

利比亚局势促油价回落？

报告要点

■ 利比亚局势促使油价回落？

4 月以来的油价回落反映的是实体经济下滑导致的需求疲弱。这为供给外生冲击造成的油价回落创造了空间。近期，利比亚局势开始出现扭转，反对派已经开始逐渐占据上风并进入首都。由于内战中石油开采、生产和运输的设施都没有受到严重的破坏，因此在利比亚重归统一之后，石油供给可以较快地回升。

利比亚局势的扭转将从两个层面抑制油价。首先是石油供给的增加，弥合供需缺口。其次是剩余产能的增加，对比历史数据剩余产能与原油价格往往呈现负相关的关系。如果利比亚石油产能恢复，那么剩余产能和石油供给都会增加。

■ 联储议息会议尚未提及 QE3

当前联储对于实体经济的判断仍然是大大低于预期，通胀方面联储认为未来几个季度通胀率会有所回落，利率方面维持维持低利率至 2013 年中期的表述。最引人注目的表述是：“9 月份的议息会议将讨论是否推出新刺激政策”，这无疑是一种暗示。

通货膨胀高企是本次联储没有表示推出 QE3 的主要原因。当前，美国通货膨胀一直处于较高的位置，据最新的数据显示，美国 7 月 CPI 依然保持在 3.6 的高位。但是利比亚局势的走向可能会成为一个转折点，一旦反对派控制了利比亚全境，其石油出口将会迅速恢复，油价也将会因为供给的外生冲击而进行一波调整。如此一来通胀率的回落将会为新一轮的量宽留出足够的空间。

股票市场：美：本月美股下跌 11.65%，至 1176.8 点。欧：德国 DAX 指数收于 5537.48 点，本月累计下跌 24.65%；伦敦富时指数收于 5129.92 点，最近一月下跌 13.48%；法国 CAC 指数收于 3087.64 点，月跌幅为 18.48%。

债券市场。美国：2 年期国债收益率本月下跌 49.50%，达 0.2%。欧洲：德国 2 年期国债收益率跌至 0.64%；法国 2 年期国债收益率下跌 38.57%至 0.88%。

板块方面：基本面的不利因素都在对美国股市形成全局性的打压，这也导致了所有板块在本月出现下滑。自然，在经济复苏预期游移之际，周期性板块受到的打压最为严重，防御性行业的表现则相对抗跌。考虑到日本灾后重建对原材料的需求以及中东局势不确定性的积聚，我们认为在原材料和能源板块可以更多地布局，提高相关品种的配置。

相关研究

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴邦栋

(8621) 68751256

wubd@cjsc.com.cn

正文目录

半月汇率-大宗观察：利比亚局势趋稳将使油价回落.....	5
利比亚战事的发展历程.....	5
利比亚最新局势发展.....	5
石油供给面的改善将降低油价.....	6
半月货币政策追踪：伯南克讲话并未提及会否推出 QE3.....	8
当前不是出台新的刺激措施的最佳时机.....	8
QE3 推出或迫在眉睫.....	10
股市、债市追踪.....	14
股市动向综述：继续看好美国股市.....	14
债市动向综述：市场恐慌情绪令国债收益率全线下跌.....	16
图表一览.....	18
实体经济一览.....	18
大类资产相关性.....	18
大宗商品及汇率市场.....	19
股市表现.....	20
货币政策相关.....	21
美德英日四国国债收益率曲线.....	22
下两周经济日程.....	23

图表目录

图 1: 利比亚内战时间轴	5
图 2: 利比亚石油产量	6
图 3: OPEC 剩余产能	7
图 4: 国际原油价格	7
图 5: 美国 CPI 居高不下	9
图 6: 消费者信心表现低迷	9
图 7: 美国 GDP 增速	9
图 8: 利比亚石油产量	10
图 9: OPEC 剩余产能	11
图 10: 机会主义政治经济周期模型所描述的政府行为模式	11
图 11: 外生冲击下原油价格回落对于实体经济的改善	12
图 12: 奥巴马支持率持续下滑	12
图 13: 赤字规模——新旧法案的对比（十亿美元）	13
图 14: 本月区域股市行业指数涨跌幅（%）一览 - 公用事业板块领跌	15
图 15: 本月美国股市资金流向 - 金融类流出较大	15
图 16: 美元指数与人民币汇率	19
图 17: 主要发达国家货币汇率 1 年来走势	19
图 18: 原油价格走势	19
图 19: 标普分类商品指数	19
图 20: 全球各国股市的估值水平（动态 P/E）	20
图 21: 全球各国股市的估值水平（动态 P/B）	20
图 22: 美国 VIX 指数及德国 VDAX 指数本月走势	20
图 23: 美国联邦基金利率及泰勒利差	21
图 24: 美、欧、日利率及利率期望	21
图 25: 美国国债收益率曲线变化	22
图 26: 德国国债收益率曲线变化	22
图 27: 英国国债收益率曲线变化	22
图 28: 日本国债收益率曲线变化	22

表 1: 利比亚炼油停产情况.....	6
表 2: 本次议息会议声明梗概.....	8
表 3: 各市场估值水平及市场表现	14
表 4: 主要国家国债收益率	16
表 5: 全球主要国家最新经济指标概览	18
表 6: 主要大类资产近期相关性	18
表 7: 主要国家议息时间表	21
表 8: 下两周主要关注数据	23

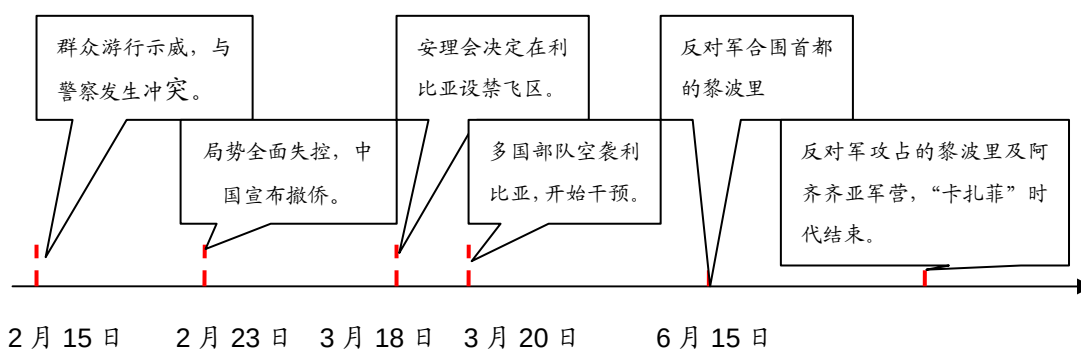
半月汇率-大宗观察：利比亚局势趋稳将使油价回落

伴随利比亚局势在 8 月 22 日出现关键性转折,利比亚反政府武装攻入首都的黎波里,并在经过一天的激烈交战后,顺利占领象征卡扎菲政权的阿齐齐亚兵营, 利比亚局势已逐渐趋稳。而最新消息称,目前利比亚境内的油田、炼油厂和主要出口码头大部分已被反政府武装占领,随着利比亚石油生产的恢复,这势必会改善石油的供给,而这一外生因素将对油价产生冲击。

利比亚战事的发展历程

从 2011 年 2 月 16 日利比亚发生叛乱到 8 月 22 日反对军占领首都的黎波里为止,利比亚内战已经历了 6 个月之久。此次利比亚内战源于今年 2 月 15 日的游行活动,在此次游行活动中利比亚东部班加西市数百民众与警方冲突。利比亚东部城市班加西,数百民众因一位人权运动人士遭逮捕,与当地警方和政府支持者发生冲突。2 月 17 日,利比亚出现严重动荡,爆发大规模示威游行,示威队伍拟定当日为“愤怒日”。2 月 21 日,利比亚陷入疯狂瘫痪,东部城市班加西失控,抗议示威蔓延至首都。2 月 23 日,利比亚局势已完全失控,中国开始撤侨行动。2 月 26 日,利比亚暴乱继续,反对派控制了整个东部地区,多国媒体热传卡扎菲被打死,美国表示可能采取军事行动。3 月 2 日,联合国大会中止利比亚人权理事会成员国资格,同时紧急援助逃离利比亚的难民,美国已向利比亚周边部署海军和空军。3 月 12 日,政府军夺回重镇扎维耶,利比亚宣布与法国断交,欧盟要求卡扎菲交权。3 月 18 日,安理会决定在利比亚设立禁飞区,中国投弃权票,利比亚宣布接受禁飞区决议并停火。3 月 20 日,多国联合空袭利比亚,正式开始对于利比亚进行干预。6 月 15 日,反对军分三路合围首都的黎波里,卡扎菲表示愿无条件与北约及反对派谈判。7 月 15 日,美国及北约 39 国承认利比亚反对派政权。8 月 22 日,反对军占领首都的黎波里及阿齐齐亚军营,“卡扎菲”时代宣告终结。至此,利比亚战事已逐渐结束,国内局势也逐渐平稳。

