

宏观经济点评

国际财经周报(2011.10.31-11.06)

美国就业数据喜忧参半，

欧盟救援方案引公投风波

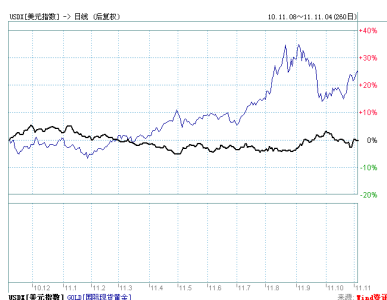
欧美股市一周涨幅

道琼斯工业平均指数	-2.03%
NASDAQ 综合指数	-1.86%
标准普尔 500 指数	-2.48%
伦敦富时 100 指数	-3.07%
巴黎 CAC40 指数	-6.72%
法兰克福 DAX 指数	-5.99%

亚太股市一周涨幅

东京日经 225 指数	-2.75%
恒生指数	-0.88%
沪深 300	2.02%
上证综合指数	2.22%

美元和黄金走势



宏观经济研究小组

张帆

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>

摘要:

- 美国 10 月季调后非农就业新增 8.0 万人，低于预期。其中制造业就业新增 0.5 万，改变前两月的负增长状态，且高于本月预期，服务业新增 9.0 万，较上期减少 3.9 万人。10 月美国失业率为 9.0%，结束了连续 3 月维持在 9.1% 水平的状态。10 月就业数据喜忧参半，但总体来看持续疲弱的就业市场仍然是美国经济复苏最大的障碍。从 FOMC11 月议息会议维持现有利率及货币政策导向看，我们继续认为美联储年前出台 QE3 的可能性较小，而将替代性地采取其他相关宽松政策来改善惨淡的就业市场和不景气的房地产市场。
- 欧盟峰会救援方案本周引起希腊公投风波。希腊接受援助、继续留在欧元区的附加条件是进一步缩减财政开支，其中包含社会福利开支，这点遭到希腊民众的强烈反对。希腊总理上半周企图利用全民公投方式将决定权推给民众，引起金融市场强烈震动，后在德、法等国强大压力下被迫放弃，公投事件本周最终以闹剧收场，但希腊陷入违约和退出欧元区的风险大大减弱，总体来说利好市场。
- 欧洲央行本周宣布降息 25 个基点，主要原因为央行对欧洲地区经济下行风险担忧大于对通胀担忧，以及为降低西班牙、意大利等国在金融市场的借贷成本，减小违约风险。我们认为此次降息意在刺激欧洲经济和降低意、西债务违约风险，总体利好市场；但降息将导致欧元汇率走低，美元指数有上行趋势，从而导致大宗商品价格走势承压。
- 下周关注：美国 9 月消费信贷变动、9 月批发销售、批发库存；欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数；德国 9 月工业产出、10 月调和 CPI；法国 9 月工业产出、10 月调和 CPI；英国 9 月工业产出；中国 10 月居民消费价格指数。
- 希腊公投本周最终取消，大大降低其债务违约和退出欧元区的危险。加上欧洲央行降息、美国为提振持续疲弱的就业和房地产市场也将维持现行宽松政策或采取更加有力的措施，国外货币政策宽松、利率较低情况下，国内货币进一步紧缩可能性继续降低，外围环境总体利好 A 股市场。但日本干预日元、欧洲央行降息等事件导致美元走高，黄金等大宗商品承压可能对 A 股相关行业造成一定影响。

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	6
图 2 CRB 综合期货走势	6
图 3 美国 ISM 制造业采购经理人指数	6
图 4 美国失业率 (%)	6
图 5 美国季调后非农就业人口变动 (千人)	6
图 6 美国一周季调后初请失业金人数 (人)	6
图 7 欧元区失业率 (%)	7
图 8 欧元区消费者物价指数 (当月同比: %)	7
图 9 英国季调后实际 GDP 及同比增速	7
图 10 日本制造业采购经理人指数	7

本周重要事件:

