

宏观策略报告精粹与简评

2011年9月7日

风险提示：尊敬的投资者，我们郑重提醒您理性看待市场，应理解并始终牢记“买者自负”的原则与“股市有风险，入市需谨慎”的投资准则，防止不顾一切、盲目投资的非理性行为，理性管理个人财富，切勿冒险投资，切记市场风险。

- 方正证券-我国非制造业活跃度趋缓，全球股市或进入新一轮下滑
- 长江证券-非农就业数据恶化促QE3推出？
- 兴业证券-信心恶化增加衰退概率，希腊债务问题将扰动市场

报告摘要

◆ 我国非制造业活跃度趋缓，全球股市或进入新一轮下滑

8月，中国物流与采购联合会（CFLP）发布的中国非制造业商务活动指数为57.6%，环比回落2个百分点。各单项指数中，积压订单指数与上月持平，其余主要指数的环比均有回落。

8月，非制造业PMI指数出现环比下滑，经季节调整的指数值也处在下降趋势，表明当前非制造业经济活动增速下降；但商务活动指数值仍然较大，表明非制造业发展势头仍较好。各单项指数中，非制造业商务活动指数回落2个百分点至57.6%，但仍处高位；新订单指数回落1.5个百分点至54.1%，但受季节性因素影响，消费性服务业新订单指数环比上升；业务活动预期指数高位微调至66.0%，其中，水上运输业和房地产业等行业活动预期较低；中间投入价格指数60.2%，降幅较大，显示物价趋稳。我们认为，建筑业商务活动指数和新订单指数的大幅回落是8月非制造业增速下降的主要原因。此外，预计9月的商务活动指数将出现季节性回升，但回升幅度不大。

温家宝在国土资源部考察时强调，要以资源可持续利用促进经济社会可持续发展，并指出应从四个方面解决土地资源约束。

近期，决策层相继就土地问题发布政策措施，如胡锦涛强调完善符合国情的最严格的土地管理制度，国务院新上收22个城市的建设用地审批权，温家宝表示应注重土地资源的可持续利用；我们认为，这些政策表态或与房地产调控政策和保障房建设有关。当前，我国土地资源利用存在着浪费严重和地方违规审批频发的问题。大规模浪费或导致土地资源成为制约经济结构调整和经济进一步增长的瓶颈，提高土地利用效率，促进用地结构优化，才能确保土地对经济增长的支撑。国土部数据显示，上半年全国共发现违法用地行为3万件，涉及面积1.85万公顷，同比分别上升8.05%和14.76%；地方频繁的违规审批用地，这一方面造成大量的土地浪费，另一方面使得房地产调控相关政策效果大打折扣。我们认为，在全球经济二次探底风险加大和房地产调控继续从紧的情况下，保障房建设的顺利实施成为实现保增长的关键，决策层一系列的政策表态或意味着土地政策将成为下一阶段房地产调控的重要手段。

昨晚，希腊1年期国债收益率飙升至82.144%，基本确定希腊债务违约已成定局，其10年期国债收益率达到19.312%；意大利10年期国债收益率近期也出现飙升势头，虽然8月初欧洲央行进行市场干预，使得其10年期国债收益率曾跌破5%，但近期已快速升至5%以上，昨天其10年期国债收益率已达到5.557%，可见市场担忧情绪异常凝重。

8月份以来，全球股市普遍表现低迷，我们认为全球股市很可能已经进入了新一轮衰退，主要是欧美经济情况近期表现糟糕，且有进一步恶化趋势。8月份美国就业数据表现大幅低于预期，引发市场对于QE3推出的预期加强，我们认为QE3推出可能在加大，但即使推出，目前还仍不能确定时点一定会在9月底的美联储公开市场委员会会议上。相对来说，欧元区的状况更让人担心，这也是美联储推出QE3不得不衡量的重要方面。

一旦欧债危机恶化，出现大规模违约现象等状况，欧美银行业将会采取收紧放贷的行为，这样会出现货币流动性陷阱，大大削弱货币政策效用，全球经济很可能将陷入衰退局面。目前来看，欧元区状况不容乐观，希腊债务违约已成定局，意大利财政政策也处于混乱当中，而且德法等国依然对欧元区债务国财政紧缩计划立场强硬，欧洲银行业资产负债表严重扭曲，种种不利因素共同推深了欧债危机风险，使得目前全球经济形势异常艰难。

将于10月份接替欧洲央行行长职位的德拉吉昨天在法国巴黎的新闻发布会上表示，主权债务价差是实行预算处罚的有效工具，但部分欧元区国家的主权债券价差的扩大可能过大，决策者们必须做好干预市场，确保货币政策顺利开展的准备。

8月初欧洲央行就已出手干预了欧元区债务问题严重国家的国债市场，使得意大利、西班牙等国债收益率明显下降，但好景不长，近期又出现明显回升势头，这也印证了我们对于该做法治标不治本的观点。欧元区统一的货币政策与各自制定实行的财政政策之间的矛盾越来越突显，而且在目前财政政策受紧缩限制的情况下，货币政策刺激经济的发挥余地也越来越小，欧元区国家内部分歧严重也阻碍了欧元债券的推出，我们认为目前欧洲央行能够发挥的作用已十分有限。

