

宏观经济点评

国际财经周报(2011.11.14-11.20)

欧债危机变数频生，市场如惊弓之鸟

欧美股市一周涨幅

道琼斯工业平均指数	-2.94%
NASDAQ 综合指数	-3.97%
标准普尔 500 指数	-3.81%
伦敦富时 100 指数	-3.29%
巴黎 CAC40 指数	-4.84%
法兰克福 DAX 指数	-4.24%

亚太股市一周涨幅

东京日经 225 指数	-1.64%
恒生指数	-3.38%
沪深 300	-3.28%
上证综合指数	-2.60%

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:

- 美国上周季调后初请失业金人数连续 5 周下降，并为 32 周内最低，续请失业金人数创 08 年 10 月以来新低，就业市场略有好转。10 月零售销售连续 5 个月环比增长，但本月增幅有所降低，主要由于机动车辆和零部件销售增幅的减小。10 月工业产出增长超预期，其中制造业产出环比增幅有所扩大。10 月新屋开工年化总数较上月环比下降，但营建许可总数较上月大幅增加，同时 11 月 NAHB 房价指数超预期回升，并创 2010 年 6 月以来新高，总体来看房地产市场的持续低迷状态略有改善。此外，10 月通胀自年初以来首次趋于缓和，基本通胀较 9 月回落 0.4 个百分点，主要是由于能源价格同比增速的大幅回落，但核心 CPI 增速 2.1%，略超 2%警戒线；生产者物价指数年率 5.9%，为今年 6 月以来首次下降。
- 欧元区第三季度 GDP 初值年率 1.4%，主要由于德国、法国 GDP 增长的贡献，其中德国第三季度末季调 GDP 初值同比增长 2.5%、法国第三季度 GDP 初值同比增长 1.6%，欧元区其他国家经济增长仍然非常缓慢。10 月调和 CPI、核心 CPI 同比增长率继续维持上月 3%、1.6% 的水平。受欧债危机的拖累，欧洲经济复苏前景继续不容乐观。
- 近两周欧债危机变数频生，避险情绪再度升温，风险资产相继出现跳水，本周意大利 10 年期国债收益率再度触及 7%，除德国以外的欧元区其他国家的国债收益率也有所上升，主要债务国借贷成本及违约风险均不断提升。尽管欧洲央行继续购入欧元区债务国债券，但是也难以改善市场紧张情绪以及对欧元区国家债务的抛售。我们认为短期内欧元区难以提出缓解欧债危机的实质性方案，而目前最主要的挑战是如何安抚市场情绪以防止债务国违约和被迫退出欧元区的危险，这也是困扰央行最大的难题。
- 下周关注：美国、德国、英国第三季度 GDP 终值，欧元区、德、法制造业 PMI 指数，美国 11 月密歇根大学消费者信心指数、10 月耐用品订单、10 月成屋销售等数据。
- 从本周市场表现来看，尽管美国经济复苏中乐观信号持续显现，但是在欧债危机变数不断的情况下也没能给市场带来希望，可见近期市场最主要的焦点还将集中在欧债危机问题上，在欧债危机没有实质性利好的前提下，恐慌情绪还将阶段性爆发，股票市场将仍旧有所起伏，国内市场也将继续受其影响。

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	4
• 本周重要宏观数据	8
• 下周关注重点	10

图表目录

图 1 美国工业产出指数	6
图 2 美国零售销售及环比	6
图 3 美国 CPI 和 PPI	6
图 4 美国新屋开工总数和环比增速	6
图 5 美国 NAHB 房价指数	6
图 6 美国一周季调后初请失业金人数（人）	6
图 7 欧元区季度 GDP 增长率	7
图 8 欧元区 CPI	7
图 9 德国季度 GDP 增长率	7
图 10 法国季度 GDP 增长率	7
图 11 日本季度 GDP 增长率	7

本周重要事件:

