

宏观研究员

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

参与人: 刘莉华

010-63222951

liulihua@cjis.cn

相关报告

《美联储承诺 2 年低利率 油价下跌有利经济》2011-8-10

《标普下调美债评级 7 月非农好于预期》2011-8-7

《奇差数据或打破政治僵局 滞胀背景联储难出 QE3》2011-7-31

《半年报告-欧债危机反复 美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 希腊担忧再起一美元反转》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

宏观经济专题报告

债务危机无碍经济 QE3 可能性不大

分析要点:

■ 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

➢ 欧洲经济增长的主动力在于私人部门，政府紧缩不会导致经济衰退，油价的下跌将刺激消费。我们维持 2011 年欧元区经济增长 2% 的判断

■ 美国经济并不存在二次探底风险，目前市场的恐慌情绪是短期的，将随着联储刺激政策和经济数据的好转而平息。同时，联储刺激政策的价码虽然起到了稳定市场信息作用，但也增加了中期的通胀风险

➢ 评级下调并未导致美国国债、两房债券及市政债收益率大幅上升和全球金融产品定价混乱。更重要的是，和 08 年次贷危机时相比，信贷紧缩并未出现

➢ 这次危机中，汽油价格下跌 8%，将刺激消费。7 月份的零售数据超预期已经反映油价下滑的拉动作用，预计 8 月份将进一步改善

➢ 房地产下半年发力。2 季度住宅投资环比已经转正。新房的去库存进行的非常彻底，新房开工和预售环比上升都预示下半年房地产投资将继续回暖

■ 无论从现在的通胀背景还是从 QE2 的执行效果来看，QE3 的可能性都非常小

➢ 首先核心通胀压力不减。虽然原油价格大幅回落，但对核心 CPI 的主导因素-房租影响不大

➢ QE2 执行效果不佳，QE3 难推出。经过对比 QE1 和 QE2 可以发现，QE2 最大的作用是推升资产价格，对实体经济影响微乎其微，而且通胀的负面作用不容忽视

➢ 除非美联储看到接下来公布的经济数据显著恶化，联储才会考虑推出 QE3。如果贸然出 QE3，商品价格将再度反弹，届时美国乃至全球经济将难逃滞胀厄运

目录

一、 欧债危机演进历程及展望.....	3
1.1 欧债危机的背景及演进进程.....	3
1.1.1 希腊危机的第一次爆发与结束.....	3
1.1.2 德国强硬态度引发欧债危机反复爆发	4
1.1.3 政府将力保金融稳定 欧洲经济不会二次衰退	7
二、 债务危机无碍美国经济.....	9
2.1 评级下调并未引发收益率上行.....	10
2.2 油价大跌将带动下半年消费 1%.....	11
2.3 房地产现企稳迹象.....	14
三、 通胀压力下美联储难出 QE3.....	15

一、欧债危机演进历程及展望

1.1 欧债危机的背景及演进进程

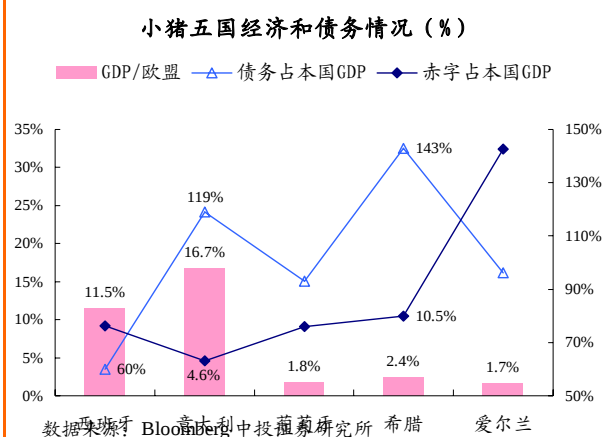
1.1.1 希腊危机的第一次爆发与结束

2008 年的金融海啸让欧洲各国一方面为了因对金融危机而出台巨额经济刺激，另一方面又因为经济衰退导致税收收缩水和失业保险等既有的“内在稳定器”支出攀升，2009 年欧元区各国赤字较 2008 年大幅上升(图 1)，从而为 2010 年的欧债危机埋下伏笔。其中希腊、葡萄牙、西班牙、爱尔兰以及意大利（市场称为“小猪五国”）是问题较严重的（图 2）。

图 1：经济衰退与刺激政策导致赤字增加

	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利
09年赤字占GDP比较08年变化	-5.8	-6.5	-7	-7.1	-2.7
收入	-2.2	-1.6	-0.6	-2.3	0.4
税收	-0.8	-2.3	-2.3	-2.4	0
社保	-0.6	0.8	0.7	0.3	0.3
出售	-0.1	-0.1	0.6	-0.1	0.1
经常性收入	0	0	0.2	0.2	0
资本收入	-0.7	0	0.2	-0.3	0.1
支出	-3.6	-4.9	-6.4	-4.8	-3.1
中间消费	-0.7	-0.4	-0.2	-0.3	-0.6
雇员补偿	-0.9	-0.8	-0.9	-1	-0.5
利息	-0.4	0.1	-0.7	-0.2	0.5
补贴	0	-0.2	0	0	0
社会福利	-1.8	-2.3	-3.8	-2.5	-1.7
经常性支出	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
资本转移	0	0.1	-1.5	0	-0.4
资本投资	-0.1	-1.3	0.7	-0.5	-0.2

图 2：无救援贷款支持的西班牙意大利仍在被攻击

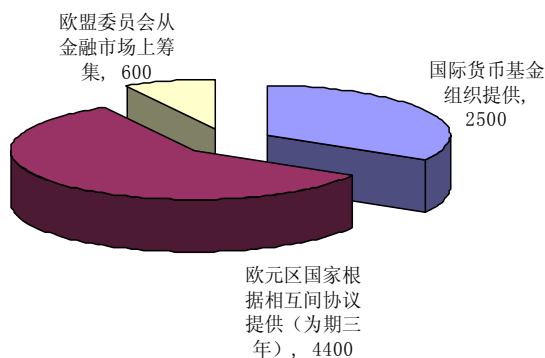


2009 年 9 月，三大评级机构相继下调希腊主权信用评级，引爆希腊债务危机，为欧债危机拉开序幕。2010 年 2 月，欧洲其它国家也开始陷入危机，包括比利时这些外界认为较稳健的国家，及欧元区内经济实力较强的西班牙，都预报未来三年预算赤字居高不下，整个欧盟都受到债务危机困扰。随后欧元大幅下跌，股市暴挫，整个欧元区正面对成立十一年以来最严峻的考验，市场甚至开始预测欧元的崩溃和全球经济将再陷衰退深渊。为了保住欧元，防止金融危机死灰复燃，2010 年 5 月 10 日欧盟与 IMF 达成了 7500 亿欧元的稳定计划¹，而欧洲央行一反常态，开启了在二级市场上购买危机国家债券的行动（收购希腊债券的同时，回购等量的现金，有别于定量宽松）。

图 3：欧盟 7500 亿救援机制出资比例

¹这套史上最庞大的救助机制由三部分资金组成，其中 4400 亿欧元将由欧元区国家根据相互间协议提供，为期三年，这 4400 亿欧元救助款项被命名为欧洲金融稳定基金（EFSF），600 亿欧元将以欧盟《里斯本条约》相关条款为基础，由欧盟委员会从金融市场上筹集，此外国际货币基金组织将提供 2500 亿欧元

欧盟出台总额7500亿欧元的救助机制



“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。强力的政策出台后稳定了市场信心仅1周的时间后，市场又开始担忧危机机会向其他国家蔓延，从而令7500亿欧元的救援捉襟见肘（图5）；同时也担忧各国承诺的赤字消减计划会令欧洲经济重陷衰退。在这长达2个月的消化期间，希腊违约风险都创了历史新高。可见，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，有抄底的投资者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。