图 1: 利比亚内战时间轴



资料来源：长江证券研究部

利比亚最新局势发展

随着利比亚反对军占领首都的黎波里及阿齐齐亚军营后,利比亚局势发生了关键性的转折,这象征统治利比亚长达 42 年之久的“卡扎菲”时代已经结束。而据最新报道,利比亚反对

军正在向“卡扎菲”的老家苏达尔进发。随着时间的推移，反对派已逐渐控制了利比亚绝大部分地区，而 25 日，反对派“全国过渡委员会”宣布在首都的黎波里开始执政，并宣布在 8 个月内举行议会和总统选举，这一切都表示利比亚内战已经进入尾声，局势已经开始平稳。

但卡扎菲尚未落网是未来的不安定因素，虽然卡扎菲的军事实力在欧美强国面前不堪一击，但是相比较起反对派还是有一定的优势，而且其手中最精锐的 32 旅尚未受到很大的损失，而国内也还有存在忠于他的势力存在，加之美国明确表态不会派遣陆军进入利比亚，卡扎菲一天不落网就难言反对派已彻底胜利，这可能会对于未来石油生产产生一定的影响。

但总体而言，在欧美强大的军事打击之下，卡扎菲翻身的可能性微乎其微，利比亚的总体局势已经趋于平稳。一旦局势平稳下来，关乎欧美经济及本国经济命脉的恢复石油生产将会是利比亚未来政府首要考虑的问题。

石油供给面的改善将降低油价

作为石油输出国组织中第八大石油生产国，利比亚家拥有非洲大陆最多的原油储藏量，每天可出产 160 万桶原油，相当于美国原油消费量的 8%。因此利比亚危机的爆发直接减少了石油供给，从而使得国际油价从危机伊始便大幅飙升。然而随着利比亚局势的逐渐平稳，石油供给将逐渐增加，石油也会得到压制。

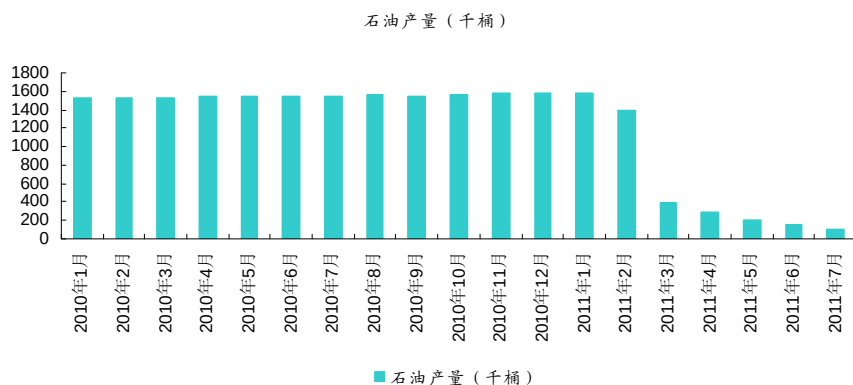
首先，由于战乱导致的利比亚本身减少的石油产能将得到恢复，其石油供给也逐步增加。利比亚本国的石油生产能力由于战乱收到了较大的影响，动乱前利比亚每天的石油生产能力能达到将近 160 万桶，而目前的日产量仅有 10 万桶，缺口很大，提升空间也很大。从目前的信息来看并没有关于利比亚国内炼油产及输油管道遭到破坏的报道，因此我们大概可以判断利比亚国内的石油产能并没有遭到大规模的破坏，因此，一旦利比亚国内局势稳定下来，其石油产能能得到很快的释放。

表 1: 利比亚炼油停产情况

名称	停产时间	产量（千桶）
Ras Lanuf	2011/2/28	220,000.00
Az Zawiya	2011/8/18	120,000.00
Tobruk	2011/3	20,000.00
El Brega	2011/3	18,000.00
Sarir	2011/3	10,000.00

资料来源：bloomberg，长江证券研究部

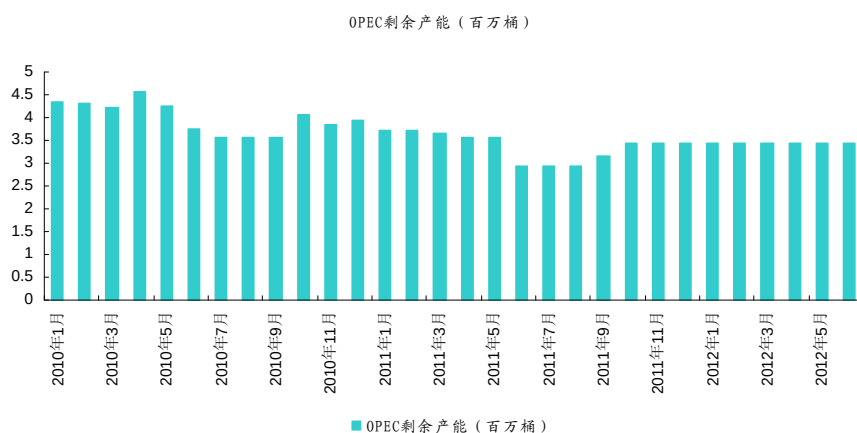
图 2: 利比亚石油产量



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

其次，随着利比亚局势的稳定，OPEC 的剩余产能将得到补充。目前，反对派已控制利比亚国内大部分油田及炼油厂，随着生产的逐渐恢复，利比亚本国的剩余产能也能得到补充。更为重要的是利比亚局势的趋稳能缓解沙特等国增产压力，为应付利比亚危机带来石油供给短缺，沙特及科威特等国在此前曾宣布单边增产，其中沙特日增产 70 万桶。而随着利比亚局势的稳定，沙特等国增产的压力将得到有效缓解，其剩余产能也将得到有效补充。而剩余产能的增加对于稳定全球油价将会起到重要的作用。

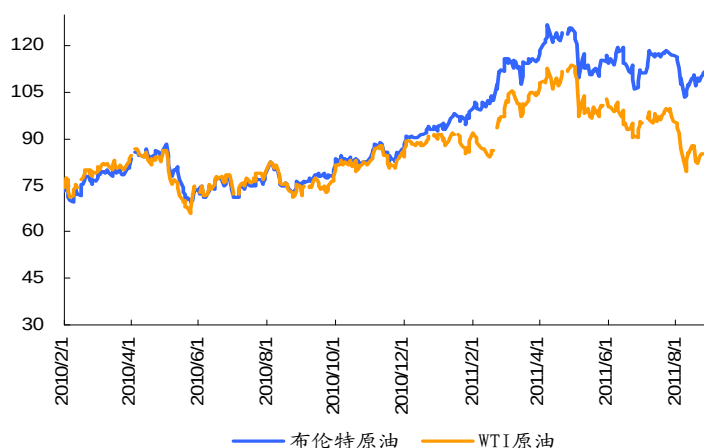
图 3: OPEC 剩余产能



资料来源：OPEC，长江证券研究部

总之，本次利比亚占据的转向对于全球石油的供给面将产生利好，这一超预期的外生冲击将导致油价的回落。

图 4: 国际原油价格



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

半月货币政策追踪：伯南克讲话并未提及会否推出 QE3

当地时间 26 日，联储 FOMC 会议召开，会后发表了会议声明。当前联储对于实体经济的判断仍然是大大低于预期，通胀方面联储认为未来几个季度通胀率会有所回落，利率方面维持维持低利率至 2013 年中期的表述。最引人注意的表述是：“9 月份的议息会议将讨论是否推出新刺激政策”，这无疑是一种暗示。