- 15 日, 西班牙发售 32 亿欧元 12 个月及 18 个月期国债, 两种国债的得标利率均创 1997 年首次发债以来的新高。同时, 比利时发售了 27.25 亿欧元国债, 其三个月国债收益率触及 1.575%, 为 2009 年 1 月以来新高, 12 个月国债收益率也触及 3.396% 的三年高点, 足以凸显市场担忧情绪的高涨。
- 受欧债危机影响, 全球金融企业掀起裁员热潮。花旗集团 16 日宣布裁员 3000 人, 法国巴黎银行 (BNP Paribas) 计划削减投行部门员工 1400 人左右, 美国银行 15 日亦宣布裁去股票分部的部分员工, 而该行今年 9 月一度宣布未来几年大幅裁员 30000 人, 高盛集团 (Goldman Sachs) 计划裁员 1000 人, 富国银行 (Wells Fargo) 也计划裁员 1900 人。据全球新职介绍公司 Challenger, Gray & Christmas, Inc. 追踪的数据, 今年 1-10 月, 金融企业已经累计宣布裁员计划 54510 人, 较去年同期的 20886 人大幅攀升了 161%。
- 日本中央银行于 11 月 16 日召开金融决策会议, 会上下调了对于日本国内景气的评价, 判定日本景气恢复速度正在降低。欧洲债务危机导致了世界经济增长速度下降, 其影响波及日本企业的生产与出口, 这是此次日本景气恢复速度降低的原因。货币政策方面, 作为基准利率的银行间无担保隔夜拆借利率维持在零至 0.1% 的水平, 量化宽松措施中用于购买资产的基金规模维持在 55 万亿日元 (约合 7136 亿美元) 水平。
- 英国中央银行—英格兰银行 16 日发布最新季度报告, 鉴于国际及国内最新形势, 将 2011 年和 2012 年英国经济增长预期下调至 1% 左右。不过英央行当天发布的报告预计, 由于消费税率上调对物价的影响将在明年消失, 预计通胀率会在明年大幅回落。
- 国际信用评级公司穆迪公司 16 日宣布, 将德国多家州立银行信用评级下调 1 到 3 级。被降级最多的银行是巴伐利亚州立银行、LBBW、北方州立银行和布莱梅州立银行, 这四家银行的信用等级被下调 3 级, Helaba 银行、HSH 银行以及萨尔州立银行被下调 2 级, DekaBank 被下调 1 级。穆迪此次下调银行评级和欧债危机无关, 主要是因为德国对州立银行的扶持可能性减小。由于德国州立银行属于州政府所有, 银行运营受政策干预严重, 这种模式多年来遭到经济专家和国际信用评级机构的批评。
- 意大利总理蒙蒂 17 日在国会宣布削减支出, 希望在信任投票举行前力保政权稳定。意大利多个城市随后再度爆发示威活动, 对蒙蒂新政府投下 "不信任票", 预计蒙蒂的改革进程将面临挑战。
- 西班牙财政部称, 该部 17 日以 6.975% 的平均收益率发售了定于 2022 年 1 月份到期的 10 年期国债, 高于二级市场上同类债券的 6.69%, 也远高于上个月发售 10 年期国债时的

5.433%，西班牙财政部为此次国债发售交易所制定的最高目标为 40 亿欧元(约合 54 亿美元)。此次国债发售交易完成后，西班牙现有 10 年期基准国债的收益率从此前的 6.69% 上升至 6.708%，与可比德国国债之间的收益率差距为 495 个基点。

- 17 日，法国拍卖 94.1 亿美元的国债，虽然需求强劲，但法国不得不支付了高于上月拍卖时的利率。同时，法国财政部称，将于 2013 年 9 月 25 日到期的 2 年期国债的利率由 10 月时的 1.31% 升至 1.85%，5 年期国债利率由上月时的 2.31% 升至 2.82%。在二级市场，法国 10 年期国债收益率为 3.78%，与德国债券的息差扩大至近两个百分点。
- 希腊联合政府 18 日向议会提交了 2012 年预算草案，预算草案的其他主要内容包括：2012 年经济衰退幅度从今年的 5.5% 降至 2.8%，通货膨胀率从今年的 2.8% 降至 0.6%，但失业率将从今年的 15.4% 升至 17.1%。根据新政府提交的第一份预算草案，希腊 2012 年将在经济连续衰退四年后首次实现原始财政盈余，财政赤字占国内生产总值的比例将从今年的 9% 下降到 5.4%。希腊议会预计将在 12 月 8 日欧盟首脑会议之前对该预算案投票。