图4：希腊危机到爱尔兰危机的演变

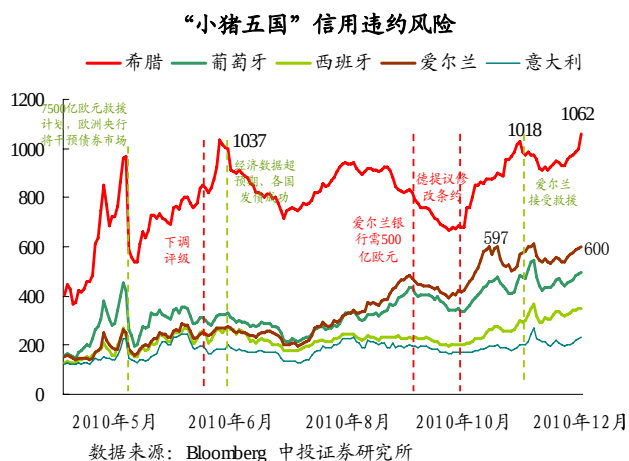
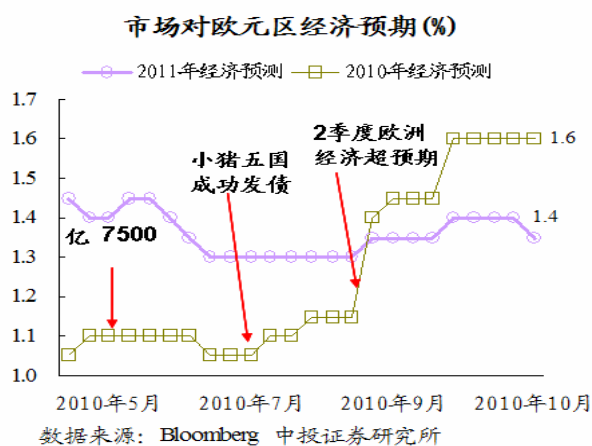


图5：去年市场也曾陷入经济二次探底无谓担忧



1.1.2 德国强硬态度引发欧债危机反复爆发

随着市场信心的恢复，政府开始“好了伤疤忘了痛”，从而导致了爱尔兰、葡萄牙危机以及今年希腊危机的复燃。虽然说欧债危机持续爆发的根本原因是救援政策只是借新帐还旧账，但若不是德国政府态度时而反复，危机也不会如此频繁的复发。

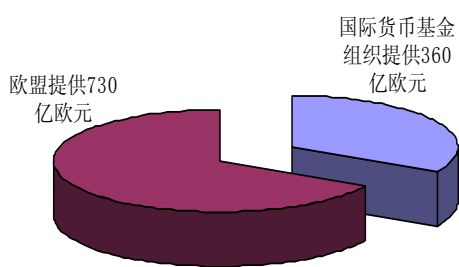
2010年6月份欧债经济数据超预期和西班牙等国成功发债以来，欧债危机本已逐渐走出市场关注焦点，但随着10月下旬欧盟布鲁塞尔秋季峰会的临近，

德国应对赤字失控国和投资者的态度日趋强硬，联合法国宣称将谋求修改《里斯本条约》以在未来惩罚违反欧盟财政纪律的国家，并要求投资者也承担救援成本。此提案一出，立马引发二级市场的恐慌²。恐慌情绪迅速从爱尔兰蔓延至希腊、葡萄牙、西班牙等国，逼得德国政府一边敦促爱尔兰接受欧盟救援，一边向二级市场澄清 2013 年后发行的债券持有人才有救助义务，存量债务免责。随后爱尔兰步希腊后尘，接受来自欧盟和国际货币基金组织（IMF）提供的大约 770 亿英镑救助资金，市场恐慌才逐渐平息。

自从 3 月 28 日输掉一场关键的地方选举后，为赢得民意，从 4 月起，德国政府官员开始呼吁希腊债务重组以一劳永逸的解决债务我饿极，并要求希腊采取更大力度的财政紧缩、出售国有资产，同时通过重组债务使债券持有人共同分担损失。德国态度的反复以及欧盟迟迟未能兑现救援贷款中 4400 亿欧元的承诺，让市场再度陷入紧张状态。2011 年 4 月 6 日，葡萄牙终向欧盟委员会提出求助申请。5 月 16 日，为期三年、总规模 780 亿欧元的葡萄牙救助计划通过。5 月 17 日，欧元区集团主席容克表示，某种形式的债务“软重组”是可能的，这是欧盟高官首次明确提到希腊可能进行债务重组，希腊的二次危机正式爆发。

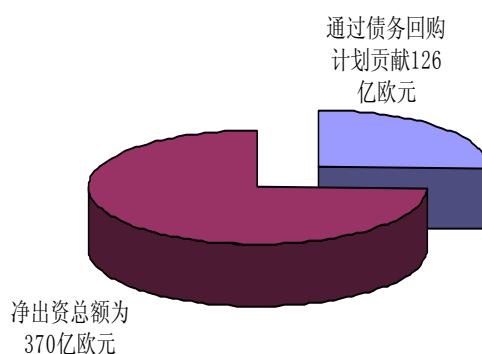
这次危机延续两个月并愈演愈烈，7 月 21 日，欧盟出台希腊第二轮救援方案通过。大体方案如下：欧盟和国际货币基金组织以 3.5% 的利率和 15 年至 30 年的偿还期限再次向希腊提供总额 1090 亿欧元的救助贷款。欧盟鼓励私营部门（如商业银行和保险司等）今后 3 年在资源基础上贡献总额约为 500 亿欧元的资金。允许救援基金欧洲稳定机制在二级市场上购买政府债券。

图 6： 向希腊提供 1090 亿欧元的救助贷款



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 7： 鼓励私营部门在资源基础上贡献 500 亿欧元



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

表 1：欧债危机事件表

²若修改里斯本条约，意味着未来持续不能将赤字降到 3% 以下的国家将被剥夺表决权，甚至被“踢出”欧元区。这对依靠欧盟救援缓过来的希腊等国债券持有人信心打击巨大。另外，要求债券投资人和纳税人一样承担债务危机国家救助成本则直接引起投资者用脚投票

日期	事件
2011 年 8 月 10 日	穆迪、标准普尔和惠誉均重申对法国的信用评级为 AAA，评级展望为稳定。此前市场猜测法国评级可能遭下调
2011 年 8 月 5 日	欧洲央行重拾危机管理者的角色，再次出手购买政府债券以应对债务危机
2011 年 7 月 15 日	意大利众议院批准了规模为 400 亿欧元的紧缩计划
2011 年 7 月 8 日	意大利 5 年国债利差就扩大 30 基点,创下历史纪录之最
2011 年 6 月 29 日	希腊总理帕潘德里欧成功获得议会多数支持票，使总额 780 亿欧元（1122 亿美元）新一轮财政紧缩以及资产拍卖方案得到正式批准
2011 年 6 月 13 日	标准普尔宣布，将希腊的长期评级从“B”下调至“CCC”，并指出以新债换旧债的计划，或令希腊处于选择性违约的境地
2011 年 5 月 21 日	标准普尔评级服务将意大利主权评级前景从“稳定”下调至“负面”，称未来两年意大利主权评级被下调的可能性为三分之一
2011 年 5 月 5 日	葡萄牙财长桑托斯举行新闻发布会，宣布已与 IMF、欧洲央行及欧盟委员会达成救助方案。未来三年葡萄牙将获得 780 亿欧元援助金。葡萄牙需要在 2013 年将财政赤字占 GDP 比例减至 3%
2011 年 4 月 6 日	葡萄牙看守内阁总理苏格拉底宣布，葡萄牙需要向欧盟寻求财政救助
2011 年 3 月 10 日	国际信用评级机构穆迪将西班牙主权评级降至 Aa2，再度引发市场对于欧元区主权债务的担忧
2011 年 2 月 14 日	欧元区财长初步商定永久性救助机制的规模，同意拿出 5000 亿欧元援助未来可能陷入危机的欧元区国家
2011 年 2 月 11 日	欧盟和 IMF 希腊援助项目检查团成员花费两周检查希腊财政改革进展，同意发放 150 亿欧元贷款
2010 年 12 月 23 日	希腊议会通过 2011 财政年度预算案，计划削减 50 亿欧元财政赤字，把财政赤字占 GDP 的比例从 2010 年的 9.4%降至 7.4%，以达到 2010 年 5 月接受援助时设立的指标
2010 年 11 月 28 日	欧盟和 IMF 与爱尔兰达成协议，联合向其提供援助贷款 850 亿欧元，其成为第二个申请援助的欧元区国家
2010 年 11 月 21 日	爱尔兰政府正式请求欧盟和 IMF 提供救助，沦为第二个希腊，欧元区主权债务危机掀起第二波高潮
2010 年 9 月 30 日	爱尔兰宣布，由于救助本国五大银行最高可能耗资 500 亿欧元，预计今年财政赤字会攀升至国内生产总值的 32%，实属史上罕见
2010 年 7 月 13 日	国际信用评级机构穆迪把葡萄牙的信用评级降至 A1
2010 年 7 月 7 日	德国政府出台 4 年期的财政紧缩计划，共拟开源节流 800 亿欧元
2010 年 6 月 16 日	法国政府宣布退休制度改革计划，将退休年龄逐步从 60 岁提高到 62 岁，以减轻财政负担，这在法国国内接连引发强烈抗议
2010 年 5 月 27 日	西班牙议会批准 150 亿欧元财政紧缩计划
2010 年 5 月 25 日	意大利政府出台 250 亿欧元财政紧缩计划
2010 年 5 月 10 日	欧盟 27 国财长决定，联手国际货币基金组织设立一项总额高达 7500 亿欧元的稳定机制，帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，阻止希腊债务危机蔓延
2010 年 5 月 2 日	欧元区成员国财政部长召开特别会议，决定启动希腊救助机制，和国际货币基金组织一道在未来 3 年内为希腊提供总额 1100 亿欧元贷款。希腊同日宣布了大规模财政紧缩计划
2010 年 4 月 27 日	国际评级机构标准普尔把希腊信用评级从 BBB 下调为 BB+。同日，同样存在严重债务问题的葡萄牙也遭降级。西班牙的信用评级第二天也被下调
2009 年 12 月 16 日	标准普尔将希腊的长期主权信用评级由“A-”下调为“BBB+”
2009 年 12 月 8 日	惠誉将希腊信贷评级由 A-下调至 BBB+，前景展望为负面

