来雇佣活动加速增长的可能性很低。目前美国的消费者开支放缓，股市重跌，企业担心美国和欧洲国家的债务过高迫使它们放弃雇佣计划。

另外，在政府政策刺激结束后，美国二手房、新房销售市场总体比较疲软。10月29日公布的报告显示，10月底美国消费者信心减弱。10月密歇根大学消费者信心指数终值降至67.7，低于67.9的初值，也低于9月份终值68.2，同时也不及预期的68.5。10月底的现状指数为76.6，初值为73.0，9月底为79.6。10月底的预期指数为61.9，初值为64.6，9月份终值为60.9。10月底一年通货膨胀率预期为2.7%，初值为2.6%；五年通货膨胀率预期为2.8%，初值为2.7%。

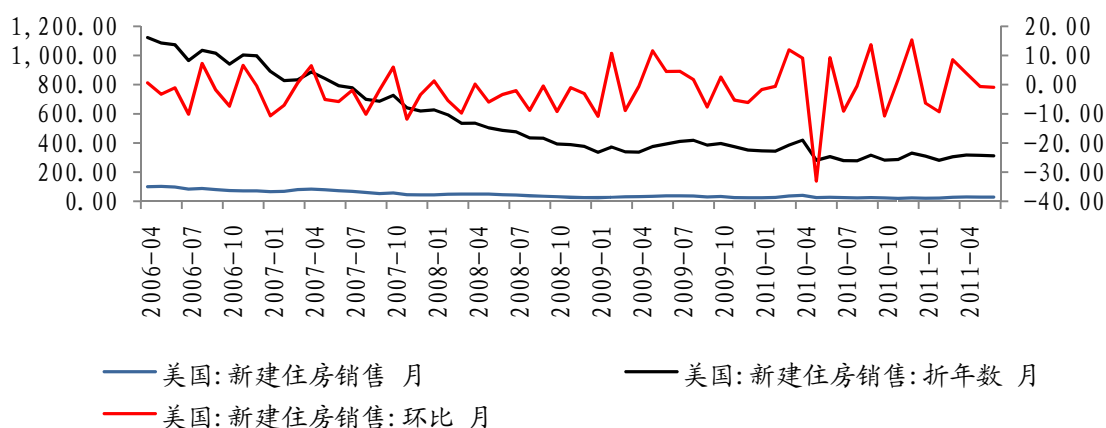
3.7 6月NAR季调后成屋销售年化月率下降0.8%，年化总数为477万户，不如预期的490万户和前值的481万户，创7个月来最低水平；新屋销售月比下滑1%、折合年率为31.2万套，不及预期的月比增长1.2%、折合年率至32.3万套，表明美国房地产市场继续保持疲软状态

图 28: 美国 2011 年 6 月 NAR 季调后成屋销售年化月率下降 0.8%，年化总数为 477 万户，不如预期的 490 万户，创 7 个月来最低



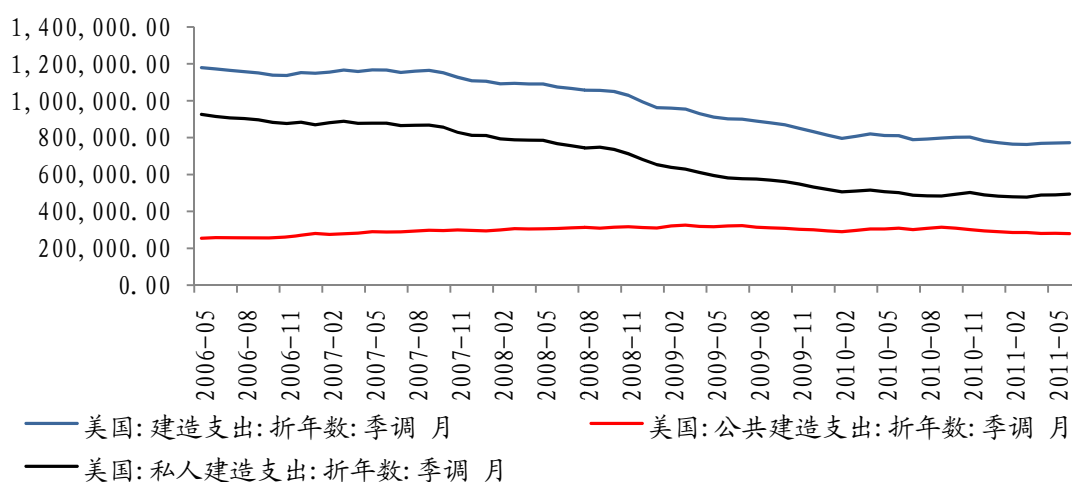
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 29: 美国 6 月新屋销售月比下滑 1%、折合年率为 31.2 万套，不及预期的月比增长 1.2%、折合年率至 32.3 万套