点评：

• 美国经济数据持续向好，欧洲经济衰退隐现

继三季度实际 GDP 增长率公布以来，美国经济已经连续释放出乐观的信号。本周公布的美国上周季调后初请失业金人数 38.8 万（上期 39.0 万），低于预期的 39.5 万人，连续 5 周降低，并创 32 周内最低值；上周季调后续请失业金人数 360.8 万，同样低于预期。最近几周连续下降的失业金申请人数反应出美国就业市场略有好转，但我们认为唯有申请失业金人数降低趋势能够持续下去，才能真正改善美国就业市场。

其次，10 月份零售销售、核心零售销售增长率超预期，并且零售销售连续 5 个月实现环比增长，但本月增长幅度较上月有所降低，主要是由于机动车辆和零部件的增幅减小，扣除机动车辆和零部件的零售销售总额环比增长率为今年 4 月份以来最高。10 月工业产出增长率超预期，工业活动得到恢复。其中，制造业产出环比增速由 9 月的 0.3% 扩大到 10 月的 0.5%。

房地产市场方面，10 月新屋开工年化总数 62.8 万户，高于预期，较上月环比有所下降，但是 10 月营建许可总数 65.3 万户，比上月大幅增加；同时 11 月 NAHB 房价指数超预期回升，并创 2010 年 6 月以来新高，总体来看房地产市场的持续低迷状态略有改善。

除此之外，数据显示 10 月通胀自年初以来首次趋于缓和，10 月基本通胀 3.5%（预期 3.6%），较 9 月回落 0.4 个百分点，主要是由于能源价格同比增速的大幅回落，而食品价格

增速仍然维持前几月水平；剔除这些因素，10月核心CPI增速略有提升，达到2.1%，略超2%警戒线。另外，10月生产者物价指数年率5.9%，低于预期，为今年6月以来首次下降。

种种迹象表明，美国经济复苏势头较为乐观，预计四季度经济增长有望维持，但不能忽略欧债危机可能给美国经济复苏带来的负面影响。

相比美国而言，欧元区国家经济数据却一片惨淡。虽然本周公布的欧元区第三季度GDP初值年率1.4%，却主要是由于德国、法国GDP增长的贡献，其中德国第三季度末季调GDP初值同比增长2.5%、法国第三季度GDP初值同比增长1.6%，可见欧元区其他国家的经济增长仍然非常缓慢甚至有衰退的危险。通胀方面，10月调和消费者物价指数、核心消费者物价指数同比增长率分别继续维持上月3%、1.6%的水平。受欧债危机的拖累，欧洲经济复苏前景继续不容乐观，陷入衰退的风险仍然存在，甚至会影响到全球经济复苏进程，这给欧洲央行政策的制定带来非常大的挑战，目前的经济刺激政策和缓解欧债危机的对策可能也只能阶段性的暂时安抚市场情绪。

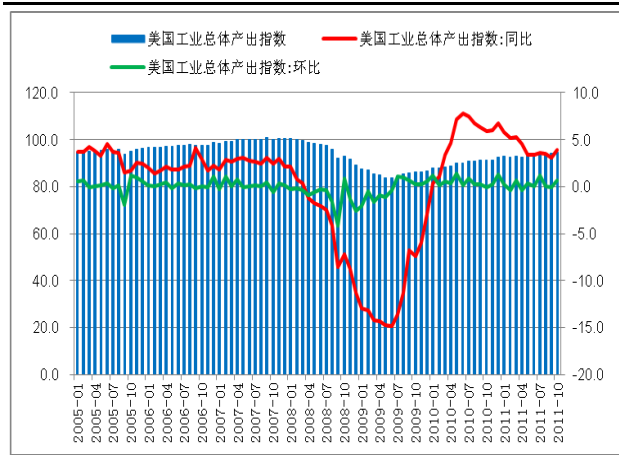
● 债务危机变数不断，欧洲央行购债难抚市场情绪

在前两周希腊公投闹剧及意大利政局不稳影响国内财政紧缩进程的影响之下，目前市场情绪继续陷入恐慌，这使得之前经过欧元区领导多番努力达成的欧盟峰会协议对市场情绪的提振化为泡影。近两周欧债危机变数频生，市场已如惊弓之鸟，避险情绪再度升温，风险资产出现跳水，本周意大利10年期国债收益率再度触及7%的水平，西班牙、法国等欧元区各国的国债收益率也有所上升，主要债务国借贷成本及违约风险均不断提升。尽管欧洲央行继续购入欧元区债务国债券，但是也难以改善市场紧张情绪以及对欧元区国家债务的抛售，因此购债效果不明显、反不断增加欧洲央行负担。我们认为短期内欧元区可能难以提出缓解欧债危机的实质性方案，而目前最主要的挑战是如何安抚市场情绪以防止债务国违约和被迫退出欧元区的危险，这也是困扰央行最大的难题。