- 10月31日,日本政府10月31日上午出手干预日元汇率,这是日本政府三个月来第二次干预日元升值。受此影响,东京外汇市场日元对美元汇率一度大幅走低。日本财务大臣安住淳在说明干预理由时表示,近期外汇市场日元汇率的走势完全没有反映出日本实体经济的状况,日元升值对以汽车制造业为中心的日本出口型产业造成很大影响,削弱了日本震后复兴的再生能力。
- 31日,希腊总理帕潘德里欧(George Papandreou)表示,将就欧盟已经通过的第二轮救助计划进行全民公投,并在议会进行信任投票。这一动议使希腊面临退出欧元区的危险。11月2日,法国、德国、欧盟、国际货币基金组织领导人与帕潘德里欧在戛纳紧急会晤后决定,暂停向希腊提供总计为80亿欧元的第六批救援款。
- 11月1日,全球曼氏金融(MF Global)申请破产保护,而其破产的主要原因是持有欧元区主权债务的敞口较大,投资者大量撤资引发该集团经营难以为继。
- 11月2日,美联储公开市场委员会(FOMC)在11月利率决议中,FOMC维持联邦基金利率在0-0.25%的区间不变,并维持了将至少至2013年中维持极低利率的政策导向。货币政策方面,美联储决定维持在2012年6月底前购买4,000亿美元6年期至30期国债,并在同期出售相同规模的三年期或更短期国债的计划,同时维持将抵押贷款支持债券到期本金再投资到MBS,以及到期国债回笼资金再投资的现有政策。
- 欧洲央行(ECB)11月3日宣布下调指标利率25个基点,至1.25%。同时,下调隔夜贷款利率0.25%,至2.00%;下调隔夜存款利率0.25%,至0.50%,自2011年11月9日起生效。
- 11月4日,希腊总理乔治·帕潘德里欧(George Papandreou)取消了对欧盟最新援助方案进行全民公投的计划。

点评:

• 美国就业数据喜忧参半, QE3 仍无推出迹象

本周公布美国10月季调后非农就业新增人数为8.0万人,低于预期的9.5万,也较上期有所减少,而前两个月的非农就业人口变动也进行了向上修正,9月非农就业人数修正后为增长15.8万人,初值为增长10.3万人,8月非农就业人数修正为增加10.4万,初值增加5.7万人。从结构上来看,其中制造业就业新增人口为0.5万,改变了前两月的负增长状态,且高于本月预期值,服务业就业新增人口为9.0万,较上期减少3.9万人;尽管非农就业数据低于预期,但10月份美国失业率为9.0%,结束了连续3月维持在9.1%水平的状态,降低0.1个百分点。

虽然 10 月就业数据喜忧参半，但**总体来看持续疲弱的就业市场仍然是美国经济复苏最大的障碍**，联储今后在货币政策的制定上将继续以宽松为主。本周美国联邦公开市场委员会召开 11 月议息会议，会议决议显示美联储将继续维持低利率政策和 9 月议息会议所推出的“扭转操作”，以及将到期的抵押贷款支持债券到期本金再投资到 MBS 等，未提及有关 QE3 的信息。并且，在政策声明中，我们了解美联储已经认识到就业市场的疲软，但同时从三季度实际 GDP 增长率的显著提升看到美国经济复苏积极的一面。因此，**我们继续认为美联储在年前出台 QE3 的可能较小，而替代性地采取其他相关的宽松政策来改善惨淡的就业市场和不景气的房地产市场现状。**

● 希腊全民公投反复，再掀欧债波澜

上周几经周折，欧盟峰会终于落下帷幕并达成一致协议，其中包含减持民间部门所持希腊债务 50%，将杠杆化引入欧洲金融稳定基金（EFSF），新规模可达 1 万亿欧元，以及银行明年年中以前达到 9% 的资本充足率。希腊接受欧盟援助、继续留在欧元区的附加条件是进一步缩减财政开支，其中包含社会福利开支，这点遭到希腊民众的强烈反对。为此，希腊总理乔治·帕潘德里欧利用全民公投的方式，企图将这场艰难的决定推脱给国内民众，并决定在本周五举行信任投票，而信任投票的结果将决定下一步是直接对欧盟援助方案进行全民公决还是解散现有政府提前进行大选。这给市场带来极大的震动，因为不论信任投票结果如何都将对市场造成一定的冲击：举行全民公决则援助方案很可能被否，希腊将陷入无序违约的风险，届时是否能够继续留在欧元区还不好说；而现有政府解散、提前进入大选则需要时间，欧盟也需要同新的政府进行磋商，这不仅拖延了救助，新政府的建立也给未来增加了许多不确定性。

