

十月围城——海外市场延续大幅波动



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

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

Email: caoyang@mail.htlhsc.com.cn

- 十月第一周，海外市场延续大幅波动。欧洲债务危机引发投资者情绪变化、欧洲和英国央行议息会议决策关于救助银行、通过的新经济刺激等因素主导市场，好于预期的美国经济数据则对市场提振有限。
- 从欧洲债务危机来看，随着希腊经济的走弱，使得赤字率削减困难，这增加了如期得到 88 亿欧元援助资金的不确定性，同时如果希腊债务进入重组阶段，则银行业将有更大的损失分担，这意味着资本减记更多，并增加其市场融资的难度，因此近期银行业仍需官方和政府提供资金援助，以缓解流动性枯竭压力；周五，意大利、西班牙主权债务再遭惠誉信用评级调降，欧元和美股大幅走低，显示风险事件和投资者情绪变化仍将主导市场波动。
- 我们认为由于各方尚未就希腊债务违约做好准备，如银行资本损失进行的资金补充没有完成、市场担心难以预料的希腊违约对于意大利、西班牙等国债务产生的传染效应，因此短期各方依然会积极援助希腊，主要措施如下：第一，EFSF 规模将扩大，以在许其在一、二级市场购买国债，并为可能陷入困境的银行注资，以缓解市场压力；该基金规模扩大，可以部分减缓 ECB 购买国债压力，以保证后者在货币政策方面独立性；第二，从周四议息会议来看，欧洲央行对于银行业的救助将做的更多。
- 从各国央行议息会议看，ECB 和 BOE 分别采取不同方式以稳定金融市场、刺激经济增长。其中欧洲央行虽然维持回购利率在 1.5% 不变，但采取如下措施应对债务危机：第一，恢复 400 亿资产担保债券购买计划(covered Bond Purchase)；第二，在 2011 年 10 月和 12 月，分别进行 12 个月、13 个月的长期再融资操作(LTRO)，为银行提供资金。此外仍将延续主要再融资操作(MRO)，并在 2012 年上半年进行 5 次三个月期的长期再融资操作(LTRO)。英国央行则扩大了量化宽松的资产购买规模至 2750 亿英镑，以防止新的经济衰退。
- 我们认为在 2012 年，欧洲央行仍将承担为银行业注资的主要职责，长期再融资操作时间至 2013 年 1 月，可以部分缓解银行间市场流动性枯竭压力，防止离岸美元缺失造成金融体系的系统性风险和“雷曼破产”危机在欧洲重现，未来欧洲央行或在年底降息 25—50 个基点，以避免欧元区二次衰退，这将打压欧元汇率，我们下调四季度欧元兑美元汇率至 1.30。英国央行扩大量化宽松规模是无奈之举，其目的在于扩大出口，并缓解银行信贷紧缩，但效果有限。
- 美国经济延续复苏。从领先指标看，PMI 制造业和服务业指数分别为 51.6 和 53，前者相对 8 月出现小幅反弹，后者尽管回落，但好于市场预期；从就业情况来看，非农就业增加 10.3 万人，失业率小幅回落至 9.1%，其中私营部门增加 13.7 万，但前期股票市场大幅下挫、就业市场改善有限等因素将抑制消费回升幅度，经济增长前景不明亦会影响投资增长。因此改善的经济数据尚不足以支撑股市出现持续上行的动力。

目 录

十月围城—海外市场延续大幅波动	4
欧洲债务危机仍主导金融市场.....	4
欧洲央行和英国央行推行新的货币政策刺激.....	6
美国经济仍在复苏，尽管幅度有限	8

图表目录

图 1: 欧元区银行业 CDS 小幅回落	6
图 2: 欧洲央行资产偶买	7
图 3: 2010 年欧元区债券购买情况	7
图 4: 英镑贬值有利于贸易逆差收窄	8
图 5: 美国花旗经济意外指数近期转好	8
图 6: 美国 PMI 指数超出市场预期	8
图 7: 美国非农就业小幅度改善	9
表格 1: 未来欧债危机发展主要关注事件	5

十月围城—海外市场延续大幅波动

十月第一周，海外市场延续大幅波动。欧洲债务危机引发投资者情绪变化、欧洲和英国央行议息会议决策关于救助银行、通过的新经济刺激等因素主导市场，好于预期的美国经济数据则对市场提振有限。

欧洲债务危机仍主导金融市场

希腊经济的走弱，使得赤字率削减困难，这增加了如期得到 88 亿欧元援助资金的不确定性。根据 IMF 和欧盟预测，今年希腊经济将萎缩 5.5%，大幅高于先前预期的 3.8%，尽管希腊内阁通过了 66 亿欧元的紧缩计划，但 2012 年的赤字率仍将达到 6.8%，低于 troika（欧盟、欧洲央行和 IMF）设定的目标，而 2011 年的赤字率亦为 8.5%，低于设定的目标 7.6%。

