

宏观经济点评

国际财经周报 (2011.09.19-25)

QE3 期望落空，警惕经济衰退风险

欧美股市一周涨幅

道琼斯工业平均指数	-6.41%
NASDAQ 综合指数	-5.30%
标准普尔 500 指数	-6.54%
伦敦富时 100 指数	-5.62%
巴黎 CAC40 指数	-7.29%
法兰克福 DAX 指数	-6.76%

亚太股市一周涨幅

东京日经 225 指数	-3.43%
恒生指数	-9.18%
沪深 300	-2.36%
上证综合指数	-1.98%

美元和黄金走势



摘要:

- 美国 8 月新屋开工总数低于预期，环比下降 5.0%；成屋销售总数年化高于预期，环比上升 7.7%。尽管在目前宽松的利率和信贷政策下美国中长期房贷利率有所下降，但持续疲软的经济形势和政府减赤等财政改革的不确定性使得购房者信心难以提振，预计房地产市场难有太大起色。另外，美国上周季调后初请失业金人数较上周继续增加，且高于预期，就业市场仍然表现不佳，预计 9 月失业率将仍然保持高位，美国宏观经济复苏还将继续面临较大风险。
- 欧元区工业订单增速低于预期，且较上期有较大幅度的下降，创 2009 年 11 月以来新低；欧元区及其主要国家（德、法）9 月制造业采购经理人指数均低于预期，欧元区 9 月制造业采购经理人指数低于 50 的临界点，欧元区市场景气度持续下降，经济复苏继续看淡。
- 考虑到去年 11 月 QE2 推出后主要宏观经济指标的表现以及目前美国通胀情形，我们预计短期内推出 QE3 的可能性不大，或至少推出的规模低于市场预期。因此，在没有 QE3 提振的情况下，市场情绪还将继续低迷，预计美股市场不会有太大起色。欧债问题仍是制约欧洲经济复苏的最大障碍，减赤已在所难免，需要看到的是经济复苏也同时受到伤害，所以不论救或不救，欧洲方面都没有利好存在。
- 本周 QE3 预期落空，原油等大宗商品价格下跌，暂时可以解除假设 QE3 推出给国内带来的“输入型”通胀的风险，预计国内通胀继 8 月有所缓和之后将保持稳定或有进一步改善，央行货币政策保持稳健，近期进一步紧缩的可能性较小，从流动性层面上来看利于 A 股市场，但需要指出目前股市与黄金的持续下跌反应市场对经济衰退和资产贬值的恐慌，建议继续保持谨慎态度。
- 下周关注：28 日，美国 8 月耐用品订单月率，英国央行公布 9 月 20 日会议上提出的政策建议，德国 9 月 CPI 数据；29 日，德国 9 月失业率，美国 2 季度实际 GDP 增速终值，上周初请失业金人数，德国议会就 EFSF 调整表决；30 日，日本 8 月 CPI 数据及失业率，欧元区 8 月 CPI 数据及失业率，美国个人消费支出物价指数、9 月消费者信心指数等。

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声明部分

正文目录

• 本周重要事件	3
• 点评	4
• 本周重要宏观数据	8

图表目录

图 1 CRB 综合现货走势	6
图 2 CRB 综合期货走势	6
图 3 美国新屋开工数量（万户）和环比增速	6
图 4 美国成屋销售数量（万户）和年化月率	6
图 5 美国一周季调后初请失业金人数（人）	6
图 6 欧元区新增工业订单同比增长和环比增长	6
图 7 欧元区经济景气指数和经济现状指数	7
图 8 德国 ZEW 经济景气指数和经济现状指数	7
图 9 欧元区制造业 PMI	7
图 10 欧元区消费者信心指数	7
图 11 德国 PMI	7
图 12 法国 PMI	7

本周重要事件:

