



报告日期：2011 年 09 月 26 日

欧债危机悬而未决，美国经济先行回暖

——2011 年 4 季度海外宏观经济报告

要点：

- **欧债危机动摇全球金融稳定性。**欧元区核心国家债务中，意大利和法国的债务规模位居前列，而且意大利的债务规模是希腊的 4.5 倍左右，随着时间的推移意大利的债务如果不能及时解决，随之引发的金融风险将远超过希腊目前给欧元区国家带来的拖累。希腊主权债务的大债主集中在法国银行业，而法国银行业持有意大利国债风险敞口远大于对希腊国债的风险敞口。目前，救助对流动性的渴求，已经使 ECB、IMF、EU 这“三驾马车”呼吁全球的救赎。IMF 的“全球金融稳定系统”显示，风险在持续扩散，新兴市场风险有加剧迹象。
- **美国失业率出现回落趋势。**今年以来持续困扰美国经济的依旧是高失业率，最新 8 月份数据显示失业率月度仍然维持在 9.1% 的高位。但是月度数据显示 8 月份劳动力参与市场比例有小幅上升，雇佣率同样出现小幅上升。从失业结构来看，低收入、青少年失业比重较大。这部分失业人口有望在政府实施刺激政策，拉动固定资产投资的需求下，解决部分就业，为失业率延续回落做正贡献。但是从失业率结构和未来人口增长和结构变化来看。中长期失业率可能会维持一定的高位。
- **美国经济先行回暖。**美国经济增速二季度低于市场普遍预期（其中油价上涨对整体消费有明显制约），其增速主要来自商业固定资产投资的增长，设备软件类等；消费支出增长，主要来自家庭支出的增长；我们认为未来两个季度油价稳定并伴随美元指数走强，通胀缓慢下行概率大。因此，美国经济增长驱动有强化趋势。美国存销比显示近 2 年美国库存周期处于底部状态，整体存销比波动较小，有小规模补库存趋势。地产处于有底部企稳状态。“扭曲操作”后，长期利率有下行趋势，从而加大美元资产和权益类美元资产中长期吸引力，鼓励投资；同时，拉低与长期利率挂钩的房屋按揭贷款、汽车贷款利率，消费得以刺激，助推经济复苏。综合，我们看好美国经济中短期的增长。

研究员

向威达：	蔡保健
☎010-8836290	☎0755-83516230
✉ xiangwd@cgws.com	✉ caibj@cgws.com
PCN: S1070510120002	PCN: S1070511080001
高凌智：	王凭：
☎0755-83516242	☎010-88366060-8765
✉ gaolz@cgws.com	✉ wangp@cgws.com
PCN: S1070510120009	PCN: S0600210050002

联系人

朱琳：
☎010-88366060-8810
✉zhulin@cgws.com
从业证书编号：S1070111030006

相关报告和参考文献

《欧债面临 9 月洪峰，通胀依旧困扰全球》
—2011 年 9 月海外宏观策略
Overcoming Political Risks and Crisis Legacies
—IMF
Operationalizing When to Act
—IMF
Who owns the Greek Government debt and why restructuring is not so easy
—Dleimonis



目录

一、欧债危机悬而未决

1.1 欧债规模依然庞大.....	3
1.2 未来 1—3 个季度，再临到期洪峰.....	4
1.3 欧债新风险点在法国银行业.....	6
1.3.1 希腊国债大债主集中在法国银行业.....	6
1.3.2 法银行对意大利风险敞口最大.....	7
1.4 流动性压力制约救助.....	8
1.5 救助分歧加大不确定性.....	10
1.6 全球金融稳定性风险加剧.....	10

二、美国失业率出现回落趋势

2.1 失业存在结构性矛盾.....	12
2.3 结构矛盾仍会延续.....	13
2.4 长期失业形势仍需观察.....	14

三、美国经济先行回暖

3.1 GDP 增速小幅回升.....	15
3.2 库存渐现回补特征.....	16
3.3 零售向好受益油价回落.....	17
3.4 地产底部企稳.....	19
3.5 通胀有望回落.....	20
3.6 刺激政策助推经济回升.....	21



一、欧债危机恶化

我们在之前 9 月月度海外宏观策略中重点谈到 9 月份欧债面临到期高峰。从目前发展情况来看，希腊债务如期面临再次救赎的需要，而欧元区核心国之一意大利的债务问题已经浮出水面，成为市场对整个欧债问题产生恶化，并向核心国扩散的担忧加大。我们就此试图从债务规模、未来债务密集到期时间、债务持有人等维度剖析债务，继而从救助方法和策略的可能，来看欧债能否在未来 hold 住。

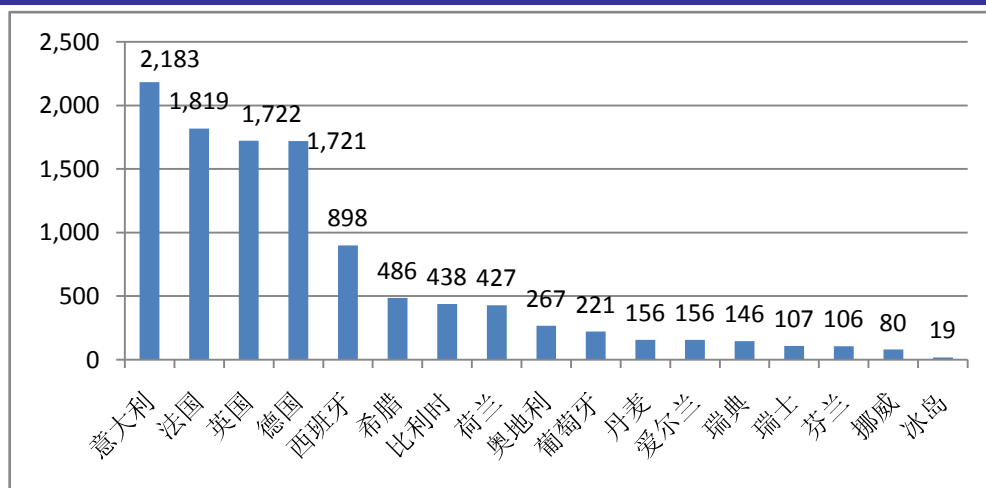
1.1 欧债规模依然庞大

目前，欧洲债务无论从债务规模角度和债务占 GDP 角度来看，欧元区核心国家都已经处在较高水平。其中，意大利和法国的债务规模位居前列，分别为 2.183 万亿美元和 1.819 万亿美元。（图 1）；意大利和法国的债务/GDP 百分比分别为 118.1%，83.5%，希腊为 144%（图 2）。

意大利的债务规模是希腊的 4.5 倍左右，可以想象随着时间的推移意大利的债务如果不能得到及时解决，随之引发的金融风险将远超过希腊目前给欧元区国家带来的拖累。

对于债务削减，按正常盈余角度看，短期是很难实现的。整个欧洲国家目前只有瑞典和挪威是财政盈余（图 2），剩余国家均处于赤字状态。因此，当下对于欧洲主权债务的解决办法仍然要从流动性找出路。

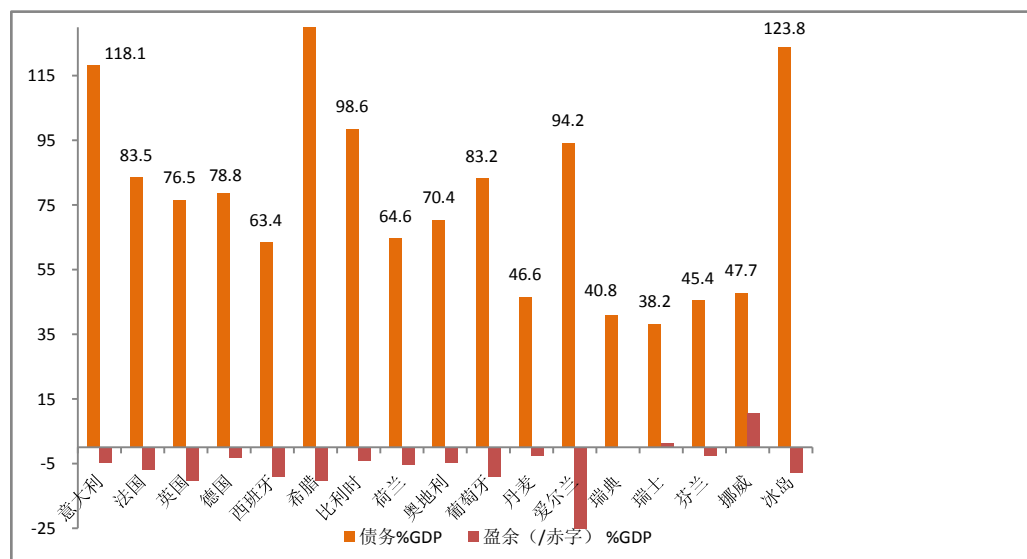
图 1：欧洲主要国家债务规模



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所



图 2：欧洲主要国家债务%GDP VS 盈余/（赤字）%GDP



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

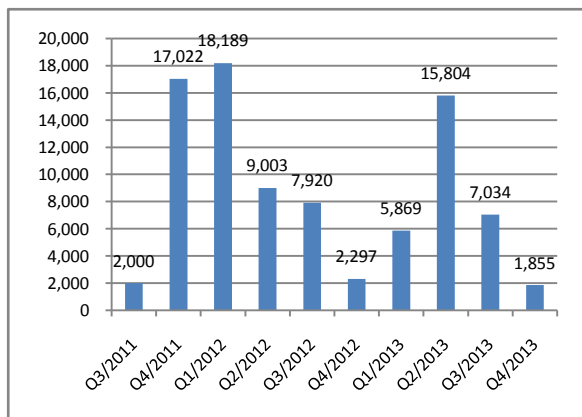
1.2 未来 1—3 个季度，再临到期洪峰

从债务到期时间角度来看，未来 1-3 个季度都将是债务到期的高峰。其中，希腊在 10 年 4 季度和 11 年 1 季度，面临 2 次到期高峰，累积达到 350 亿欧元的到期债务（图 3.）；然而，意大利 10 年 3 季度和 4 季度，就面临 1000 亿欧元的到期债务（图 4.）；11 年 1 季度 1040 亿欧元的到期债务就要再度袭来。另外，德国、法国、西班牙和欧盟的英国，都将在今年 4 季度和 11 年 1 季度面临巨额的到期债务压力。