2009 年 10 月 20 日

希腊政府宣布当年财政赤字占国内生产总值的比例将超过 12%，远高于欧盟允许的 3% 上限。随后，全球三大评级公司相继下调希腊主权信用评级，欧洲主权债务危机率先在希腊爆发

数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

1.1.3 政府将力保金融稳定 欧洲经济不会二次衰退

和去年 5 月份一样，希腊救援计划出炉后，由于欧盟承诺的救援计划迟迟没有给出细节，市场短暂修复后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）。西班牙、意大利债券收益率一度上升至 6.5% 的历史高点，离 7% 的债务危机的分水岭仅一步之遥。为平抑利率，欧洲央行被迫重启 4 月份已经停止的“定向宽松”，在二级市场上购买爱尔兰和葡萄牙债券，并为金融机构提供 6 个月期无限量资金。受欧债央行大举买债券影响，西班牙、意大利债券收益率显著下降。另外，西班牙、意大利以及法国政府为避免危机蔓延自身，纷纷宣布新的紧缩计划又让市场陷入对经济前景的担忧之中。

图 8：救援政策稳住了小猪三国

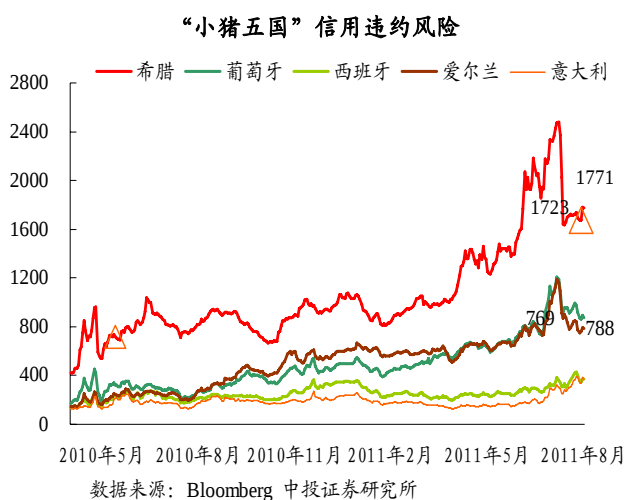
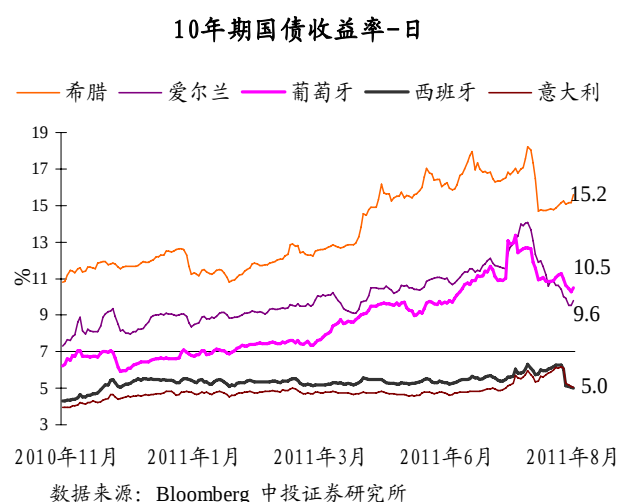


图 9：无救援贷款支持的西班牙意大利仍在被攻击



我们认为，经济前景如何完全取决于金融市场能否稳定。目前的危机已经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（图 10）。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。和去年事态的发展类似，一旦市场情绪恶化到影响银行间信贷地步时，德法将全力救援希腊，保证其在 2013 年前不会大规模违约。因此真正的金融危机并不会发生。而目前，欧洲政府当务之急是落实 7 月 22 日救助希腊的第二轮政策，同时应出台更多政策稳定市场信心：

1. 降低希腊救援中私人部门需要承担的损失，扩大 EFSF 资金。8 月 8 日欧洲央行高层官员称，现有救助基金规模并未考虑意大利一旦出现问题对援助的需求。所以基金规模必须扩大一倍，达至多 1.5 万亿欧元。

2. 发行“欧洲联合主权债券”³。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。

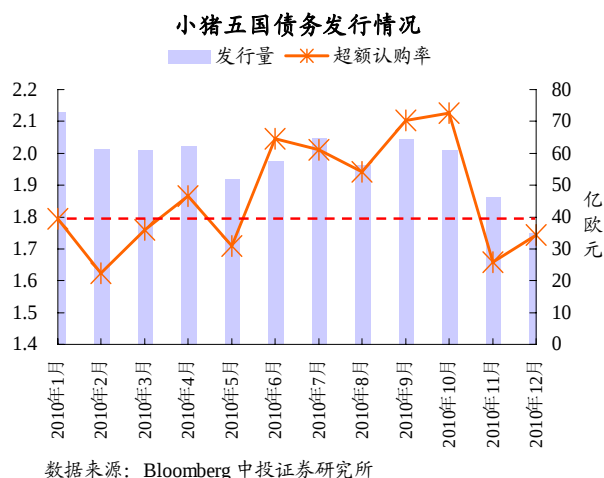
我们预计这波危机会以政府出台新的救援政策帮助市场走出恐慌情绪而结束。和去年一样，市场在恐慌一段时间后，情绪将逐渐稳定，而抄底的投资人将进入欧洲国债拍卖市场，超额认购率将会大幅上升；同时，欧洲经济数据的好转也将进一步提振市场信心，预计到 9 月危机将基本结束。

图 10：危机引发欧银行银行间市场一定惜贷



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 11：静待危机的重要缓解标志：超额认购率上升



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

政府财政紧缩政策不会导致欧洲经济增长衰退。从图 12 可以看出，欧元区经济的主动动力并非来自政府，而是出口、消费以及企业投资等私人部门。而且去年欧洲国家刺激计划就已经到期，并且开始紧缩财政，并没有对经济产生明显影响。从图 15 可以看出，2 季度高企的原油价格对消费产生了非常大的冲击，5 月欧元区零售跌至 2009 年 9 月以来最低水平，6 月随着布伦特原油价格的下跌，消费大幅反弹 0.9%。近期油价的回落将打动 3 季度欧洲消费。另外，欧洲经济增长的主动动力——工业订单趋势依旧向上（图 14），因此我们维持 2011 年欧元区经济增长 2% 的判断（图 12）。

