

欧元区赢得“加时赛”， 美国三季度 GDP 增长符合预期



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001

(021)-50106413

caoyang@mail.htlhsc.com.cn

- 周四受益于欧元区就希腊债务危机达成一揽子协议，海外市场大幅上涨，超出我们先前预期，3 季度美国 GDP 增长 2.5%，相比上半年有所加速，符合市场预期。
- 欧元区国家就债务危机达成一揽子协议，包括将重要银行资本充足率提高到 9%（考虑主权债务的违约），因而银行需要在 2012 年 6 月前筹集 1060 亿欧元的资金；允许希腊减记 50% 的债务，而私人投资者将分担相应损失；允许 EFSF 杠杆化，扩大其规模至 1 万亿欧元；欧元区试图寻求包括巴西、中国在内的新兴市场外部资金援助等。
- 我们认为该项协议有益于债务危机的缓解，但未来仍存在不确定性：第一，希腊在减记债务后，在 2020 年的债务率可能回到 120%，但并不意味着其债务偿还具有可持续性，未来经济放缓，国内财政紧缩的推行压力仍将长期存在；第二，欧洲银行业在未来 8 个月融资压力巨大，目前的低 PB 和资产损失，将提高市场融资成本，银行业在减记资产后对实体经济的信贷投放亦受到限制；第三，考虑欧元区经济走弱，尤其是意大利、法国的 PMI 早已下行至 50 以下，且各国债务率仍高，如继续出现主权信用调降，则 EFSF 的 3A 评级也会受到影响。基于此，这次峰会仅为欧洲各国赢得了经济调整、财政整肃的时间，轻言债务危机结束为时尚早，我们对于帕潘德里欧所宣称的“这对于希腊和欧元区均将是新的开始”的说法表示质疑。
- 从美国 3 季度 GDP 增长来看，增长 2.5%，相比 1、2 季度的 0.4% 和 1.3% 大为提速。其中消费成为当季亮点，也为美国可持续的增长奠定基础。3 季度消费增长 2.4%，相比 2 季度的 0.7% 的涨幅大为加速，并为 GDP 贡献了 1.7%。我们认为个人收入有所增加和油价回落是促进消费增长的主要原因，当季个人收入增加了 4.9%，而油价回落带动耐用品消费增幅达到 4.1%。此外私人储蓄率回落到了 4.1%，相比二季度的 5.1% 有所下降，反映消费者信心的增强。
- 前瞻地看，我们对于美国经济谨慎乐观，股票市场反弹、就业改善和圣诞节消费旺季的来临将使消费依然维持 3% 左右高增速，但需求放缓或使出口和投资增长有限，4 季度美国 GDP 仍有望保持 2.5% 的增速，全年同比增速将在 1.8% 左右。
- 对于资产价格的判断，欧债解决方案的细节和落实将左右市场走向，短期看我们并不认为风险资产将持续得到提振，未来价格走势仍呈震荡格局。

欧元区赢得“加时赛”，美国三季度 GDP 增长符合预期

事件

周四受益于欧元区就希腊债务危机达成一揽子协议，海外市场大幅上涨，超出我们先期预期，3 季度美国 GDP 增长 2.5%，相比上半年有所加速，符合市场预期。

我们的点评

欧盟峰会就债务危机达成一揽子协议，缓解市场忧虑

欧元区国家就债务危机达成一揽子协议，包括将重要银行资本充足率提高到 9%（考虑主权债务的违约），因而银行需要在 2012 年 6 月前筹集 1060 亿欧元的资金；允许希腊减记 50% 的债务，而私人投资者将分担相应损失；允许 EFSF 杠杆化，扩大其规模至 1 万亿欧元；欧元区试图寻求包括巴西、中国在内的新兴市场外部资金援助等。应该说大部分内容均符合市场预期，但海外市场反应积极，欧洲股市、大宗商品价格 3%—5% 的涨幅，标普和纳指涨幅亦超过 3%。

我们认为该项协议有益于债务危机的缓解，但未来仍存在不确定性：第一，希腊在减记债务后，在 2020 年的债务率可能回到 120%，但并不意味着其债务偿还具有可持续性，未来经济放缓，国内财政紧缩的推行压力仍将长期存在；第二，欧洲银行业在未来 8 个月融资压力巨大，目前的低 PB 和资产损失，将提高市场融资成本，银行业在减记资产后对实体经济的信贷投放亦受到限制；第三，考虑欧元区经济走弱，尤其是意大利、法国的 PMI 早已下行至 50 以下，且各国债务率仍高，如继续出现主权信用调降，则 EFSF 的 3A 评级也会受到影响。基于此，这次峰会仅为欧洲各国赢得了经济调整、财政整肃的时间，轻言债务危机结束为时尚早，我们对于帕潘德里欧所宣称的“这对于希腊和欧元区均将是新的开始”的说法表示质疑。

美国 3 季度 GDP 增长 2.5%，相比上半年有所加速

从美国 3 季度 GDP 增长来看，增长 2.5%，相比 1、2 季度的 0.4% 和 1.3% 大为提速。其中消费成为当季亮点，也为美国可持续的增长奠定基础。

3 季度消费增长 2.4%，相比 2 季度的 0.7% 的涨幅大为加速，并为 GDP 贡献了 1.7%。我们认为个人收入有所增加和油价回落是促进消费增长的主要原因，当季个人收入增加了 4.9%，而油价回落带动耐用品消费增幅达到 4.1%。此外私人储蓄率回落到了 4.1%，相比二季度的 5.1% 有所下降，反映消费者信心的增强。