应该说从时间周期上来看，未来欧债危机仍要面临进一步的考验，时间点应该就在今年的 4 季度和 11 年的 1 季度。中期来看，11 年 2 季度末期，欧债问题将有逐步淡化的趋势。因此，欧元区短期流动性的解决将是欧债在未来 1-3 个季度能否爆发的核心。

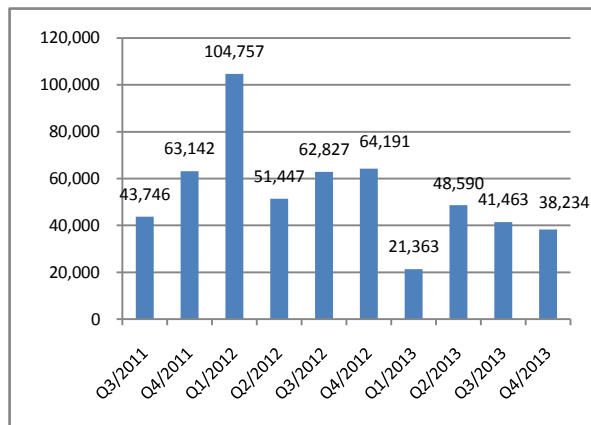


图 3：希腊季度到期债务（百万欧元）



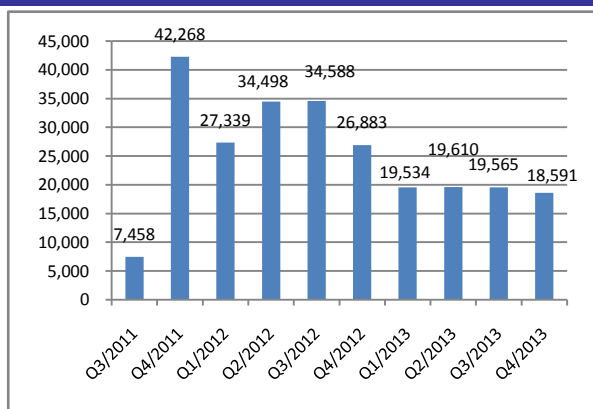
数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 4：意大利季度到期债务（百万欧元）



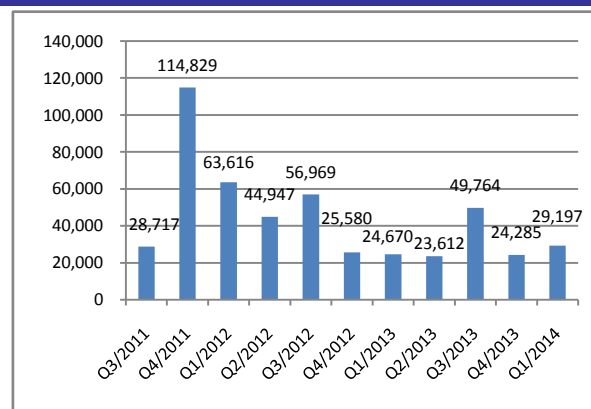
数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 5：西班牙季度到期债务（百万欧元）



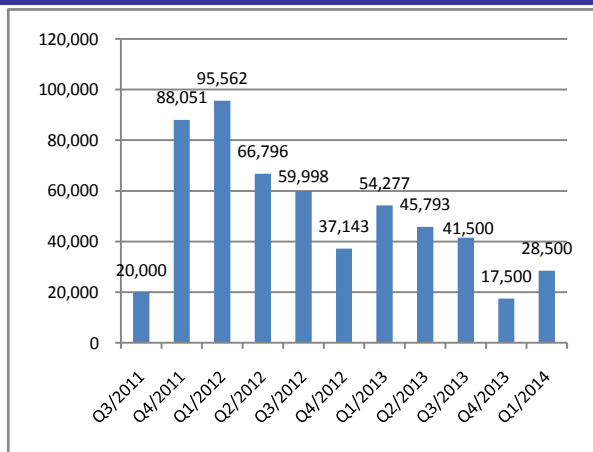
数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 6：法国季度到期债务（百万欧元）



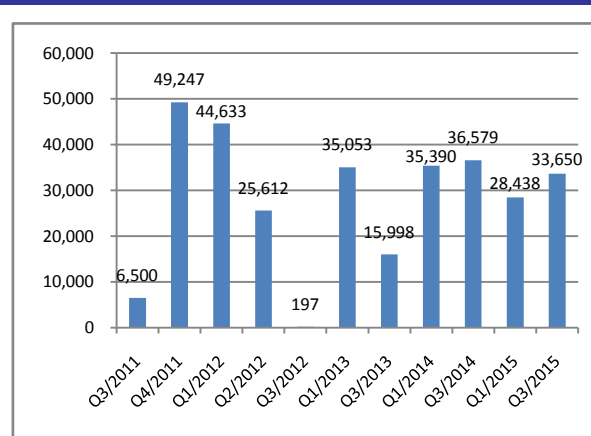
数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 71：德国季度到期债务（百万欧元）



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 8：英国季度到期债务（百万欧元）



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所



1.3 欧债新风险点在法国银行业

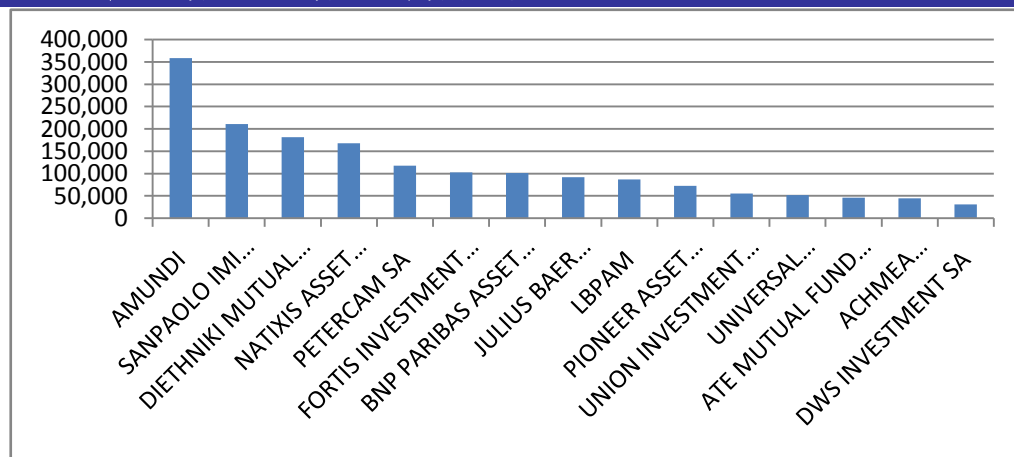
1.3.1 希腊国债大债主集中在法国银行业

希腊债务近期再度成为市场关注的核心，因为其债务逐渐累积，面临二次救助。对于二次救助的态度，随着德国内部对于再次救助的分歧，加大了市场的不确定性。从而引发了市场对于希腊违约风险的担忧，进而对于持有希腊主权债务较大的法国银行业产生强烈的看空预期，构成了前期市场卖空法国银行业的情形。这种市场恐惧在特定的市场背景下将会泛滥，产生“内生性恐惧循环”（Fear feed itself）。

因此，始于希腊债务违约担忧推演到其主权债务持有人的逻辑，如果持续恶化，那么矛盾的焦点可能进而汇集到某个金融机构，产生第二个贝尔斯登(Bear Stern)或雷曼兄弟(Lehman Brothers)的可能不可排除。那么全球金融体系的系统性风险将不排除再度爆发。

我们试图对于希腊债券的持有人按图索骥，试图确定风险区域。同时，对法国银行业的三大巨头所持有的风险敞口进行测度。在希腊国债公布的 260 个持有人名单中(9 月中旬数据)，其中前 15 大持有人所持债务占这 260 个公布者所持总量的 85.7%

图 9：希腊国债前 15 大债主持有债务规模（百万欧元）



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

希腊前 15 大债主中(图 9):

第一债主 Amundi 即是法国兴业银行（Société Générale）和法国农业信贷银行（Crédit Agricole）共同持有的资产管理公司，成立于 2010 年 1 月，法国兴业银行和法国农业信贷银行各占 25%和 75%的股份。而且，Amundi 拥有法国农业信贷的资产管理公司 CAAM 一切经营管理。