³E-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

图 12: 下半年欧洲经济增长将加快

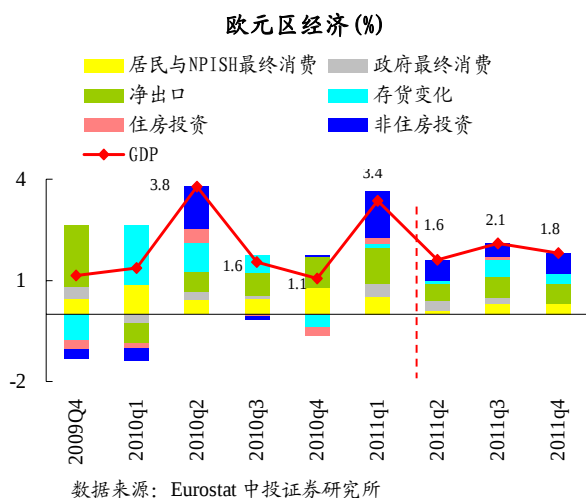


图 13: 市场对欧洲经济增长预测未受危机影响

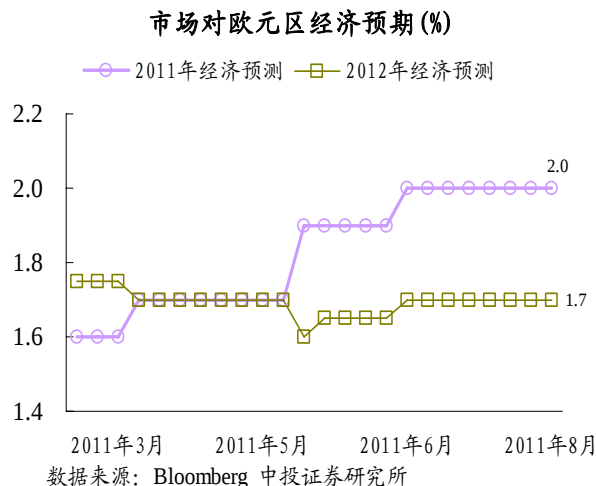


图 14: 工业订单未受影响

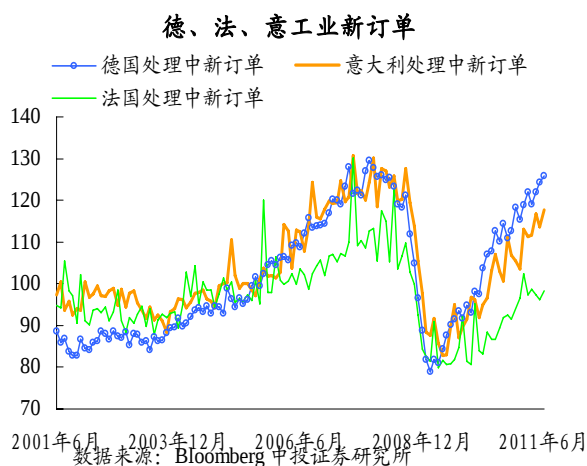
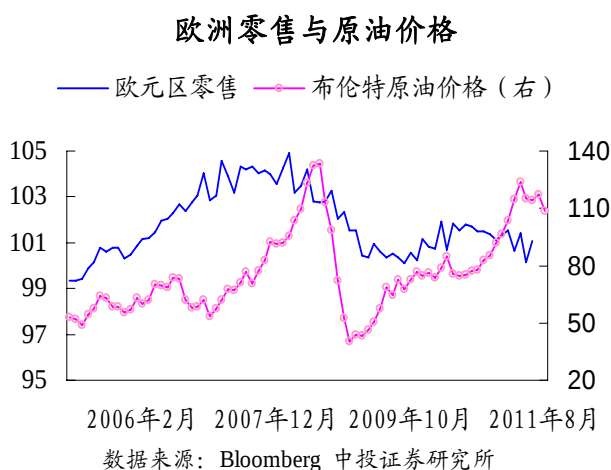


图 15: 欧元区或受油价下跌提振

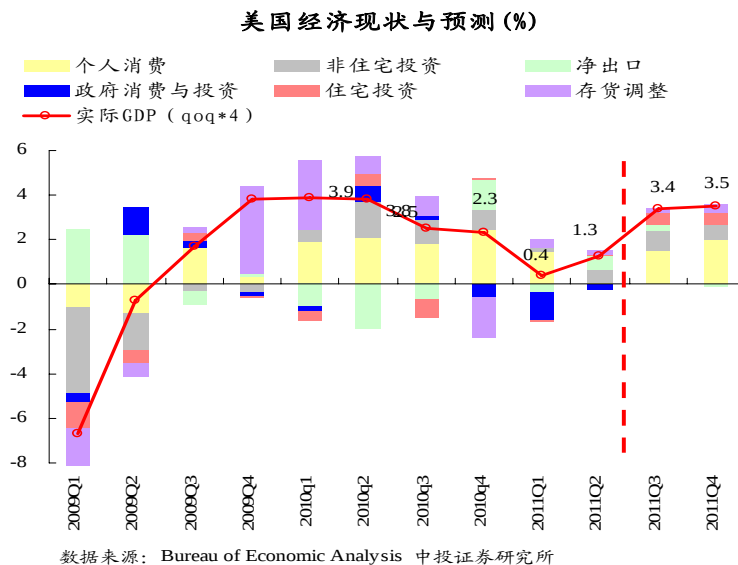


二、债务危机无碍美国经济

8月5日，美国主权信用评级遭降，在世界范围内再掀波澜。市场担心，美债危机、欧债危机的“交互”与“共振”不仅影响全球经济的全面复苏。另外，市场也担忧政府债务危机又波及持有国债的金融机构，市场又会陷入类似于2008年9月份雷曼倒闭时的恐慌情绪，全球市场的融资成本将上升，银行会再度惜贷，全球金融海啸将再度重演，从而导致全球经济二次探底。

我们认为，美国经济并不存在二次探底风险，目前市场的恐慌情绪是短期的，将随着联储刺激政策和经济数据的好转而平息。同时，联储刺激政策的价码虽然起到了稳定市场信息作用，但也增加了中期的通胀风险。

图 16: 预计下半年美国经济将回暖 全年增长 2.1%



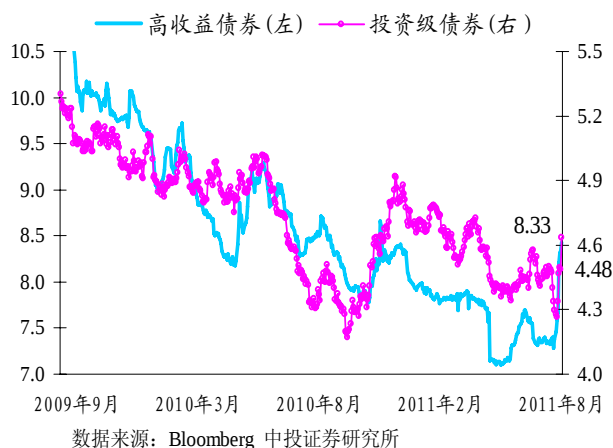
2.1 评级下调并未引发收益率上行

首先，评级下调后美债收益率不涨反跌，信贷紧缩并未出现。周一标普下调了两房及部分市政债评级，虽然引发股市大跌，但两房债券和市政债都因避险情绪而上升（图 19，20）。因此不必担心评级下调对国债相关产品的打击。更重要的是，和 08 年次贷危机时相比，信贷紧缩并未出现。如图 1 所示，虽然企业债收益率有所攀升，但仍是低位（图 17）这样市场最担心的降级或导致融资成本上升从而拖累经济的可能性不大。另外，从 TED spread 来看，银行将市场反应也很平静，恐慌性紧缩远未出现（图 18）。

图 17: 企业债收益率有所攀升

图 18: 股市大跌并未引起银行拆解紧张

美国公司债收益率 (%)



Ted Spread

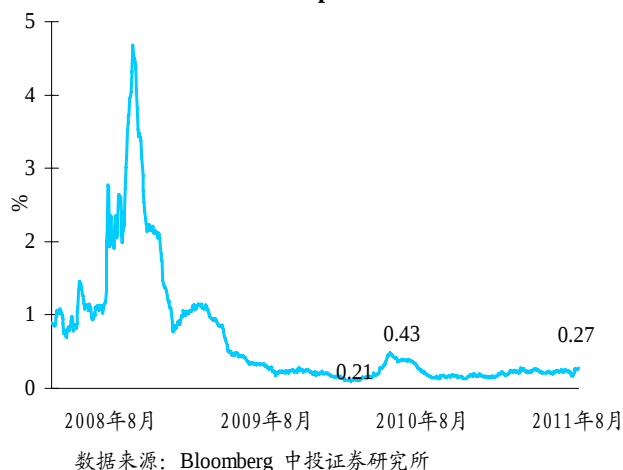


图 19: 评级下调致国债及地方债利率不涨反跌

国债及地方债利率 (%)

