

不一定完美的风暴



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

- 9 月全球金融市场仍处多事之秋，经济放缓成为投资者的共识，但程度尤未可知；欧洲债务危机的导火索是否会重新点燃，会令投资者不安；各国央行是否会从魔术帽里重新变出“兔子”，这诸多不确定性仍会令市场波动剧烈。

在目前时点，我们考察 9 月的“已知”和“未知”，来推测海外金融市场、经济政策的走向。

- 9 月初以来，我们“已知的”是在全球经济放缓背景下，ECB、BOE 均维持利率不变；瑞士央行干预外汇市场，防止瑞郎升值，新兴市场停止紧缩政策；尽管伯南克没有就新的刺激方案提供新的指引，但奥巴马政府已推出新的财政刺激方案。整体而言，各国政府的关注重点将在经济增长和金融市场稳定，对通胀的关切或有所下降。
- 我们依然认为在 9 月剩下的时间中，金融市场将大幅波动，不确定性依然很高。
- 对于欧元区，我们认为希腊仍将是风暴中心，二季度 GDP 萎缩了 7.3%，使得市场对其债务可偿性疑虑增加。欧盟/IMF 的救助资金能否到位、希腊政府与 90%以上投资者能否落实 7 月欧盟峰会的债务互换协议、9 月底德国议会对扩大欧元区金融救助机制(EFSF) 规模的投票是否通过，仍将考验市场。**意大利、西班牙的市场融资能力同样是 9 月关注焦点**，中、下旬的国债拍卖收益率能否稳定将成为今年剩下的时间中欧债变化的分水岭。
- 对于美国，9 月 21 到 22 日的议息会议中，我们不能对 Fed 希望的更多，因 10 年期国债已处历史低位，且国内的市场流动性转好。向上的意外在于美联储通过“扭曲交易”购入 30 年国债，而出售 2 年期短债、Fed 或宣布较为明确的通胀目标，但我们认为这在 9 月会议均不太会发生。
- 从全球合作的角度，9 月 23—25 日的 IMF 和世界银行会议值得关注，与会者或讨论全球经济治理、各国经济再平衡和缓冲金融市场动荡的问题。我们认为从欧洲银行业而言，加快并购、从全球范围引入主权基金等战略投资者补充资本将是必要选择。
- 整体看，9 月仍是金融市场的风暴期，我们认为此后市场将转入平静。对于谨慎的投资者而言，退出市场观望或做多主要资产波动率或是好的选择；而相信欧元区领导人智慧、信奉经济刺激有效论的交易者则可参与反弹，尽管仍有风险。

目 录

不一定完美的风暴.....	4
9月欧美市场仍处多事之秋.....	4
我们的“已知”.....	5
我们的“未知”.....	8

图表目录

图 1: 美国的花旗经济意外指数回升.....	4
图 2: 欧元区经济和股市均出现大幅下滑	4
图 3: 股票市场 VIX 指数持续上行.....	4
图 4: 欧元区银行间市场流动性紧张.....	5
图 5: 市场预期欧元区降息概率增加.....	5
图 6: 美国中小企业乐观指数处于低位.....	7
图 7: 就业市场疲弱使得消费低迷	7
图 8: 瑞郎走强影响经济增长率	8
图 9: 新兴市场工业生产放缓明显	8
图 10: 巴西 1 年期互换利率开始走低	8
表格 1: 奥巴马的美国就业法案主要内容(America Jobs Act)	6
表格 2: 9 月的全球经济和金融市场主要事件	9

不一定完美的风暴

9月欧美市场仍处多事之秋

9月全球金融市场仍处多事之秋，经济放缓成为投资者的共识，但程度尤未可知；欧洲债务危机的导火索是否会重新点燃，会令投资者不安；各国央行是否会从魔术帽里重新变出“兔子”，这诸多不确定性仍会令市场波动剧烈。

从实体经济来看，花旗意外指数显示美国经济走升，但欧元区仍在持续下滑。对于美国的意外指数上升，我们认为主要是8月中旬主要机构下修了美国经济增长预期，使得投资者对于之后美国经济的高频数据的预期均比较低所致，从绝对值来看，PMI、消费者信心指数等领先指标均呈现下滑，尽管幅度并不高。欧元区的经济走弱仍在延续，我们认为新兴市场经济放缓、欧元汇率强势将拖累德国经济，金融动荡引发的信贷紧缩、财政削减均将使得整体欧元区经济走弱。

从金融市场来看，投资者对欧洲债务危机的担忧仍在高位。第一，相比经济，欧元区的股票市场调整幅度更大；第二，道琼斯泛欧的 VIX 指数大幅上升，并已经接近 10 年 5 月希腊债务危机爆发初的高点。