- 美国总统贝拉克·奥巴马 19 日公布全新削减财政赤字方案, 计划在未来 10 年削减大约 3.6 万亿美元赤字, 供国会负责减赤的两党“超级委员会”参考。其中, 包括向富人增税 1.5 万亿美元, 以及假定美国退出伊拉克和阿富汗战争可节省的约 1.1 万亿美元及可节省的利息 4300 亿美元, 另外在医疗保险在内的社会福利项目方面削减 5800 亿美元。
- 国际评级机构标准普尔公司 19 日宣布, 将意大利长期主权债务评级下调一级, 从 A+ 降至 A, 前景展望为负面。A 评级在标普的评级等级中为“投资级”的第六等, 距离“投机级”仅有两级之遥。标普表示, 降级的两大原因是意大利政局和债务前景不佳。去年意大利政府债务总额已达 1.9 万亿欧元, 占 GDP 的比例高达 119%, 这一比例在欧元区内仅次于希腊。
- 评级机构标准普尔继 9 月 19 日调低意大利主权信用评级之后, 21 日再调低 7 家意大利银行的长期评级, 展望为负面。同时, 也将另外 8 家意大利银行的评级展望从稳定调降至负面。
- 9 月 21 日, 美联储公开市场委员会 (FOMC) 结束了为期 2 天的 9 月议息会议, 会议结果显示美联储依然没有推出第三轮量化宽松政策 (QE3) 的明显迹象, 而是推出了为大多数人所预期到的所谓的扭转操作 (Operation Twist): 在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年期到 30 年期国债, 同期出售三年期或更短期国债, 其中 32% 为 6 至 8 年期, 32% 为 8 至 10 年期, 4% 为 10 至 20 年期, 29% 为 20 年期至 30 年期, 以压低长期利率水平。联储还将在每个月底发布下一个月的购买和出售暂时计划。除此之外, 公开市场委员会同时宣布维持联邦基金利率在 0-0.25% 之间不变, 并继续预计在包括较低的资源使用率, 通胀趋势受到抑制和通胀预期稳定的经济状况影响下, 联邦基金利率将在至少至 2013 年中维持在近零水准。
- 国际评级机构穆迪 21 日宣布下调美国银行、花旗银行和富国银行的债券评级, 穆迪称下调评级的原因在于这三大银行获得政府支持的可能性下降。其中, 美国银行的长期债券信用评级由 A2 下调两档至 Baa1, 将其短期债券信用评级由 P1 下调一档至 P2; 将富国银行的长期债券信用评级由 Aa3 下调一档至 A1; 将花旗银行短期债券信用评级由 P1 下调一档至 P2。此外, 穆迪还将三家银行的债券评级展望列为负面。
- 9 月 21 日, 国际三大评级机构之一惠誉公布, 确认德国 AAA 评级, 并维持其前景为稳定。截止到目前为止, 三大评级机构惠誉、穆迪和标普给德国的信用评级均为 AAA。
- 英国央行 21 日发布本月初的会议纪要, 显示大部分委员同意未来或需再推出量化宽松措施 (QE)。分析预期英国央行会等待第 3 季经济增长预测出炉, 即 11 月后推出措施。

- 9月21日，希腊政府宣布了一系列新经济紧缩措施，以便获得避免债务违约急需的救援贷款。新措施包括加快结构改革、裁减国营机构员工、减少退休金、降低个人所得税起征点等。希腊政府计划将3万名政府雇员列入劳工储备系统，并调减其薪酬。目前月退休金超过1200欧元的退休者，其退休金将减少20%；55岁以下、月退休金超过1000欧元的退休者，其收入最多将减少40%。个人所得税起征点从8000欧元降低到5000欧元。

点评:

本周欧债问题继续有恶化的风险，希腊在救援款项的获得上取决于欧盟委员会（EU）、欧洲央行（ECB）以及IMF代表团在雅典对其是否满足获得救援条件的评估结果，结果出台之前，市场对希腊会否违约以及是否继续留在欧元区的猜测和说法迭起，种种怀疑给市场增加了一些不确定性。另外，标普本周先后下调意大利主权债务评级及意大利7家银行信用评级，欧洲金融稳定基金（EFSF）的扩容结果尚不确定，不明朗的经济局势使得本周市场风险聚集。周二至周三美联储为期两天的9月议息会议召开，FOMC决策为推出4000亿美元的“扭转操作”（OT2），并且表示将利率水平维持在0-0.25%之间不变，对于在8月份全球央行年会之后市场翘首以盼的QE3的出台并没有明确表示，极大的打击了市场信心。周四，以欧美股市为主的全球股市均大幅下跌，黄金价格承压，美国中长期国债收益率持续下降并连创历史新低，股市、黄金价格等资产价格的下跌，显示市场对于经济衰退的恐慌。