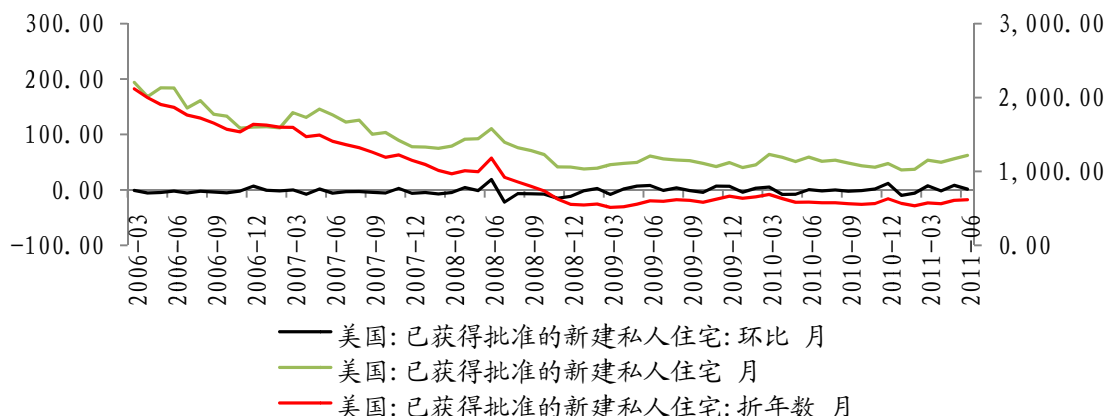
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 30: 美国 6 月营建支出月率上升 0.2%，小幅高于预期的持平



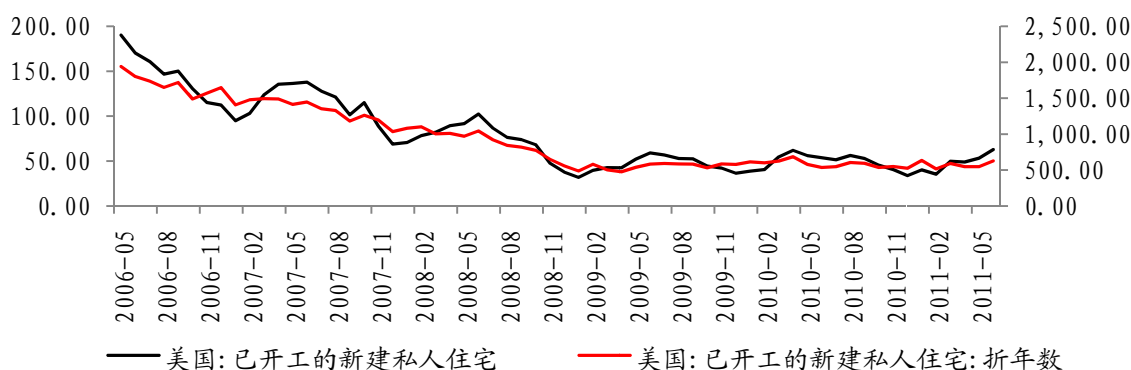
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 31: 美国 6 月营建许可总数 62.4 万户好于预期 60.0 万户, 年化月率上升 2.5%。