第二名, Loomis, Sayles & Company 虽然明面上是一家在美国波士顿的美国公司, 然而实际上已经被 Natixis 公司收购。然而, Natixis 是一家法国资产管理公司, 曾在 08 年 12 月曾公开在麦道夫庞氏骗局中也损失 4.5 亿美金。

另外, 大债主之一的 Fortis 经过 08 年金融危机后, 其接收人已经是法国巴黎银行 (BNP Paribas)。而法国巴黎银行的两家资产管理公司也同时列在前 15 大债主榜单。此外的 Alpha 和 Diethniki 则分别是在俄罗斯和希腊的 PE 和共同基金。

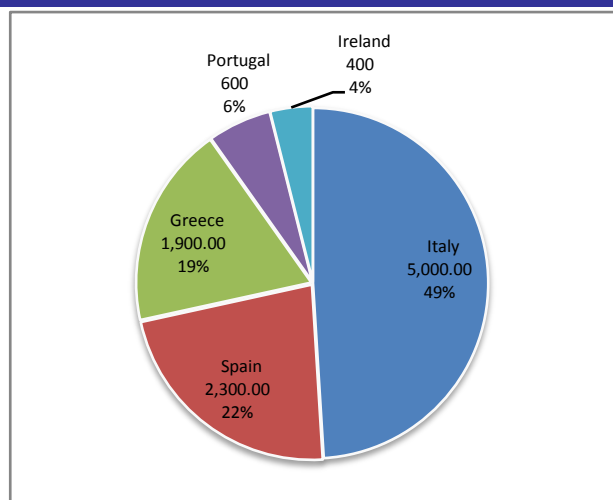
因此, 前 15 大债主, 据目前不完全统计, 很大的 60% 比例都落在了法国金融系统中。

1.3.2 法银行对意大利风险敞口最大

法国金融业作为希腊主权债务的大债主, 我们进而对法国三大银行对欧洲主权债务的风险敞口进行模糊测度 (因为, 根据目前公开数据仅能显示 11 年 2 季度或 10 年 4 季度数据)。

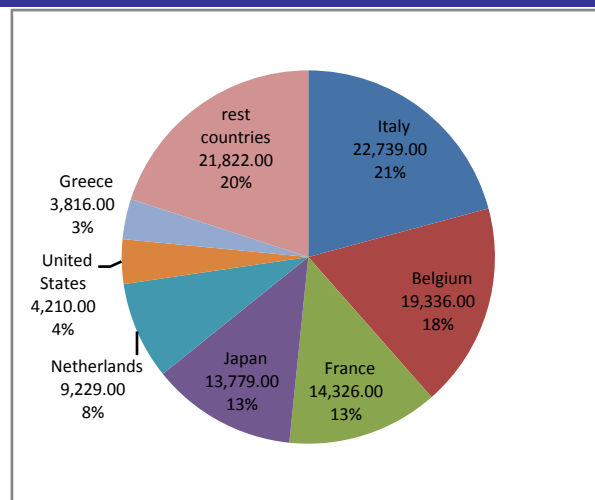
其中, 法国兴业银行对欧洲主权债务的风险敞口中, 意大利、西班牙、希腊分别为 49%、22%、19%。(图 10); 法国巴黎银行对欧洲主权债务的风险敞口分别为: 意大利、比利时、法国。(图 11); 法国农业信贷银行 (图 12) 对欧洲主权债务的风险敞口从大到小依次为: 意大利、西班牙、比利时等, 分别为 59%, 16%, 14%。

图 10: 法国兴业银行持有主权债务 (百万欧)



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

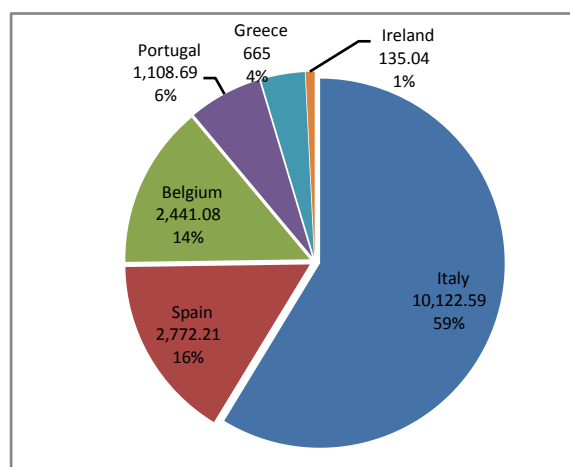
图 11: 法国巴黎银行持有主权债务 (百万欧)



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所



图 12：法国农业信贷持有主权债务（百万欧）



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

综合，我们可以看到，根据 11 年 2 季度风险敞口数据来看，法国三大银行对意大利的风险敞口最大为 37,861.59 百万欧元，对希腊为 6,381 百万欧元。意大利的债务规模是希腊的 4.6 倍左右，按比例缩放的角度来看，法国三大银行对意大利国债的风险敞口是对希腊国债风险敞口的 5.9 倍。

因此，即使短期解决了希腊主权债务，然而“浮云过后”，仍有“黑云压城”——意大利国债的风险度将是法国银行业的另一道坎。假若救助不力，第二个贝尔斯登或者雷曼兄弟可能从法国金融机构中出现。

1.4 流动性压力制约救助

对于欧洲主权债务的最终演化趋势，我们在 9 月月度海外宏观策略中分析认为，救助的概率大。对于解决这种“信用危机”（Credit Crisis）的方式基本上通过以下三种途径来最小化债务危机：

1. 主权债务滚动发行——存在发不出去的风险；
2. 改变债务结构，即通过债务延期——带来持有人流动性压力；
3. 减免未到期债务——持有人面临资产减值。

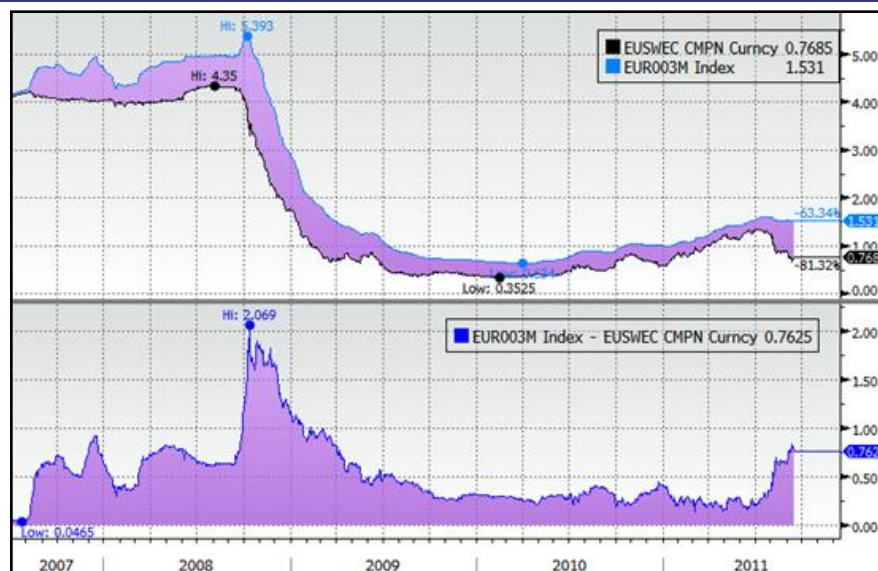
我们可以看出，无论哪种方法都将中短期为市场带来极大地流动性压力。我们可以从 Euribo-Ois 近期的变化中看到，其利差持续放大，达到 08 年金融危机临



界水平（图 14）。同样，Dollar-Euribor 的利差更是出现了 08 年危机以来的最大情形。短期流动性的压力市场已经较为充分显现（图.15）。

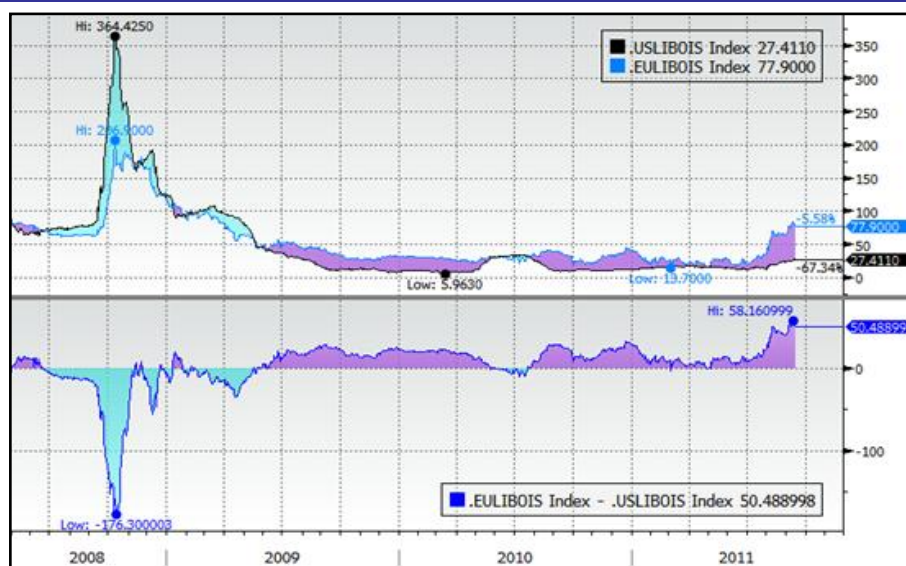
近期市场的恐慌已经显现，近期意大利在欧元区国家 CDS 市场也充分反映了市场对于欧债向核心国演化的趋势（图 16）。

