

宏观经济点评

国际财经周报 (2011.09.12-18)

欧债危机风波再起，

流动性注入效果有待观察

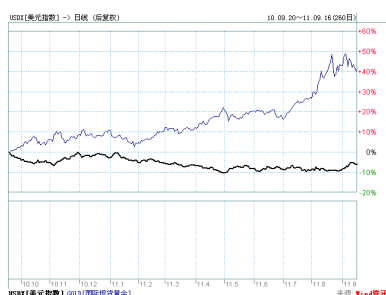
欧美股市一周涨幅

道琼斯工业平均指数	4.70%
NASDAQ 综合指数	6.25%
标准普尔 500 指数	5.35%
伦敦富时 100 指数	2.95%
巴黎 CAC40 指数	1.90%
法兰克福 DAX 指数	7.39%

亚太股市一周涨幅

东京日经 225 指数	1.45%
恒生指数	-2.07%
沪深 300	-0.62%
上证综合指数	-0.62%

美元和黄金走势



摘要:

- 本周欧债问题再起波澜，希腊前 8 月债务较去年同期增加约 18.7%，减赤措施未使欧盟和 IMF 满意，援助款项获得遭遇困难，10 年期国债和 1 年期国债收益率创历史新高，法国两家银行因希腊债务问题评级遭下调。在主权债务国家加强减赤计划的制定和实施、欧盟发行 10 年期债券援助葡萄牙和五大央行联手注入流动性等利好刺激下，本周欧美股市反有所反弹，黄金等避险资产价格稳定，市场信心有所恢复。
- 美国基本通胀水平再次上升并达到 3.8% 的高位，创 2009 年 9 月以来新高，能源价格高位盘整，食品价格继续维持上升趋势；工业产出和零售销售较上月增速大幅回落，一周季调后初请失业金人数超预期；地方联储制造业指数差于预期，但消费者信心 6 月份以来首次有所改善。美国经济复苏情况并不理想，失业和通胀的双重问题仍然是联储未来货币政策难以取舍的地方。考虑到奥巴马表示 4470 亿美元经济刺激计划将使得美国失业率降低到约 8%，而美国目前的通胀水平不太适合投入更多的美元流动性，我们认为联储下周的议息会议可能在这方面有所考虑。
- 欧元区 7 月工业产出增速有所提升，但通胀已经非常接近理想水平，主要国家通胀水平继续维持在 2% 以上。欧债问题仍然是经济增长的障碍，尽管本周利好不断，我们认为这些只能解决短期内欧债国家的困境，长期内还将依赖主权国家财政和预算上的改革，若改革效力不佳，本周的欧债问题还将继续重演。
- 考虑到国际环境复杂而不理想的近况，外围市场给 A 股市场带来的系统性风险将长期存在，数据和事件的重大节点还将给后期 A 股市场走势造成短期动荡。宏观政策方面，受国内通胀水平影响，继续维持对于央行货币政策短期内仍然不会放松的判断。
- 下周关注：9 月 19 日奥巴马提出包含对富人和企业增税等内容的减赤计划；20 日，美国联邦公开市场委员会召开为期 2 天的议息会议，次日公布利率决定和政策声明；23 日，包括希腊、西班牙、葡萄牙等国部分债务到期。

宏观经济研究小组

证书编号 S0120511030001

联系人：张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

• 本周重要事件	3
• 点评	3
• 本周重要宏观数据	7

图表目录

图 1 CRB 综合现货走势	5
图 2 CRB 综合期货走势	5
图 3 美国季调后 CPI (当月同比: %)	5
图 4 美国季调后核心 CPI (当月同比: %)	5
图 5 美国季调后能源和食品价格走势 (当月同比: %)	5
图 6 美国生产者物价指数 (当月同比: %)	5
图 7 美国工业总体产出指数 (当月环比: %)	6
图 8 美国红皮书商业零售销售 (当周同比: %)	6
图 9 美国一周季调后初请失业金人数 (人)	6
图 10 美国密歇根大学消费者信心指数	6
图 11 美国 10 年期国债收益率 (%)	6
图 12 欧元区工业产出 (当月同比: %)	6
图 13 欧元区核心 CPI (当月同比: %)	7
图 14 法国调和 CPI (当月同比: %)	7
图 15 意大利调和 CPI (当月同比: %)	7
图 16 英国 CPI (当月同比: %)	7