● 外围市场风险多发期，A股市场将继续受其影响

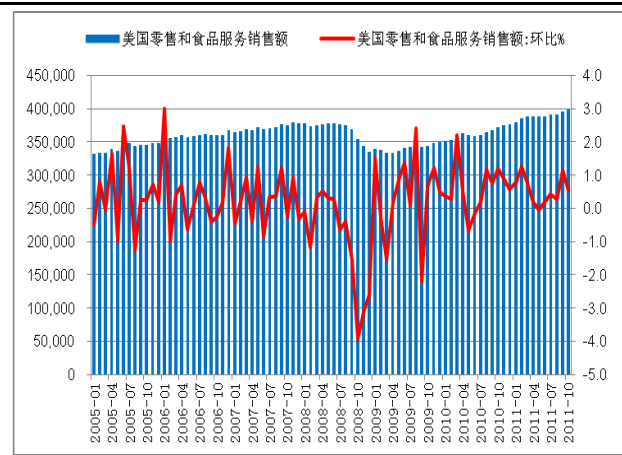
从本周市场表现来看，尽管美国经济复苏中乐观信号持续显现，但是在欧债危机变数不断的情况下也没有能够给市场带来希望，可见近期市场关注的最主要的焦点还将集中在欧债危机问题上。但从目前市场情绪对于欧债危机的反应来看，预计本周的情形还可能阶段性地出现，股票市场将仍旧有所起伏，国内市场也将继续受其影响，风险不容忽视。

图 1 美国工业产出指数



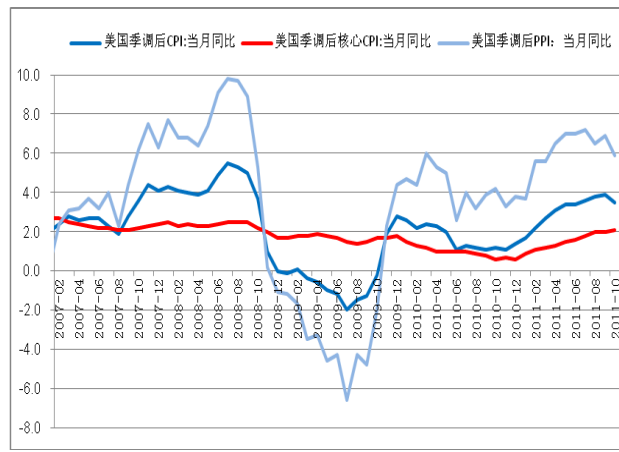
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 美国零售销售及环比



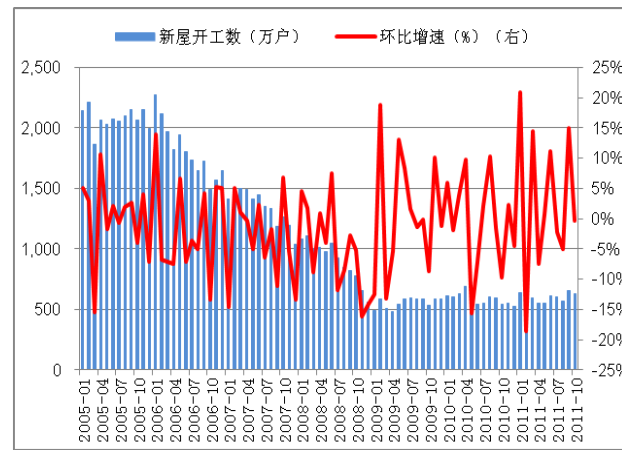
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 美国 CPI 和 PPI



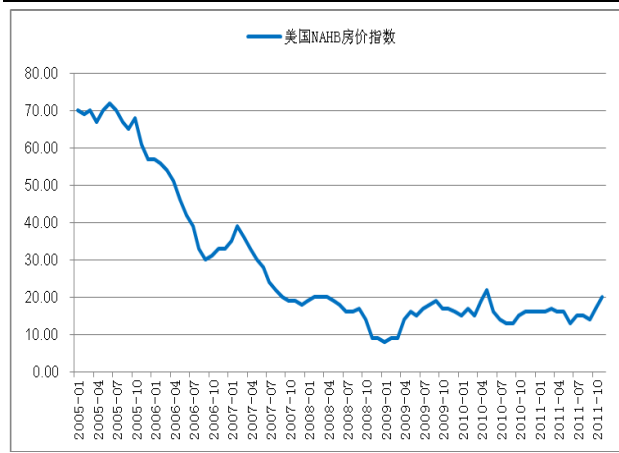
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 美国新屋开工总数和环比增速



