

世界经济

2011 年 11 月 22 日

减记，而非 QE

相关研究

稳定不稳定的市场——国际金融市场风险监测 2011 年 11 月 1 日

竹篮打水——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 26 日

分手总是痛苦的，但失败结合难维持——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 20 日

亚历山大结——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 19 日

短期有期盼，中期仍黑暗——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 17 日

不是解决方案，却是危机本身——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 13 日

望梅止渴——国际金融市场监测 2011 年 10 月 12 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

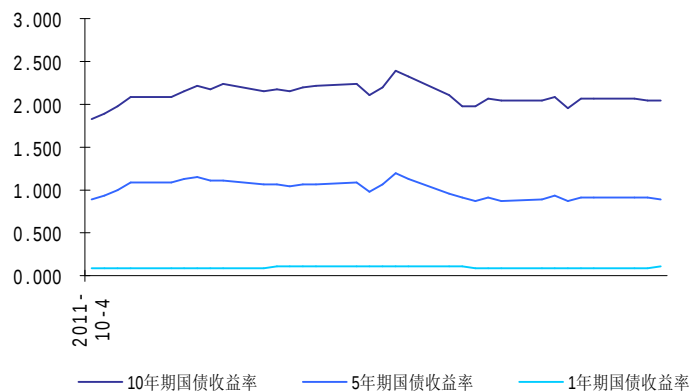
- | 关于当前欧债危机的最终出路，存在三种思路：
- | **第一种是德国人持续转移支付：**这种方式在过去一年里被证明了在政治与经济上的压力会有多大。救助应该破产的国家，类似于社会主义的思路；被救助国产生了不思变革的道德风险，而救助国却倍感不公。对于希腊这样的国家的援助看上去遥遥无期，走向衰退的核心国持续上升的政治压力使得这种模式在目前已不现实。
- | **第二种是 QE：**这种方式在意大利国债收益率上升后越来越成为市场的一致预期。然而欧洲不是站在一个国家的角度上想问题，欧洲有债务国，债权国和利益不太相干国。因此为了债务国的错误让所有人同意承担通胀风险，这在政治上很难行得通。对于欧元来说，其挑战美元的核心竞争力在于货币信用。如果将此放弃，德国人毋宁回归马克。QE 更像是短期解药，只是将有毒资产转移到央行的资产负债表，依然没有正视债务国偿还能力的问题。
- | **第三种是更强更稳定的欧元：**不走 QE 路线，而是通过债务减记缓解债务危机，同时淘汰没有赚钱能力的成员国。希腊这样的国家可能被淘汰出欧元区。而意大利并非希腊，德国人也不会惊慌失措。希腊国债收益率的定价是偿债能力丧失，意大利国债收益率的定价是流动性角度的违约风险上升。但为了获取流动性援助，债务国的财政权都需要接受德国的控制。德国人为了这个中期目标，甚至会不惜欧洲短期进入衰退。当然为了不至于让债务太大而不能救，债务国都会迎来减记，这在 5 月法国大选之后将更具政治空间。最后待金融市场稳定，人们看到的将是一个货币信用，债务负担与政府开支能对美元形成挑战的欧元。此后，当市场认为欧元能对美元形成替代的时候，美元资产就不再那么高枕无忧了。欧美债务问题本是同根生，美债危机也只是时间问题。

关注： 11 月 22 日 GDP 季环比（预期：2.5%，前期：2.5%）
11 月 23 日 美国减赤谈判（市场预期美债评级将再次下调）
欧元区共同债券的建议
11 月 27 日 希腊与私营债权人的债务减记细则