表 2：本次议息会议声明梗概

议题	联储表态
实体经济判断	增速大大低于预期
通胀判断	未来几个季度会逐渐回落
利率决策	当前利率维持到 2013 年
货币投放政策	9 月 22 日议息会议会就是否推出新刺激措施进行讨论
投票结果	三名委员反对上述表述，认为低利率没有必要维持到 2013 年

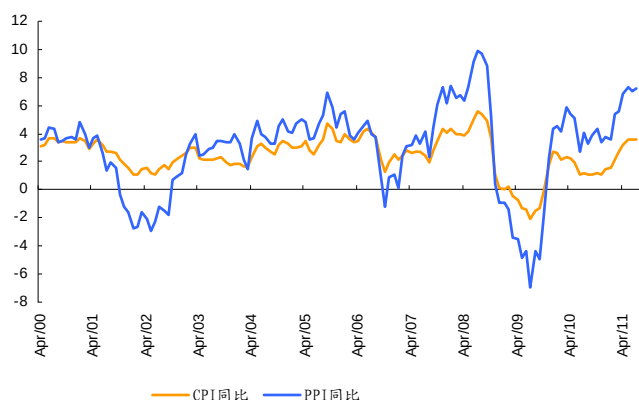
资料来源：联储网站，长江证券研究部

通货膨胀高企是本次联储没有表示推出 QE3 的主要原因。当前，美国通货膨胀一直处于较高的位置，据最新的数据显示，美国 7 月 CPI 依然保持在 3.6 的高位。但是利比亚局势的走向可能会成为一个转折点，一旦反对派控制了利比亚全境，其石油出口将会迅速恢复，油价也将会因为供给的外生冲击而进行一波调整。如此一来通胀率的回落将会为新一轮的量宽留出足够的空间。

当前不是出台新的刺激措施的最佳时机

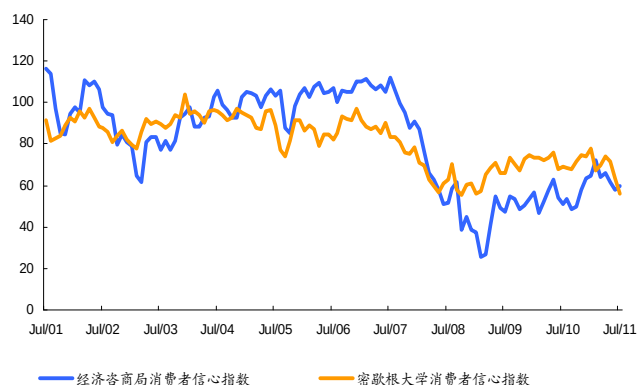
就经济形势来看，当前并不是推出 QE3 的最佳“时点”，这主要是由于目前的通货膨胀过高，而此时推出 QE3 势必会继续抬升 CPI。当前，美国通货膨胀一直处于较高的位置，据最新的数据显示，美国 7 月 CPI 依然保持在 3.6 的高位。当前美国经济表现乏力，我们认为，主要是由于消费信心的低迷压制人们的消费支出，从而使得经济复苏缺乏持续的动力，而不是由于流动性不足造成的，因此此时推出 QE3 并不能有效的提升消费者信心，反而会使得通货膨胀更加严重，进一步压制消费者信心，给经济带来反作用。

图 5: 美国 CPI 居高不下



资料来源：长江证券研究所

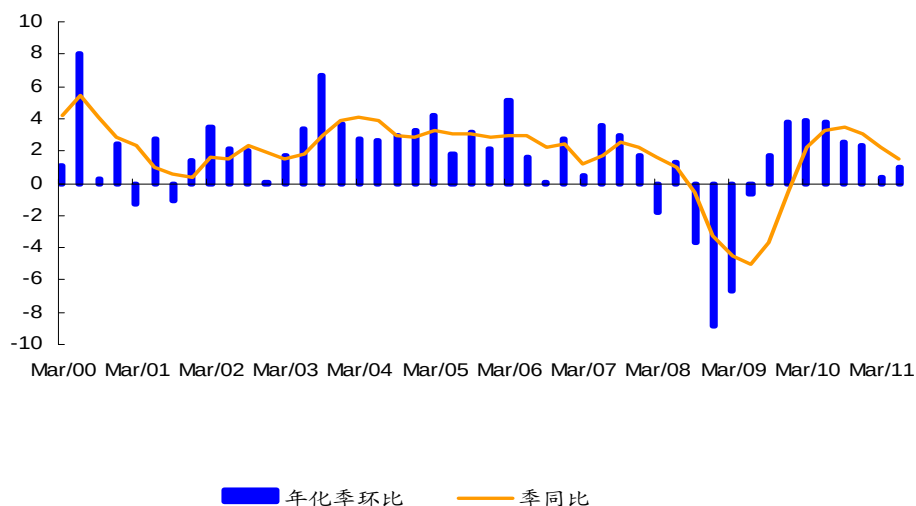
图 6: 消费者信心表现低迷



资料来源：长江证券研究所

其次，第二轮量化宽松政策效果不明显，这也使得美联储在 QE3 的问题上更为谨慎。美联储去年 11 月宣布出台购买 6000 亿美元美国国债的计划已于今年 6 月底到期，但对美国实体经济的刺激效果并不明显，今年第一季度美国国内生产总值仅增长 0.4%，为本轮经济衰退结束后的最低季度增幅，最新公布的第二季度国内生产总值第二次预估值也仅按年率增长 1.0%，宽松政策的糟糕效果是的美联储内部对于施行货币宽松正产生了分歧，在 8 月 9 日的美联储货币政策例会上，达拉斯费城和明尼阿波利斯三位地区储备银行行长就曾反对延长美联储维持低利率的预期时间至 2013 年中期这一宽松政策，因此对于 QE3 则可能会产生更大分歧。

图 7: 美国 GDP 增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

对于未来美国 GDP 的走势，我们仍认为会比较乐观。首先，随着三季度日本生产的回复，这势必会压低美国通胀率，再加上 CPI 总体对核心 CPI 传导的结束，通胀对于消费的抑制

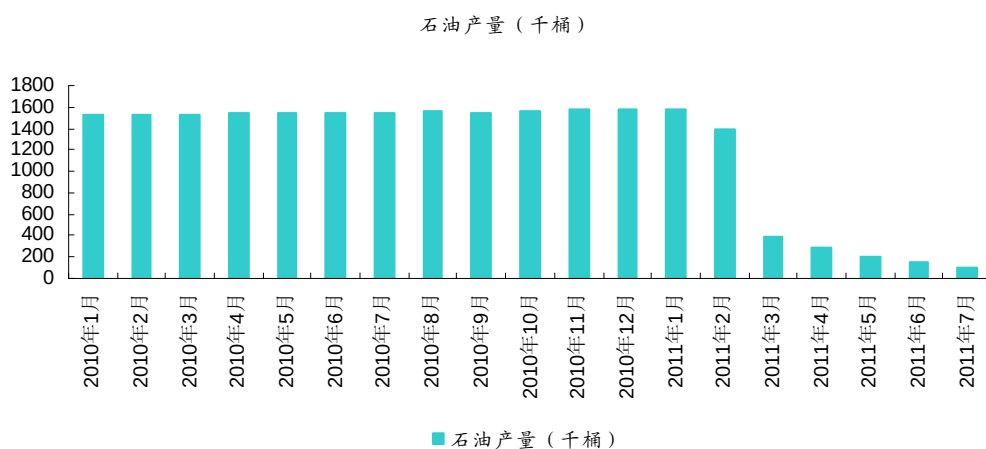
也将消失。其次，随着前期国际能源署抛出 6000 万桶石油储备以及欧佩克的增产，油价持续回落，使得美国企业的成本会大为减少，从而增加企业利润，进而改善就业状况，从而使美国经济逐渐复苏。最后，随着日本地震因素的消退，日本的工业生产将回归常态，这也对美国经济产生利好。