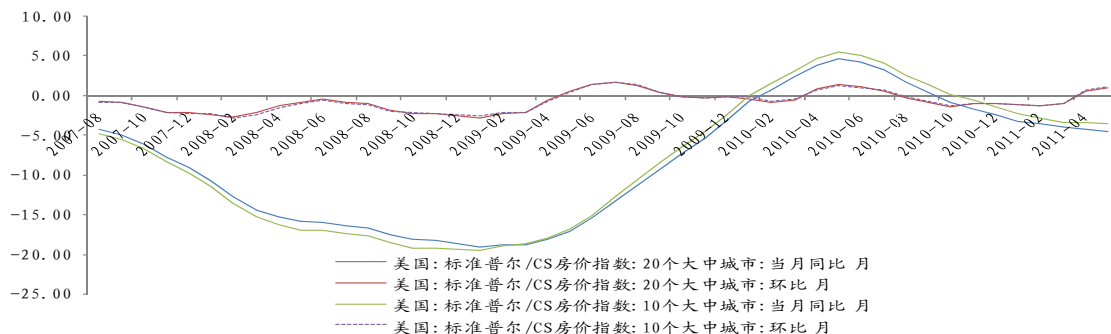
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 32: 美国 6 月新屋开工总数年化 62.9 万户, 好于预期 57.5 万户, 年化月率上升 14.6%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 33: 5 月经调整标准普尔/Case-Shiller 房价指数与上月持平, 与路透调查的分析师预估一致



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

全美不动产协会公布, 美国 6 月 NAR 季调后成屋销售年化月率下降 0.8% (好于前值的下降 3.8%), 成屋销售总数年化为 477 万户, 不如预期的 490 万户和前值的 481 万户, 创 7 个月来最低水平。

数据显示, 美国 6 月 NAR 成屋销售中等价格年率上升 0.8%, 前值下降 4.6%; 美国 6 月 NAR 成屋销售中等价格为 18.43 万美元, 前值 16.65 万美元。同时, 美国 6 月 NAR 待售房屋库存月率上升 3.3%, 前值下降 1.0%; 美国 6 月 NAR 待售房屋库存为 376.5 万户, 前值 372 万户。

美国 6 月新屋销售月比下滑 1%、折合年率为 31.2 万套, 不及预期的月比增长 1.2%、折合年率至 32.3 万套, 表明美国房地产市场继续保持疲软状态。美国 6 月新屋销售数据远低于年率约为 75 万套的健康水平。虽然新屋需求有所放缓, 但房屋价格出现上涨。美国 6 月所售新屋平

均价格为 23.52 万美元/套，较 21.959 万美元/套的年前价格上涨了 7.2%，较 5 月份也上涨了 5.8%。美国商务部还表示，6 月美国各地区的新屋销售中有半数出现月比下滑，其中东北部地区新屋销售较上月下滑了 15.8%，西部地区下滑了 12.7%。但西部和南部地区新屋销售分别上涨了 9.5% 和 3.4%。

美国 6 月营建支出月率上升 0.2%，小幅高于预期的持平。美国商务部 8 月 1 日公布，美国 6 月营建支出月率上升 0.2%，至 7,723 亿美元，预估为持平，5 月数据修正为增长 0.3%，前值为下降 0.6%。

美国 6 月新屋开工总数年化 62.9 万户，好于预期 57.5 万户，年化月率上升 14.6%；

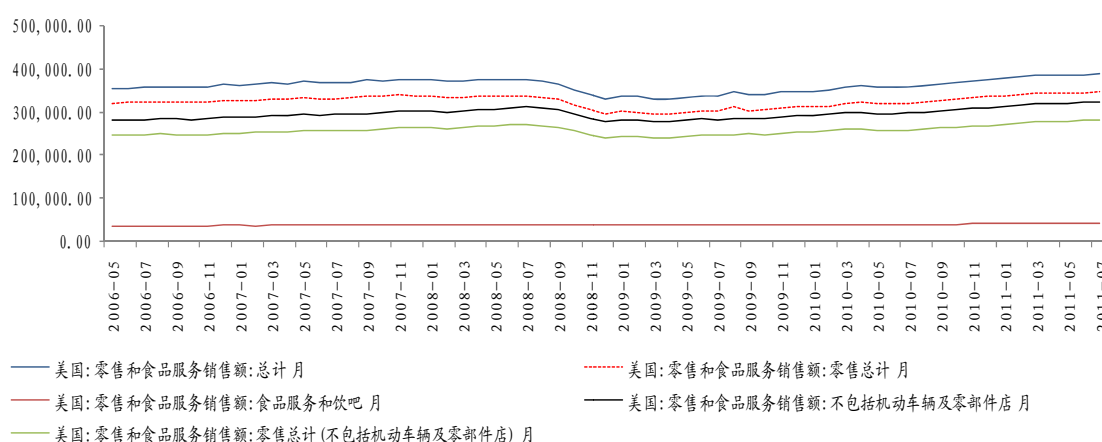
美国 6 月营建许可总数 62.4 万户，好于预期 60.0 万户，年化月率上升 2.5%。