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

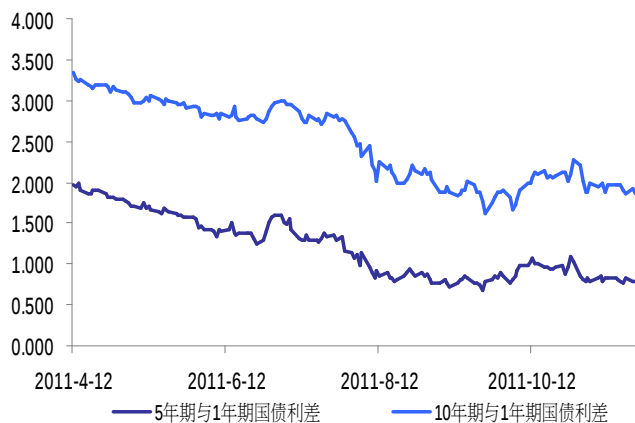
1. 美国评级或受减赤方案拖累，美股商品下跌

图 1：美国国债收益率小幅上升，对经济形势的担忧稍有减缓。



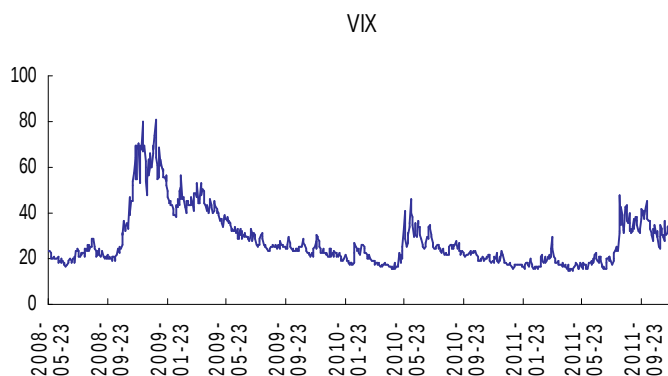
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差持续小幅回升，对长期经济形势担忧有所减弱。



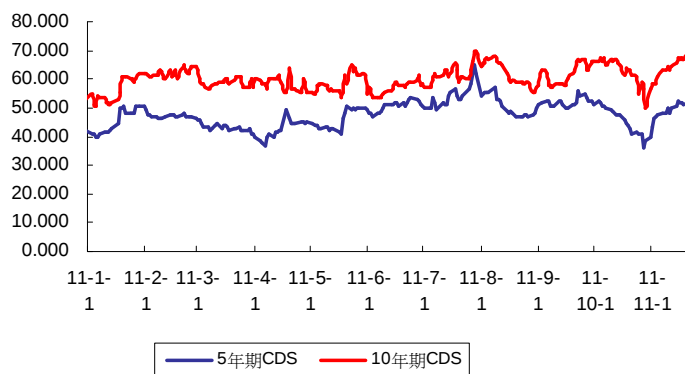
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数上涨，显示股市波动风险增加。



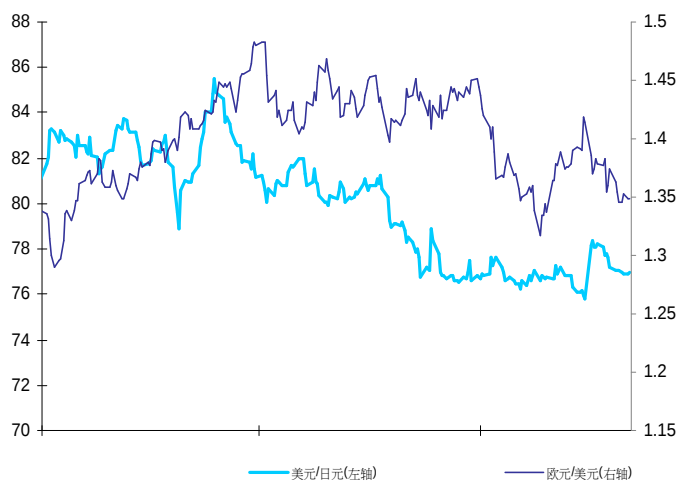
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 上涨，由于减赤方案或失败，对美国债务违约风险的担忧有所加剧。



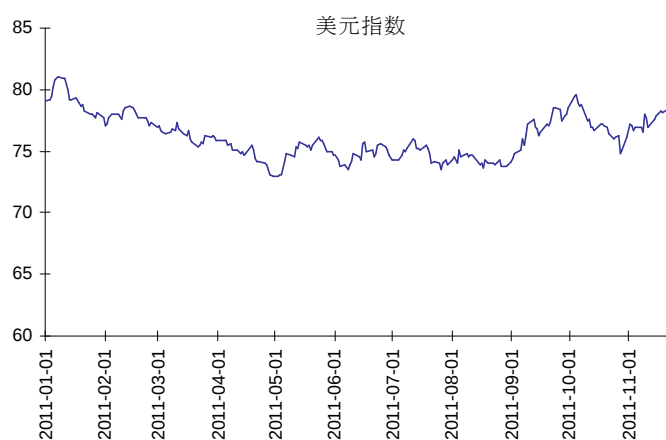
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对欧元小幅下跌，由于减赤方案或流产。