QE3 推出或迫在眉睫

QE3 是市场近期关注的问题，连续两次议息会议，市场对于新一轮 QE 的出台都充满期待。然而正如我们在前一部分中所阐述的，通胀作为压制实体经济的重要因素，已经没有上升空间，而在当前时点采取 QE3，将会进一步推升通胀并进一步抑制实体经济。这也是我们此前一直强调的逻辑。但是，这并不表明美国政府和联储没有进行货币宽松的动机，而只要时机合适，新的量宽就可以推出，而利比亚局势扭转对于油价的影响，可能就是一个契机。

首先，由于战乱导致的利比亚本身减少的石油产能将得到恢复，其石油供给也逐步增加。利比亚本国的石油生产能力由于战乱收到了较大的影响，动乱前利比亚每天的石油生产能力能达到将近 160 万桶，而目前的日产量仅有 10 万桶。从现有的信息来看，利比亚的原油开采、生产和运输设施没有受到严重的破坏。只是当前内战还未完全结束的时候，反对派获取的石油产能还未释放，预计到反对派控制全境时，石油产量将会迅速增加。

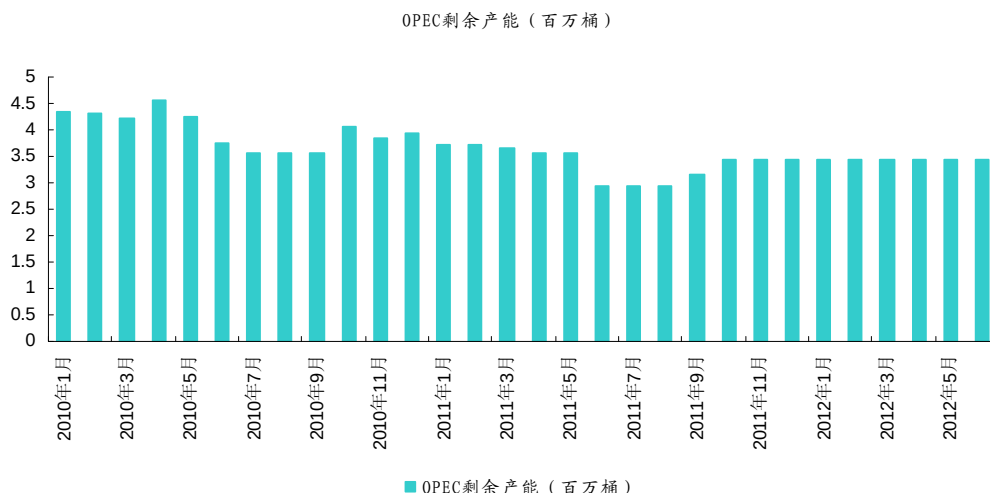
图 8：利比亚石油产量



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

其次，随着利比亚局势的稳定，OPEC 的剩余产能将得到补充。目前，反对派已控制利比亚国内大部分油田及炼油厂，随着生产的逐渐恢复，利比亚本国的剩余产能也能得到补充。剩余产能的与原油价格基本呈负相关，因此剩余产能的补充也可以抑制油价。

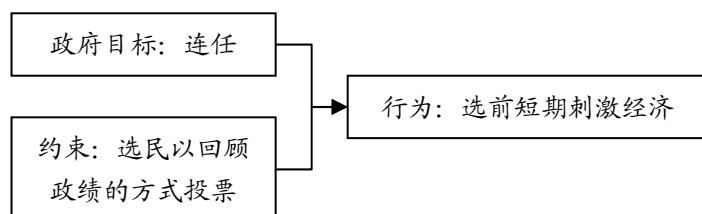
图 9: OPEC 剩余产能



资料来源: OPEC, 长江证券研究部

政治经济周期的存在很早就为学界所关注。Nordhaus 创立的机会主义政治经济周期模型中, 做出了这样的判断, 政府的通胀目标在任期结束之前会有所抬升, 这样有利于货币扩张空间的增大, 从而促成政府的连任和延续。这个判断是基于这样一个假设, 即选民是以回顾政绩的方式来决定自己的投票。因此, 政府就有必要在选前展示自己的执政能力, 推升就业暂时忍受通胀。

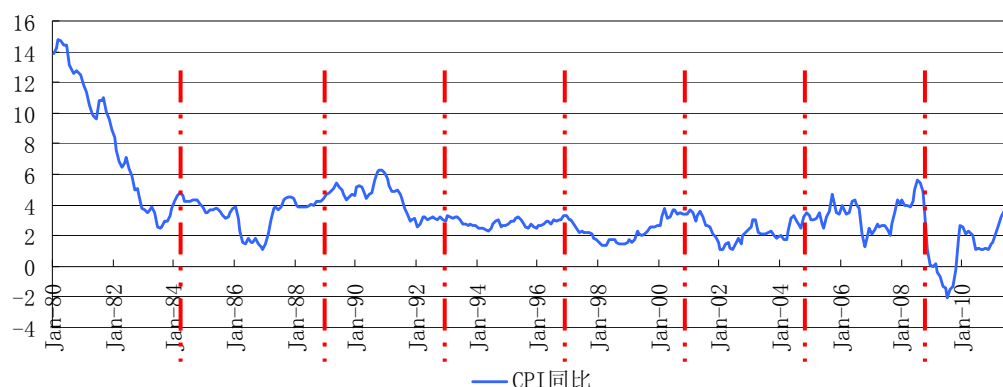
图 10: 机会主义政治经济周期模型所描述的政府行为模式



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

而从历史数据来看, 上述理论是可以站得住脚的。下图所示, 历次美国总统选举之前的一年, 通胀水平都会高于之前三年, 甚至在厉行紧缩政策的里根任期内, 这种情况也非常明显 (1984 年的通胀上行)。这表明, 美联储的独立性并没有表面上这么强, 其货币政策有时仍会屈服于政府的需要。

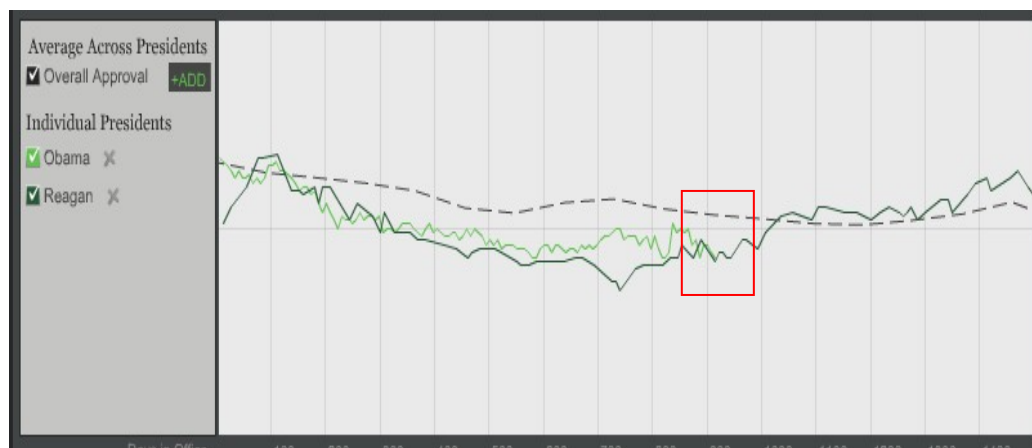
图 11: 外生冲击下原油价格回落对于实体经济的改善



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

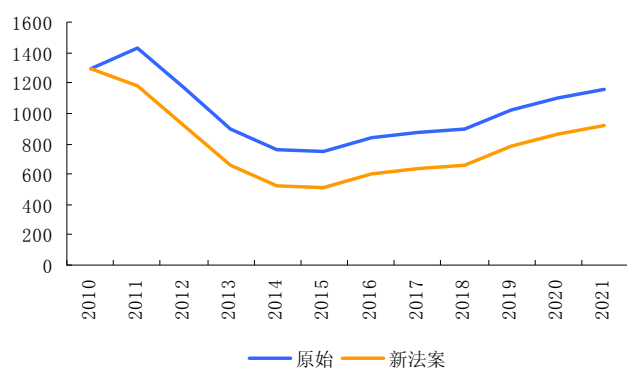
之前,我们在专题报告《债务上限谈判尘埃落定》中曾经对奥巴马的连任前景作过一些简单的分析。债务上限的提升最终以医疗保险和社会保障支出的削减为代价。而这两项支出的削减将损害中下层民众的利益,这对于奥巴马连任选举的影响是致命的。而当前美国实体经济的整体趋弱,如果这种情形继续维持,那么奥巴马连任的可能性就将越来越低。而此前美国通过的设定支出上限的法案又限制了财政刺激的空间(详见《欧美债务问题——风险在中长期》),这就更加依赖于 QE2 的推出。