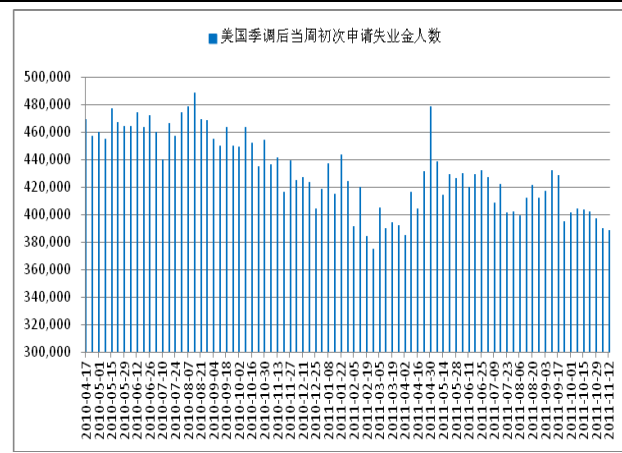
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 美国 NAHB 房价指数



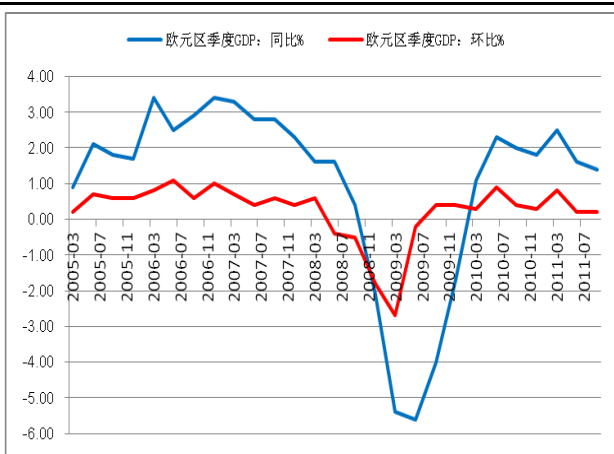
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 美国一周季调后初请失业金人数（人）



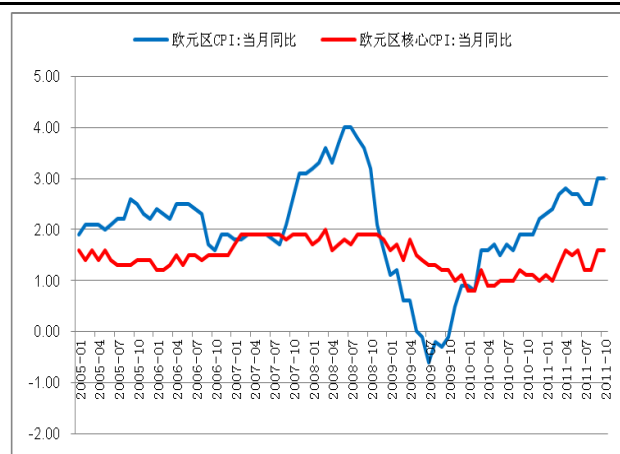
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 欧元区季度 GDP 增长率



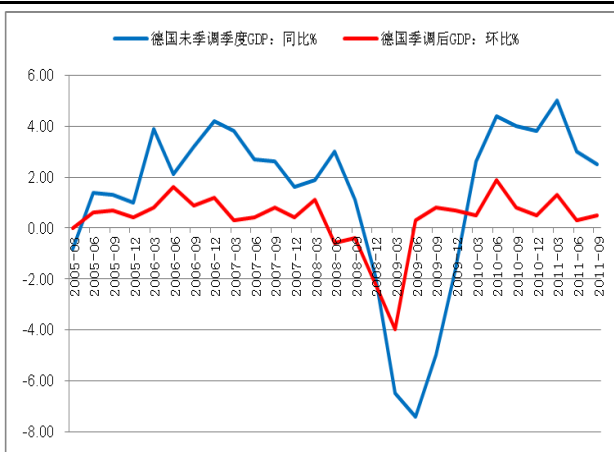
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 欧元区 CPI