本周重要事件:

- 数据显示, 希腊 1-8 月赤字达到 186 亿欧元, 上年同期为 156.7 亿欧元。由于前期财政紧缩措施力度未达到欧盟和国际货币基金组织的要求, 使得希腊在第六笔救援贷款的获得上面临困难。市场信心减弱, 希腊 1 年期政府债券利率突破 100%, 10 年期政府债券利率达到 25.3% 的警戒线。
- 9 月 11 日, 希腊副总理兼财政部长表示, 希腊将实施包括提高房产税在内的补充性经济紧缩措施, 以削减财政赤字, 获得应对债务危机急需的贷款。
- 9 月 14 日, 穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service) 分别下调了法国兴业银行 (Societe General) 与法国农业信贷银行 (Credit Agricole) 两家法国大型银行的评级, 表示将延续并观望对法国巴黎银行 (BNP Paribas) 的评级。穆迪表示法国银行可能会因希腊债务危机而暴露风险, 加上日益恶化的新募融资环境, 穆迪担忧结构层面的问题对于银行融资及流动性的威胁正在激增, 并由此作为评估的理由。
- 9 月 14 日, 意大利投票通过总理卢斯科政府提出的 540 亿欧元 (约合 740 亿美元) 紧缩计划, 包含推行上调部分税收、提高私营部门女性退休年龄等措施, 该计划旨在 2013 年实现预算平衡。
- 欧盟 (European Union) 计划发行基准规模的 10 年期债券, 发债所筹款项将通过欧洲金融稳定机制用于援助葡萄牙。
- 欧洲央行 15 日宣布, 将在未来三个月内联合美国、英国、日本和瑞士央行分三次向欧洲银行业注入美元流动性, 以帮助欧洲银行业渡过难关。根据具体安排, 此轮行动将向欧洲银行业提供不限量的 3 月期美元贷款, 欧洲各银行可于 10 月 12 日、11 月 9 日和 12 月 7 日三次向欧洲央行投标申请美元贷款。

点评:

本周欧洲主权债务危机再度掀起波澜, 希腊之前的财政紧缩措施力度和有效性没有达到欧盟和国际货币基金组织的要求, 事实上今年希腊 1-8 月赤字额较上年同期有所增加, 增幅达到 18.7%, 因此在第六笔救援贷款的获得上遇到一定困难。受此影响, 本周希腊 10 年期国债收益率和 1 年期国债收益率均创历史新高, 其中 1 年期国债收益率突破 100% 的高点, 这表明市场对于希腊违约风险的普遍担忧。同时, 欧洲银行业因主权债务危机而暴露出银行

资产的危险，加上面临融资的困难，欧洲银行间市场同业拆借利率一路走高，其中情况较为严重的为法国三家银行，穆迪目前已经降低其中两家信用评级。在这种背景之下，主权债务国本身、欧盟、以及世界主要国家都积极参与应对欧债危机的救助措施中。主权债务国，如希腊、意大利继续加强本国财政紧缩计划的制定和实施，欧盟拟发行 10 年期债券救助葡萄牙，五大央行联手向欧洲银行注入流动性，金砖五国或买入欧洲主权债等。受此不断出现的利好信息刺激，本周欧美市场并没有因希腊债务问题而受到重挫，反而有反弹趋势，黄金等避险资产价格较为稳定，说明市场信心有所恢复。