图 14: Euribor-01s



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

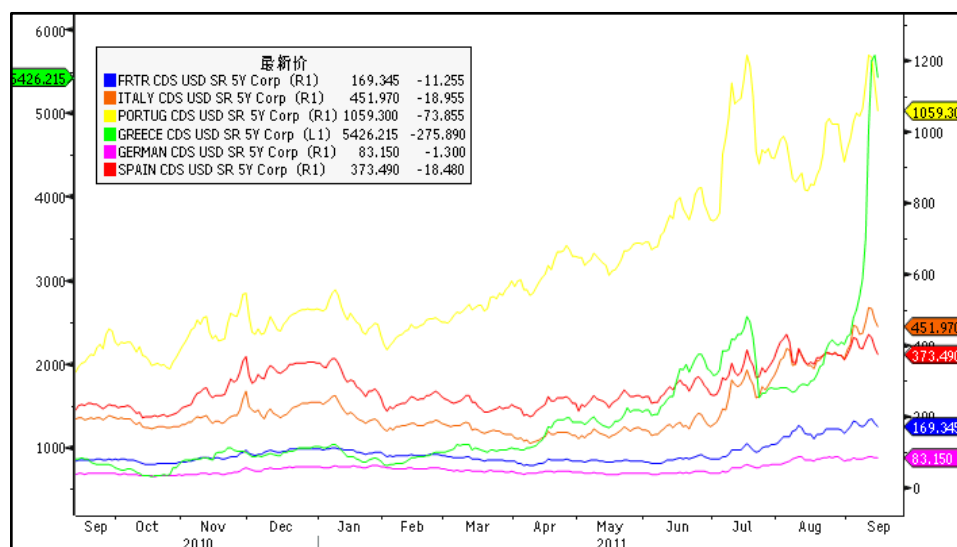
图 15: Dollar-Euribor



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所



图 16：欧洲主要国家 CDS



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

流动性的紧张和救赎的分歧,可能构成市场“恐慌滋生恐慌”(fear feeds itself)的恶性循环而造成连锁反应。恐慌的演化来自“信贷紧缩和银行挤兑”的担忧,其担忧滋生恐慌的逻辑主线为:

希腊债务若违约将导致持有相关债券的金融机构资产减值甚至破产,投资人和储户资产化为乌有。有可能产生下一个雷曼兄弟或者是贝尔斯登,从而给全球金融带来第二次冲击波,甚至引发全球经济二次衰退。

因此,流动性问题若不能在德国为首的欧元区强国的带动下迅速决策,则市场恐慌加剧后,危机爆发的爆发可能一触即发。

1.5 救助分歧加大不确定性

通过对 EFSF 的救助规模和决策程序,以及过去对葡萄牙和爱尔兰救助的分析(详见长城证券 9 月海外宏观策略《欧债面临 9 月洪峰 通胀依旧困扰全球》),我们认为持续救助将是大概率事件。

目前主要依赖于德国议会在 9 月 29 日对于是否扩大 EFSF 规模的表决。如果表决通过,可能在 10 月份上旬首次发短期债务来应短期流动性之急。但是,未来 1~3 个季度,意大利债务的演化趋势将成为市场更大的担忧。

因此,我们更倾向于认为即使短期救助实施,但是欧洲主权债务危机中期仍然会持续困扰,难以使欧元区摆脱中期衰退的趋势。

1.6 全球金融稳定性风险加剧

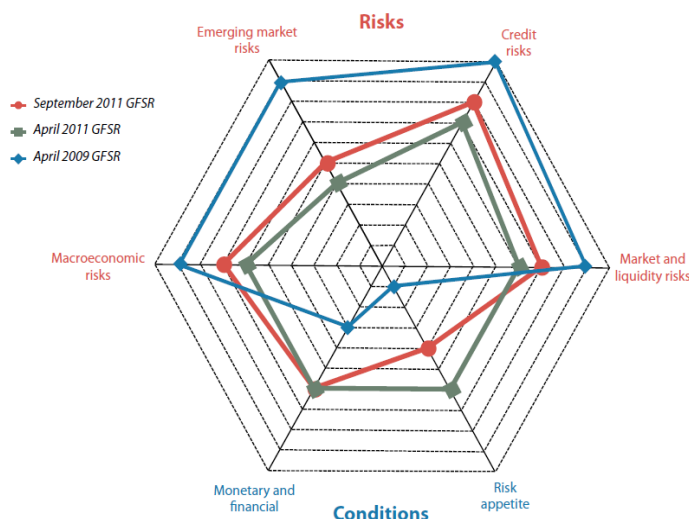
在流动性出现紧张时,“事件性”的刺激有可能催化市场情绪,比如 9 月 15 日突发的 UBS 出现“非授权交易”损失 20 亿美金。回顾世界各大金融机构近年来



历次各大交易损失，对当时全球金融的影响，我们发现有一定的限度。但是，我们不应该忽略当下的市场背景。

根据目前最新九月份 IMF 做的全球风险估测（图 17），此次欧债危机的风险出现全面的扩展局势。其中，信用风险扩张急速，接近 09 年四月份水平；市场风险偏好急速下降；新兴市场风险逐渐上升。

图 17：全球金融稳定系统图



数据来源：IMF，长城证券研究所

市场的恐慌被“事件性”刺激推动，循环往复的驱使，则欧债危机向核心国扩散将会演化为事实，对整个欧元区将是颠覆性的。因为到底有多少需要救赎，目前是未知数。

特别是法国三大银行的内在风险目前是否完全释放，难以判断。法国银行业的股价已经遭到重创，比如法国兴业银行从 40 欧元跌至 18 欧元到目前的 16 欧元，市值仅剩 120 亿欧元。

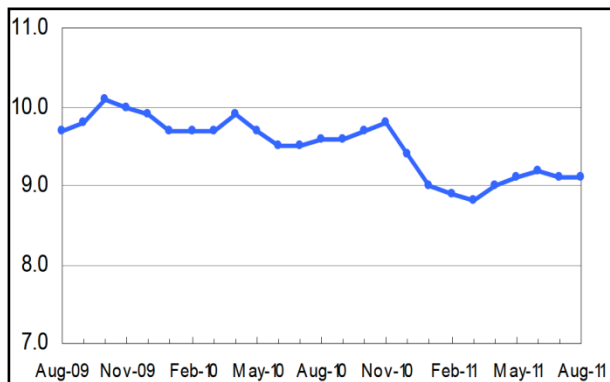
然而回顾 08 年美国金融危机时花旗银行的股价从 50 美元水平，跌至 18 美金受到 4 个月左右支撑后，在雷曼兄弟破产这只“黑天鹅”出现后，引发新一轮的风险释放，最终跌至 1 美金左右。目前法国银行业的前景展望和目前的低股价带来的资产重估和融资能力衰竭的预期，对事件性刺激尤为脆弱。随之可能构成未来是否需要法国政府救助的不确定性。

二、美国失业率出现回落趋势

今年以来持续困扰美国经济的依旧是高失业率，最新 8 月份数据显示失业率月度仍然维持在 9.1% 的高位（图 18）。其中，主要原因来自于新增非农就业人数没有明显改观（图 19）。但是月度数据显示 8 月份劳动力参与市场比例有小幅上升 64%（63.9），雇佣率同样出现小幅上升 58.2%（58.1%）。

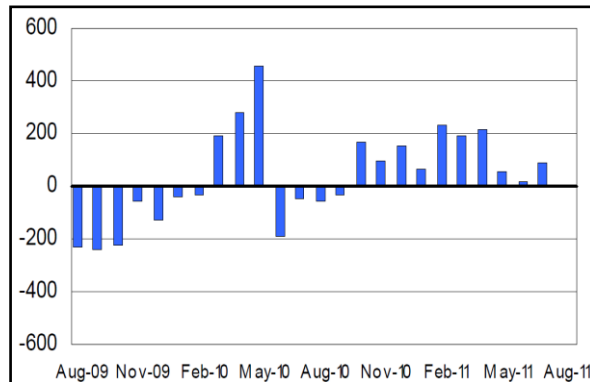


图 18: 美国失业率季调环比 (%)



数据来源: BLS, 长城证券研究所

图 19: 新增非农人口 (千人)