5 月经调整标准普尔/Case-Shiller 房价指数与上月持平，与路透调查的分析师预估一致。未经季节调指数上涨 1%，为连续第二个月上涨。20 个大都市房价指数较上年同期下跌 4.5%，与分析师预估一致。4 月修正后为较前月上升，不过 5 月房价指数仍较上年同期下降。

上次经季节调整的房价指数出现较上月增长，还是 2010 年 6 月，当时购房税惠刚刚结束。

3.8 7 月季调后零售额月增 0.5% 低于预期的 0.7%，核心零售额月增 0.5% 超预期的 0.3%

图 34：美国 7 月季调后零售额月增 0.5% 低于预期的 0.7%，核心零售额月增 0.5% 超预期的 0.3%



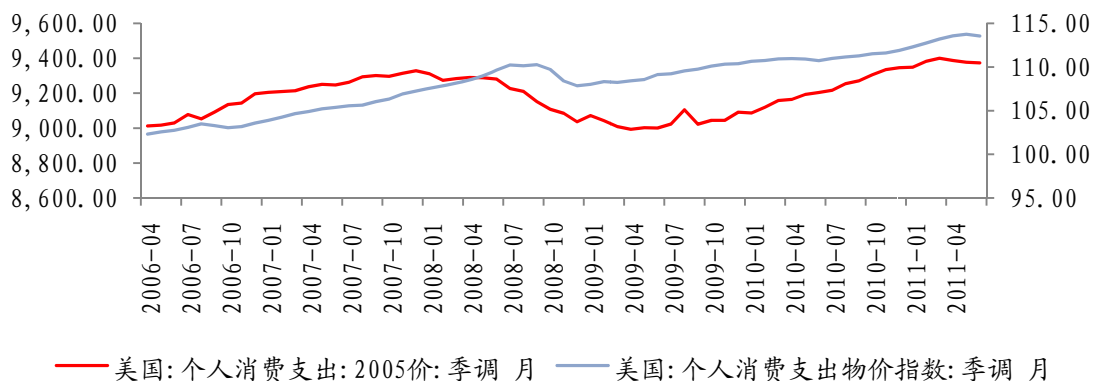
资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

美国政府发布的 7 月份零售额报告显示，7 月的数字环比增长 0.7%，消费者针对汽油、汽车、服装和电子产品的消费均明显增长，核心零售额超出市场预期。整体而言，这份报告对市场是有利的。

美国商务部指出，7 月经季调的零售额环比增 0.5%，若不计波动较大的汽车销售，7 月的核心零售额环比增 0.5%。据汤森路透集团的调查，经济学家平均预期 7 月的整体零售额攀升 0.7%，核心零售额增长 0.3%。汽车销售的月度间波动很大，有时候会影响人们对零售基本趋势的评估。另外的好消息是，6 月和 5 月的零售额都被上调，6 月零售额的环比增幅上调至 0.3%，超过早先公布的 0.1%，而 5 月零售额由环比下跌 0.1% 修正为环比持平。过去三个月中，美国的零售额较上年同期增长 8.2%。

3.9 6 月消费者支出两年来首跌 0.2%，个人收入略增 0.1%为去年 11 月来的最小涨幅

图 35：美国 6 月消费者支出两年来首跌 0.2%，个人收入略增 0.1%为去年 11 月来的最小涨幅



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

美国 6 月个人收入略增 0.1%，消费者支出两年来首跌 0.2%。北京时间 8 月 2 日晚间消息，美国商务部对外发布的数据显示，在今年 6 月美国个人收入经过季节调整后略有增加，增长 0.1%，创去年 11 月以来的最小增幅，但消费者支出下滑 0.2%，为过去近两年以来首次下滑。

数据显示，在经过通胀因素调整后，6 月个人消费下滑幅度不足 1%。个人储蓄率创出 2011 年以来的最高值，达到居民可支配收入的 5.4%，而在今年 5 月该指标为 5.0%。与此同时，在今年 6 月，个人消费支出价格指数（PCE）下滑 0.2%，核心 PCE 增长 0.1%。早前 MarketWatch 曾对市场经济学家进行了调查，按照他们的测算，预计 6 月个人收入和消费者支出都将增长 0.1%，核心 PCE 指数增长 0.2%。此外，美国政府对 5 月的消费者支出数据进行修正后，该值增长 0.1%。