图 12: 奥巴马支持率持续下滑



资料来源: Gallup, 长江证券研究部

图 13: 赤字规模——新旧法案的对比（十亿美元）



资料来源: CBO, 长江证券研究部

最后我们来简要分析一下新一轮 QE 的推出时点和规模问题。从新一轮 QE 可能推出的时点来看, 我们认为可能将在 4 季度。下两图所示, 无论是核心通胀率还是总体通胀率都滞后于油价冲击 2 个月, 预计到时通胀率会有明显的回落。此时 QE3 开展的空间也就会显现出来。

股市、债市追踪

股市动向综述：继续看好美国股市

表 3：各市场估值水平及市场表现

国家	股指	PE		EPS		PB		股息率	市场表现		
		最新	月涨跌(%)	最新	月涨跌(%)	最新	月涨跌(%)		周涨跌(%)	月涨跌(%)	2010年至今(%)
摩根AC世界指数	335.9	13.45	-10.31	24.98	18.73	1.76	-1.91	2.60	-2.92	-2.65	1.59
北美											
美国	1292.28	14.17	-5.46	91.18	14.08	2.14	0.81	1.97	-3.92	-3.54	2.75
加拿大	13381.97	18.28	-6.69	732.00	7.17	2.03	2.01	2.54	-4.11	-2.72	-4.20
欧洲											
英国	5815.19	11.71	-30.81	496.71	48.56	1.79	-4.36	3.30	-2.02	-2.91	-1.44
法国	3672.77	11.01	-12.94	333.58	12.56	1.20	-2.47	4.28	-4.42	-8.35	-3.47
瑞士	5783.35	15.25	8.81	379.32	-17.60	2.25	-2.19	2.54	-4.12	-7.29	-10.14
德国	7158.77	11.56	-21.07	619.20	32.91	1.43	-7.25	3.37	-2.29	-3.51	3.54
荷兰	329.22	10.09	-22.48	32.64	25.94	1.27	-0.89	3.50	-2.77	-3.97	-7.15
意大利	18433.68	11.50	-15.11	1602.42	8.89	0.77	-6.73	4.40	-5.28	-10.15	-8.62
西班牙	9630.7	8.38	-10.10	1149.51	9.96	1.29	-3.13	4.97	-4.26	-8.21	-2.32
丹麦	356.7754	—	—	20.68	60.17	1.19	-33.50	1.56	-3.77	-3.90	-9.72
芬兰	6156.583	12.65	-11.02	486.76	-3.68	1.53	-14.71	5.19	-4.14	-8.96	-19.65
比利时	2427.09	—	—	191.07	-12.07	1.12	-0.38	3.91	-3.77	-6.05	-5.88
日本	9833.03	—	—	542.97	5.63	1.27	-4.04	1.91	-2.95	-0.36	-3.87
环太平洋(除日本)											
澳大利亚	4424.6	—	—	284.79	8.89	1.87	-4.79	4.47	-3.87	-3.63	-6.76
韩国	4482.1	11.83	-27.74	379.03	52.47	1.36	-8.66	1.29	-2.01	-0.64	2.17
香港	22440.25	11.71	-17.60	1917.14	18.28	1.70	-13.11	2.91	-0.02	0.19	-2.58
台湾	8644.18	15.78	8.72	547.71	-4.17	1.80	-0.17	3.92	-1.38	-1.09	-3.66
中国	2972.079	16.22	-14.27	183.24	9.12	2.49	-10.81	1.38	-3.13	-2.55	-4.99
新加坡	3189.26	9.21	-25.54	346.12	36.53	1.64	-5.26	2.86	0.20	1.60	-0.02
印度	18197.2	16.33	-8.49	1114.04	2.19	2.82	-14.84	1.53	-2.80	-3.01	-11.27
其他新兴市场											
巴西	58823.45	9.09	-35.06	6471.87	30.10	1.45	-20.76	3.97	-2.40	-7.21	-15.12
俄罗斯	1971.21	7.58	-14.49	259.93	44.03	1.25	5.99	2.02	-0.42	1.74	11.35
墨西哥	35999.34	18.08	2.75	1991.53	-5.51	2.62	--	1.43	0.68	-2.18	-6.62

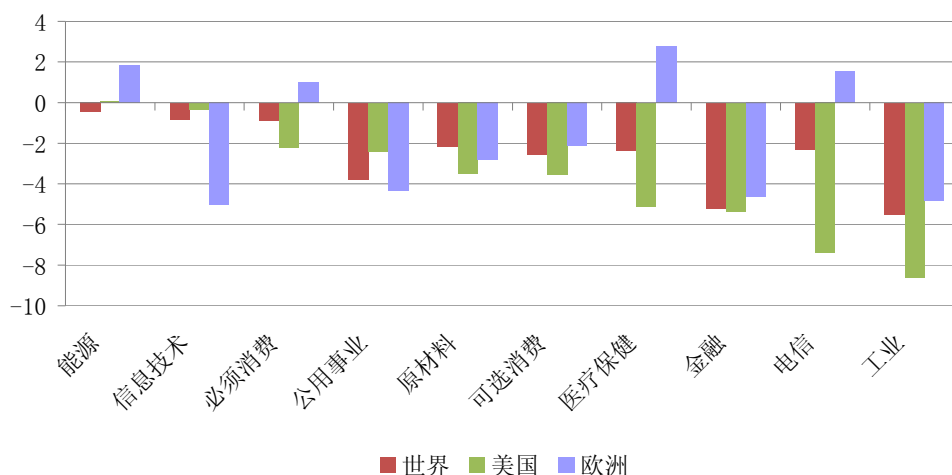
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

受世界表现疲软影响，本月美股下跌 11.65%，至 1176.8 点。道琼斯工业指数收于 11284.54 点，最近一月下跌 9.73%。VIX 指数较上月同日大幅上涨，显示避险情绪猛烈上升。

其他发达经济股票市场最近一月出现了大幅的下滑。德国 DAX 指数收于 5537.48 点，本月累计大跌 24.65%；伦敦富时指数收于 5129.92 点，最近一月下跌 13.48%；法国 CAC 指数收于 3087.64 点，月跌幅为 18.48%。

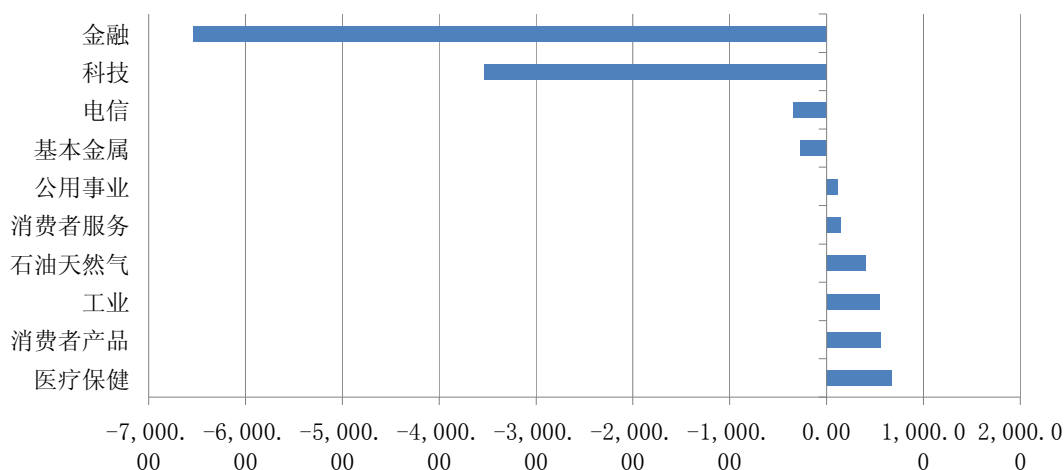
新兴市场方面，香港恒生指数收于 19582.88 点，本月累计跌幅 13.24%；巴西圣保罗指数收于 53350.79 点，本月下跌 10.09%；俄罗斯 RTS 指数收于 1596.17 点，月跌幅为 19.7%；印度孟买指数回落至 15848.83 点，本月下跌 14.41%。