本周公布的宏观数据表明，美国8月新屋开工总数年化57.1万户（7月60.4万户），低于预期，环比下降5.0%；8月成屋销售总数年化503万户（7月467万户），高于预期，环比上升7.7%。尽管8月成屋销售数据表现好于上期，且在目前宽松的利率和信贷政策下，美国中长期房贷利率有所下降，但持续疲软的经济形势和政府减赤等财政改革的不确定性使得购房者信心难以提振，预计房地产市场难有太大起色。另外，本周公布美国上周季调后初请和续请失业金人数较上周继续增加，且高于预期，表明就业市场仍然表现不佳，预计9月失业率将仍然保持高位。美国宏观经济复苏还将继续面临较大风险。

欧洲方面，欧元区7月工业订单增速低于预期，且较上期有较大幅度的下降，创2009年11月以来新低；欧元区及其主要国家（德、法）9月制造业采购经理人指数均低于预期，而欧元区9月制造业采购经理人指数低于50的临界点，欧元区经济复苏被持续看淡，市场景气度持续下降，消费者信心亦持续恶化。

总体来说，目前市场风险依然主要来自于美国经济乃至全球经济复苏迟滞、欧债危机持续恶化两者。8月全球央行年会伯南克没有宣布有关QE3的相关信息，但表露出联储仍有提供额外货币刺激的工具，市场寄极大期望于美国联邦公开市场委员会的9月议息会议，QE3的落空极大打击市场信心，并且市场对于新出台扭转操作刺激经济的效果大多不看好，后期对于美国经济复苏疲软的担忧将依然存在，对于QE3的期望将更加强烈。考虑到去年11月QE2推出后主要宏观经济指标的表现（GDP增长下降、工业产出增速下降、失业率短期下降

后再度上升、通胀走高)，以及目前美国通胀情形，我们预计短期内推出 QE3 的可能性不大，或至少推出的规模低于市场预期。因此，在没有 QE3 提振的情况下，市场情绪还将继续低迷，预计美股市场不会有太大起色。

欧债问题是制约欧洲经济复苏的最大障碍，尽管主要债务国积极进行赤字削减，欧盟、欧洲央行也通过发债、扩容 EFSF 等方式解救这些债务国，也只能在短期内缓和违约发生的可能，而无法从根本上解决问题。既然减赤已在所难免，需要看到的是经济复苏也同时受到伤害，所以不论救或不救，欧洲方面都没有利好存在。

本周 QE3 预期落空，原油等大宗商品价格下跌，暂时可以解除假设 QE3 推出给国内带来的“输入型”通胀的风险，预计国内通胀继 8 月有所缓和之后将保持稳定或有进一步改善，央行货币政策保持稳健，近期进一步紧缩的可能性较小，从流动性层面上来看利于 A 股市场，但建议继续保持谨慎态度，警惕外围市场中欧债问题的隐患所带来的波动。

下周关注：

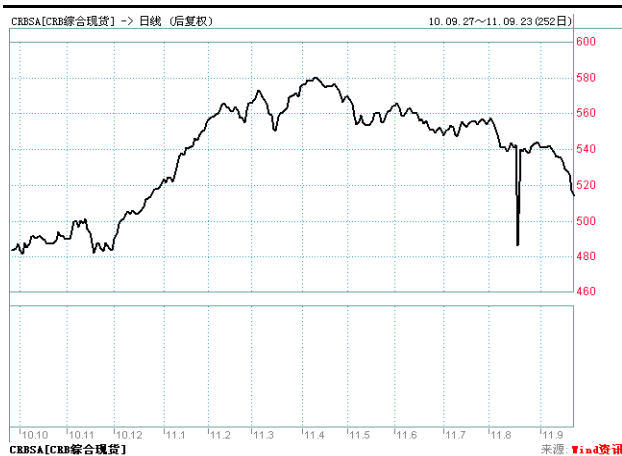
9 月 26 日，美国 8 月新屋销售总数年化（万户）（前值 29.8，预期 29.5）；