数据来源: BLS, 长城证券研究所

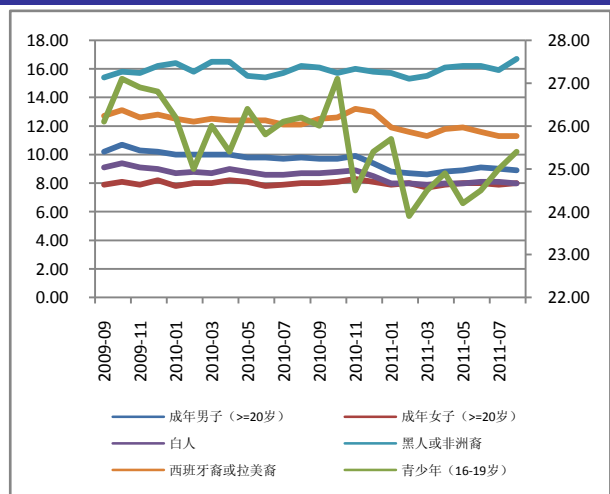
2.1 失业存在结构性矛盾

美国的失业结构有自己的特点, 对其失业结构的分析有助于对去失业原因的探究, 同时有助于对未来失业变化趋势的判断。

2.1.1 年龄、种族、教育细分

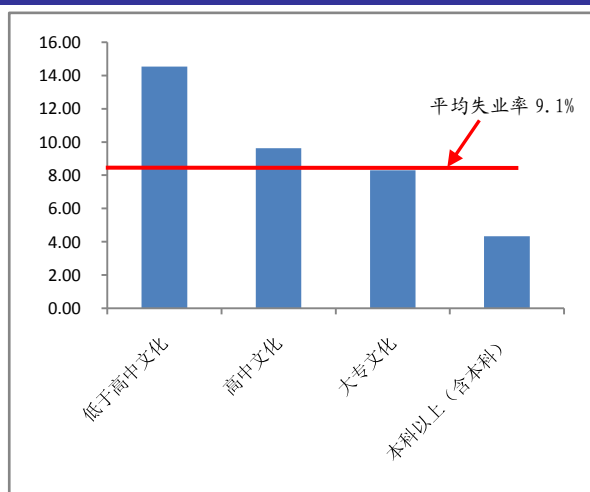
在失业群体细分中(根据过去 3 个月均值), 按年龄和种族划分, 失业率(16-19 岁)大幅上升, 黑人或非洲裔出现缓慢上行趋势(图 20); 从教育程度划分, 低于高中文化程度的失业率最高, 随着教育水平上升, 失业率依次降低(图 21)。

图 20: 失业率按年龄、种族细分 (%)



数据来源: BLS, 长城证券

图 21: 成人失业率按受教育程度细分 (%)



数据来源: BLS, 长城证券

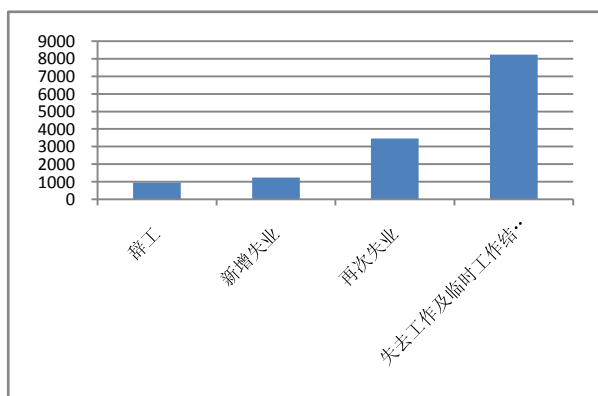


因此，青少年和受教育程度低得劳动者拉高了失业率。此类别劳动者可界定为“低技能劳动者和初级劳动者”，此类别劳动力受经济景气周期波动影响较大。

2.1.2 失业原因、失业时间细分

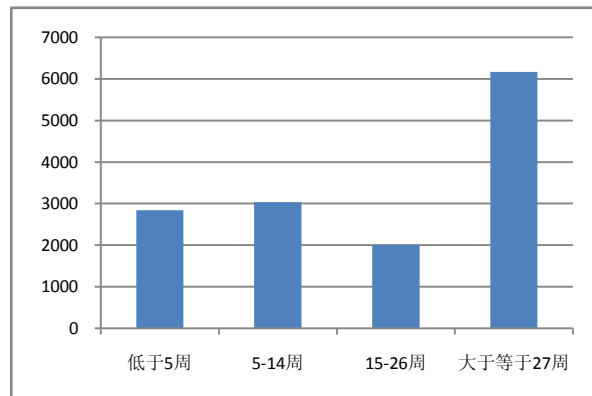
从失业原因和失业时间两个维度来看（过去 3 个月均值）（图 22、图 23），“彻底”失业者和长期失业人口（27 周以上）者占较高比例。

图 22：失业原因划分（千人）



数据来源：BLS，长城证券

图 23：失业时间划分（千人）



数据来源：BLS，长城证券

2.3 结构矛盾仍会延续

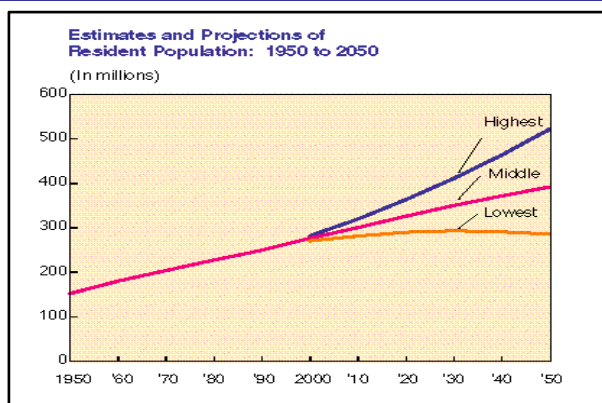
去 20 年的人口数据看，少数族裔中比例较大的西班牙裔和非洲裔增大较大（图 24）。这两个族裔的平均教育程度较低，青少年人口增速较快。

因此，从失业年龄、失业者受教育程度、失业种族三个维度来看，目前美国失业结构同样受到近 20 年人口结构变化因素影响（图 25）。

失业结构使得失业率受美国经济景气度波动变化明显。景气稍高，雇佣意愿一旦上行，低技能的年轻人就有就业机会，反之亦然。失业原因和失业时间两个维度来看（过去 3 个月均值），“彻底”失业者和长期失业人口（27 周以上）占较高比例。综合来看，美国失业率短期更多要依赖政府刺激，有望持续回落。

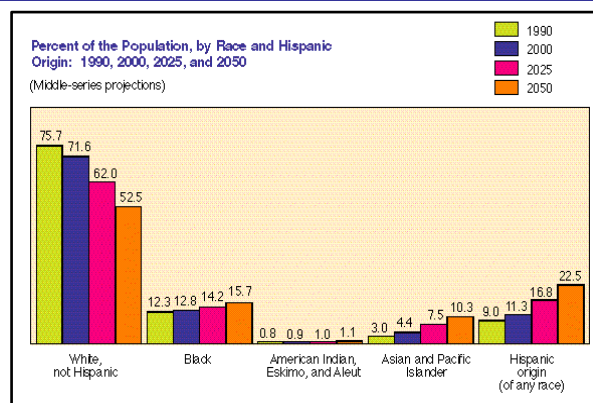


图 24：总人口和未来预测（百万人）



数据来源：U.S. Census Bureau, 长城证券研究所

图 25：美国人口按种族划分未来百分比预测



数据来源：U.S. Census Bureau, 长城证券研究所

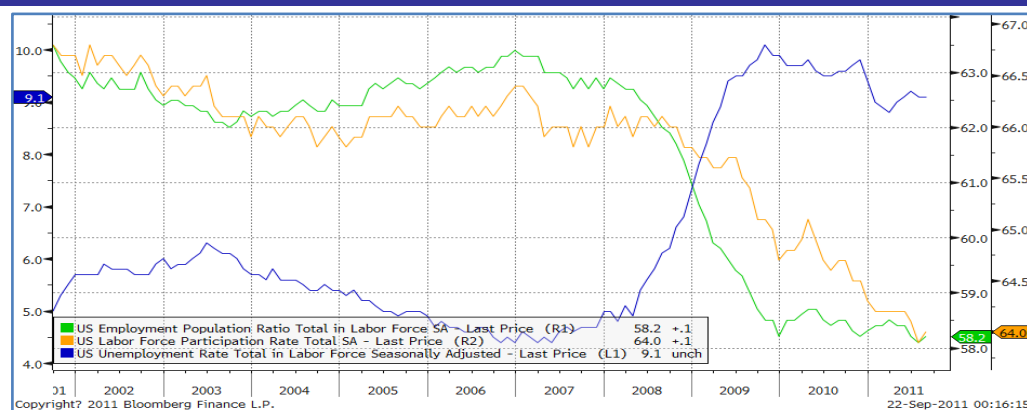
2.4 长期失业形势仍需观察

美国的雇佣率和劳动力参与率角度看（图 26），在 08 年金融危机后出现急速的下滑，大幅领先于劳动力市场参与率的下滑速度。当时雇主雇佣意愿和行为随着经济的探底瞬间滑落。但是 10 年以来，雇佣率出现企稳迹象，劳动力参与率于雇佣率在 7 月份出现接近，并在 8 月份出现双回升趋势。而失业率并没有改变 08 年以来的持续下降趋势。

从失业时间维度来看（图 27），长期失业人口（大于等于 27 周）08 年以来的改善程度相较于中短期失业率的改变比例最小，成为拖累失业率回落的主要类别。由于美国官方对于按失业时间划分的失业数据中，并未提供进一步细分数据。我们初步判断里面沉淀了一部分金融危机后失去工作的结构性失业者。