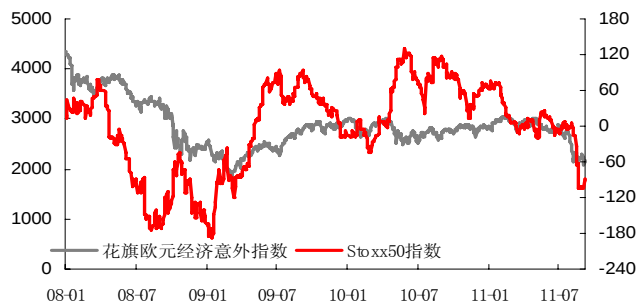
在目前时点，我们考察 9 月的“已知”和“未知”，来推测海外金融市场、经济政策的走向。

图 1： 美国的花旗经济意外指数回升



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2： 欧元区经济和股市均出现大幅下滑



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3： 股票市场 VIX 指数持续上行



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们的“已知”

9月初以来，我们“已知的”是在全球经济放缓背景下，ECB、BOE 均维持利率不变；瑞士央行干预外汇市场，防止瑞郎升值；尽管伯南克没有就新的刺激方案提供新的指引，但奥巴马政府已推出新的财政刺激方案。

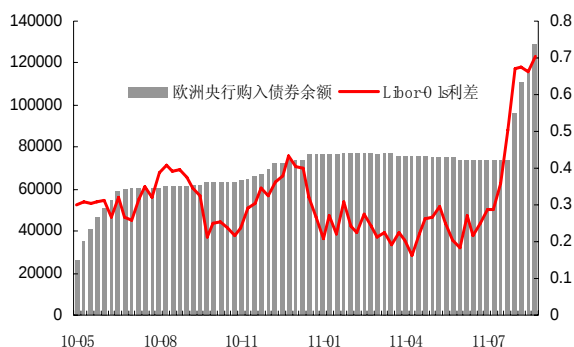
欧元区央行维持利率不变，对市场的态度趋于“鸽派”

在周四的议息会议上，ECB 尽管维持回购利率 1.5% 不变，但对于市场的态度趋于软化。欧洲央行将 2011 年经济增长从 1.9% 下调至 1.6%，2012 年从 1.7% 下调至 1.3%，此后特里谢在记者招待会上强调了经济下行风险，并表示如金融市场恶化，将进一步向市场提供资金。

我们认为随着通胀压力走缓、持有希腊债券的违约风险上升导致欧元区金融机构间市场流动性枯竭风险提高，欧洲央行会对金融市场进行更多支持，如继续购入西班牙、意大利国债、在银行间市场为提供更多的资金，压低拆借利率。

此外，值得关注的是期货市场反映欧洲央行降息概率增加，考虑经济放缓、金融市场动荡和未来的通胀下行，我们认为年底欧元区存在降息 25 个基点的可能。

图 4： 欧元区银行间市场流动性紧张



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5： 市场预期欧元区降息概率增加



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美国的经济刺激，财政先行

伯南克在周四的讲话大致与 8 月的 Jackson Hole 会议相同，对于新的货币刺激未置可否，表示将在 9 月底的议息会议评估经济变化、讨论新的刺激方案，这令市场失望。

美国的经济刺激依然遵循财政先行的市场预期，奥巴马的 4470 亿美元的财政刺激方案主要集中在减税、增加基础设施建设和增加就业岗位，这在年底前有待国会的批准。

具体来看，该项财政刺激或有以下几方面作用：第一，由于目前失业率高达 9.1%，且失业者中长期失业居多，因而鼓励企业增加雇佣最为重要，政府通过增加小企业资金可得性、降低工资税等方式，力图改善就业市场；第二，由于今年以来财政紧缩导致政府部门就业岗位减少了 210 万个，本次财政刺激力图改善公共部门就业，如增加公立学校的建设、保证教师等公务员岗位等；第三，由于危机以来美国房价下跌 30% 以上，止赎上行始终制约房地产市场复苏，允许居民以低利率得到再融资，有利于房

地产市场价格企稳，财富效应增强亦对消费增长有利；第四，对企业减税的延长，有利于增加软件、设备等行业的固定资产投资，促进经济增长。此外，为平衡财政，该项计划有赖于其他预算削减来实现。

奥巴马的财政刺激短期对经济提振有限，市场反应亦比较平淡。其一，该计划有待国会批准，在三、四季度不会产生正面刺激效果；其二，美国企业并非缺乏资金，标普500企业的现金资产比例高达10%，但其对盈利前景的不明确，制约投资增加。当然，我们认为由于中小企业是服务业的构成主体，其对经济乐观前景亦处于底部，减税和资金激励或会在2012年上半年产生积极影响，就业的增加会使消费增长率有望回到2%的水平。（我们预测今年三季度在1%以下）