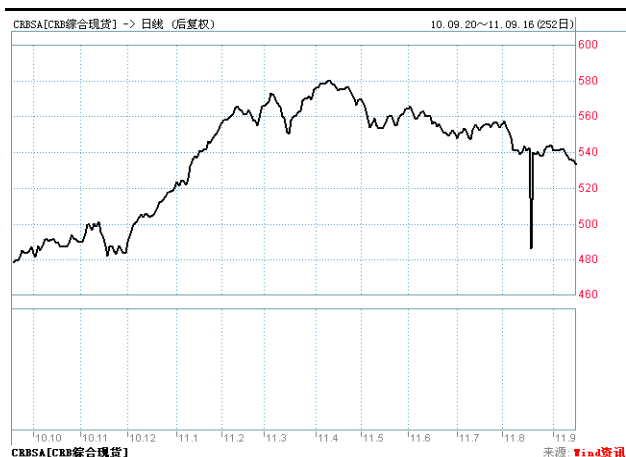
本周公布的宏观数据表明，美国本月物价水平较为稳定，但基本通胀水平再次上升并达到 3.8% 的高位，创 2009 年 9 月以来新高，能源价格高位盘整，食品价格继续维持上升趋势；而工业产出和零售销售较上月增速大幅回落，一周季调后初请失业金人数超预期，就业数据没有改善；地方联储制造业指数差于预期，但消费者信心 6 月份以来首次有所改善。由此可见，美国经济复苏情况并不理想，失业和通胀的双重问题仍然是联储未来货币政策难以取舍的地方。考虑到上周奥巴马宣布的 4470 亿美元经济刺激计划若有效，将使得美国失业率降低到 8%，加上美国目前的通胀水平不太适合投入更多的美元流动性，我们认为联储下周的议息会议可能在这方面有所考虑。

欧洲方面，欧元区 7 月工业产出增速有所提升，但通胀已经非常接近理想水平，主要国家通胀水平继续维持在 2% 以上。本周欧债问题再起风波，银行业流动性面临危机，情况已经变得岌岌可危，只能寄希望于世界各国和机构的援助，欧洲金融稳定基金（EFSF）扩容有望，德国议会将在 9 月 29 日对 EFSF 调整方案进行表决，届时欧债问题可能告一段落。尽管本周利好不断，但是我们认为，这些只能解决短期内欧债国家的困境，长期内还将依赖主权国家财政和预算上的改革，若改革效力不佳，本周的欧债问题还将继续重演，因此对欧债问题还需持谨慎态度。

总体来说，目前全球经济环境复杂而不乐观，美国经济复苏迟滞、通胀有恶化的危险，欧洲经济增长缓慢、通胀水平居于理想水平之上、主权债务危机问题一波未平一波又起，因此外围市场给 A 股市场带来的系统性风险将长期存在，欧美国家的宏观经济数据和事件的重大节点还将给后期 A 股市场走势造成短期动荡。宏观政策方面，受国内通胀水平影响，继续维持对于央行货币政策短期内仍然不会放松的判断。

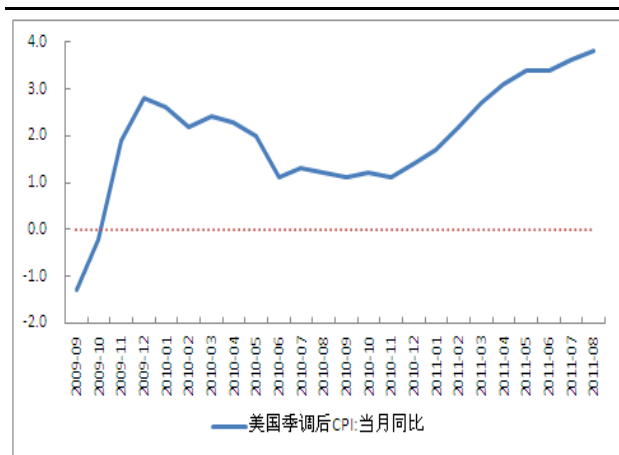
下周关注：9 月 19 日，美国总统奥巴马提出一项减赤计划，包括向富人和企业增税等内容；9 月 20 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）召开为期两天的议息会议，美国 8 月新屋开工（年化月率）（前值 -1.5%），美国 8 月新屋开工总数年化（万户）（前值 60.4，预期 59.0）；9 月 22 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布利率决定和政策声明，美国上周季调后初请失业金人数（前值 42.8 万）；9 月 23 日，希腊 20 亿欧元债务到期，西班牙共约 74.4 亿欧元债务到期，葡萄牙约 35 亿欧元债务到期。