希腊债务重组后，银行业将有更大的损失分担，这意味着资本减记更多，并增加其市场融资的难度，未来将有更多的银行重组发生。根据 7 月欧盟峰会协议，希腊需与私人投资者进行协商，以债务互换方式将现有债务展期，并重设利率。有欧盟官员表示本金削减幅度可能在 50%，这或使得法、德等主要持有希腊债券的银行业遭受损失很高，在金融市场资本补充压力进一步增加。

比利时银行 Dexia 进入分拆重组进程，有传闻表示卡塔尔主权基金或将购买其零售银行部门，我们认为未来欧元区将有更多的银行重组，资产剥离，分拆出售发生，新兴市场主权基金或提供更多的融资、购买支持。

市场对欧洲债务危机担忧加剧，使得欧洲银行业通过市场进行资本补充困难，后者仍需官方和政府资金援助，以缓解流动性枯竭压力。

由于资产减记压力大、市场融资成本高，部分银行的 PB 大幅下降到 0.6 左右，因此欧洲银行业难以通过市场得到融资，不得不依靠 ECB 和其他各国央行的流动性支持，我们认为这将延续到 2012 年。

意大利、西班牙主权债务再遭惠誉信用评级调降，风险事件和投资者情绪变化仍将主导市场波动。尽管意大利安然度过 9 月再融资高峰，但欧洲各国随着经济放缓、政治上推行紧缩压力增加，债务可维持性依然令人担忧；此外西班牙外债比例达到 91%，对外部资金依赖程度高，在各国银行业补充资本、流动性收缩背景下，市场或对其未

来能否顺利再融资仍有疑虑。当然考虑两者占欧元区经济比例分别达到 3 和 4 位，“大而不倒”使得其未来即使难从市场融资，欧元区政府也会积极援助。

值得关注的是，标普下调了 8 家葡萄牙、18 家英国银行的信用评级，因其持有边缘国家主权债券敞口过大，这将增加投资者对欧洲银行业经营稳健性的担忧，此类风险事件仍将主导市场波动，并使得银行股长期承压。

我们认为未来需要关注事件主要如下：

表格 1：未来欧债危机发展主要关注事件

13 日欧盟当局对于批准希腊救助资金进行表决；
14—15 日巴黎召开的 G20 财长会议；
17 日斯洛伐克对扩大 EFSF 规模进行表决；
17—18 日布鲁塞尔召开欧盟峰会；
11 月 3—4 日，G20 峰会讨论欧债危机，并就救助资金和银行重组进行讨论。

资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

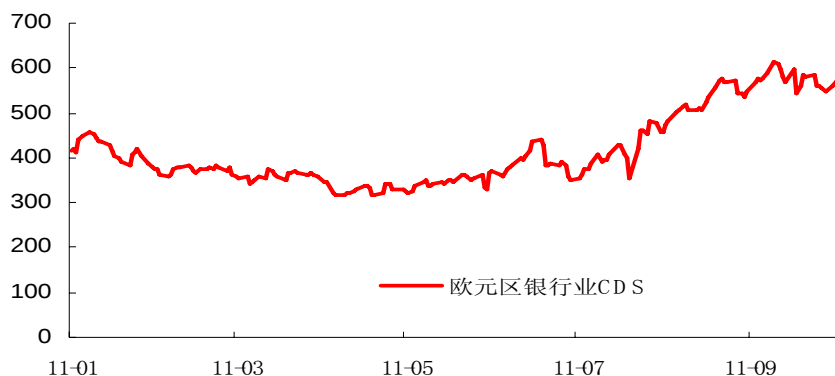
我们的主要观点：

- **希腊仍将在 10 月如期得到救助资金。**各方尚未就希腊债务违约做好准备，如银行资本损失进行的资金补充没有完成、市场担心难以预料的希腊违约对于意大利、西班牙等国债务产生的传染效应，因此短期各方依然会积极援助希腊；
- **EFSF 规模会有所扩大、因在短期需要恢复市场信心。**通过 EFSF 规模扩大决议，允许其在一、二级市场购买国债，并为可能陷入困境的银行注资，以缓解市场压力；该基金规模扩大，可以部分减缓 ECB 购买国债压力，以保证后者在货币政策方面独立性，但从周四议息会议来看，欧洲央行对于银行业的救助将做的更多。
- **市场仍将呈现无序波动，大起大落难免。**围绕欧债能否短期解决，投资者情绪变化仍将使股票市场大幅波动；长期看欧元区的银行业资本补充压力和市场避险情绪增加，使得商品、股票和高息货币价格仍将承压；由于欧洲银行业是新兴亚洲、