表格 1：奥巴马的美国就业法案主要内容(America Jobs Act)

减少税收，增加中小企业雇佣和发展（700 亿） 对 98%的中小企业削减工资税	促使失业者重回劳动力市场（620 亿） 延长失业金领取年限，减少新的解雇发生，各州可以灵活使用失业金为寻求工作者提供帮助
对于现有员工增加工资或增加雇佣的企业免征工资税	为雇主增加每一个长期失业者雇佣提供 4000 美元税收减免
资本支出减税延长至 2012 年，以刺激投资 进行金融改革，放松管制，增加私营和小企业资金可得性	防止雇主在雇佣失业者时歧视性行为发生 扩大为低收入中青年的提供就业机会
重振和促进美国现代化，增加就业岗位（1400 亿） 对增加每一个长期失业者雇佣提供 5600—9600 税收减免	为工作的美国居民和家庭提供税收减免（1750 亿） 在 2012 年为 1600 万员工削减工资税
防止公共部门新的解雇发生，如为 28 万教师、警察等保留岗位	允许更多美国人在 4%利率进行抵押贷款再融资
改善 3.5 万公立学校的设施和环境，促使现代化	提出长期赤字削减计划，稳定债务率

增加基础设施投资和国家基础设施银行促进铁路、公路

和机场现代化，并带动相关就业

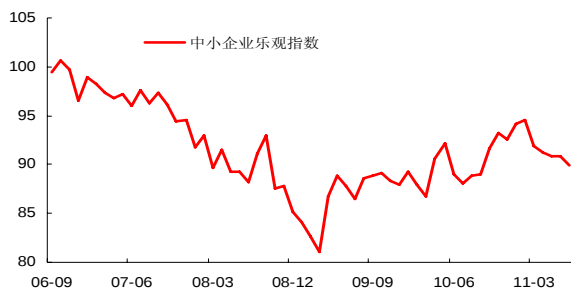
推出新的“项目重建”，亿私人部门加杠杆和土地银行、公

司合营方式促进私人部门重建房屋、商业和社区

扩充高速宽带网络，增加可得性

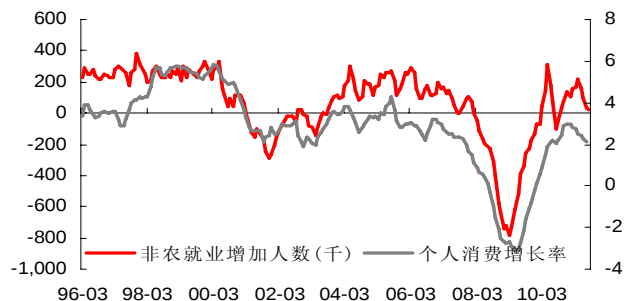
资料来源：华泰联合证券研究所

图 6： 美国中小企业乐观指数处于低位



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 7： 就业市场疲弱使得消费低迷



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

新兴市场进入了政策观望期

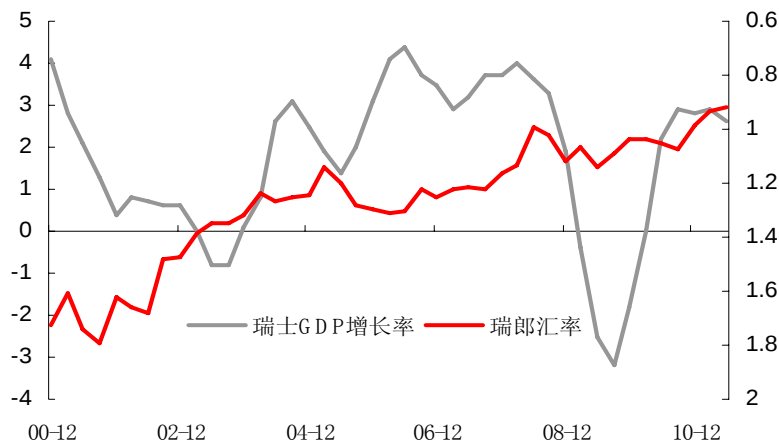
为应对经济放缓，各国政府大多进入了政策观察期，受到货币持续升值困扰的瑞士央行实行了固定汇率制，释放流动性，而大多国家的货币政策进入观察期。

从瑞士央行的操作来看，为应对国际避险资金持续买入瑞士法郎，导致瑞士法郎兑美元比价不断上升，并引发经济增长放缓的担忧，其在9月6日终于使出了锚定瑞郎汇率的最终手段，将欧元兑瑞郎最低汇率设定为1.2，释放货币流动性，抑制瑞郎升值，并扶持经济增长。