图 14: 本月区域股市行业指数涨跌幅(%) 一览 - 公用事业板块领跌



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 15: 本月美国股市资金流向 - 金融类流出较大



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

美国股市综述: 美国消费者信心指数超预期的大幅下滑显示美国经济复苏的不确定性似乎在加大。基本面的不利因素都在对美国股市形成全局性的打压，这也导致了所有板块在本月出现下滑。自然，在经济复苏预期游移之际，周期性板块受到的打压最为严重，防御性行业的表现则相对抗跌。考虑到日本灾后重建对原材料的需求以及中东局势不确定性的积聚，我们认为在原材料和能源板块可以更多地布局，提高相关品种的配置。

债市动向综述：市场恐慌情绪令国债收益率全线下跌

表 4：主要国家国债收益率

票面利率(%)	国家/年限	最新	收益率(%)				最新值	基差形式表示的对美国国库券利差	
			前个交易日	一月前	月涨跌	一年前		与前个交易日变化	一年前值
0.13	美国	2	0.20	0.22	0.40	-49.50	0.53	...	...
1.00		5	0.94	0.98	1.50	-37.01	1.38	...	...
2.13		10	2.19	2.23	2.96	-26.06	2.48	...	...
3.80	澳大利亚	2	1.03	1.00	1.58	-34.90	0.77	4.80	24.50
4.00		5	1.91	1.91	2.53	-24.47	1.65	3.80	26.30
3.50		10	2.74	2.77	3.28	-16.40	2.57	0.70	8.60
4.60	希腊	2	44.25	43.43	27.04	63.63	11.49	2.60	83.30
6.10		5	27.94	28.59	20.96	33.29	12.06	2.40	-61.40
6.25		10	17.31	17.66	14.34	20.66	11.38	1.00	-32.00
3.75	法国	2	0.88	0.86	1.44	-38.57	0.68	3.80	4.00
2.25		5	1.68	1.67	2.32	-27.26	1.17	7.90	5.50
2.50		10	2.69	2.72	3.20	-15.80	2.48	3.70	1.10
1.75	德国	2	0.64	0.63	1.34	-52.25	0.54	2.40	2.60
2.75		5	1.22	1.24	1.92	-36.49	1.23	3.40	2.40
3.25		10	2.12	2.14	2.74	-22.78	2.13	4.80	1.00
4.00	比利时	2	1.94	1.92	2.43	-20.04	0.73	-0.90	3.80
2.75		5	3.05	3.01	3.51	-13.02	1.73	7.80	7.90
4.25		10	3.93	3.93	4.31	-8.73	2.85	1.30	3.70
2.00	意大利	2	3.34	3.33	4.01	-16.77	1.70	2.00	2.40
3.00		5	4.01	4.01	4.77	-15.96	2.54	2.60	3.40
3.75		10	4.90	4.89	5.49	-10.77	3.76	0.20	4.80
5.45	葡萄牙	2	12.71	12.73	14.04	-9.47	3.18	3.30	-0.90
6.40		5	13.11	13.08	14.79	-11.34	4.04	3.50	7.80
4.80		10	11.95	11.97	12.27	-2.65	5.40	4.30	1.30
4.25	荷兰	2	0.75	0.75	1.44	-47.95	0.56	0.00	2.00
4.00		5	1.63	1.64	2.25	-27.59	1.44	0.00	2.60
3.25		10	2.57	2.60	3.10	-17.25	2.33	0.00	0.20
2.30	西班牙	2	3.23	3.21	4.07	-20.80	1.84	0.00	3.30
3.25		5	4.22	4.23	5.18	-18.48	3.01	7.20	3.50
5.50		10	4.99	4.99	5.94	-15.96	3.93	8.30	4.30
4.50	英国	2	0.59	0.56	0.51	17.23	0.64	4.70	4.70
2.00		5	1.36	1.31	1.41	-3.69	1.63	8.30	8.30
3.75		10	2.49	2.46	3.07	-18.78	2.89	7.20	7.20

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

本月出于对世界经济不稳定的担忧，全球各主要市场的恐慌情绪都出现了明显的上升，各国国债市场因此也纷纷看涨。从美国市场来看，2 年期国债收益率本月下跌 49.50%，达 0.2%；5 年期国债收益率下跌 37.01%至 0.94%；而 10 年期国债收益率下跌 26.06%，达 2.19%。

而在欧洲各国的国债收益率也出现了下滑。法国 2 年期国债收益率下降 38.57%达 0.88%；5 年期和 10 年期国债收益率则分别跌至 1.68%和 2.69%；德国情况类似，2 年期国债收益率跌至 0.64%，5 年期和 10 年期国债收益率分别降至 1.22%和 2.12%；而本月英国各期国债收益率纷纷下跌，2 年期国债收益率上涨 17.23%至 0.59%，5 年期国债收益率下滑 3.69%

至 1.41%，10 年期国债收益率也跌至 2.49%。而身处债务危机的其他欧洲国家收益率也出现了下滑，本月意大利 2 年期国债收益率下跌 16.77%至 3.34%，5 年期及 10 年的收益率也跌至 4.01%和 4.9%；葡萄牙 2 年期国债收益率也下跌 9.47%至 12.71%，5 年期和 10 年期也分别跌至 13.11%和 11.95%；西班牙 2 年期国债收益率同样下跌 20.80%至 3.23%，5 年期及 10 年期国债收益率也分别下降至 4.22%及 4.99%；但是希腊的各期国债收益率均出现了大幅上涨，2 年期国债收益率大涨 63.63%至 44.25%，5 年期及 10 年期也分别大涨 33.29%和 20.66%至 27.94 及 17.31，这反映了市场对于希腊债务的担忧以及希腊债务危机的恶化。

图表一览

实体经济一览

表 5: 全球主要国家最新经济指标概览

国家	实际GDP 同比(%)	实际GDP 环比(%)	赤字占 GDP (%)	CPI同比 (%)	核心CPI 同比(%)	央行利 率(%)	PPI同比 (%)	零售销售 额同比 (%)	工业产量 同比(%)	失业率 未季调 (%)
发达经济体										
美国	2.30	1.90	-9.10	3.60	1.50	0.25	7.30	7.70	3.42	8.70
欧元区	2.50	0.80	-6.00	2.70	1.50	1.25	6.30	--	5.50	--
加拿大	2.80	0.97	-5.50	3.70	2.00	1.00	5.00	3.60	5.00	--
澳大利亚	1.00	-1.20	-5.89	3.30	--	4.75	3.90	1.90	--	--
德国	4.90	1.50	-3.30	2.20	1.50	1.25	6.00	-3.10	9.60	5.80
法国	2.20	1.00	-7.00	2.00	1.10	1.25	6.10	-0.80	2.60	--
英国	1.60	0.50	-10.40	4.50	5.30	0.50	5.30	0.00	-1.20	--
意大利	1.00	0.10	-4.60	2.70	--	1.25	4.80	2.52	3.70	8.61
日本	-1.00	-0.90	-8.14	0.30	0.10	0.10	--	-1.30	-5.90	4.60
金砖四国										
俄罗斯	4.10	10.40	5.28	9.60	--	8.25	19.20	5.50	4.10	6.40
巴西	4.17	1.33	2.42	6.55	8.65	12.25	--	--	2.70	6.40
中国	9.70	--	-1.96	5.50	--	6.31	--	16.60	13.30	4.10
印度	7.80	--	-3.99	9.41	--	6.50	1.51	--	6.30	--
其他经济体										
阿根廷	9.90	2.80	0.12	9.70	--	--	14.57	--	9.10	7.40
印度尼西亚	6.46	1.53	-1.67	5.54	4.63	6.75	5.06	--	4.34	7.14
韩国	4.20	1.30	4.74	4.40	3.70	3.25	6.20	9.34	8.30	3.20
墨西哥	4.60	0.52	-0.29	3.25	3.12	4.50	3.88	-4.30	1.45	5.54
沙特阿拉伯	3.76	--	--	4.60	--	2.00	--	--	-11.30	1.80
土耳其	11.00	-7.60	-5.55	7.17	--	1.50	9.63	--	8.30	10.80
南非	3.60	-4.40	0.18	4.60	10.20	5.50	6.90	9.80	--	23.20