9 月 28 日，美国 8 月耐用品订单月率（前值+4.1%，预期-0.5%），英国央行公布 9 月 20 日会议上提出的政策建议，德国 9 月调和消费者物价指数初值年率（前值+2.5%，预期+2.5%），德国 9 月消费者物价指数初值年率（前值+2.4%，预期+2.5%）；

9 月 29 日，德国 9 月季调后失业率（前值 7.0%，预期 7.0%）；美国第二季度实际 GDP 终值年化季率（前值+1.0%，预期+1.2%），美国上周季调后初请失业金人数（至 0924）（前值 43.2 万）；德国总理默克尔联合政府议会团体，料在下议院就欧元区欧洲金融稳定机构（EFSF）改革付诸表决；

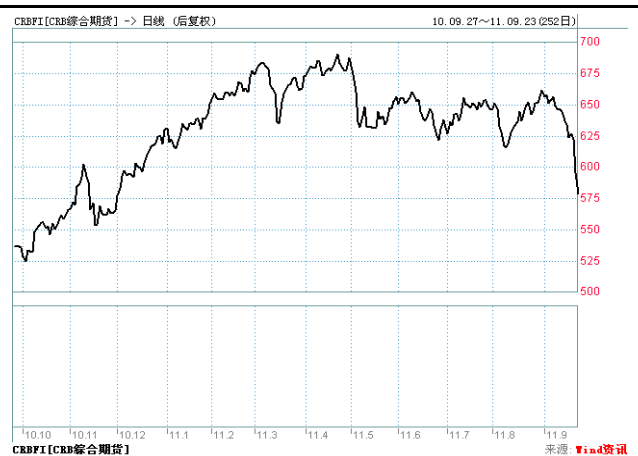
9 月 30 日，日本 9 月制造业采购经理人指数（前值 51.9），日本 8 月全国核心消费者物价指数年率（前值+0.1%，预期+0.1%），日本 8 月失业率（前值 4.7%，预期 4.7%），日本 8 月工业产出月率（前值+0.4%，预期+1.5%），意大利 8 月失业率（前值 8.0%，预期 8.1%），欧元区 8 月失业率（前值 10.0%，预期 10.0%），欧元区 9 月调和消费者物价指数年率（前值+2.5%，预期+2.5%），美国 8 月个人消费支出物价指数年率（前值+2.8%），美国核心个人消费支出物价指数年率（前值+1.6%），美国 9 月芝加哥采购经理人指数（前值 56.5，预期 56），美国 9 月达拉斯联储制造业产出指数（前值 1.1），美国 9 月密西根大学消费者信心指数终值（前值 57.8）。

图 1 CRB 综合现货走势



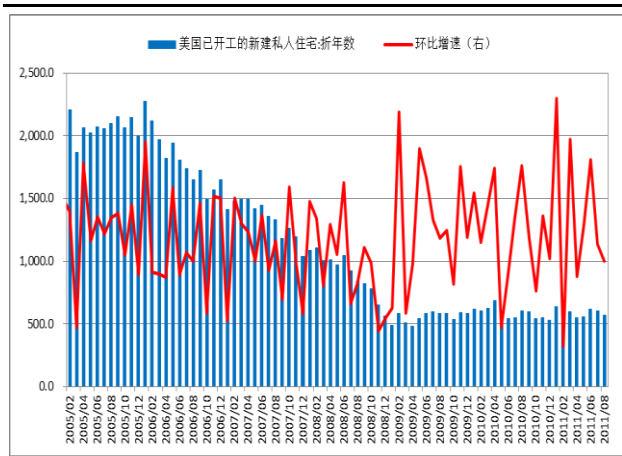
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 CRB 综合期货走势