图 1 CRB 综合现货走势



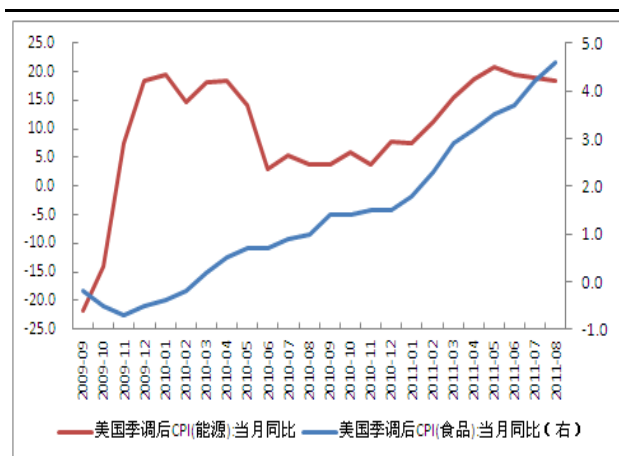
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 美国季调后 CPI（当月同比：%）



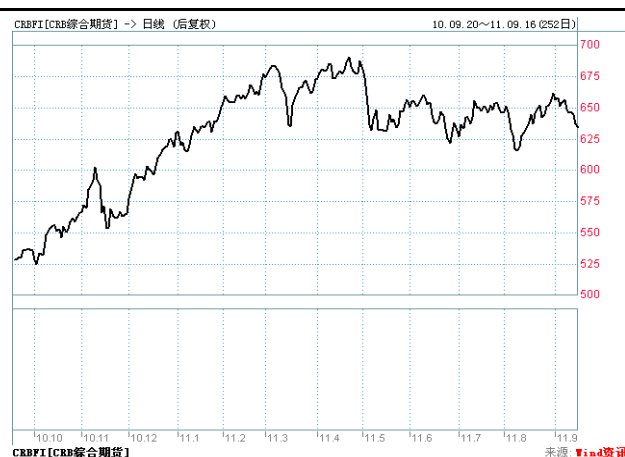
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 美国季调后能源和食品价格走势（当月同比：%）



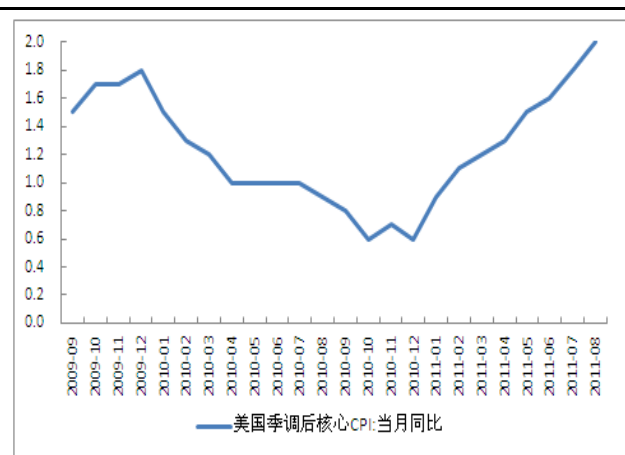
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 CRB 综合期货走势