在德、法等国的谴责和强大压力之下，4 日帕潘德里欧宣布辞职并取消此次全民公决，最终以闹剧收场，但**希腊陷入违约和退出欧元区的风险大大减弱，总体来说利好市场。**

● 经济下行风险较大，欧洲央行意外降息

3 日，欧洲央行（ECB）宣布下调指标利率 25 个基点，至 1.25%。此前在 7、8 两月议息会议中，欧洲央行分别升息 25 个基点，而 9、10 两月有别于市场预期的维持了基准利率不变，本次降息出乎市场预料。

我们认为，欧洲央行此次降息的原因主要有以下几个方面：

首先，**央行对失业率居高不下、经济持续疲软的担忧超过对于通胀上行风险的担忧。**据最新宏观数据显示，欧元区 9 月失业率达到 10.2%，超出预期 0.2 个百分点，创 14 个月以来新高，主要国家德国 10 月失业率、意大利 9 月失业率分别为 7.0%、8.3%，均较前期有所提升。欧元区和主要国家的制造业 PMI 近几个月不断下滑，且均以降到 50 的临界线以下，经济前景较为惨淡。而通胀方面，目前欧元区 10 月调和 CPI 增幅为 3.0%，德国、意大利 10 月 CPI 增幅分别为 2.8% 和 3.4%，均在理想水平 2% 之上，且继续有上升的趋势。欧洲央行选择此时降息，显示欧洲经济前景堪忧，下行风险较大，我们预计后期该地区可能会进一步下

修 2012 年经济增长预期;

其次,在上周欧盟峰会达成的一致协议尚未站稳脚跟之际,市场即遭遇到希腊公投事件的重磅出击,在公投尚未取消之前,希腊、意大利及西班牙的 10 年期国债利率连续上涨,相关国家金融借贷成本明显上升,违约风险增大。因此,本次降息也意在降低西班牙、意大利等国在金融市场的借贷成本,减小违约风险。

此次欧洲央行降息事件对市场的影响主要有两个方面:其一,降息意在刺激欧洲经济增长以及降低意大利、西班牙等国借贷成本以降低其债务违约风险,利好市场总体表现;其二,从汇率上看,本周连续出现日本干预日元汇率、本次欧洲央行降息,前者使得日元汇率下降,后者使得欧元走低,共同导致美元汇率上行压力增大,从而给大宗商品价格走势带来一定向下压力。

● 外围环境总体利好 A 股市场

本周希腊对欧盟峰会达成的新援助方案进行全民公投的决定后期已经被取消,大大降低其债务违约和退出欧元区的危险。加上欧洲央行本周宣布降息、美国为提振持续疲弱的就业市场和房地产市场也将继续维持现行宽松政策或采取更加有力的措施,在国外货币政策宽松、利率维持低位的情况下,国内政策进一步紧缩的可能性继续降低,外围环境总体利好 A 股市场。但是需要指出的是,日本干预日元汇率、欧洲央行降息等事件使得日元、欧元汇率下跌、美元走高,这给黄金等大宗商品走势带来一定压力,A 股市场相关行业短期内可能受到一定影响。

● 下周关注:

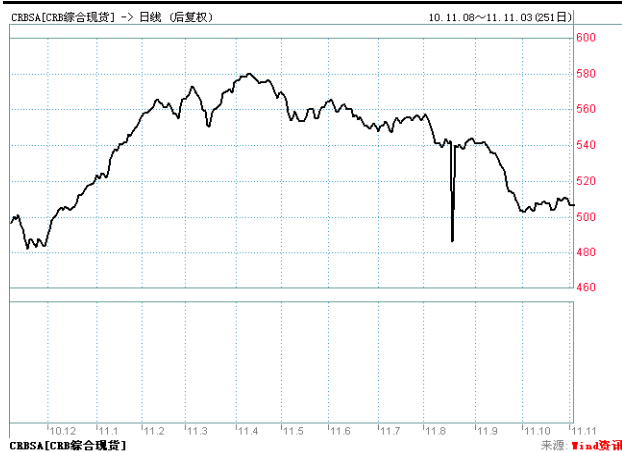
7 日,欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数(前值-18.5),9 月零售销售年率(前值-1.0%),德国 9 月工作日调整后工业产出年率(前值+7.7%);

8 日,美国 9 月消费信贷变动(亿美元)(前值+119.2,预期+50.0),英国 9 月工业产出年率(前值-1.0%);