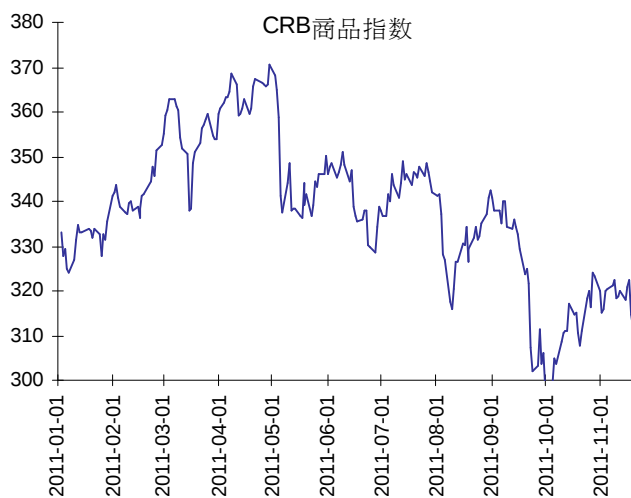
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数小幅上涨，对其避险需求加剧。



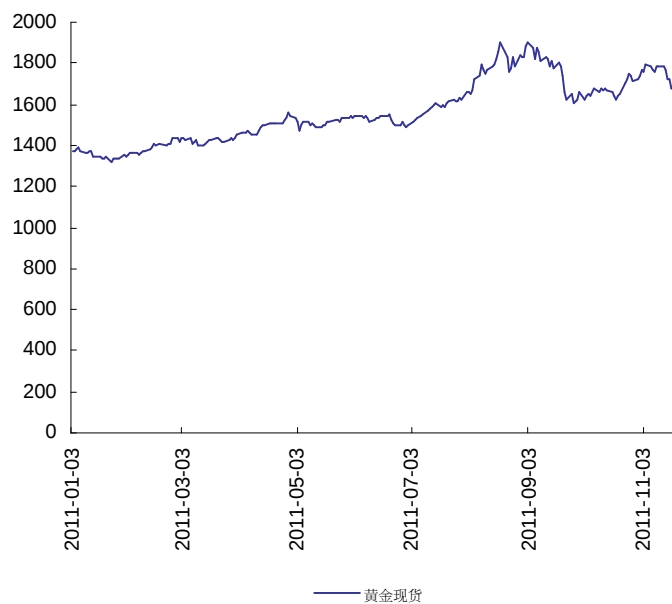
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格继续小幅下跌，由于预期减赤方案可能失败。



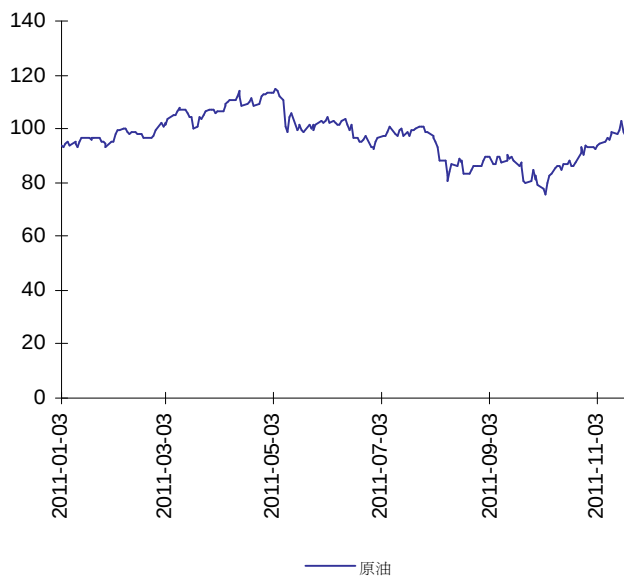
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格小幅下降，由于减赤方案或流产且欧债危机未有救助方案，对其避险需求转移至现金。