3.10 美国保持了近一个世纪的主权债务最高信用级别 AAA 首次被标普下调至 AA+，且评级展望为负面，影响深远

国际信用评级机构标准普尔在美国时间周五晚（8 月 5 日。北京时间周六——8 月 6 日上午）突然宣布下调了美国主权信用评级，从最高级的“AAA”下调一级至“AA+”。而且评级展望定为“负面”，是未来有可能继续降级的警告。标准普尔公司还警告，可能会在未来 2 年内进一步调低美国的评级。美国保持了近一个世纪的主权债务最高信用级别首次被改写，影响深远。原因：标普称降级主要因为担忧美国不断增长的债务负担及其中的政治风险。这是继中国评级机构大公国际下调美国评级之后第二家评级机构宣布下调美国主权信用评级。

而且，标普在有关报告中将美国主权信用评级置于负面观察名单，并称未来两年内仍有可能继续调降。今年四月，标普已经将美国置于负面观察名单。

美国保持了近一个世纪的主权债务最高信用级别首次被改写，影响深远，我们应该及早应对。其实，美国主权债务最高信用 AAA 级别早就该下调，不调不足以平世疑。

美国主权信用评级，由 AAA 调降到 AA+，展望负面将再次引发世界对美债危机的担忧，增加全球市场不确定性，已导致全球金融动荡。

美国主权信用评级下调，美元可能走软有助美国出口，缓释其债务，从而拉动其经济，但非常有限。

短中期美国经济及美元不致崩溃，但是疲软、大幅度放缓的复苏，今后几年可能持续的低位盘整、调整。

全球经济可能进入“疲软复苏+高物价”时期，我们应早提防应对。

详见我们前期的相关报告。

4. 背景四：美国国债上限最终上提、但同时要求大幅减少赤字，财政政策刺激经济几乎成为不可能完成的任务，缓解经济放缓或刺激经济的重要任务再次呼唤美联储承担

美债上限提高，利弊参半。8月2日，奥巴马签署了提高美国债务上限和削减赤字法案，撕扯半年多的美债之争终于暂告一段落。但随之而来的不景气经济数据让尚未巩固的良好预期再度受挫。作为全球第一大经济体，美国的经济前景也影响着全球资本市场。

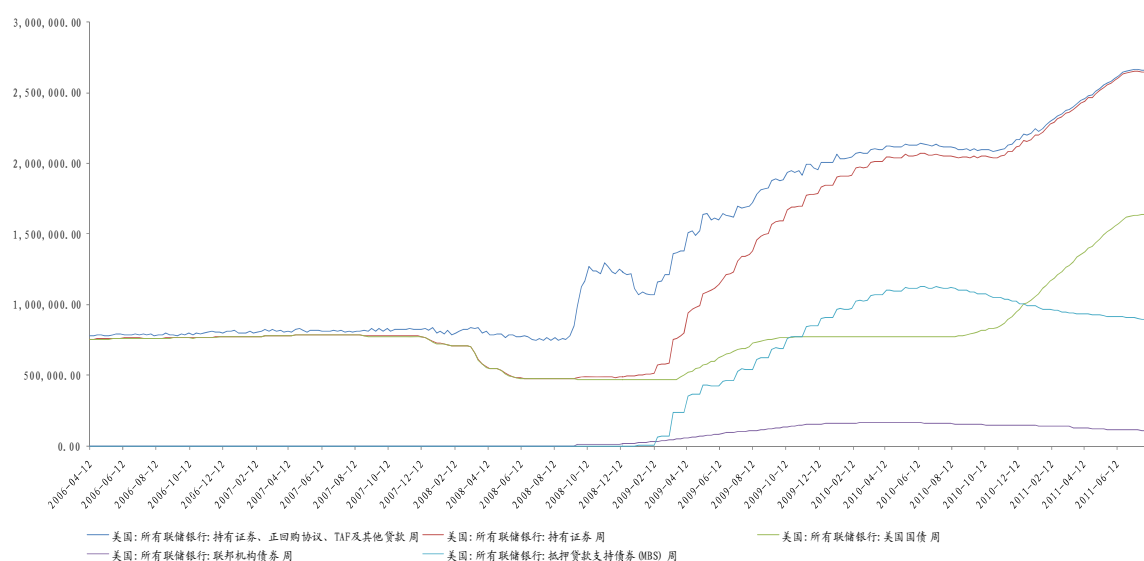
作为世界经济体中的超级巨无霸，美国的一举一动都能引起全球经济的极大关注。本次奥巴马政府通过了提高政府债务上限 2.1 万亿美元至 2013 年，同时在未来 10 年削减政府赤字约 2.5 万亿美元的议案，顺应了市场预期；但美国商务部同一天公布的经济数据并不给力，美国个人消费开支近两年来首跌，个人收入出现自去年 11 月以来的最小涨幅。一喜一悲两叠加，悲观情绪占上风。