拉美国贸易融资的重要来源地, 后者资本回流压力增加, 短期融资压力亦提高, 资源国、新兴工业国家股市、货币调整将延续。

- **长期看, 希腊进入债务重组流程难以避免。**2012 年随着欧洲经济可能再现衰退、美国增长乏力, 实体经济变现疲弱, 希腊债务进入重组流程亦将使得全球银行业承压, 全球资本市场或将延续低迷。

图 1: 欧元区银行业 CDS 小幅回落



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

欧洲和英国央行推行新的货币政策刺激

本周四议息会议上, 欧洲央行(ECB)和英国央行(BOE)分别采取不同方式以稳定金融市场、刺激经济增长。

欧洲央行虽然维持回购利率在 1.5% 不变, 但采取如下措施稳定金融市场, 应对债务危机: 第一, 恢复 400 亿资产担保债券购买计划(covers Bond Purchase), 从 2011 年 11 月至 2012 年 10 月; 第二, 在 2011 年 10 月和 12 月, 分别进行 12 个月、13 个月的长期再融资操作(LTRO)(至 2012 年 11 月和 2013 年 1 月), 为银行提供资金。此外仍将延续主要再融资操作(MRO), 并在 2012 年上半年进行 5 次三个月期的长期再融资操作(LTRO)。

英国央行则扩大了量化宽松的资产购买规模至 2750 亿英镑, 以防止新的经济衰退。

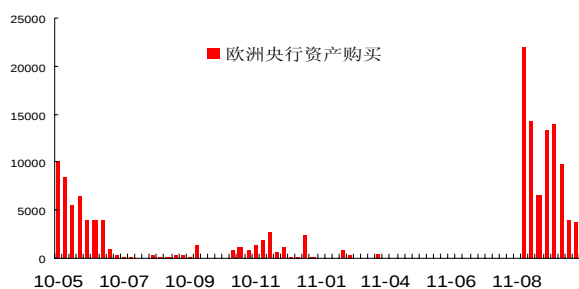
我们的主要观点:

- **在 2012 年, 欧洲央行仍将承担为银行业注资的主要职责。**第一, 尽管我们认为 EFSF 将在 10 月完成扩容, 但我们强调 2012 年欧洲银行业面临的市场融资压力, 其中意大利债务到期量大、希腊可能进入选择性违约流程将是主要的下行风险,

欧洲央行的长期再融资操作时间至 2013 年 1 月，可以部分缓解银行间市场流动性枯竭压力，防止离岸美元缺失造成金融体系的系统性风险和“雷曼破产”危机在欧洲重现；第二，欧洲央行的举措显示其对银行通过市场进行资本补充信心不足，未来欧洲银行业股价难以有好的表现；第三，对于资产担保债券购买，可以缓解银行间市场流动性不足，因边缘国家债券的抵押品的市场价值已大幅缩水，从时间跨度看基本涵盖了 2012 年意大利债务到期的高峰，可以部分减缓其再融资时市场利率走高。

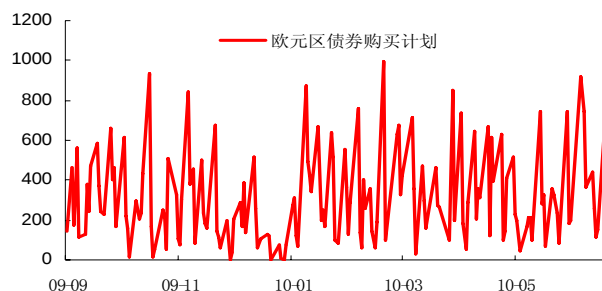
- **欧洲央行或在年底前降息 25—50 个基点，以避免欧元区二次衰退。**相比美国，我们认为欧元区在 2012 年重现衰退概率更高，9 月先行指标 PMI 下降至 49.1，德国 8 月工业生产亦意外下滑，加之财政紧缩、信贷枯竭的压力很高。由此在未来欧洲央行将降息促增长，这将打压欧元汇率，我们下调四季度欧元兑美元汇率至 1.30。
- **英国央行扩大量化宽松规模是无奈之举，其目的在于扩大出口，并缓解银行信贷紧缩，但效果有限。**我们认为英国的产业空洞化严重，国际竞争力低下。加之与之贸易密切，占比达到 50%的欧元区有再陷衰退的可能，因此扩大量化宽松规模有利于促使英镑贬值，促进出口增加。此外，新的量化宽松旨在促使英国银行业对非金融部门、家庭部门发放贷款，避免现金囤积，推动私人部门经济增长。但整体看，在全球经济走弱、银行间市场流动性趋紧条件下，该政策效果有限。此外我们亦不认为英国央行的额外刺激会对风险资产价格形成额外支撑，因前文提及的金融机构补充资本压力和全球经济下行风险增大。