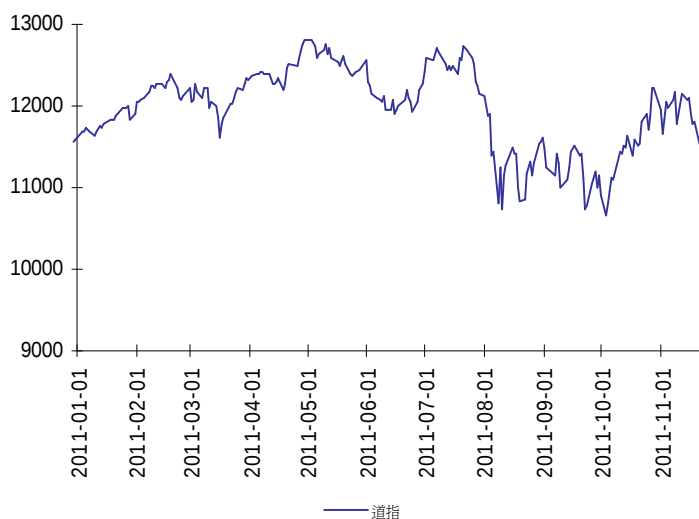
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格继续下跌，由于预期欧洲经济或停滞且原油供给上涨。



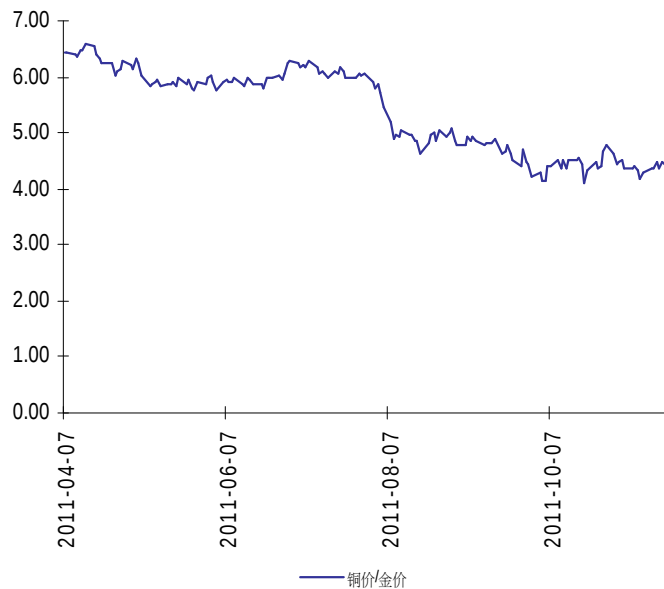
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下跌 2%，由于预期减赤方案或失败。