9 日,中国 10 月居民消费价格指数年率(前值+6.1%),美国 9 月批发销售月率(+1.0%)、批发库存月率(+0.4%);

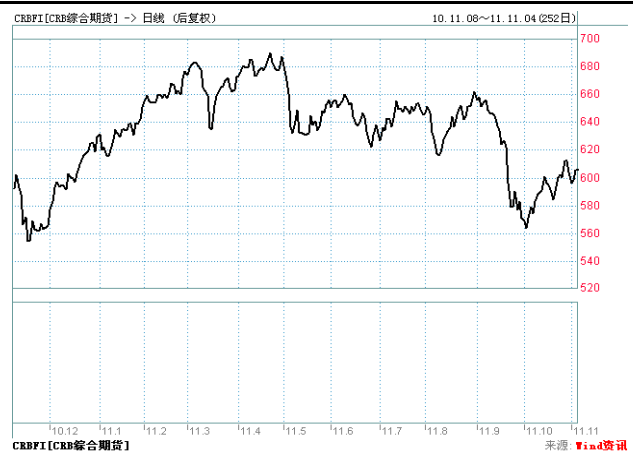
10 日,法国 10 月调和消费者物价指数年率(前值持平),德国 10 月调和消费者物价指数终值年率(前值+2.8%),法国 9 月工业产出年率(前值+4.4%)。

图 1 CRB 综合现货走势



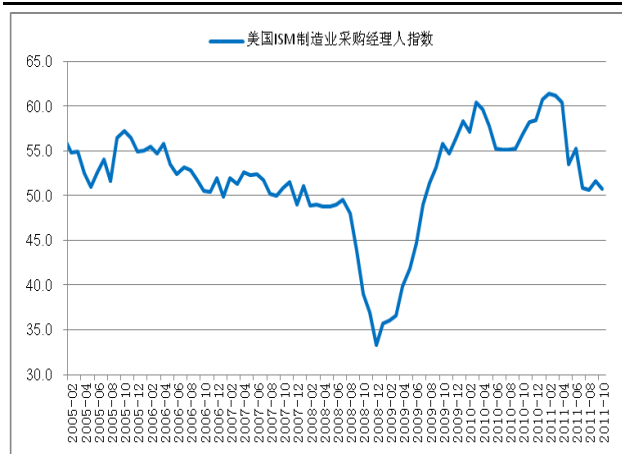
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 CRB 综合期货走势



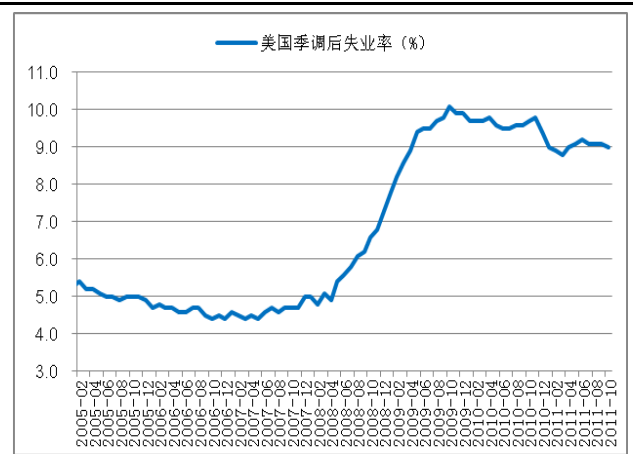
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 美国 ISM 制造业采购经理人指数



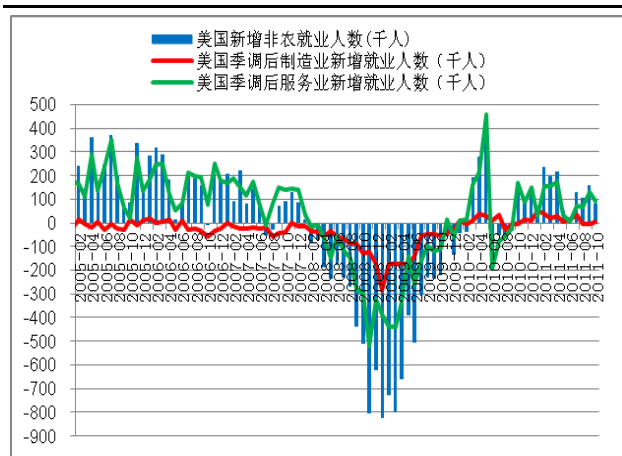
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 美国失业率 (%)