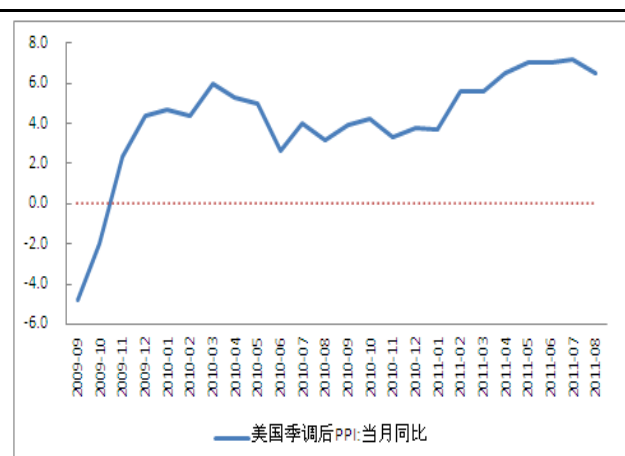
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 美国季调后核心 CPI（当月同比：%）



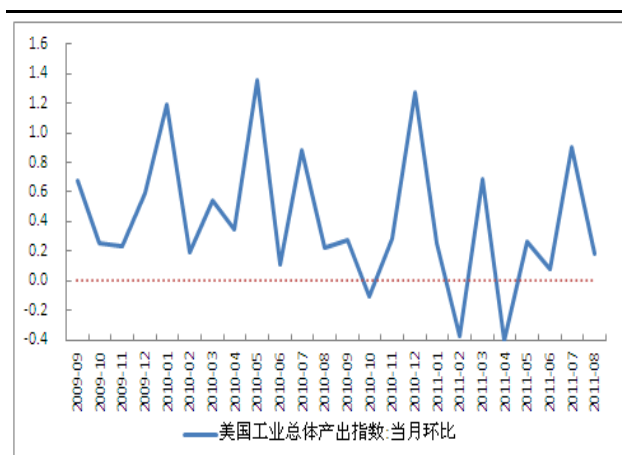
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 美国生产者物价指数（当月同比：%）



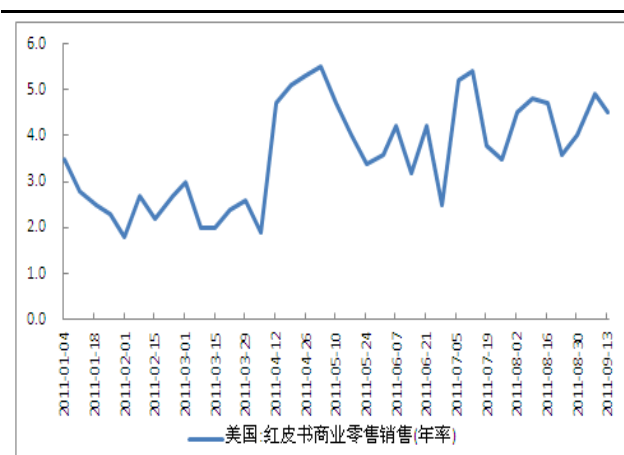
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 美国工业总体产出指数（当月环比：%）



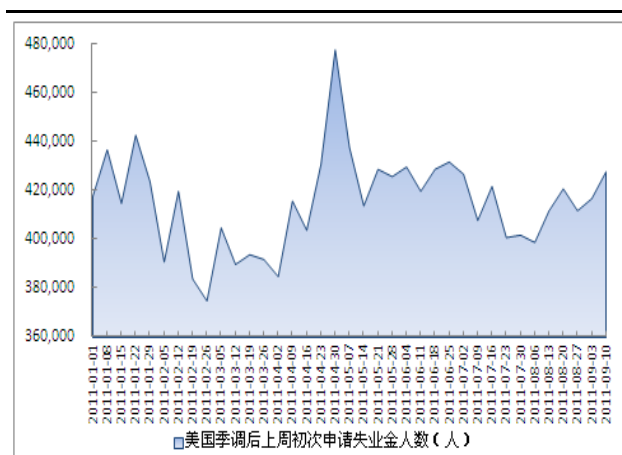
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 美国红皮书商业零售销售（当周同比：%）