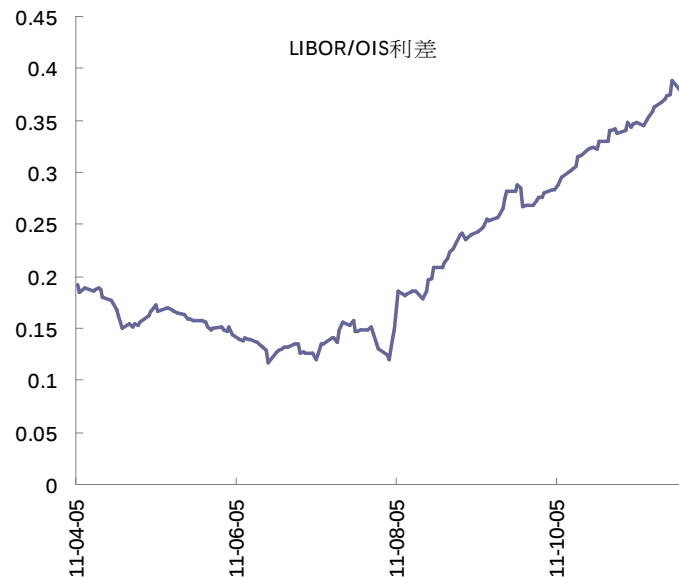
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于受减赤方案或失败及欧债危机影响，铜价持续下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差上升，银行信贷压力有所加剧。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
11/16/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 11	--	-10.00%	10.30%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数 (月环比)	OCT	0.00%	-0.10%	0.30%	--
11/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	OCT	0.10%	0.10%	0.10%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数(同比)	OCT	3.60%	3.50%	3.90%	--
11/16/2011 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	OCT	2.10%	2.10%	2.00%	--
11/16/2011 21:30	消费价格指数-无季节调整	OCT	226.651	226.421	226.889	--
11/16/2011 21:30	CPI 核心指数 经季调	OCT	--	226.444	226.137	--
11/16/2011 22:00	长期净 TIC 流量	SEP	--	\$68.6B	\$57.9B	--
11/16/2011 22:00	净 TIC 流量总计	SEP	--	\$57.4B	\$89.6B	--
11/16/2011 22:15	工业产值	OCT	0.40%	0.70%	0.20%	--
11/16/2011 22:15	设备使用率	OCT	77.60%	77.80%	77.40%	--
11/16/2011 23:00	NAHB 住宅市场指数	NOV	18	20	18	--
11/17/2011 21:30	新宅开工指数	OCT	606K	628K	658K	--
11/17/2011 21:30	房屋开工(月环比)%	OCT	-7.90%	-0.30%	--	--
11/17/2011 21:30	建筑许可	OCT	600K	653K	594K	589K
11/17/2011 21:30	建筑许可(月环比)%	OCT	1.90%	10.90%	-5.00%	--
11/17/2011 21:30	首次失业人数	NOV 12	395K	388K	390K	--
11/17/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 5	3615K	3608K	3615K	--
11/17/2011 22:45	彭博经济预期	NOV	--	-32	-45	--
11/17/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 13	--	-50	-51.6	--
11/17/2011 23:00	费城联储商业前景指数	NOV	9	3.6	8.7	--
17-18 NOV	房贷拖欠	3Q	--	7.99%	8.44%	--
17-18 NOV	MBA Mortgage Foreclosures	3Q	--	4.43%	4.43%	--
11/18/2011 23:00	领先指标	OCT	0.60%	0.90%	0.20%	--
11/21/2011 23:00	现房销售	OCT	4.80M	4.97M	4.91M	--
11/21/2011 23:00	旧宅销售 月环比	OCT	-2.20%	1.40%	-3.00%	--

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
11/22/2011 21:30	GDP 季环比(年度化)	3Q S	2.50%	--	2.50%	--
11/22/2011 21:30	个人消费	3Q S	2.40%	--	2.40%	--
11/22/2011 21:30	GDP 价格指数	3Q S	2.50%	--	2.50%	--
11/22/2011 21:30	核心个人消费支出 季环比	3Q S	2.10%	--	2.10%	--
11/22/2011 23:00	里士满联储制造业指数	NOV	-2	--	-6	--
11/23/2011 03:00	Minutes of FOMC Meeting					
11/23/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 18	--	--	-10.00%	--

11/23/2011 21:30	耐用品订单	OCT	-1.00%	--	-0.80%	-0.60%
11/23/2011 21:30	耐用消费品（除运输类）	OCT	0.00%	--	1.70%	1.80%
11/23/2011 21:30	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	OCT	-1.00%	--	2.40%	--
11/23/2011 21:30	Cap Goods Ship Nondef Ex Air	OCT	--	--	-0.90%	--
11/23/2011 21:30	个人收入	OCT	0.30%	--	0.10%	--
11/23/2011 21:30	个人开支	OCT	0.30%	--	0.60%	--
11/23/2011 21:30	个人消费性支出平减指数（年比）	OCT	2.70%	--	2.90%	--
11/23/2011 21:30	个人消费支出核心平减指数（月环比）	OCT	0.10%	--	0.00%	--
11/23/2011 21:30	个人消费性支出核心指数（年比）	OCT	1.70%	--	1.60%	--
11/23/2011 21:30	首次失业人数	NOV 19	390K	--	388K	--
11/23/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 12	3610K	--	3608K	--
11/23/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 20	--	--	-50	--
11/23/2011 22:55	密执安大学消费者信心	NOV F	64.5	--	64.2	--
11/24/2011 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	NOV	9	--	8	--