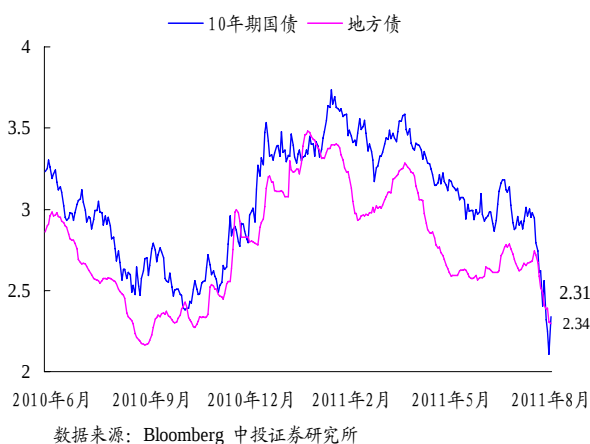
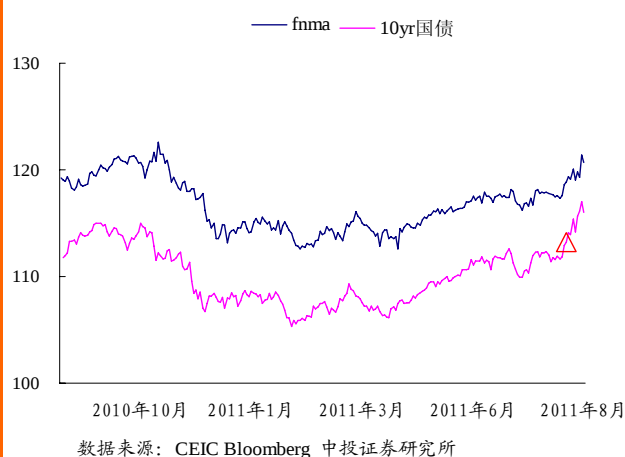


图 20: 房利美债券价格与国债同涨

房利美债券与10年期国债价格



2.2 油价大跌将带动下半年消费 1%

这次危机中, WTI 原油期货价格从 97\$/bbl 跌至 81\$/bbl, 跌幅达 16.5%; 而汽油价格从 5 月份的最高点 3.99\$/加仑下跌 8%至 3.66\$/加仑。从图 5 可以看出, 2011 年 6 月居民消费中有 11%是加油站支出, 汽油价格下跌有利于增加居民可支配收入。更重要的是油价下跌会刺激汽车消费。如图 22 所示, 7 月份随着油价的下跌以及日本供应链的恢复, 汽车销量超预期反弹至 1260 万辆(年化)。从图 22 可以看出, 通常油价虚高的时候, 居民消费中的实际汽车消费和汽油消费都是负增长的。2 季度实际居民消费就是受汽车及汽油消费下滑 1.2%才陷入增长停滞境地。若油价回落至年初水平, 至少拉动消费 1%。

图 21: 汽油价格下跌有助于提升居民消费

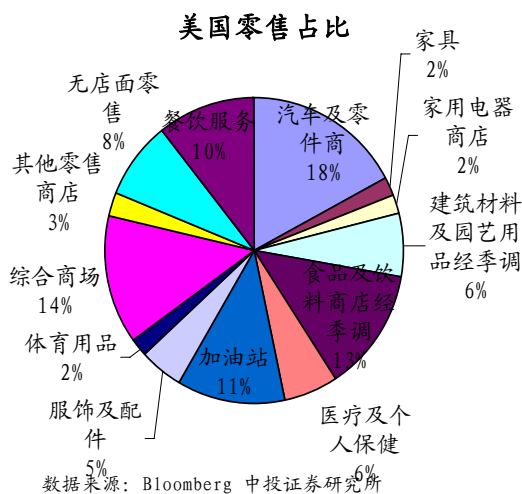


图 22: 汽油价格下跌有利于汽油消费量

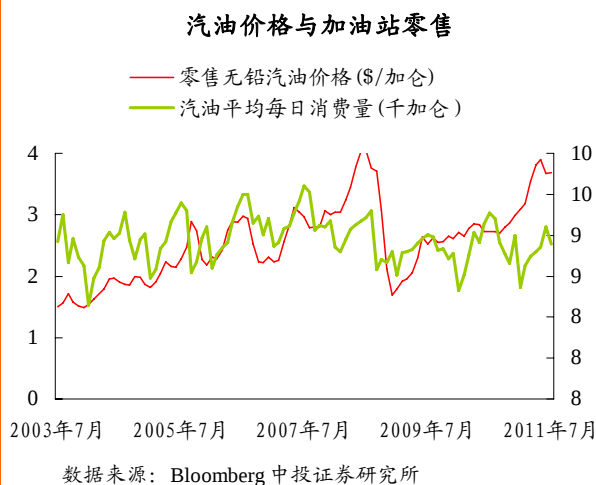


图 23: 汽油价格下跌有利于汽车销量

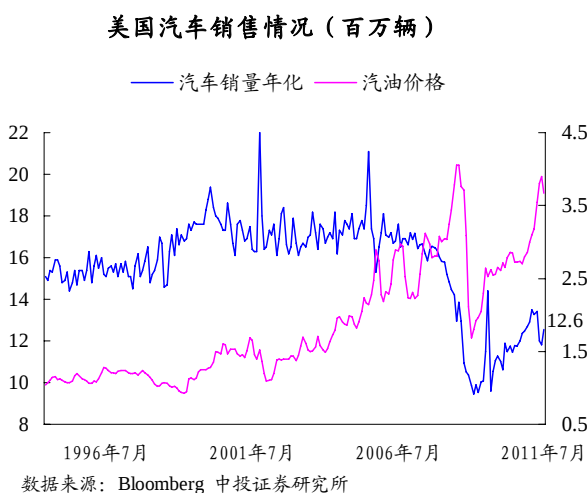
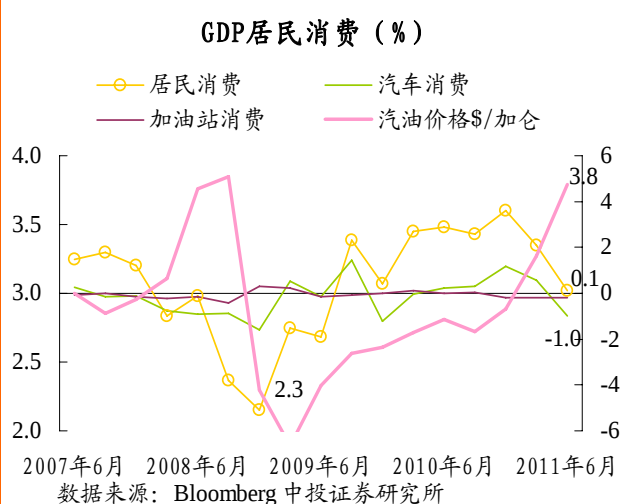


图 24: 汽油价格下跌有利于刺激整体消费



市场目前陷入和去年中期类似的对经济二次探底的无谓担忧之中。去年也是因为债务危机和短期的美国经济数据变差，市场担忧经济二次探底。但随着债务危机的平息，以及美国经济数据的好转，市场对美国经济增速的预测又转而大幅提升。从目前公布的信息数据来看，美国经济数据确实大幅低于预期，但是更加稳定和真实的非农和零售等硬数据却是略好于市场预期的。