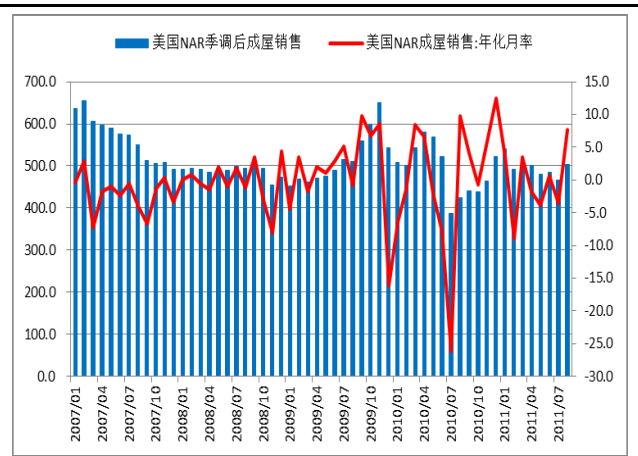
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 美国新屋开工数量（万户）和环比增速



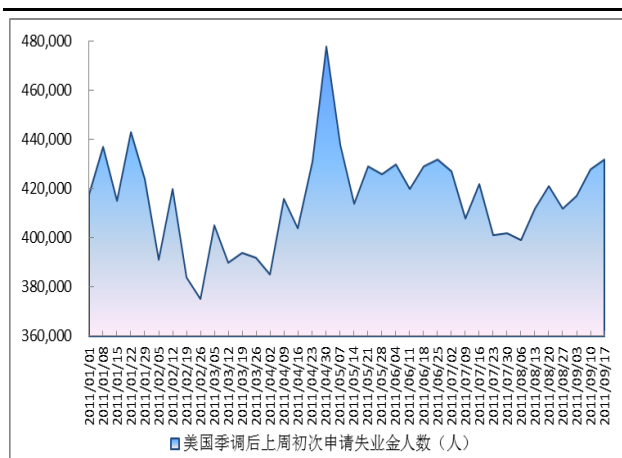
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 美国成屋销售数量（万户）和年化月率



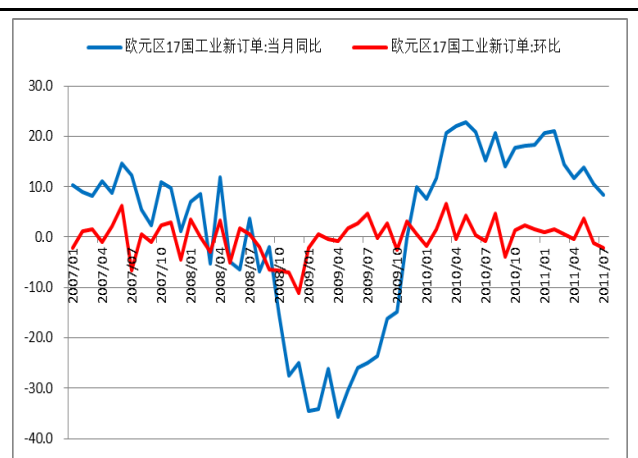
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 美国一周季调后初请失业金人数（人）



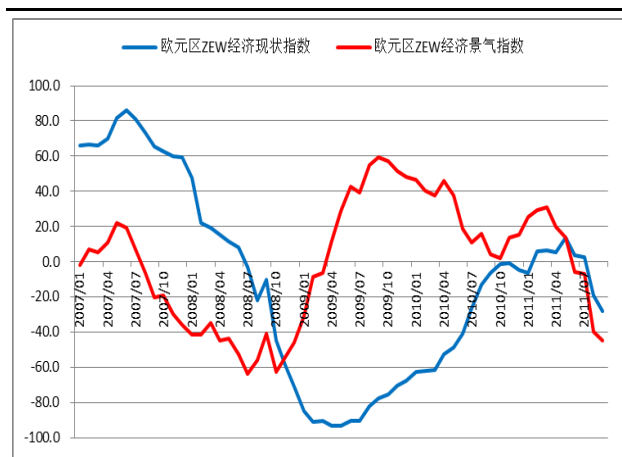
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 欧元区新增工业订单同比增长和环比增长