美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

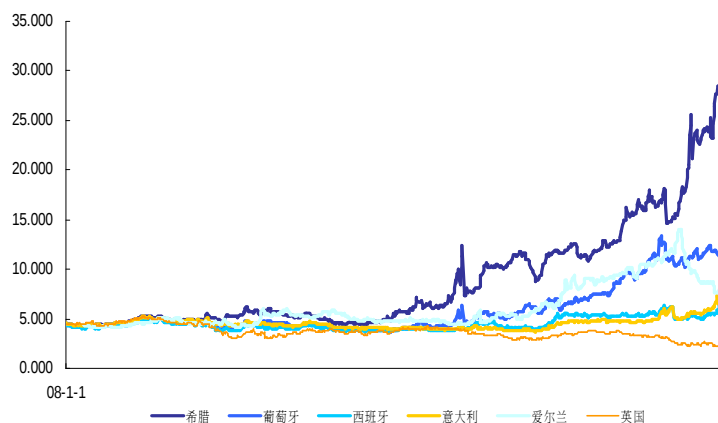
超级委员会成员政治倾向

众议院	提高债务上限（是/否）	延长布什减税政策投票（是/否）
Xavier Becerra（民主党-加利福尼亚州）	否	否
James E. Clyburn（民主党-南卡罗来纳州）	是	否
Chris Van Hollen（民主党-马里兰州）	是	否
Dave Camp（共和党-密歇根州）	是	是
Jeb Hensarling（共和党-德克萨斯州）	是	是
Fred Upton（共和党-密歇根州）	是	是
参议院		
Max Baucus（民主党-蒙塔纳州）	是	是
John Kerry（民主党-马萨诸塞州）	是	是
Patty Murray（民主党-华盛顿）	是	是
Jon Kyl（共和党-亚利桑那州）	是	是
Rob Portman（共和党-俄亥俄州）	是	N/A
Patrick Toomey（共和党-宾夕法尼亚州）	否	N/A

资料来源：申万研究

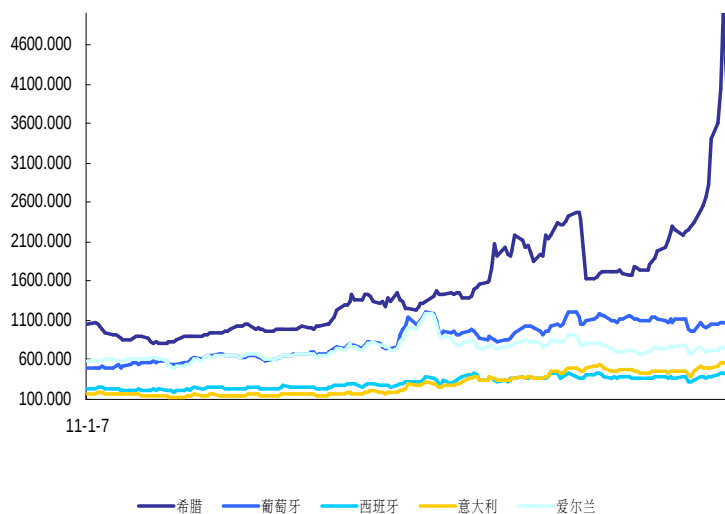
2. 欧洲受美减赤方案或流产影响，欧股下跌风险情绪上涨

图 13：除葡萄牙、希腊和英国外，其他国债收益率均上涨，对经济担忧的情绪有所增加。



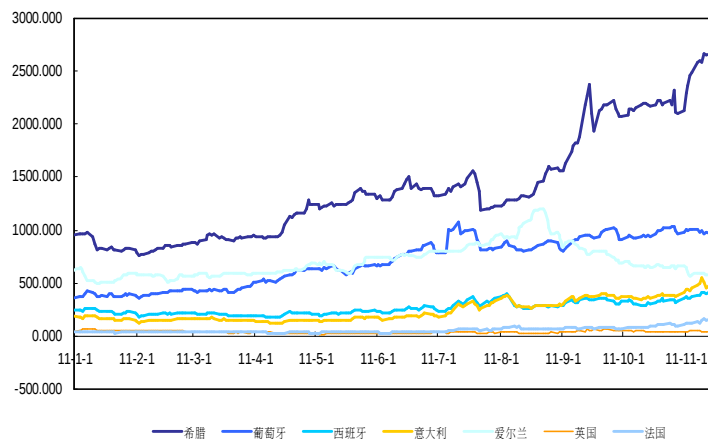
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均反弹上涨，对债务违约风险的担忧情绪有所增加。