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

大类资产相关性

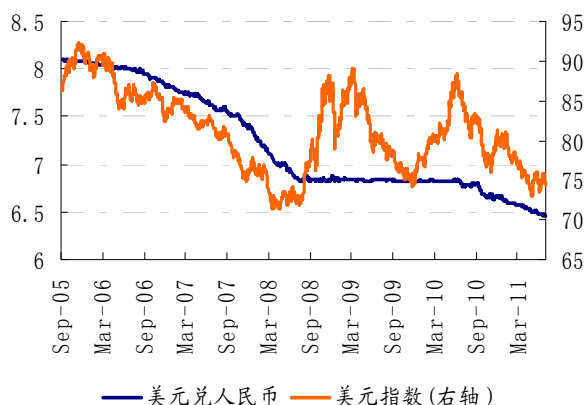
表 6: 主要大类资产近期相关性

	黄金	德国DAX指数	标准普尔	上证指数	原油	美国2年期国债收益率
美元	↓ -0.857	↓ -0.437	↑ -0.630	↑ -0.149	↑ -0.648	↑ 0.293
黄金		↑ 0.365	↑ 0.388	↑ 0.003	↓ 0.431	↓ -0.526
德国DAX指数			↑ 0.756	↓ 0.103	↓ 0.227	↓ 0.079
标准普尔				↑ 0.328	↓ 0.648	↓ 0.307
上证指数					↑ 0.605	↑ 0.656
原油						↓ 0.377

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

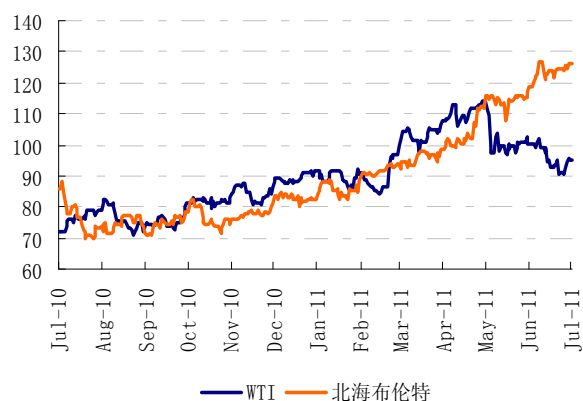
大宗商品及汇率市场

图 16: 美元指数与人民币汇率



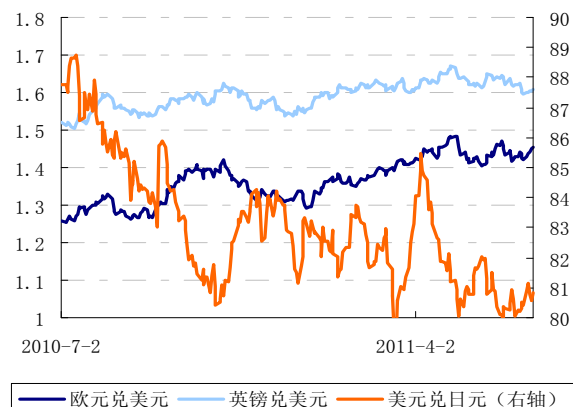
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 18: 原油价格走势



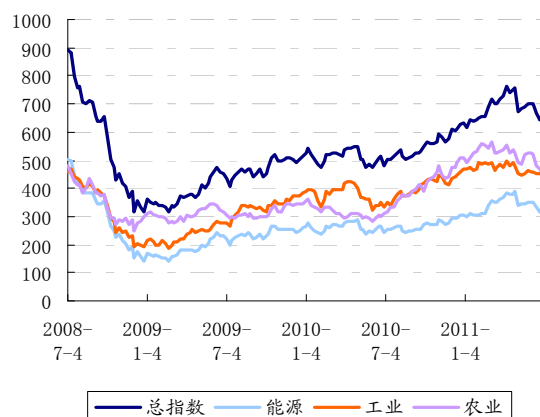
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 主要发达国家货币汇率 1 年来走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

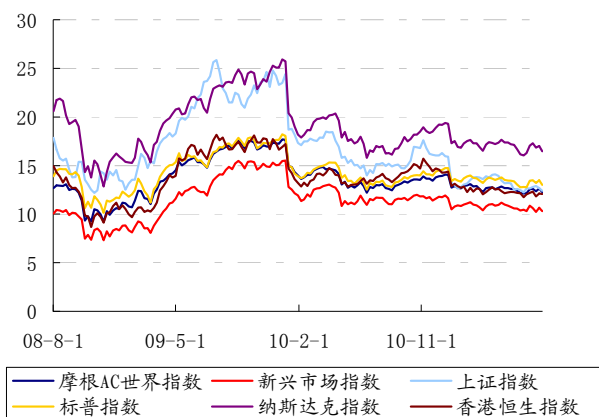
图 19: 标普分类商品指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

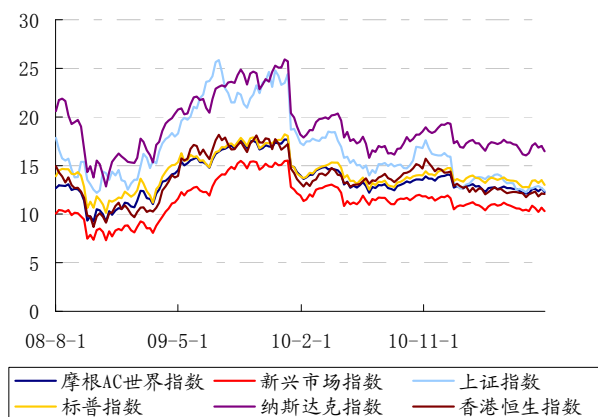
股市表现

图 20: 全球各国股市的估值水平（动态 P/E）



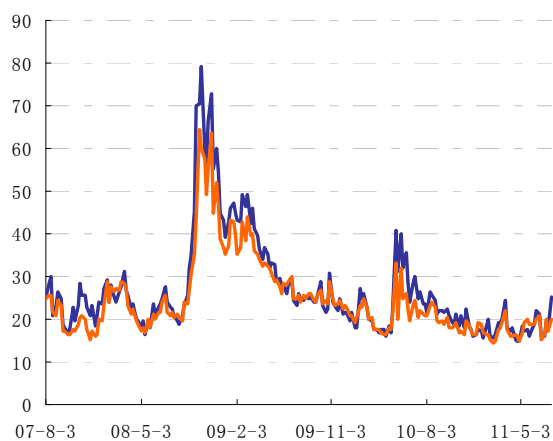
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 21: 全球各国股市的估值水平（动态 P/B）



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 22: 美国 VIX 指数及德国 VDAX 指数本月走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