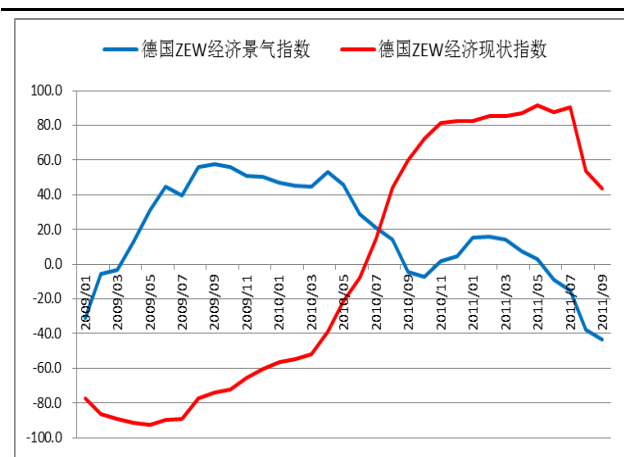
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 欧元区经济景气指数和经济现状指数



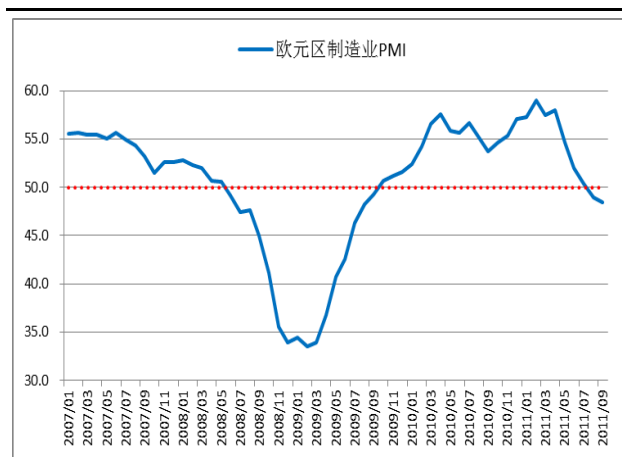
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 德国 ZEW 经济景气指数和经济现状指数



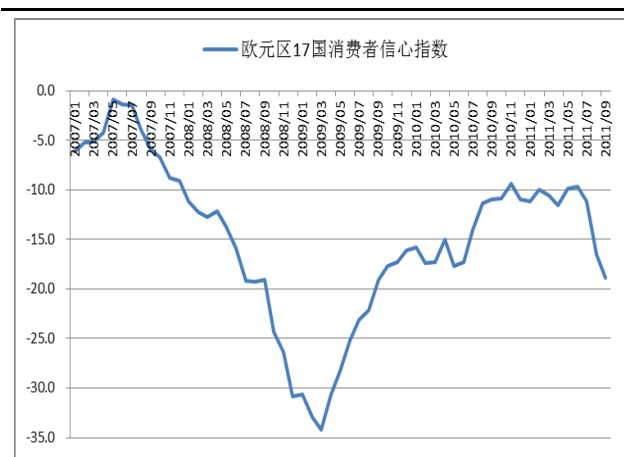
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 9 欧元区制造业 PMI



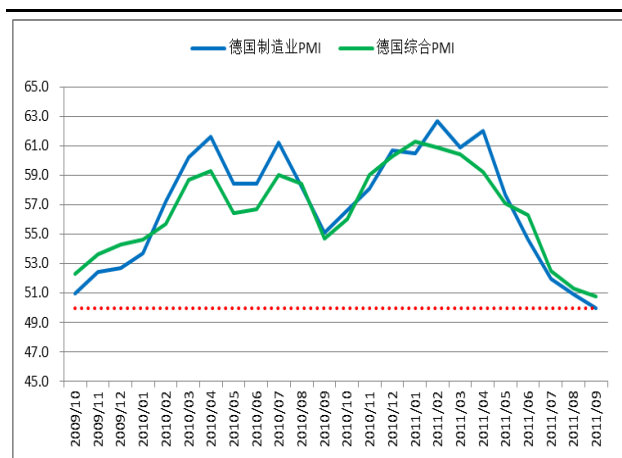
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 10 欧元区消费者信心指数