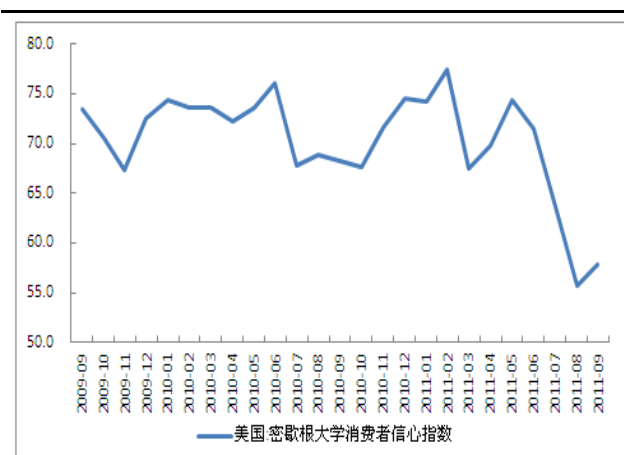
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 9 美国一周季调后初请失业金人数（人）



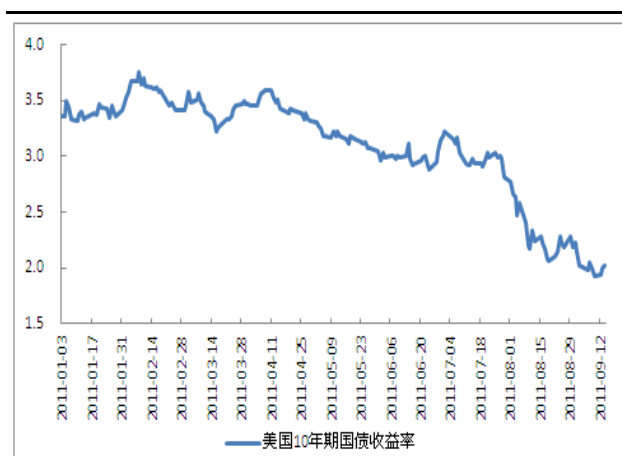
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 10 美国密歇根大学消费者信心指数



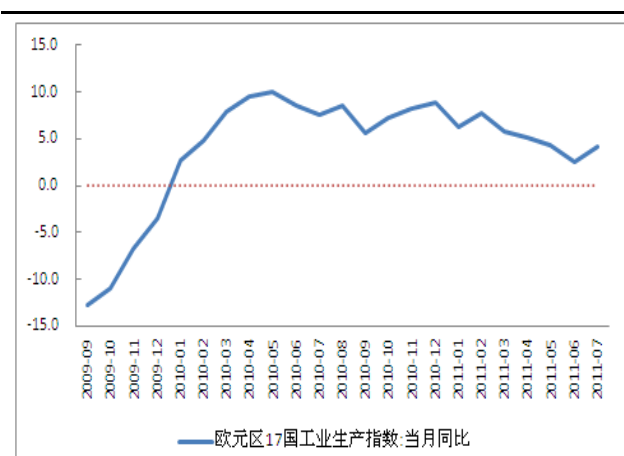
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 11 美国 10 年期国债收益率（%）