未来 10 年内赤字缩减的规模将达到 2.1 万亿美元或者 2.4-2.5 万亿美元，其对实体经济的影响将达到平均每年 3540 亿美元或 4050 亿美元。所以，用财政政策刺激经济几乎成为不可能完成的任务。

缓解经济放缓或刺激经济的重要任务，似乎再次呼唤美联储历史地承担要责。尽管已经实施的 QE1、QE2，美国内外非议颇多。但是，历史不可以回复，不能假如。客观地说来，QE1、QE2 在挽救美国金融、经济危机中还是起到了很大的历史作用。两权相衡取其轻，尽管 QE1、QE2 有很多副作用。

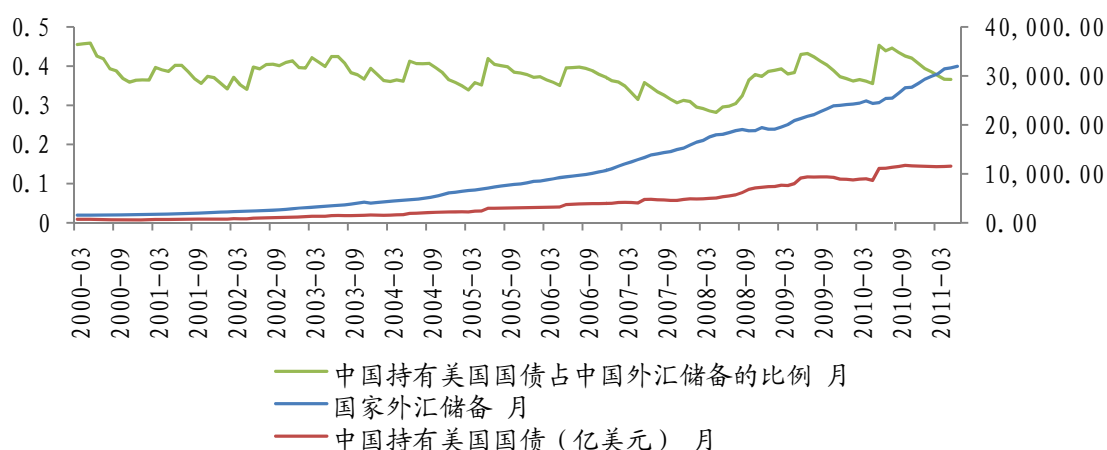
5. 变相的 QE3 现在进行时

图 36：2011 年 8 月 10 日，美联储总资产约 2.82 万亿美元，其中持有约 1.64 万亿美元国债，为美国国债的第一持有人



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 37：到 2011 年 5 月底，中国持有美国国债约 1.16 万亿美元国债，为美国国债的第二大持有人



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

本轮美国债务上限谈判危机略为缓解、美债上限提高后，将会在一定程度上缓解国际市场的避险情绪，从而令美元修复近期的回落，但是持续性的反弹暂时还不会展开。因投资者面对的是美国保持了近一个世纪的主权债务最高信用评级 AAA 首次被标普下调至 AA+，且评级展望为负面，美国可能面临评级进一步下调的危险，而且全球经济，许多发达经济体，中国在内的许多新兴经济体的经济也呈现下滑态势。

我们认为，两权相衡取其轻：不提高债务上限、美国债务违约危害非常大；我们在前面的报告中已经分析。

但是，提高债务上限也有缺陷。

提高债务上限——财政部可以继续发行国债维持政府的运转。

但是，关键是国债一级市场要有人认购，而且二级市场要足够的活跃。目前 70%-80% 左右国债的新增量是“美联储”在二级市场公开市场操作中买卖的——QE1、QE2 已实施。到 2011 年 8