图 25: 领先指标受债务危机和股市暴跌拖累，但硬数据并未出现去年中期那种明显低于预期现象

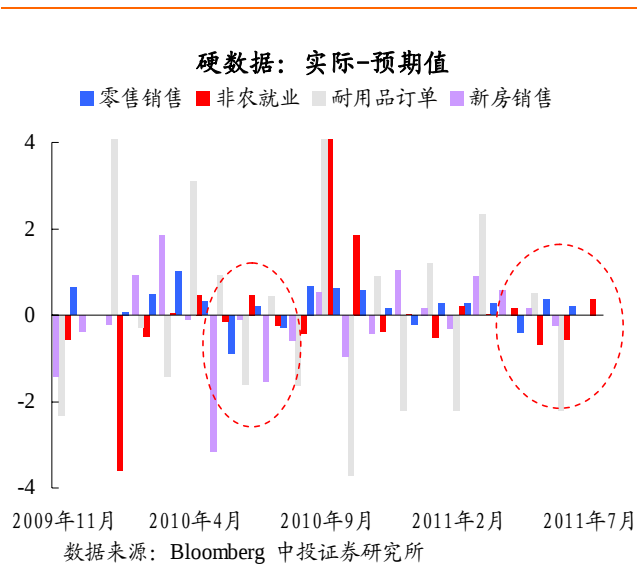


图 26: 7 月非农超预期

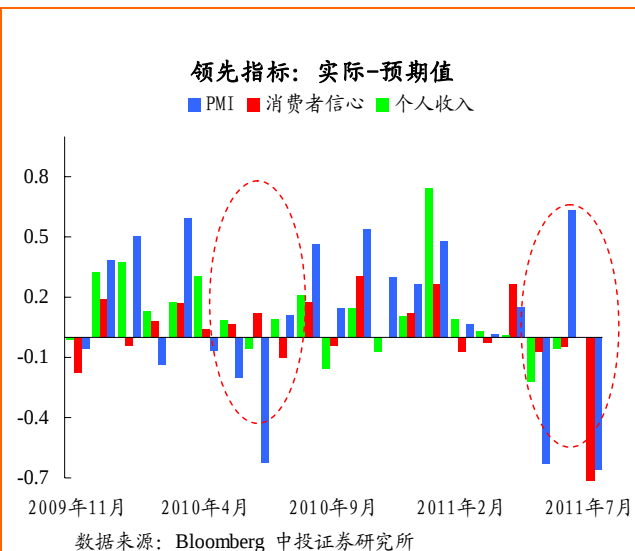
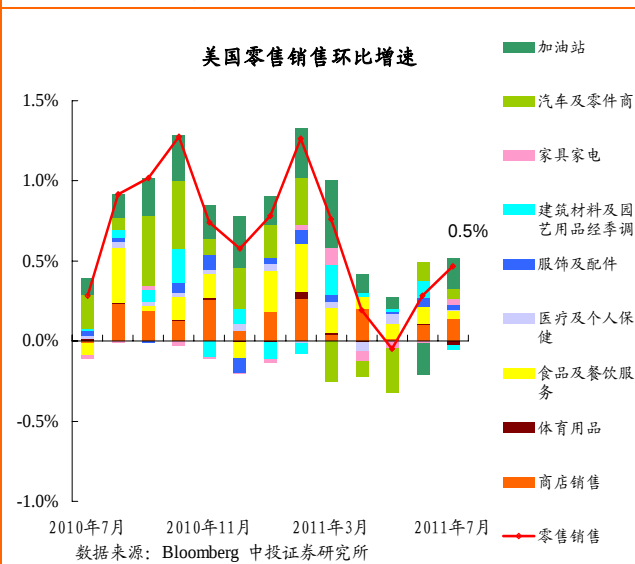
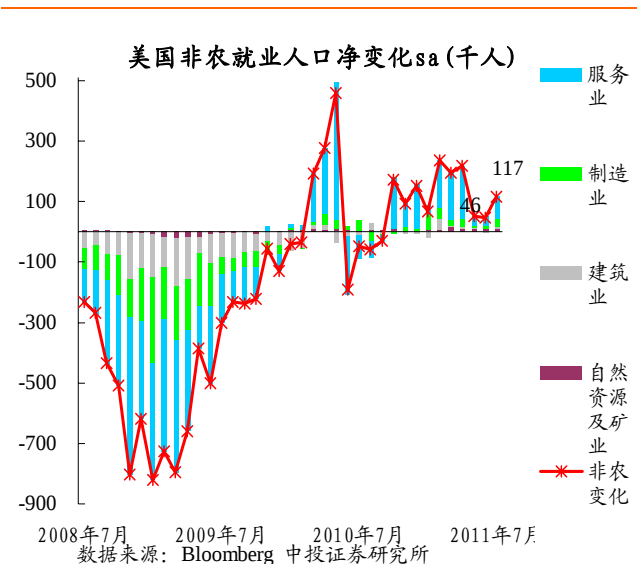


图 27: 7 月零售好于预期



信贷市场的好转则进一步确保居民消费增长。如图 28 所示, 6 月消费信贷余额大幅增长, 而且代表信用卡贷款的循环信贷也实现连续两个月正增长。另外, 从图 29 可以看出, 7 月份工人平均周薪同比增速企稳, 这预示着个人收入中的工资性收入有望回暖。另外, 7-8 月份的股市大跌会影响到未来的居民财产性收入, 但随着股市的回暖, 这个影响也将是短期的。

图 28: 银行消费信贷持续增长

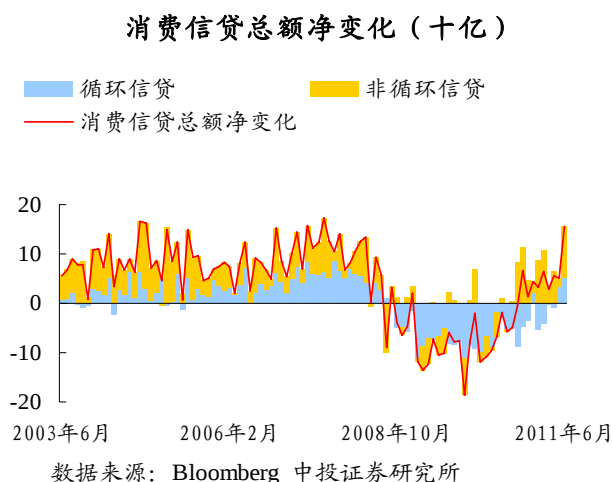


图 29: 工人平均周薪企稳

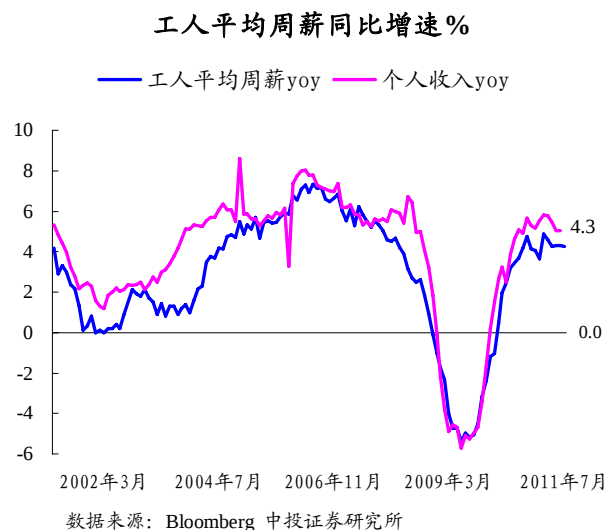


图 30: 3 季度金融资产或下降 6%

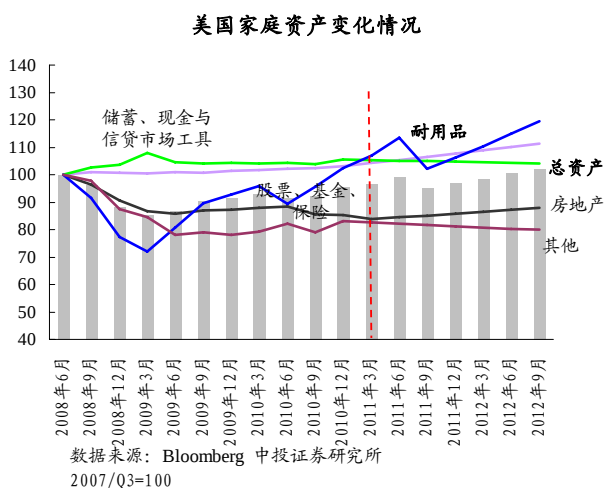
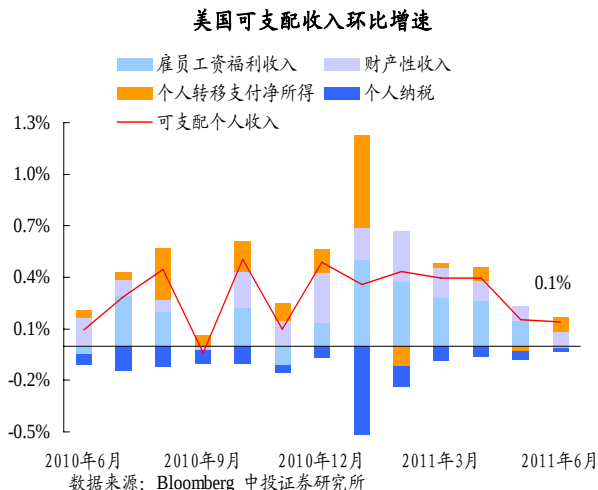