这部分失业者的就业改善更多的依赖经济内生性的康复，经济只有进入新的扩张周期方能实现。

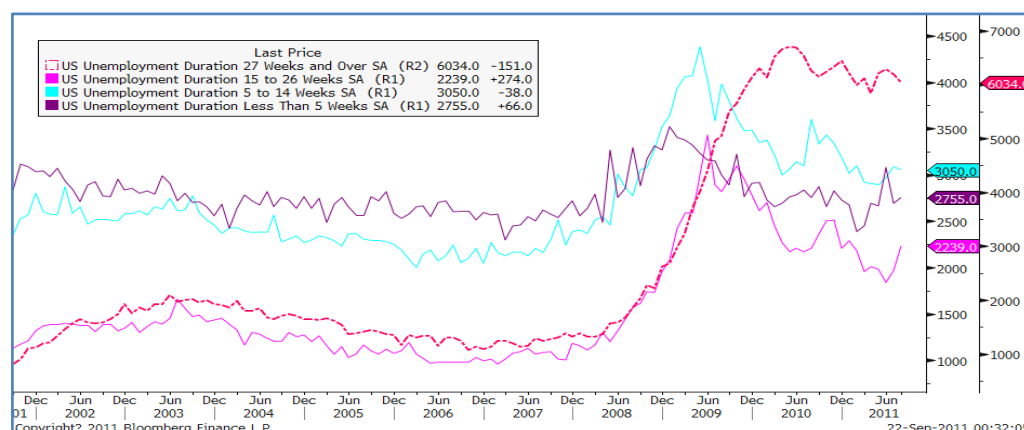
图 26：美国雇佣率、劳动力参与市场率和失业率对比（%）



数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所



图 27：美国失业人口按失业时间划分变化趋势



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

三、美国经济先行回暖

美国经济增速虽然二季度低于之前市场普遍预期，其中油价上涨对整体消费有较明显的制约。从风险角度来看，在欧债持续困扰欧元区，悬而不绝，危如累卵的局势下。美国前期的债务上限困扰，以及 8 月份遭标普下调国家信用评级，和近日 9 月 22 日美国三大银行遭到穆迪下调评级，都不构成真正大的风险点。

回顾美国上半年的经济增长，呈现出的是缓步探底，并有回升迹象。

3.1 GDP 增速小幅回升

回顾美国上半年的经济增长，呈现出的是缓步回升的态势。

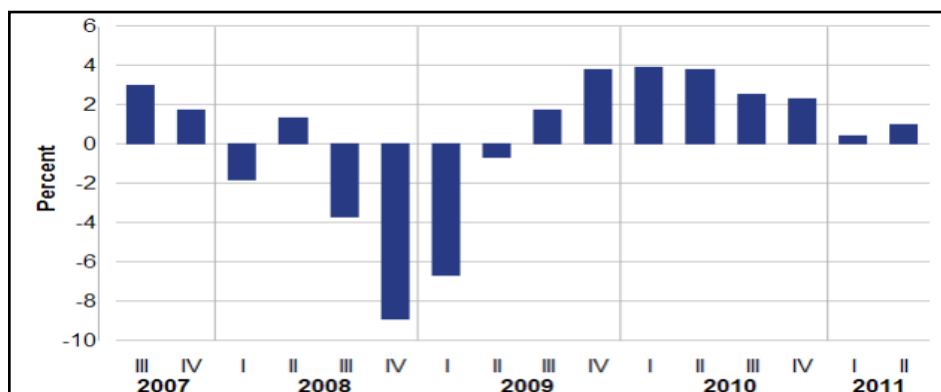
根据美国 8 月 26 日公布二季度 GDP 环比增幅为 1.0%，相较一季度数据 0.4% 有所改善。（图 28）较之前 7 月份预测数据向下修正 0.3%。其中，增长主要来自商业固定资产投资的增加，设备软件类等；商品和服务的出口增长；消费支出增长，主要来自家庭支出的增长；联邦政府支出增长，特别是军费支出的增长幅度抵消了非军费支出的增长。

我们分析其中固定资产投资增长的动力来自于 QE2 带来的流动性充裕；出口的增长仍然来自于美元在 QE2 作用下走弱，从而带来出口优势，同时，在二季度以原油和农产品为代表的大宗商品的上涨反向刺激需求有直接关系；消费支出的增长更多来自于涨价因素，其 CPI 正是在 3 月份加速上行，达到 09 年 12 月份水平，也是即 08 年危机后的第一轮复苏顶点位置。国防当时仍然处于海外伊拉克、阿富汗两地的收官阶段，以及对利比亚局势中对反对派的援助刺激。

对于 11 年三季度和未来 1~2 个季度，我们认为美国经济有持续回升的趋势，尽管就业率仍然处于高位，通胀似乎意犹未尽。同样 Bloomberg 所取国际主流机构对美国 GDP 未来季度环比预测中值（图 29），也是相对乐观的态度。

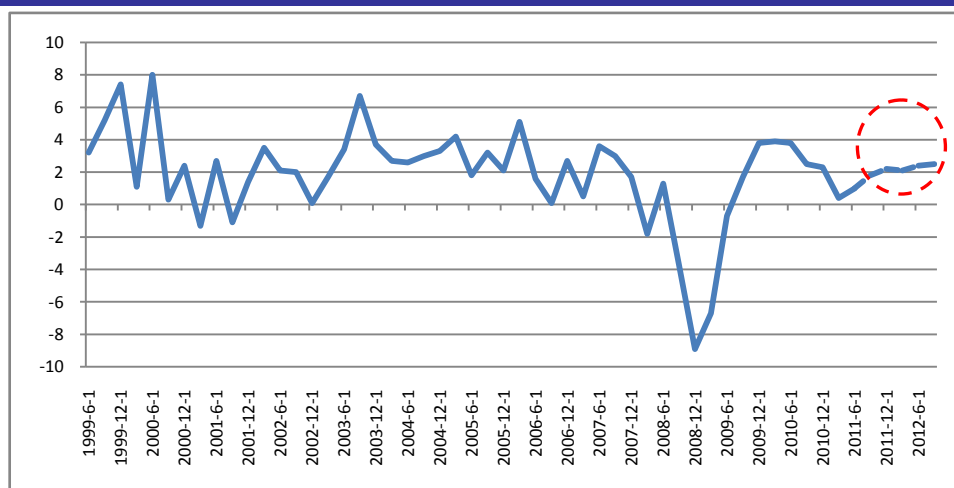


图 28：美国 GDP 季度环比增速 (%)



数据来源：BLS，长城证券研究所

图 29：美国 GDP 季度环比增速和机构预测中值



数据来源：Bloomberg，长城证券研究所

3.2 库存渐现回补特征

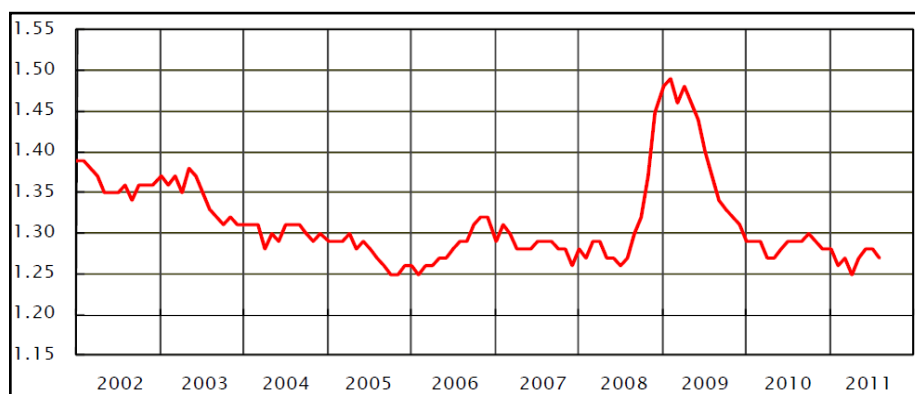
美国存销比 09 年经历了急速的去库存以来，自 10 年初至今持续在 1.25-1.30 之间徘徊，此区间是过去 10 年的低位（图 30）。

10 年 2 季度出现小幅补库存后，3 季度至今年 1 季度即出现去库存。2 季度上游制造业出现小幅补库存，但是随后由于下游需求没有之前预期乐观，零售商存销比仍处于低位状态，导致批发商存销比上升（图 31）。