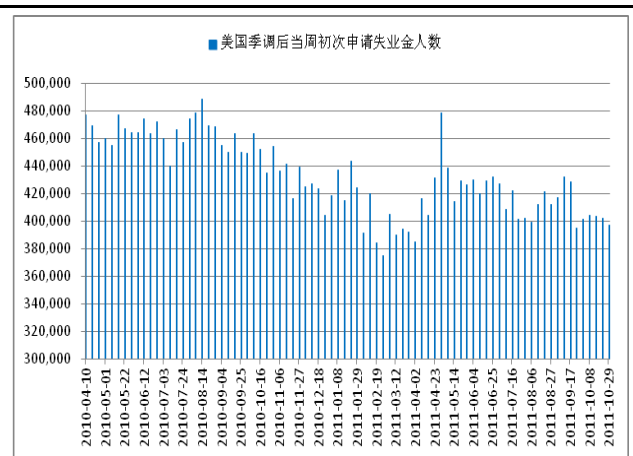
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 美国季调后非农就业人口变动 (千人)



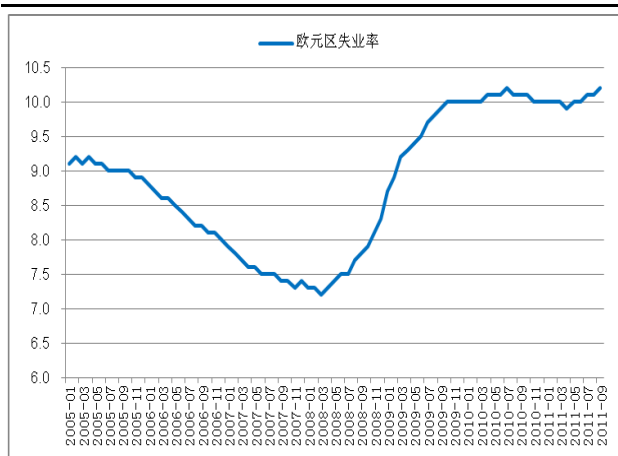
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 美国一周季调后初请失业金人数 (人)



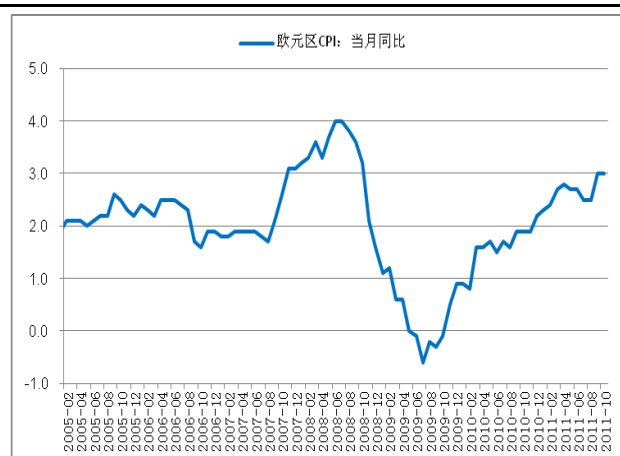
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 欧元区失业率 (%)



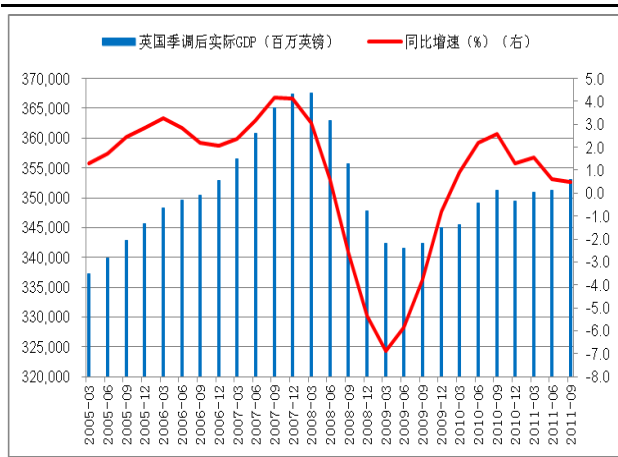
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 欧元区消费者物价指数 (当月同比: %)