图 31: 或拖累 8 月份个人财产性收入



2.3 房地产现企稳迹象

数据显示 2 季度新房销售走出低谷(图 32)，住宅和商业地产投资回暖(图 33)。2 季度住宅投资环比已经转正，较我们此前预期的提前了一个季度。从图 34, 35 可以看出，新房的可售月数已经回到 6.3 个月，去库存进行的非常彻底，新房开工和预售环比上升都预示下半年房地产投资将继续回暖。

图 32: 房地产销量走稳

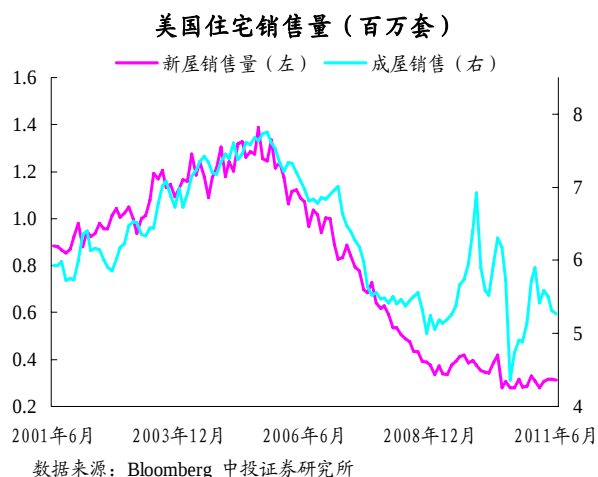


图 33: 建筑业特别是商业地产投资好转

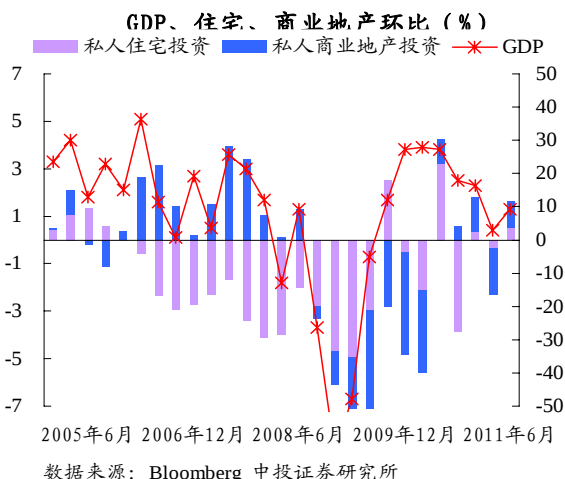


图 34: 新房去库存较成功

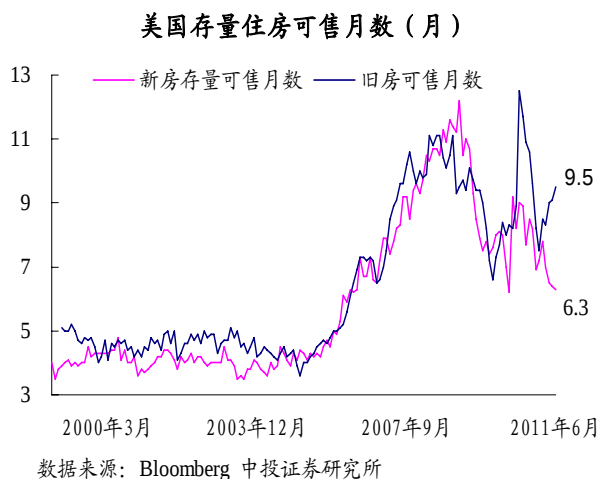
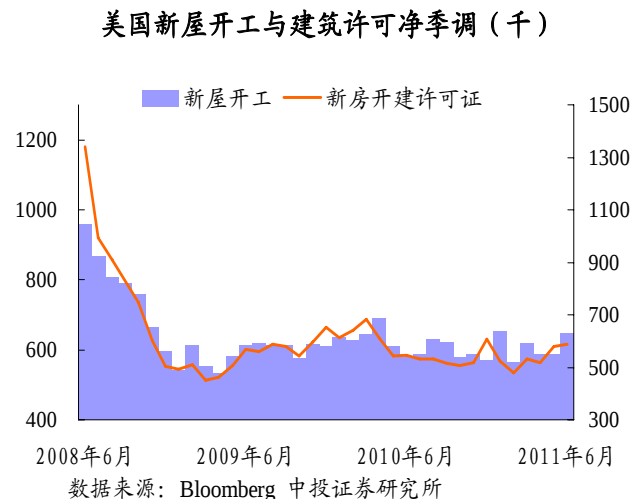


图 35: 新屋开工上升预示下半年投资走强



三、通胀压力下美联储难出 QE3

近期股市的下跌让市场 QE3 的预期甚嚣尘上,我们认为,无论从现在的通胀背景还是从 QE2 的执行效果来看, QE3 的可能性都非常小。

首先核心通胀压力不减。但我们认为,和去年 8 月份最大的不同是,经济已经开始呈现滞胀态势。虽然原油价格大幅回落,但仅对 CPI 有影响,对不包括原油和食品在内的核心 CPI 影响不大。实际上核心 CPI 最主要的上涨动力来源是房租(图 37)。随着经济的回暖,房租价格已经连续上涨 7 个月,而且有越来越快的趋势。

图 36: 通胀压力不容忽视

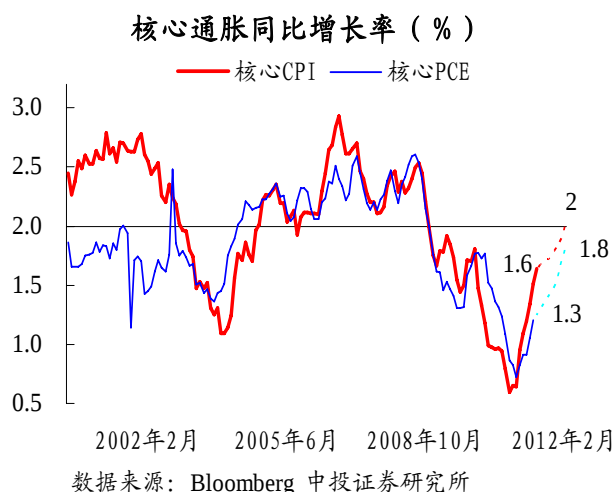
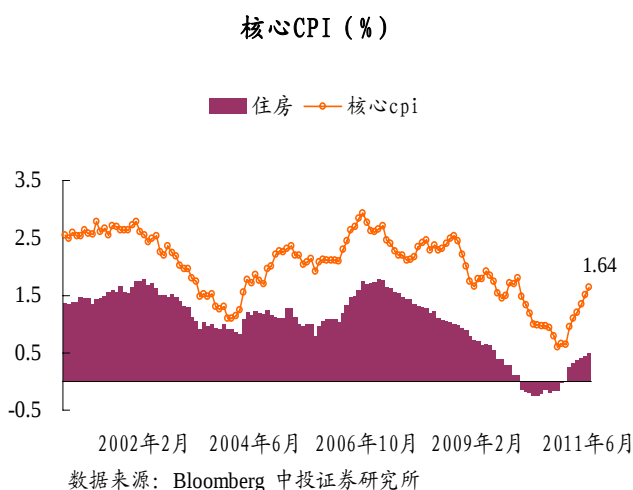


图 37: 房租价格上涨推升核心 CPI



更重要的是，QE2 对经济的刺激效应本来就微乎其微，再出 QE3 对经济有害无益。如图 40 所示，虽然经过一轮大幅降低隔夜拆借利率，美国 10 年期国债收益率特别是按揭贷款利率并没有大幅下行。美联储从 2008 年 11 月开始 QE1 以后，长端收益率才应声而跌。不仅如此，美联储通过直接购买两房发行的 MBS，在 09 年为低迷的按揭贷款市场提供了近 1 万亿美元的资金（图 41）。直接充当了最终借款人。另外，美联储出 QE1 的时候，金融市场正处于季度恐慌、全市场资金冻结的危机时刻，美联储为市场提供各种短期及中长期的流动性，为稳定市场信心起到了极大的作用。公司债收益率也大幅下降，公司债的发行市场也随着信心恢复而回暖，为经济复苏提供了强有力的支撑。