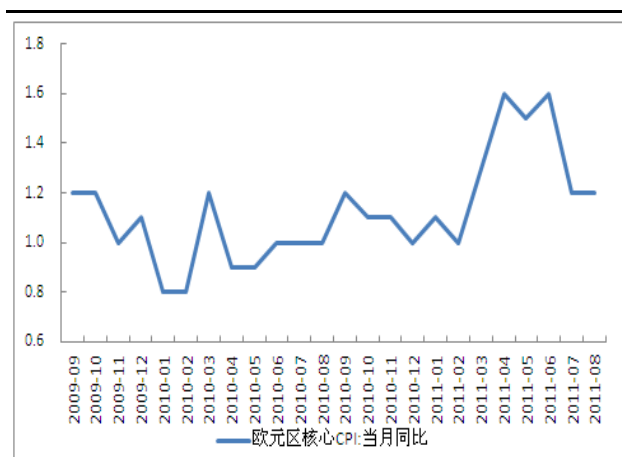
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 12 欧元区工业产出（当月同比：%）



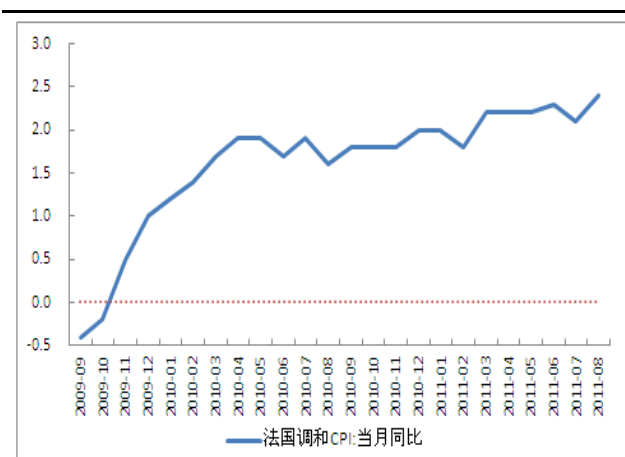
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 13 欧元区核心 CPI (当月同比: %)



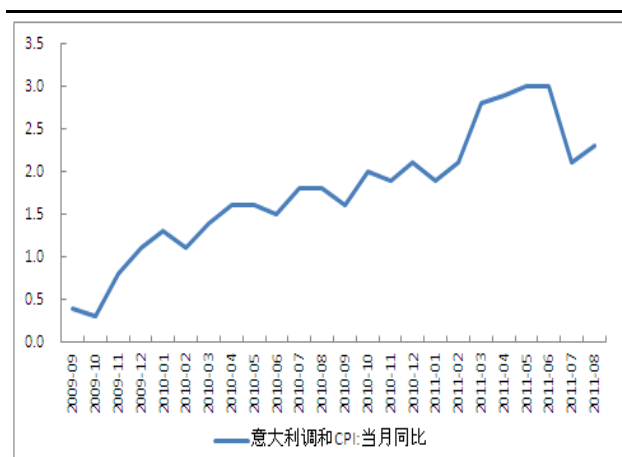
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 14 法国调和 CPI (当月同比: %)



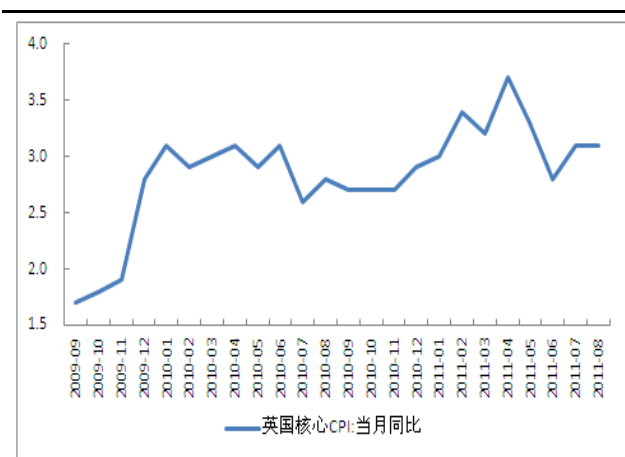
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 15 意大利调和 CPI (当月同比: %)



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 16 英国 CPI (当月同比: %)



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

本周重要宏观数据:

经济指标	上期值	本期实际值	备注
美国 8 月政府预算 (亿美元)	-1294	-1341.5	赤字额高于预期的 1320, 且较上期有所扩大
美国 8 月季调后核心消费者物价指数 (月率)	+0.2%	+0.2%	符合预期
美国 8 月季调后消费者物价指数 (月率)	+0.5%	+0.4%	高于预期的+0.2%, 较上期增速降低
美国 8 月末季调核心消费者物价指数 (年率)	+1.8%	+2.0%	高于预期的+1.9%

美国 8 月末季调消费者物价指数(年率)	+3.6%	+3.8%	高于预期的+3.6%
美国 8 月核心生产者物价指数(年率)	+2.5%	+2.5%	低于预期的+2.6%
美国 8 月核心生产者物价指数(月率)	+0.4%	+0.1%	低于预期的+0.2%
美国 8 月生产者物价指数(年率)	+7.2%	+6.5%	符合预期, 较上期有所回落
美国 8 月生产者物价指数(月率)	+0.2%	持平	略高于预期的-0.1%
美国 8 月工业产出(月率)	+0.9%	+0.2%	高于预期的+0.1%, 但增速较上期有较大幅度回落
美国 8 月核心零售销售(月率)	+0.5%	+0.1%	低于预期的+0.3%, 且较上期有所回落
美国 8 月零售销售(月率)	+0.5%	持平	低于预期的+0.2%
美国上周红皮书商业零售销售(年率)(至 0909)	+4.9%	+4.5%	增速降低
美国上周季调后初请失业金人数(万人)(至 0910)	41.4	42.8	高于预期的 41.0, 较上期人数增加
美国上周季调后初请失业金人数四周均值(万人)(至 0910)	41.475	41.950	-
美国上周季调后续请失业金人数(万人)(至 0903)	371.7	372.6	高于预期的 371
美国 9 月纽约联储制造业指数	-7.72	-8.82	低于预期的-4.0
美国 9 月费城联储制造业指数	-30.7	-17.5	较上期有所改善, 但低于预期的-15.0
美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值	55.7	57.8	高于预期的 56.5, 自 6 月以来首次回升
欧元区 7 月工业产出(年率)	+2.9%	+4.2%	低于预期的+4.6%
欧元区 7 月工业产出(月率)	-0.7%	+1.0%	低于预期的+1.5%
欧元区 8 月调和消费者物价指数终值(年率)	+1.8%	+2.0%	高于预期的+1.9%
欧元区 8 月调和消费者物价指数终值(月率)	-0.6%	+0.2%	符合预期
欧元区 8 月核心消费者物价指数终值(年率)	+1.2%	+1.2%	-
欧元区 8 月核心消费者物价指数终值(月率)	-1.0%	+0.3%	-

法国 8 月调和消费者物价指数（年率）	+2.1%	+2.4%	高于预期的+2.2%
法国 8 月调和消费者物价指数（月率）	-0.5%	+0.6%	高于预期的+0.3%
意大利 7 月工作日调整后工业产出（年率）	+0.2%	-1.6%	远低于预期的+0.7%
意大利 7 月季调后工业产出（月率）	-0.6%	-0.7%	远低于预期的+0.2%
意大利 8 月消费者物价指数终值（年率）	+2.8%	+2.8%	符合预期
意大利 8 月消费者物价指数终值（月率）	+0.3%	+0.3%	符合预期
英国 8 月季调后零售销售（年率）	持平	持平	略高于预期的-0.1%
英国 8 月季调后零售销售（月率）	+0.2%	-0.2%	略高于预期的-0.3%
英国 8 月核心消费者物价指数（年率）	+3.1%	+3.1%	-
英国 8 月核心消费者物价指数（月率）	持平	+0.7%	增速高于上期
英国 8 月消费者物价指数（年率）	+4.4%	+4.5%	符合预期
英国 8 月消费者物价指数（月率）	持平	+0.6%	符合预期
日本 7 月第三产业活动指数（月率）	+1.9%	-0.1%	-

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。