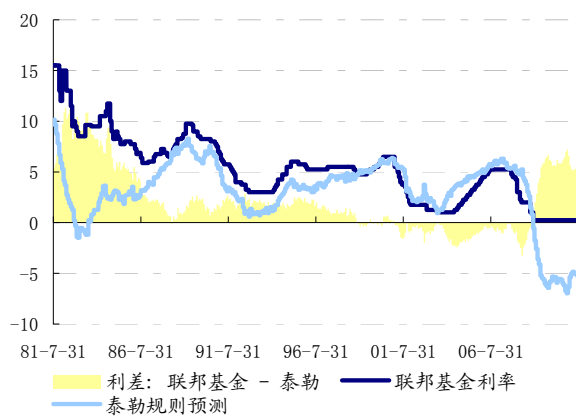
货币政策相关

表 7：主要国家议息时间表

国家	下次议息时间	当前利率水平	上次变动时间
加拿大	2011年9月7日	1%	2010年9月8日
英格兰	2011年9月8日	0.50%	2009年3月5日
日本	2011年9月7日	0.10%	2010年10月5日
欧洲央行	2011年9月8日	1.50%	2011年7月7日
美联储	2011年9月20日	0.25%	2008年12月16日
瑞士	2011年9月15日	0.00%	2011年8月3日
澳大利亚	2011年9月6日	4.75%	2010年11月2日

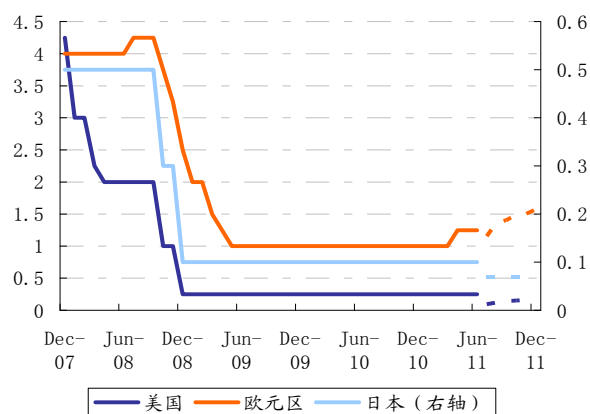
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 23：美国联邦基金利率及泰勒利差



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

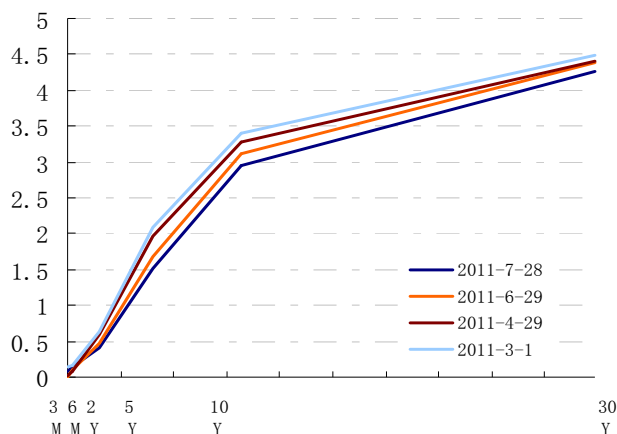
图 24：美、欧、日利率及利率期望



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

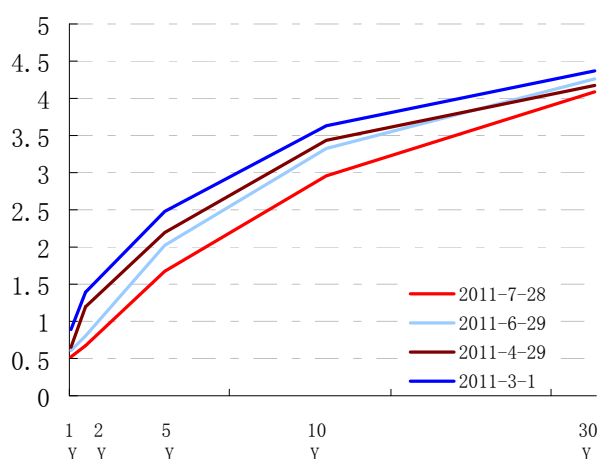
美德英日四国国债收益率曲线

图 25: 美国国债收益率曲线变化



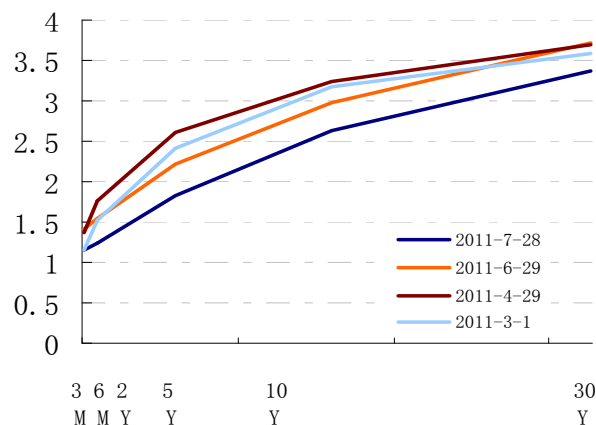
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 27: 英国国债收益率曲线变化



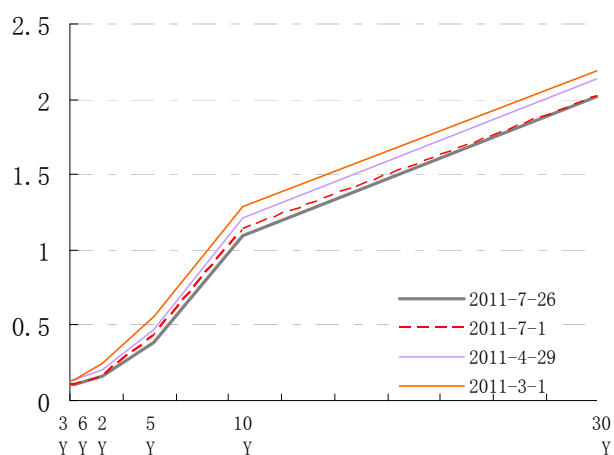
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 26: 德国国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 28: 日本国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

下两周经济日程

表 8: 下两周主要关注数据

日期	国家	数据或事项	指标期间	预期值	前期值
08/29	德国	消费价格指数 (月环比)	八月 P	-0.10%	0.40%
08/30	日本	失业率	七月	4.60%	4.60%
08/30	日本	零售额同比	七月	1.30%	1.10%
08/30	美国	消费者信心	八月	52	59.5
08/31	英国	GfK 消费者信心调查	八月	-33	-30
08/31	日本	工业产值 (月环比)	七月 P	1.40%	3.80%
08/31	德国	零售销售额 (月环比)	七月	-1.50%	6.30%
08/31	德国	失业率 (季节调整)	八月	7.00%	7.00%
08/31	美国	芝加哥采购经理指数	八月	53.5	58.8
08/31	美国	工厂订单	七月	1.80%	-0.80%
09/01	日本	汽车销售量 (同比)	八月	-	-27.60%
09/01	德国	国内生产总值 季节调整 (季环比)	二季度 F	0.10%	0.10%
09/01	英国	全国房价经季调 (月环比)	八月	0.00%	0.20%
09/01	德国	PMI 制造业	八月 F	52	52
09/01	英国	PMI 制造业	八月	49	49.1
09/01	美国	ISM制造业	八月	48.5	50.9
09/02	美国	非农就业人数增减	八月	75K	117K
09/02	美国	失业率	八月	9.10%	9.10%
09/06	德国	工厂订单 月环比 (经季调)	七月	-	1.80%
09/07	日本	同步指数 CI	七月 P	-	108.8
09/07	日本	领先指数 CI	七月 P	-	103.2
09/07	英国	工业产值 (同比)	七月	-	-0.30%
09/07	德国	工业产值 月环比 (经季调)	七月	-	-1.10%
09/08	日本	贸易余额 - 收支	七月	-	¥131.5B
09/08	德国	经常项目 (欧元)	七月	-	11.9B
09/08	德国	贸易余额	七月	-	12.7B
09/09	日本	国内生产总值 (季环比)	二季度 F	-	-0.30%
09/09	日本	消费者信心	八月	-	37
09/09	德国	消费价格指数 (月环比)	八月 F	-	-
09/09	英国	工业品出厂价格指数 未季调 (同比)	八月	-	18.50%
09/09	英国	PPI 产出 未经季调 (月环比)	八月	-	0.30%
09/09	英国	贸易余额总计 (百万英镑)	七月	-	-£4496

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级策略分析师，研究领域为投资策略及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。