反观 2010 年 11 月 QE2 推出时，市场早已过了恐慌期，市场收益率已经回到了和经济好，收益率就涨；经济不好收益率就跌的正常状态。早在 8 月底联储暗示将推出 QE2 之前，市场利率就因担忧欧债危机和经济放缓而下降。反而是在联储出 QE2 之后，特别是去年 10 月份，美国经济数据开始超预期，市场收益率一路上行。现在来看 QE2 起到的最大的作用就是推升资产价格，对实体经济影响微乎其微，而且通胀的负面作用今年已经显现。

所以我们认为，除非美联储看到接下来公布的经济数据显著恶化，联储才会考虑推出 QE3。如果贸然出 QE3，商品价格将再度反弹，届时美国乃至全球经济将难逃滞涨厄运。

图 38: QE1 大幅压低了按揭贷款利率 QE2 没效果

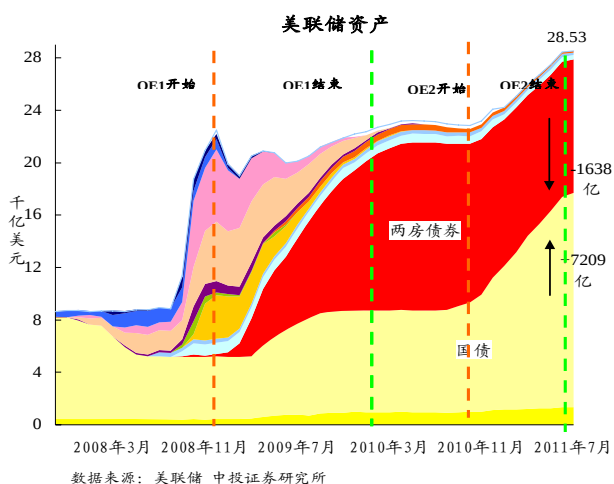


图 39: 09 年美联储为按揭贷款市场充当最终借款人

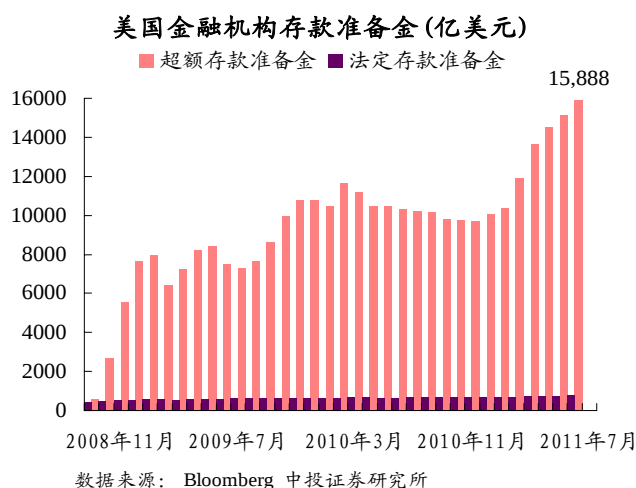


图 40: QE1 大幅压低了利率 QE2 没效果

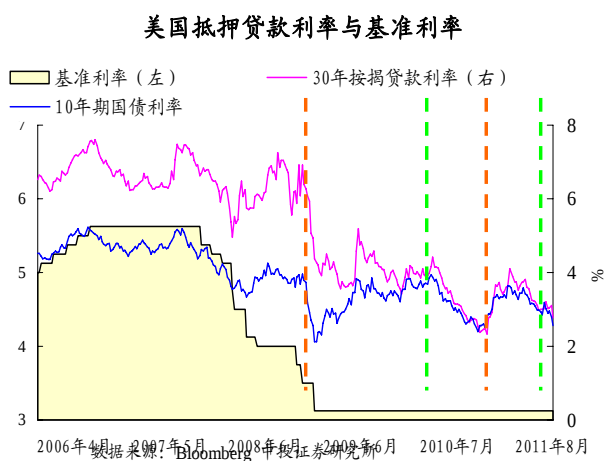


图 41: 09 年美联储为按揭贷款市场充当最终借款人

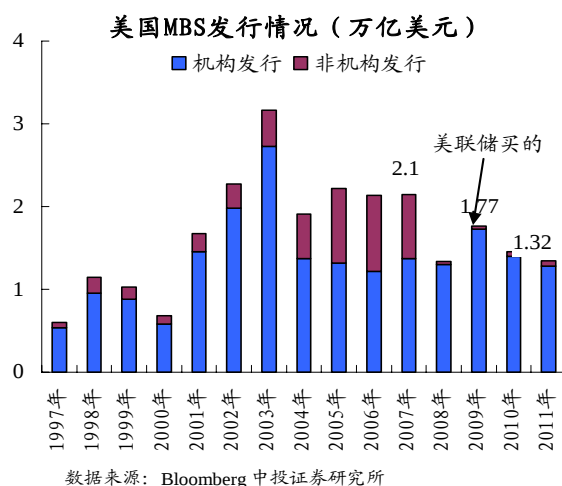


图 42: QE1 压低了企业债利率

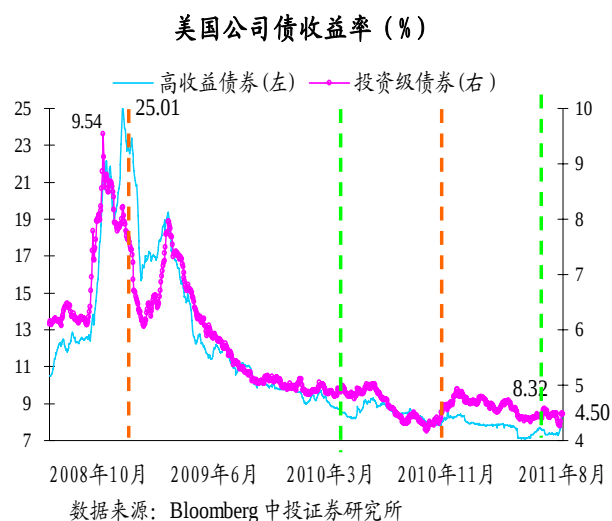


图 43: 帮助企业债市场恢复融资功能

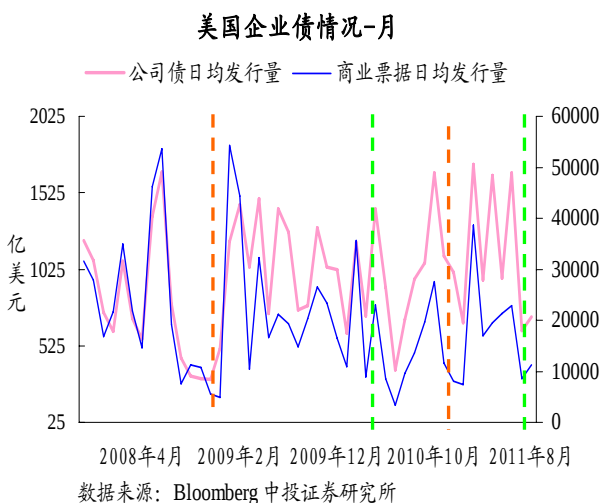


表 2: QE1 与 QE2 对比

	起止时间	内容	政府出资	目的	主要效果
QE1	2009 年 3 月-2010 年 3 月	购买 2-10 年期长期国债以降低融资成本	3000	压低市场利率	充当最终借款人, 极大的压低了市场利率, 稳定了市场信心结束了金融危机。直接为房地产市场提供贷款资金, 企业融资成本降低, 融资功能恢复
	2008 年 11 月-2010 年 3 月	购买两房债券	1.25 万亿	增加按揭贷款发行量, 压低按揭贷款利率	
QE2	2010 年 11 月-2011 年 6 月	购买 2-10 年期长期国债以降低融资成本	6000	压低市场利率	提振股市从而提升居民消费意愿, 推升油价

数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

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。

免责条款

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。未经中投证券事先书面同意, 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

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心
A座19楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦12层北翼15层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434