总体来看目前近 2 年美国库存周期处于底部状态。整体存销比波动较小，显示仍然没有摆脱经济低迷的状态，没有出现规模明显的大幅库存周期迹象。

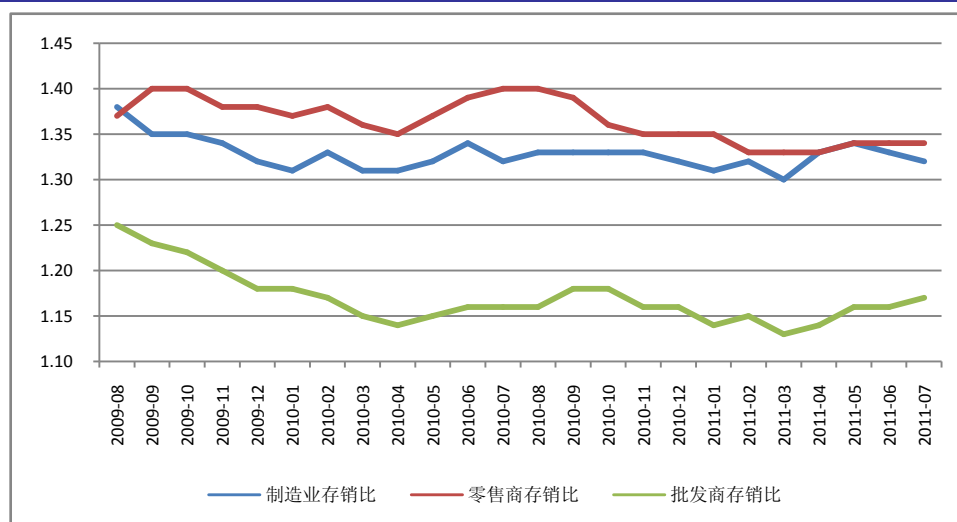


图 30：美国库存/销售比



数据来源：BEA，长城证券研究所

图 31：美国库存/销售比率分项指标



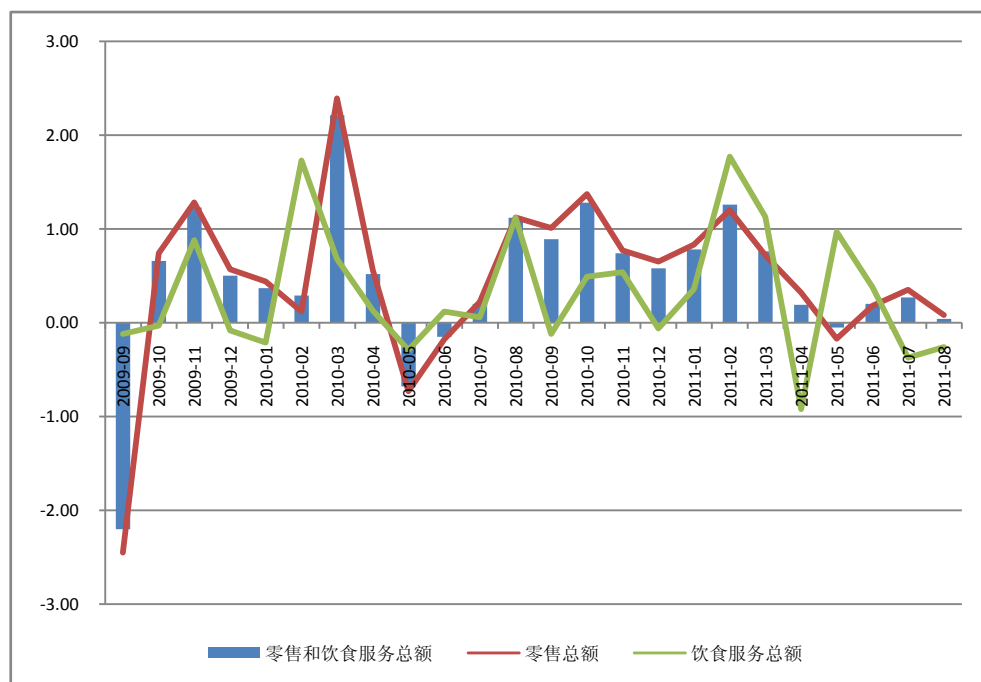
数据来源：BEA，长城证券研究所

3.3 零售向好受益油价回落

美国零售数据显示，自今年一季度环比数据呈下滑趋势（图 32），特别是分项数据饮食服务总额当时环比急速下降（图 33）。我们分析判断一季度通胀的加速上升，以及当时油价的上升对消费抑制较大。二季度中期，消费总额环比出现回升，同样和油价的大幅回落有较强的相关性。零售服务总额环比 8 月份出现的回暖显示消费信心有逐渐恢复迹象。

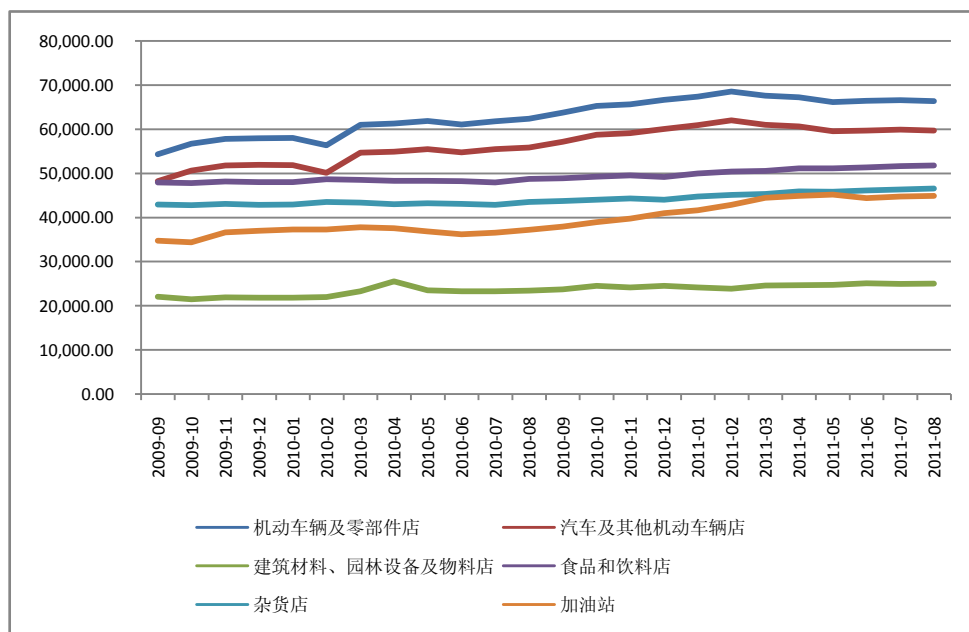


图 32：美国零售总额环比增幅



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 33：美国零售额分项数据（部分）



数据来源：WIND，长城证券研究所



3.4 地产底部企稳

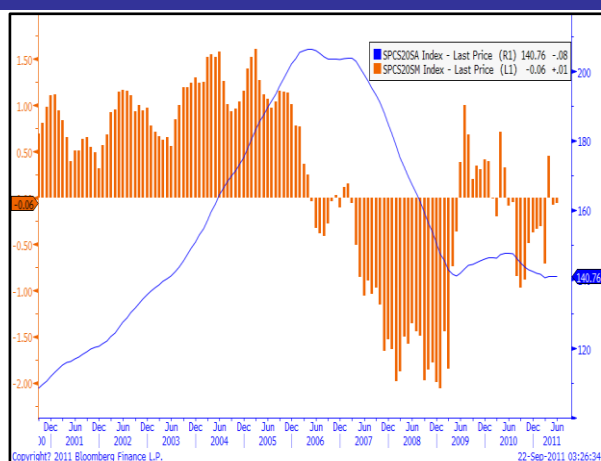
S&P/Case-Shiller 20 城市房屋价格指数自 09 年 5 月份探底 140 以来，同样呈现出底部盘整状态（图 34）。月度环比数据在今年波动幅度缩小，最近两个月数据（5 月份、6 月份）出现微幅负增长。

美国地产在 08 年金融危机以来受信用紧缩去杠杆化和失业率影响，需求受到严重抑制，行业出现急速回落。自 10 年建筑支出年增长率持续在低位徘徊（图 35）；新屋销售年增长率和开工年增长数量为 2000 年以来的历史低位（图 36、图 37），目前处于底部盘整状态。

空置房叫卖价中值下滑有企稳迹象（图 38），但空置房叫租价中值下滑速度明显小于叫卖价中值，确认买房意愿不强，租房需求坚挺（图 39）。

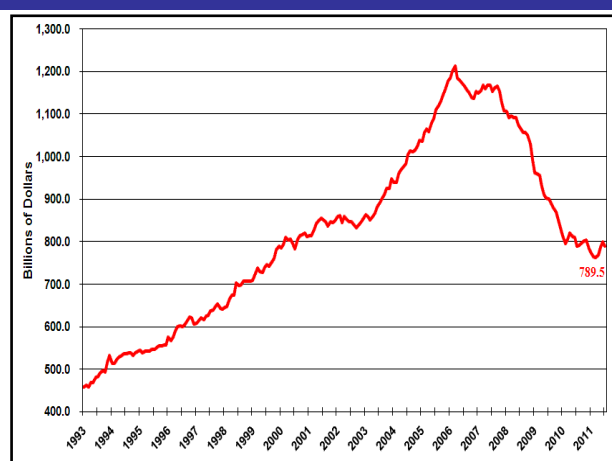
综合来看，美国地产仍处于底部徘徊阶段。受经济大周期影响较为明显，短时较难出现趋势性变化。

图 34: Case-Shiller 房屋价格指数 VS 价格环比



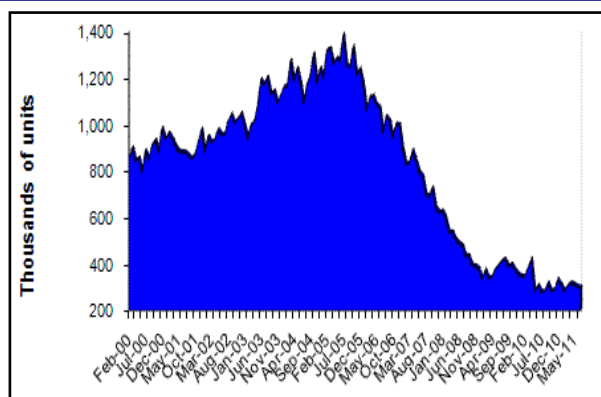
数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图 35: 季调建筑支出年增长率(1993-2011)