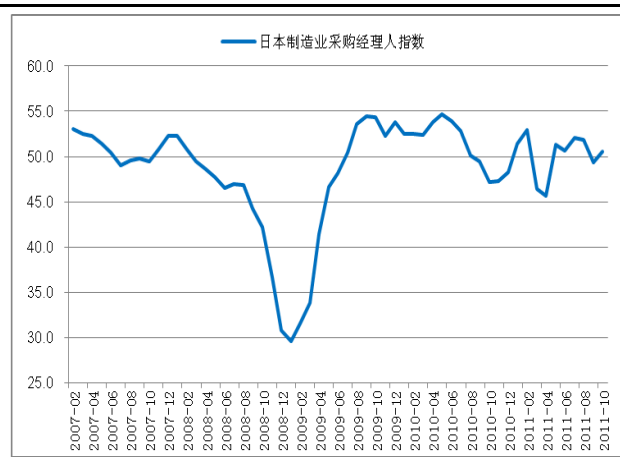
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 9 英国季调后实际 GDP 及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 10 日本制造业采购经理人指数速



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 9 月工厂订单 (月率)	-0.2%	+0.3%	高于预期的-0.1%
美国 9 月耐用品订单修正值 (月率)	-0.8%	-0.6%	-
美国 10 月芝加哥采购经理人指数	60.4	58.4	低于预期的 59.0
美国 10 月达拉斯联储制造业产出指数	5.9	4.1	-
美国 10 月 ISM 制造业采购经理人指数	51.6	50.8	低于预期的 52.0
美国 10 月 ISM 非制造业指数	53.0	52.9	低于预期的 53.5
美国 10 月 ADP 就业人数变动 (万人)	+9.1	+11.0	高于预期的+10.0
美国 10 月季调后非农就业人口变动	+15.8	+8.0	低于预期的+9.5, 且为

(万人)			7月以来最低
美国10月季调后制造业就业人口变动 (万人)	-0.3	+0.5	高于预期的+0.1, 且改变前两月的负增长状态
美国10月失业率	+9.1%	+9.0%	低于预期的+9.1%
美国上周季调后初请失业金人数(万人)(至1029)	40.2	39.7	低于预期的40.0, 近5周以来最低
美国上周季调后初请失业金人数四周均值(万人)(至1029)	40.55	40.45	-
美国上周季调后续请失业金人数(万人)(至1022)	364.5	368.3	略低于预期的369.0
欧元区9月失业率	10.0%	10.2%	高于预期的10.0%
欧元区9月生产者物价指数(年率)	+5.9%	+5.8%	符合预期
欧元区9月生产者物价指数(月率)	-0.1%	+0.3%	略高于预期的+0.2%
欧元区10月调和消费者物价指数初值(年率)	+3.0%	+3.0%	略高于预期的+2.9%
欧元区10月Markit制造业采购经理人指数终值	47.3	47.1	低于预期的47.3
德国9月季调后失业率(官方)	6.9%	7.0%	高于预期的6.9%
德国9月季调后制造业订单(月率)	-1.4%	-4.3%	低于预期的-0.1%, 较上期继续减少
德国9月末季调制造业订单(年率)	+6.3%	+2.4%	-
德国10月Markit/BME制造业采购经理人指数终值	48.9	49.1	高于预期的48.9
法国9月生产者物价指数(年率)	+6.3%	+6.1%	-
法国9月生产者物价指数(月率)	持平	+0.2%	-
法国10月Markit/CDAF制造业采购经理人指数终值	49.0	48.5	低于预期的49.0
意大利9月失业率	7.9%	8.3%	-
意大利9月生产者物价指数(年率)	+4.5%	+4.5%	低于预期的+4.7%
意大利9月生产者物价指数(月率)	持平	+0.2%	低于预期的+0.4%
意大利10月调和消费者物价指数初值(年率)	+3.6%	+3.8%	高于预期的+3.4%
意大利10月调和消费者物价指数初值(月率)	+2.0%	+0.9%	高于预期的+0.5%
意大利10月消费者物价指数初值(年率)	+3.0%	+3.4%	高于预期的+2.9%

意大利 10 月消费者物价指数初值（月率）	持平	+0.6%	高于预期的+0.1%
英国第三季度 GDP 初值（季率）	+0.1%	+0.5%	略高于预期的+0.4%
英国第三季度 GDP 初值（年率）	+0.6%	+0.5%	略高于预期的+0.4%
日本 10 月制造业采购经理人指数	49.3	50.6	景气度有所回升

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。