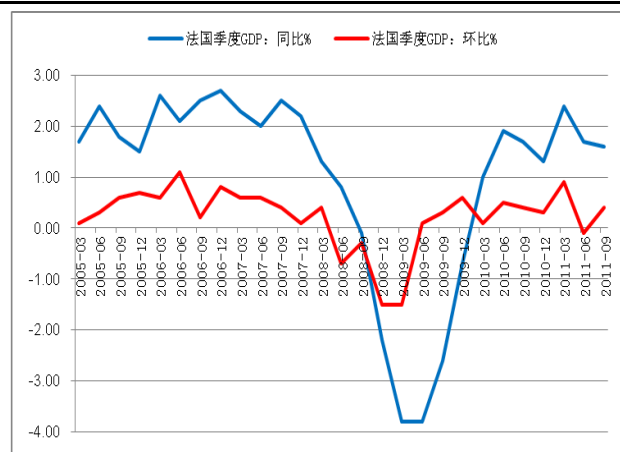
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 9 德国季度 GDP 增长率



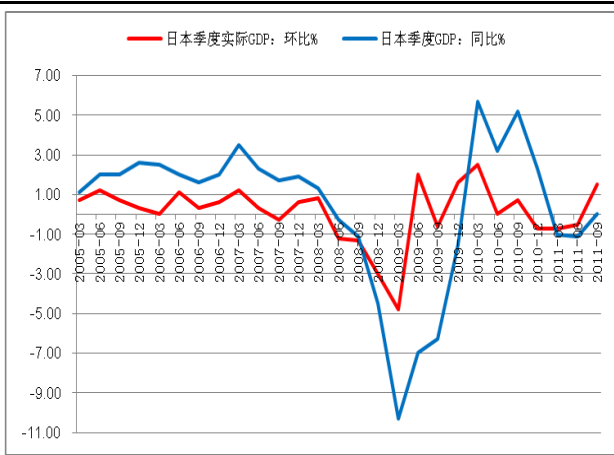
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 10 法国季度 GDP 增长率



资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 11 日本季度 GDP 增长率



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 月商业库存 (月率)	+0.5%	持平	略低于预期的+0.1%
美国 10 月工业产出 (月率)	+0.2%	+0.7%	高于预期的+0.4%
美国 10 月零售销售 (月率)	+1.1%	+0.5%	高于预期的+0.3%
美国 10 月核心零售销售 (月率)	+0.6%	+0.6%	高于预期的+0.1%
美国 10 月生产者物价指数 (年率)	+6.9%	+5.9%	低于预期的+6.3%
美国 10 月生产者物价指数 (月率)	+0.8%	-0.3%	低于预期的-0.1%
美国 10 月核心生产者物价指数 (年率)	+2.5%	+2.8%	符合预期
美国 10 月核心生产者物价指数 (月率)	+0.2%	持平	低于预期的+0.1%
美国 10 月季调后核心消费者物价指数 (月率)	+0.1%	+0.1%	符合预期
美国 10 月末季调核心消费者物价指数 (年率)	+2.0%	+2.1%	符合预期
美国 10 月季调后消费者物价指数 (月率)	+0.3%	-0.1%	低于预期的持平
美国 10 月末季调消费者物价指数 (年率)	+3.9%	+3.5%	低于预期的+3.6%
美国 10 月新屋开工 (年化月率)	+7.7%	-0.3%	-
美国 10 月新屋开工总数年化 (万户)	65.8	62.8	高于预期的 61.0
美国 11 月 NAHB 房价指数	18.0	20	高于预期的 18.0
美国 11 月纽约联储制造业指数	-8.48	+0.61	高于预期的-4.0
美国 11 月费城联储制造业指数	8.7	3.6	低于预期的 8.0
美国上周红皮书商业零售销售 (年率) (至 1111)	+3.1%	+3.3%	-
美国上周季调后初请失业金人数 (万人) (至 1112)	39.0	38.8	低于预期的 39.5, 32 周内最低值
美国上周季调后初请失业金人数四周均值 (万人) (至 1112)	40.0	39.675	-
美国上周季调后续请失业金人数 (万人) (至 1105)	361.5	360.8	低于预期的 364
欧元区第三季度 GDP 初值 (年率)	+1.6%	+1.4%	符合预期