月 10 日, 美联储总资产约 2.82 万亿美元, 其中持有约 1.64 万亿美元的国债。

谁来二级市场买卖美国国债, 因为从中长期看, 美元有贬值的预期, 这样, 二级市场新增加国债的增量可能主要将由“美联储”来承担, 美联储将来自于所持债券的本金付款进行再投资——变相的 QE3 就在 2011 年 6 月 30 日 QE2 结束后开始了。而且随着全球、欧美经济的走软, 不排除会有正式版的 QE3 的出现。这样, 美元指数总体可能仍然呈现弱势震荡的态势(我们维持我们在去年年底报告中的主要观点), 进而引发资产市场泡沫、大宗商品价格上涨, 新兴市场包括中国的通货膨胀形势仍不容乐观厉害。

变相的 QE3 现在进行时的印证的一个证据是: 北京时间 8 月 10 日凌晨美联储政策声明全文再次表明——FOMC 将维持现有的一项政策, 即将来自于所持债券的本金付款进行再投资; 而且 FOMC 将定期回顾所持债券资产的规模及其构成, 并做好在合适的时间作出调整的准备。

而且, 我们认为, 如果全球、欧美经济进一步走软, 正式版的 QE3 应该也为期不远, 具体我们在后面的报告中进行分析。

6. 下周 (20110815-20110819) 待发布的各国重要经济指标

8 月 15 日 星期一

意大利 市场休市

06:30 新西兰 7 月份服务业表现指数 前值 54.7

07:50 日本 二季度 GDP 前值-0.9%/季, -3.5%/年; 市场影响★

09:30 澳大利亚 7 月份新车销售 前值 1.3%/月, -11.5%/年

13:00 新加坡 6 月份零售销售

14:00 德国 7 月份批发物价指数

15:15 瑞士 7 月份生产者/进口物价指数 前值-0.5%/月, -0.4%/年; 市场影响★

20:30 美国 8 月份纽约联储制造业指数 前值-3.76

21:00 美国 6 月份长期资本净流入 前值 236 亿美元; 市场影响★★★

21:00 美国 6 月份国际资本净流入 前值-675 亿美元

21:00 美国 6 月份外资净买入美国公债 前值 379.5 亿美元

22:00 美国 8 月份 NAHB 房屋市场指数 前值 15.0

8 月 16 日 星期二

01:25 美国 美联储 Lockhart 讲话

09:30 澳大利亚 联储公布 8 月份货币政策会议记录; 市场影响★

10:00 中国 6 月份谘商会领先指标; 市场影响★

10:00 中国 6 月份谘商会同步指标

12:00 日本 7 月份东京地区公寓销售

14:00 德国 二季度 GDP 前值 1.5%/季; 市场影响★

16:30 英国 6 月份 DCLG 房价指数 前值-1.6%/年

16:30 英国 7 月份零售物价指数 前值 0.0%/月, 5.0%/年

16:30 英国 7 月份核心零售物价指数 前值 5.0%/年

16:30 英国 7 月份消费者物价指数 前值-0.1%/月, 4.2%/年; 市场影响★

16:30 英国 7 月份核心消费者物价指数 前值 2.8%/年

17:00 欧元区 6 月份贸易收支 前值-6 亿欧元; 市场影响★

17:00 欧元区 二季度 GDP 前值 0.8%/季, 2.5%/年; 市场影响★

19:45 美国 8 月 12 日当周 ICSC-高盛连锁店销售

20:30 加拿大 6 月份制造业库存; 市场影响★
 20:30 加拿大 6 月份装船 前值-0.8%/月
 20:30 加拿大 6 月份库存装船比
 20:30 加拿大 6 月份制造业订单
 20:30 加拿大 6 月份制造业未完成订单
 20:30 美国 7 月份进口物价指数 前值-0.5%/月
 20:30 美国 7 月份出口物价指数
 20:30 美国 7 月份新屋开工 前值 62.9 万; 市场影响★
 20:30 美国 7 月份新屋开工 前值-3.3%/月
 20:30 美国 7 月份营建许可 前值 62.4 万; 市场影响★
 20:30 美国 7 月份营建许可 前值 2.5%/月
 20:55 美国 8 月 12 日当周红皮书零售销售
 21:15 美国 7 月份工业生产 前值 0.2%; 谘客预测 0.4%; 市场影响★★
 21:15 美国 7 月份设备利用率 前值 76.7