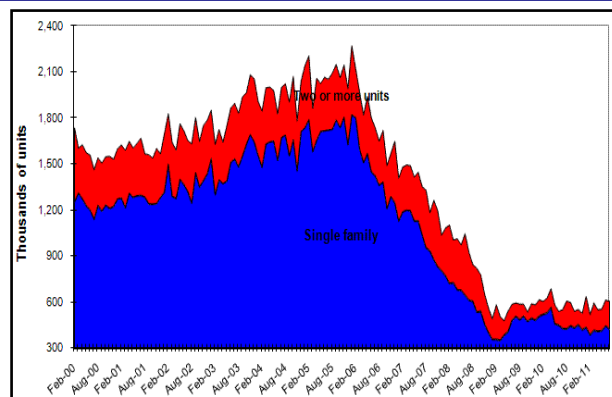
数据来源: BEA, 长城证券研究所

图 36: 新屋销售季调年增长(千套)



数据来源: BEA, 长城证券研究所

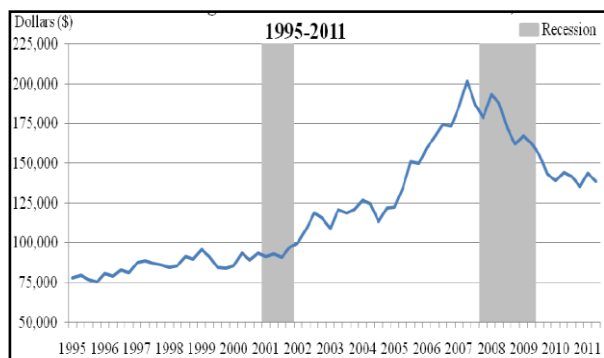
图 37: 新屋开工季调年增长(千套)



数据来源: BEA, 长城证券研究所

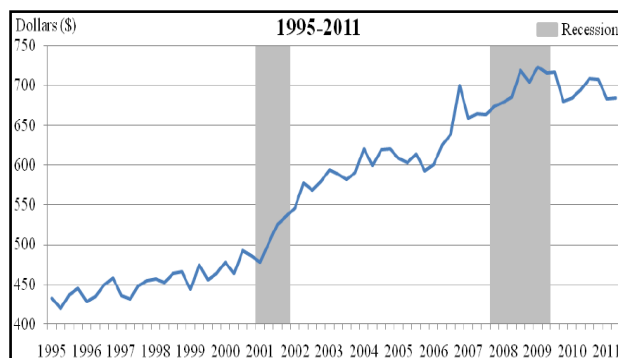


图 38: 空置房单位叫卖价格中值(美金/套)



数据来源: BEA, 长城证券研究所

图 39: 空置房单位叫租价格中值(美金/套)



数据来源: wind, 长城证券研究所

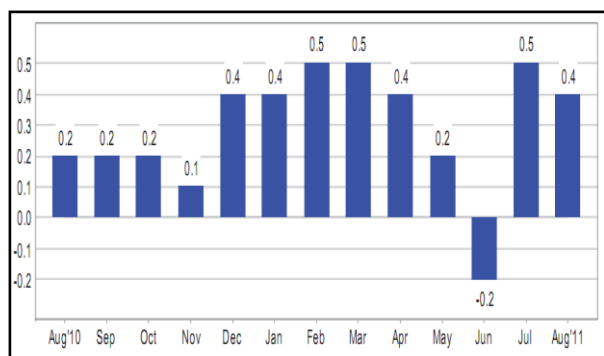
3.5 通胀有望回落

9月15日公布数据显示8月份CPI环比增速放缓(图40), 同比增速消费持续攀升, 核心CPI持续上扬(图41)。根据我们对历史数据观察, 核心CPI受能源食品类的传递时滞约在3个月左右。因此如果CPI能够在未来1~2个季度出现高位钝化, 油价持续稳中有落, 则核心CPI将会在年底左右相应出现见顶回落趋势。

对于油价未来稳中有落的趋势判断, 我们基于三个层面: 1.从基本供需层面, 根据OPEC和IEA数据显示产能持续覆盖需求; 2.利比亚地缘政治对石油的价格冲击基本结束; 3.美元作为原油的定价货币随着QE2的结束和我们前期对QE3年内无望的基本判断, 美元走强趋势将会进一步确认。

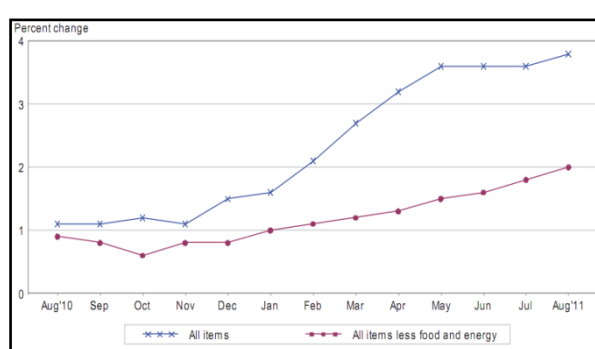
结合目前通胀高位钝化, 环比增速放缓态势, 我们判断未来1~2个季度, 美国通胀将出现见顶回落概率大。

图 40: 美国 CPI 环比增速(%)



数据来源: BLS, 长城证券研究所

图 41: 美国 CPI VS 核心 CPI 同比增速(%)



数据来源: BLS, 长城证券研究所



3.6 刺激政策助推经济回升

3.6.1 新增税收计划，意在短期刺激，志在长期减赤

奥巴马提出 1.5 万亿美金新增税收计划，作为未来 10 年减少 3 万亿美金的长期债务计划的一部分。

同时进行“减法运算”：1.砍掉 5800 亿的福利体系；2.从伊拉克和阿富汗撤军节省 1 万亿。（其中，10 年内 1.5 万亿的税收中：1. 8000 亿通过调高夫妻年收入超过 25 万美金的家庭---废除布什时期对这个收入标准的税率）；2. 5800 亿福利削减包括从 Medicare（≥65 岁）中削减 2480 亿，Medicaid（低收入）削减 720 亿，以及其他医疗体系，同时减少部分农业补贴；3. 4300 亿来自国债低息的节省。）减赤计划正是对近日 4470 亿美金雇主工作税收补贴和新增公共岗位支出的短期刺激计划的策略应对。

此计划符合公众利益。同时，在富人和权贵也得到支持。其中，前总统克林顿讲到，“如果说富人不愿意多缴税，是对富人（觉悟）的一种污蔑。”同时，巴菲特也抱怨自己和富豪朋友“被溺爱的太久，交税比中产阶级的比例还少”。美国年收入百万的税率是 35%，中产阶级是 15~25%，投资收益为 15%。

从经济角度来看，短期经济的复苏必须依靠政府的刺激；然而，高额的债务已经使政府财政严重缩水，力不从心，如果不从长远角度解决债务问题。短时的刺激仍然难以改变中长期经济持续衰退的趋势。因此，奥巴马此举应该说是长短结合，是对美国经济的一剂良方。

3.6.2 短期扭曲操作，再现“货币主义”艺术

美联储在 9 月 22 日的 FOMC 的会议上宣布：1.美经济前景有严重下行风险，长期通胀预期稳定；2.推扭曲操作，延长所持证券到期日，2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年至 30 年期国债，并减持相等金额的 3 年期以下国债；3.维持 0-0.25% 低利率至 2013 年中；4.再投资即将到期的按揭抵押证券和机构债务；5.3 名 FOMC 委员反对。

此举符合我们前期判断（QE3 年内实施无望，短期来看扭曲操作的概率较大）。

美联储在不扩张 FED 资产负债表的情形下，通过购入长期国债，卖出短期国债，达到平滑长期国债收益率曲线的目的，从而“扭曲”长短期国债利差。实现降低美元长期利率目的，（忍受短期利差的上行波动的风险），从而加大美元资产和权益类美元资产中长期的吸引力，鼓励投资；同时，使于长期利率挂钩的房屋按揭贷款、汽车贷款利率降低，刺激消费，刺激经济目的。



综合来看，在美联储的“货币主义”策略辗转腾挪下，结合当下经济指标和欧元区经济前景，我们认为：美元长期将得到信心逐渐恢复，美元指数筑底或已然结束，向上突破趋势悄然形成。短时道指的下行，受短期利率上升预期影响，从而加大经济活动成本，另外出口由此或受到抑制的预期。

奥巴马短期财政刺激计划能够通过并实施，未来 1~2 个季度，美国经济出现回暖的概率较大。

但是，从房地产和失业率未来中长期趋势来看，经济的中长期走势能较难下定论。



研究员介绍

向威达: 长城证券研究所所长, 2006 年进入长城证券研究所。

蔡保健: 美国康涅狄格大学金融 MBA。原美国 GE 投资分析师, 2011 年 2 月进入长城证券研究所, 从事海外宏观经济波动、A 股投资策略研究。

高凌智: 长城证券研究所宏观策略部经理。香港中文大学金融财务 MBA, 2006 年进入长城证券研究所, 从事 A 股投资策略研究、资产配置研究。

王 凭: 2007 年毕业于英国利兹大学, 金融数学硕士。2011 年 3 月进入长城证券研究所, 从事宏观经济波动、A 股市场投资策略研究。

朱 琳: 南开大学金融工程学硕士, 2010 年 11 月进入长城证券研究所。从事中国宏观经济波动、行业景气变化、A 股市场投资策略研究。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>