图 2： 欧洲央行资产购买



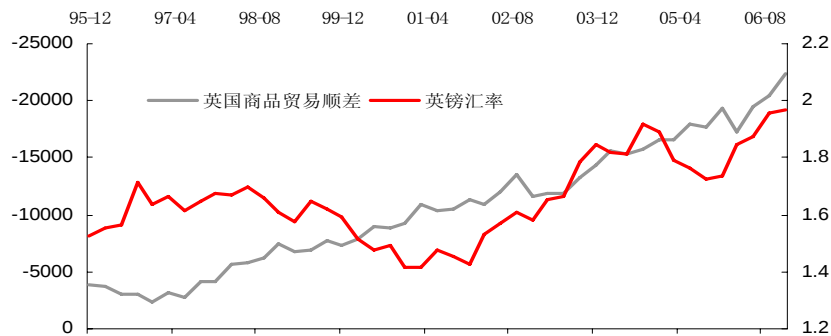
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3： 2010 年欧元区债券购买情况



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4: 英镑贬值有利于贸易逆差收窄



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美国经济仍在复苏，尽管幅度有限

美国经济延续复苏，从领先指标 PMI、ADP 和非农就业均是如此，但对市场提振有限。

从领先指标看，PMI 制造业和服务业指数分别为 51.6 和 53，前者相对 8 月出现小幅反弹，后者尽管回落，但好于市场预期。

从就业情况来看，ADP 就业增加 9.1 万，非农就业增加 10.3 万人，失业率小幅回落至 9.1%，其中私营部门增加 13.7 万。从非农就业来看，美国服务业的增长仍有韧性，其中商业和教育健康的就业增加分别达到 4.8 和 4.5 万；此外建筑业增加了 2.6 万个就业岗位显示房地产市场低位企稳。单位周薪环比小幅上升 0.2%，收入增加亦有利于消费小幅回升。

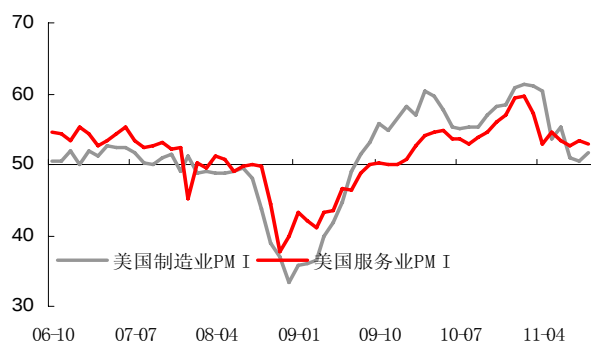
从整体数据观察，美国经济仍延续小幅复苏，但前期股票市场大幅下挫、就业市场改善有限等因素将抑制消费回升幅度，经济增长前景不明亦会影响投资增长。因此改善的经济数据尚不足以支撑股市出现持续上行的动力。

图 5: 美国花旗经济意外指数近期转好

图 6: 美国 PMI 指数超出市场预期

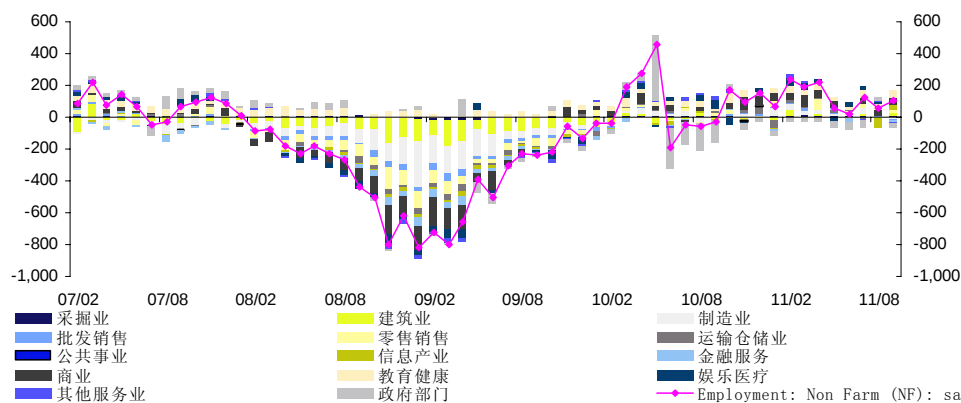


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 7: 美国非农就业小幅度改善



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。