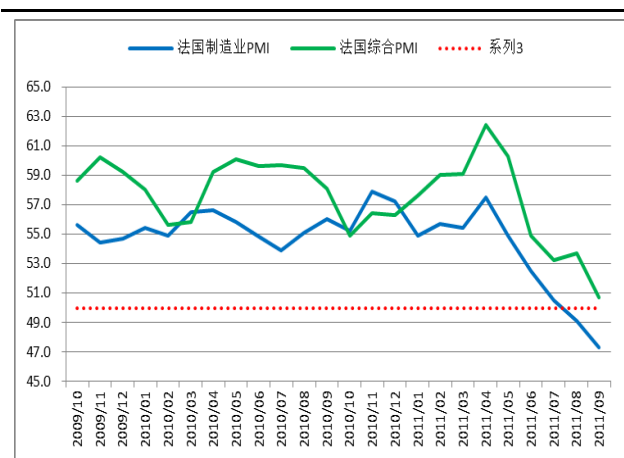
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 11 德国 PMI



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 12 法国 PMI



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 月新屋开工 (年化月率)	-1.5%	-5.0%	-
美国 8 月新屋开工总数年化(万户)	60.4	57.1	低于预期的 59.0
美国 8 月 NAR 季调后成屋销售 (年化月率)	-3.5%	+7.7%	高于预期的 1.4%
美国 8 月 NAR 季调后成屋销售总数年化 (万户)	467	503	高于预期的 474
美国上周红皮书商业零售销售 (年率) (至 0916)	+4.5%	+4.1%	增幅继续下降
美国上周季调后初请失业金人数 (万人) (至 0917)	42.8	43.2	高于预期的 42.0, 且连续三周上升
美国上周季调后初请失业金人数四周均值 (万人) (至 0917)	41.95	42.1	-
美国上周季调后续请失业金人数 (万人) (至 0910)	372.6	375.5	高于预期的 372.5
欧元区 7 月工业订单 (年率)	+11.1%	+8.4%	低于预期的 +10.6%, 创 2009 年 11 月以来新低
欧元区 7 月工业订单 (月率)	-0.7%	-2.1%	低于预期的 -1.1%
欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数	-37.6	-43.3	高于预期的 -45, 景气度持续恶化
欧元区 9 月 ZEW 经济现况指数	-19.1	-27.9	-
欧元区 9 月消费者信心指数初值	-16.5	-18.9	-
欧元区 9 月 Markit 制造业采购经理人指数初值	49.0	48.4	略低于预期的 48.5
德国 8 月生产者物价指数 (年率)	+5.8%	+5.5%	低于预期的 +5.8%
德国 8 月生产者物价指数 (月率)	+0.7%	-0.3%	低于预期的 “持平”
德国 9 月 ZEW 经济景气指数	-37.6	-43.3	略高于预期的 -45.0
德国 9 月 ZEW 经济现况指数	53.5	43.6	高于预期的 40.0, 但较上期大幅下滑

德国 9 月 Markit/BME 制造业采购经理人指数初值	50.9	50.0	略低于预期的 50.1
法国 9 月 Markit/CDAF 制造业采购经理人指数初值	49.1	47.3	低于预期的 48.5
意大利 7 月季调后工业订单(月率)	-4.4%	+1.6%	增幅继上月下滑后再次上升
意大利 7 月末季调工业订单(年率)	+5.3%	+6.5%	增幅继上月下滑后再次上升
加拿大 8 月核心消费者物价指数(年率)	+1.6%	+1.9%	高于预期的+1.6%
加拿大 8 月核心消费者物价指数(月率)	+0.2%	+0.4%	高于预期的+0.1%
加拿大 8 月消费者物价指数(年率)	+2.7%	+3.1%	高于预期的+2.9%
加拿大 8 月消费者物价指数(月率)	+0.2%	+0.9%	高于预期的+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。