从新兴市场来看，我们发现巴西、韩国的工业生产明显下行，而巴西央行降息了 50 个基点，本周菲律宾、韩国、印尼和菲律宾等央行均维持利率不变。

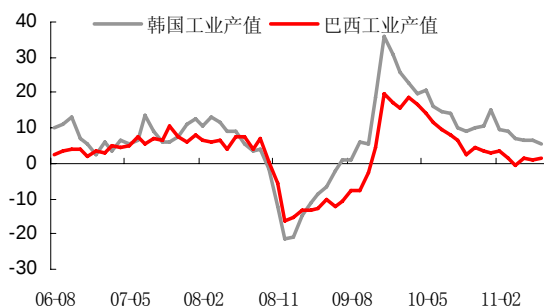
我们认为在全球经济走缓、大宗商品价格上行有限前提下，新兴市场的政策取向将优先考虑增长目标，加息周期或以结束，未来货币升值亦将放缓。

图 8： 瑞郎走强影响经济增长率



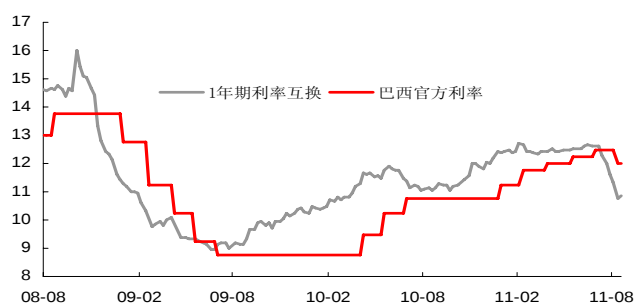
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 9： 新兴市场工业生产放缓明显



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 10： 巴西 1 年期互换利率开始走低



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们的“未知”

我们依然认为在 9 月剩下的时间中，金融市场将大幅波动，因不确定性依然很多，在表格 2 中列举了主要相关事件。

- 对于欧元区，我们认为希腊仍将是风暴中心，二季度 GDP 萎缩了 7.3% 使得市场对其债务可偿性疑虑增加。欧盟/IMF 的救助资金能否到位、希腊政府与 90% 以上投资者能否落实 7 月欧盟峰会的债务互换协议、9 月底德国议会对扩大欧元区金融救助机制(EFSF) 规模的投票是否通过，仍将考验市场。意大利、西班牙的市场融资能力同样是 9 月关注焦点，中、下旬的国债拍卖收益率能否稳定将成为今年剩下的时间中欧债变化的分水岭。

- 对于美国，9月21到22日的议息会议中，我们不能对Fed希望的更多，因10年期国债已处历史低位，且国内的市场流动性转好。向上的意外在于美联储通过“扭曲交易”购入30年国债，而出售2年期短债，Fed或宣布较为明确的通胀目标，但我们认为这在9月会议均不太会发生。
- 从全球合作的角度，9月23—25日的IMF和世界银行会议值得关注，与会者或讨论全球经济治理、各国经济再平衡和缓冲金融市场动荡的问题。我们认为从欧洲银行业而言，加快并购、从全球范围引入主权基金等战略投资者补充资本将是必要选择。

整体看，9月仍是金融市场的风暴期，我们认为此后市场将转入平静。对于谨慎的投资者而言，退出市场观望或做多主要资产波动率或是好的选择；而相信欧元区领导人智慧、信奉经济刺激有效论的交易者则可参与反弹，尽管仍有风险。

表格 2：9 月的全球经济和金融市场主要事件

时间	事件
09/12/2011	在布鲁塞尔召开欧盟外长会议
09/12/2011	费舍尔在达拉就斯货币政策发表讲话
09/12/2011	Bullard 就联储政策动向发表评论
09/13/2011	意大利拍卖最多高达 40 亿欧元的票面利率 4.75%2020 年到期债券
09/13/2011	意大利拍卖票面利率 4.5%2020 年到期债券
09/13/2011	意大利拍卖票面利率 4.5%2018 年到期债券
09/13/2011	意大利拍卖票面利率 4%2020 年到期债券
09/14/2011	欧盟议会就债务危机和经济形势展开讨论
09/15/2011	西班牙拍卖票面利率 4.85%2020 年到期债券
09/15/2011	西班牙拍卖票面利率 4.6%2019 年到期债券
09/15/2011	西班牙拍卖票面利率 4%2020 年到期债券
09/20/2011	葡萄牙公布年初至今财政预算情况
09/21/2011	FOMC 利率决策

09/23/2011-09/25/2011

IMF 和世界银行举行年度会议

09/29/2011

德国立法委员就欧洲救助基金变更举行投票

09/29/2011

意大利拍卖浮息债券

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。