得益于奥巴马对投资的减税政策，实际非住宅投资增长 16.3%，其中软件和设备行业投资增加 17.4%，这或与日本地震影响趋弱，带来的产业链恢复有关。但受累于房地产销售疲弱，住房投资仅增长 2.4%，相比先前的 4.2% 大为回落。整体看，投资对 GDP 拉动达到 0.55%，相比 2 季度有所减弱。由于二季度经济增长乏力，批发和零售商进入去库存过程，库存投资拖累 GDP 1.08%。

此外，贸易和政府支出均对 GDP 有一定拉动。第一，日本灾后重建和新兴市场需求仍高使得美国出口增长 4%，相比二季度的 3.6% 小幅增加，进口增速达到 1.4%，贸易对 GDP 的贡献持平；第二，在债务上限谈判结束后，州与地方政府支出小幅减少了 1.3%，相比 2 季度的减少 2.8% 有所上升，政府支出小幅贡献了 GDP 增长的 0.22%。

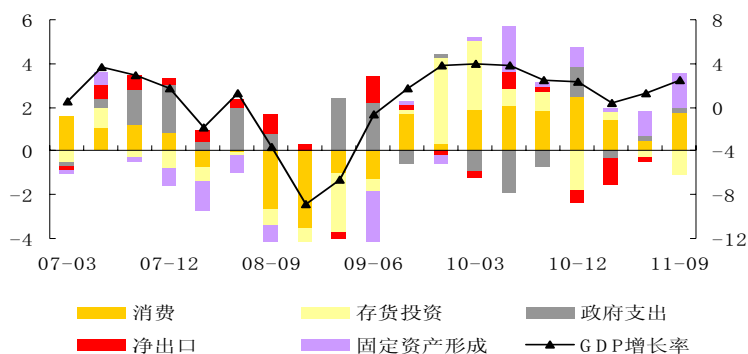
前瞻地看，我们对于美国经济谨慎乐观，股票市场反弹、就业改善和圣诞节消费旺季的来临将使消费依然维持 3% 左右高增速，但需求放缓或使出口和投资增长有限，4 季度美国 GDP 仍有望保持 2.5% 的增速，全年同比增速将在 1.8% 左右。

对于资产价格的判断

欧债解决方案的细节和落实、11 月中国经济数据或将左右市场走向，短期看我们并不认为风险资产将持续得到提振，未来价格走势仍呈震荡格局。理由如下：第一，与 2008 年全球经济出现“V”形反转不同，未来一段时间全球经济仍将低速复苏，美国、新兴市场均是如此，而欧元区仍有“二次衰退”的风险；第二，从流动性看，08 年最宽裕的流动性扩张时期早已过去，未来欧、美银行业补充资本的融资压力巨大。

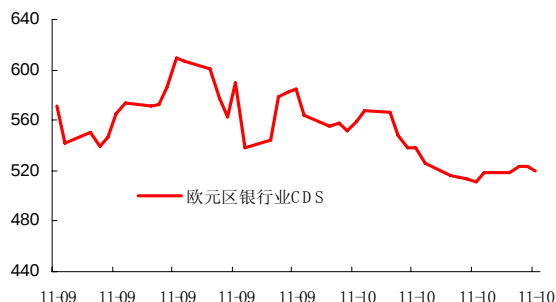
整体看，考虑欧债危机的暂时缓解、美国经济依然维持复苏，四季度海外市场仍有望小幅走高，但目前的快速上涨态势难以维持。

图 1： 美国 3 季度 GDP 增长加速



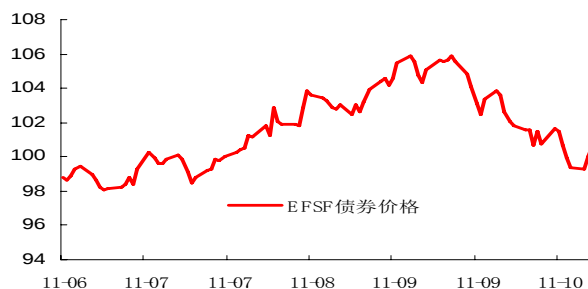
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2： 欧元区银行业 CDS 大幅下降



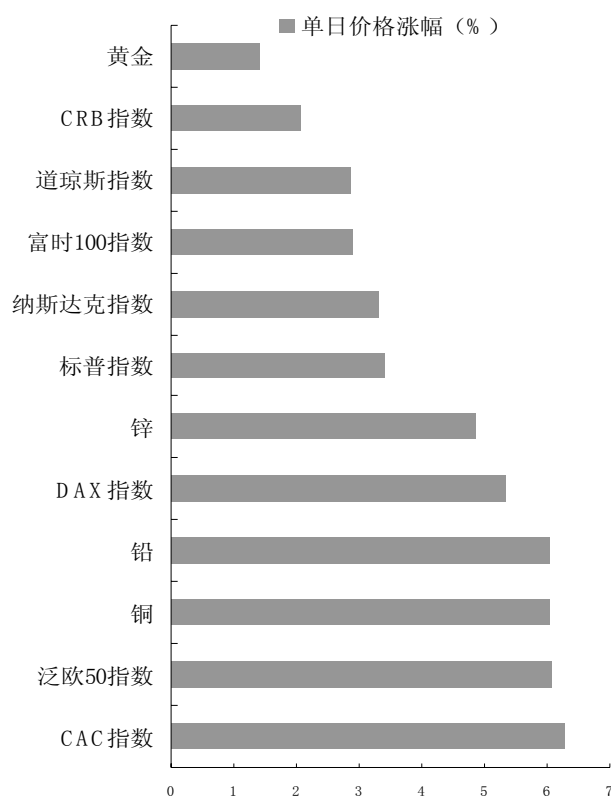
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3： EFSF 债券价格回落



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4： 单日大类资产价格表现（%）



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。