8 月 17 日星期三

04:30 美国 8 月 12 日当周 API 原油库存
 06:45 新西兰 二季度生产者物价指数
 08:30 澳大利亚 6 月份领先指标 前值-0.1%/月; 市场影响★
 09:00 澳大利亚 7 月份 DEEW 熟练职位空缺 前值 0.0%/月
 09:30 澳大利亚 二季度工资成本指数
 16:00 欧元区 6 月份经常帐 前值-183 亿欧元
 16:30 英国 央行公布 8 月 4 日会议记录; 市场影响★
 16:30 英国 7 月份失业率 前值 4.7%; 市场影响★
 16:30 英国 7 月份失业申请人数变化 前值 2.45 万
 16:45 欧元区 7 月份消费者物价指数 前值 0.0%/月; 市场影响★
 16:45 欧元区 7 月份核心消费者物价指数 前值 1.6%/年
 17:00 意大利 7 月份经常帐 前值-50.94 亿欧元
 19:00 美国 8 月 12 日当周 MBA 抵押贷款申请
 20:30 加拿大 6 月份国际有价证券交易
 20:30 美国 7 月份生产者物价指数 前值-0.4%/月, 7.0%/年; 市场影响★
 20:30 美国 7 月份核心生产者物价指数 前值 0.3%/月
 22:30 美国 8 月 13 日当周 EIA 原油库存

8 月 18 日星期四

07:50 日本 7 月份贸易收支 前值 707 亿日元; 市场影响★
 07:50 日本 8 月 12 日当周国际有价证券交易
 09:30 澳大利亚 5 月份平均周薪
 13:00 日本 6 月份领先指标 前值 103.2
 13:00 日本 6 月份同步指标 前值 108.6
 12:00 美国 美联储 Dudley 讲话
 16:30 英国 7 月份 CML 抵押贷款
 16:30 英国 7 月份零售销售 前值 0.8%/月, 0.2%/年; 市场影响★
 16:30 英国 7 月份核心零售销售 前值 0.7%/月, 0.4%/年
 17:00 欧元区 6 月份营建支出 前值-1.1%/月, -1.9%/年; 市场影响★
 20:30 加拿大 6 月份批发库存
 20:30 加拿大 6 月份批发销售 前值 1.9%/月; 市场影响★

20:30 加拿大 7 月份领先指标 前值 0.2%/月
20:30 美国 7 月份消费者物价指数 前值-0.2%/月, 3.6%/年; 市场影响★★
20:30 美国 7 月份核心消费者物价指数 前值 0.3%/月, 1.6%/年
20:30 美国 8 月 12 日当周初请失业救济金人数; 市场影响★
22:00 美国 7 月份领先指标 前值 0.3%; 市场影响★
22:00 美国 7 月份成屋销售 前值 477 万; 市场影响★
22:00 美国 7 月份成屋销售 前值-0.8%/月
22:00 美国 8 月份费城联储制造业指数 前值 3.2
22:30 美国 8 月 13 日当周 EIA 天然气库存

8 月 19 日星期五

04:30 美国 8 月 17 日当周外国央行持有美国国债变化; 市场影响★
06:45 新西兰 7 月份访问者到达 前值-5.1%
09:35 中国 8 月份商业景气调查
11:00 新西兰 7 月份信用卡支出 前值 0.4%/月, 4.5%/年
12:00 美国 美联储 Dudley 讲话
12:30 日本 6 月份所有产业指数 前值 2.0%
14:00 德国 7 月份生产者物价指数 前值 0.1%/月, 5.6%/年; 市场影响★
16:30 英国 7 月份公共部门净借贷 前值 120 亿英镑
16:30 英国 7 月份政府部门收支短差 前值 210 亿英镑
19:00 加拿大 7 月份消费者物价指数 前值-0.7%/月, 3.1%/年; 市场影响★
19:00 加拿大 7 月份核心消费者物价指数 前值-0.6%/月, 1.3%/年
01:45 美国 美联储 Pinalto 讲话

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投

资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>