（信息来源：方正证券 报告日期：2011-9-6）

◆ 非农就业数据恶化促 QE3 推出？

8 月份美国非农就业人数与前月持平，失业率则持平于9.1%，广义失业率（U6）反弹至16.2%。这组数据反映了就业市场的急剧恶化，虽然因为劳动供给的减少失业率得以维持原有水平，然而就业人数零增长远远不能覆盖15万人的趋势增长率。短期因素难以解释8 月非农就业数据恶化。本月Verizon 下4.5 万名员工罢工，但是7 月因明尼苏达政府关闭而离岗的2.2 万名员工回归原有岗位。此外，飓风的影响也没有那么剧烈，因此就业数据的急剧恶化要从经济本身寻找原因。美国实体经济最大的问题在于实际工资回落导致的消费信心低迷。

大选当年，美国的CPI 较其他年份为高。这表明政府任期将尽之时，通胀容忍度有所提高。我们认为本次大选之前也不会例外，在专题报告《债务上限谈判尘埃落定》中曾经指出，由于经济低迷，奥巴马的连任之路荆棘丛生。掣肘与赤字缩减的新法案，能够动用的政策工具也仅剩货币政策了。而当前急剧恶化的就业市场又使得新的刺激政策变得更为必要和紧迫。因此我们认为QE3 是必然的，问题只是推出的时间。

从 QE3 推出的时点来看，我们认为最关键的变量仍然是通胀。从QE2 的后续影响来看，维持了QE2 时期的资产规模，而由于去年同期货币供应的低基数，这必然会导致以CPI 同比计算的通胀的继续上升，但是进入8 月以后，低基数的影响将会逐渐淡出。再来看原油价格，目前原油价格已经从高位回落。而我们预计原油价格随着利比亚生产的逐渐恢复可能还会继续回落，因此原油价格对于通胀的抬升作用也将会退出。在上述两大因素的驱动下，我们认为到四季度，通胀率就会回到适宜实行QE3 的区间。

近期公布的二季度的GDP 数据已经显示了经济增长的放慢。德国二季度GDP 环比仅增0.1%，较一季度大幅下滑。法国二季度GDP 与一季度持平。由于核心国家失速，欧元区整体的增速也大大放缓，二季度增速仅有0.2%，同样较一季度的高增速大有放缓。未来随着南欧国家财政紧缩的继续，货币政策将可能会进一步收紧。

（信息来源：长江证券 报告日期：2011-9-5）

◆ 信心恶化增加衰退概率，希腊债务问题将扰动市场

7月实体经济数据均超预期回升，然而是否可持续至8月至关重要，模型显示衰退风险正在上升，当前信心的快速恶化已经开始影响就业市场。得益于供应链的修复，汽车相关产业反弹拉动7月各项实体经济数据超预期回升。然而，信心相关指数正迅速恶化，模型显示衰退风险正在上升（8月从37%修正至44.5%），7月数据的反弹是否可持续至8月至关重要，警惕悲观情绪的量变到质变，当前消费信心和行业信心的恶化已开始反应在就业人数的变化上。

美国8月非农就业恶化，Verizon电信劳动纠纷案是造成数据“大超预期”的主因，但悲观情绪蔓延必将抑制雇主雇佣意愿。美国8月非农就业人数超预期零增长（市场预期为增长6.5万人），我们认为超预期的原因主要在于8月Verizon电信劳工纠纷案导致信息业就业人数在当月下降4.8万人，创历史记录。然而不可否认的是，整体就业市场受信心下降的影响正在逐步恶化。由于制造业和零售业临时雇佣较普遍，所以在悲观情绪蔓延的情况下，雇主可以更快的调整

雇员数量造成这两个行业在8月就业人数均明显下降。

联储货币政策走势需结合经济数据和财政政策发展，关注9月联储会议。在硬数据无显著恶化且财政政策尚不明朗的情况下，联储货币政策大概率为言辞指导或延长所持资产久期等偏保守方法。由于货币政策本身并不是解决经济问题的万能药，需搭配合适的财政政策。在第二阶段财政方案仍不明朗叠加较高通胀的情况下，我们判断联储应不会直接推出大规模的资产购买计划。

欧元区经济明显放缓，围绕希腊第二轮援助计划的争论将扰动市场。2季度欧元区及其主要国家——德法的实际GDP增速均大幅回落。同时，8月欧元区制造业PMI已降至收缩区间。围绕希腊第二轮援助计划的争论将在短期扰动资本市场，希腊和德国10年国债息差已创2011年来新高。

（信息来源：兴业证券 报告日期：2011-9-7）

西部宏观策略简评：海外经济体的动荡导致国内出口数据大幅下滑，拖累国内经济增速企稳回升进程。偏紧的政策面和资金面使得市场主力资金观望情绪浓厚，加之不容乐观的通胀运行前景，种种因素制约市场信心难以根本性好转，A股市场重心进一步下移。投资者应注意系统性风险的防范，差异化配置为主，重点关注防御性行业中出现的相对收益。

研发中心投资顾问团队

电 话：029-87406691

E-mail: hexue @xbmail.com.cn

免责声明

本资讯仅供西部证券客户参考，其信息均来自于公开信息及合法获得的相关内外部报告资料。投资顾问力求引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据准确性和完整性做出保证。本资讯中的任何观点和建议仅代表发布时的判断和建议，供投资者参考，不构成投资者证券买卖的投资依据，亦不保证所做出的任何建议不会发生任何变更，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本资讯产品所载内容和信息，独自做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及投资顾问不对任何人因使用本资讯中的内容所引致的直接或间接损失承担任何责任。我公司信息隔离墙制度控制内部一个或多个部门及关联机构的信息流动，在法律许可的情况下，我公司或关联机构可能会持有本资讯中涉及的公司所发行的证券并进行交易。

本资讯版权归西部证券所有，未经西部证券正式书面授权许可，任何机构或个人不得以任何方式发送、传播或复印本资讯产品。