欧元区第三季度季调后 GDP 初值（季率）	+0.2%	+0.2%	符合预期
欧元区 9 月工业产出（年率）	+6.0	+2.2%	低于预期的+3.3%
欧元区 9 月工业产出（月率）	+1.4%	-2.0%	略高于预期的-2.2%
欧元区 10 月调和消费者物价指数终值（年率）	+3.0%	+3.0%	符合预期
欧元区 10 月调和消费者物价指数终值（月率）	+0.8%	+0.9%	符合预期
欧元区 10 月核心消费者物价指数终值（年率）	+1.6%	+1.6%	-
欧元区 10 月核心消费者物价指数终值（月率）	+0.9%	+0.3%	-
德国第三季度季调后 GDP 初值（季率）	+0.1%	+0.5%	符合预期
德国第三季度未季调 GDP 初值（年率）	+2.8%	+2.5%	符合预期
德国第三季度工作日调整后 GDP 初值（年率）	+2.7%	+2.6%	-
德国 10 月生产者物价指数（年率）	+5.5%	+5.3%	高于预期的+5.2%
德国 10 月生产者物价指数（月率）	+0.3%	+0.2%	高于预期的-0.1%
德国 11 月 ZEW 经济景气指数	-48.3	-55.2	低于预期的-52.0
德国 11 月 ZEW 经济现状指数	38.4	34.2	高于预期的 33.0
法国第三季度 GDP 初值（季率）	持平	+0.4%	略高于预期的+0.3%
法国第三季度 GDP 初值（年率）	+1.7%	+1.6%	-
意大利 10 月调和消费者物价指数终值（年率）	+3.8%	+3.8%	符合预期
意大利 10 月调和消费者物价指数终值（月率）	+0.9%	+0.9%	符合预期
意大利 10 月消费者物价指数终值（年率）	+3.4%	+3.4%	符合预期
意大利 10 月消费者物价指数终值（月率）	+0.6%	+0.6%	符合预期
英国 10 月失业率	5.0%	5.0%	-
英国 10 月季调后零售销售（年率）	+0.6%	+0.9%	高于预期的“持平”
英国 10 月季调后零售销售（月率）	+0.6%	+0.6%	高于预期的-0.2%

英国 10 月消费者物价指数（年率）	+5.2%	+5.0%	略低于预期的+5.1%
英国 10 月消费者物价指数（月率）	+0.6%	+0.1%	略低于预期的+0.2%
英国 10 月核心消费者物价指数（年率）	+3.3%	+3.4%	-
英国 10 月核心消费者物价指数（月率）	+0.2%	+0.2%	-
日本第三季度实际 GDP 初值（季率）	-0.5%	+1.5%	符合预期
日本第三季度实际 GDP 初值（年化季率）	-2.1%	+6.0%	-

下周关注重点

经济指标	上期值	预期值
美国第三季度年化实际 GDP（十亿美元）	13352.8	-
美国第三季度实际 GDP 修正值（年化季率）	+2.5%	+2.5%
美国 10 月 NAR 季调后成屋销售（年化月率）	-3.0%	-
美国 10 月 NAR 季调后成屋销售总数年化（万户）	491	485
美国 10 月个人消费支出物价指数（年率）	+2.9%	-
美国 10 月核心个人消费支出物价指数（年率）	+1.6%	-
美国 10 月耐用品订单（月率）	-0.6%	-0.7%
美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值	64.2	-
美国上周季调后初请失业金人数（万人）（至 1119）	38.8	-
欧元区 11 月 Markit 制造业采购经理人指数初值	47.1	46.5
德国 11 月 Markit/BME 制造业采购经理人指数初值	49.1	48.5
法国 11 月 Markit/CDAF 制造业采购经理人指数初值	48.5	47.8
德国第三季度季调后 GDP 终值（季率）	+0.5%	-
德国第三季度未季调 GDP 终值（年率）	+2.5%	-
英国第三季度 GDP 修正值（季率）	+0.5%	+0.5%
英国第三季度 GDP 修正值（年率）	+0.5%	+0.5%
日本 10 月全国消费者物价指数（年率）	持平	-
日本 10 月全国核心消费者物价指数（年率）	+0.2%	-0.1%

分析师承诺

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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

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。