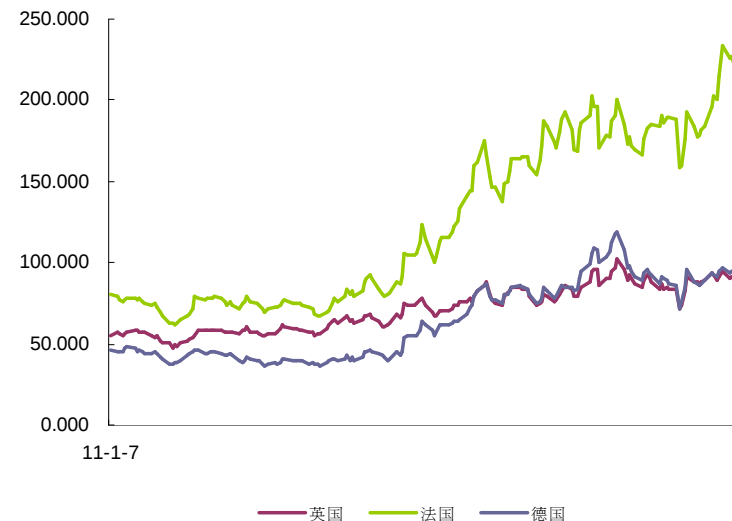
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：各国债利差均上涨，对长期经济担忧情绪加剧。



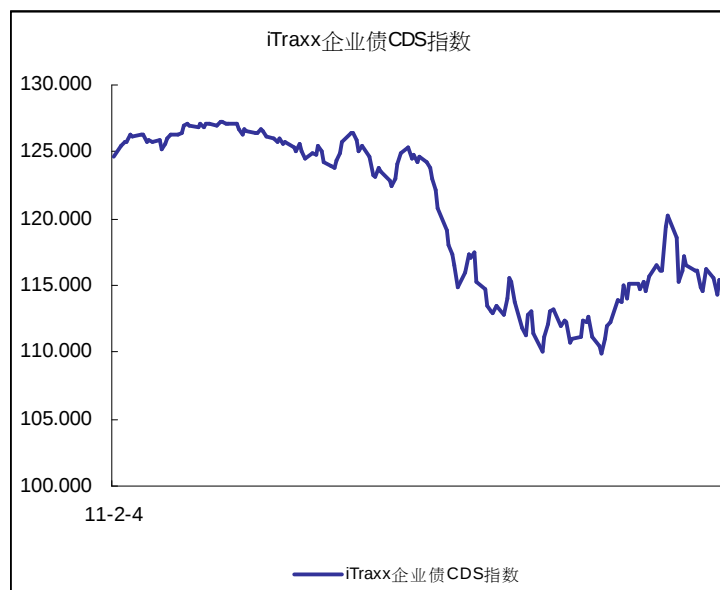
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



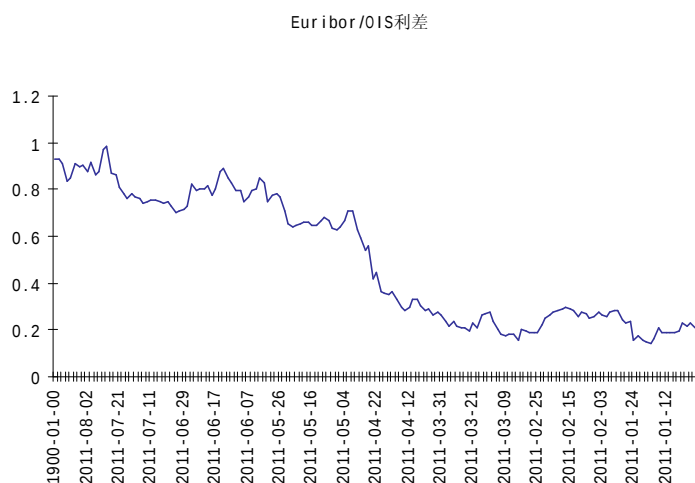
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 小幅下跌，对企业违约风险情绪依然存在。



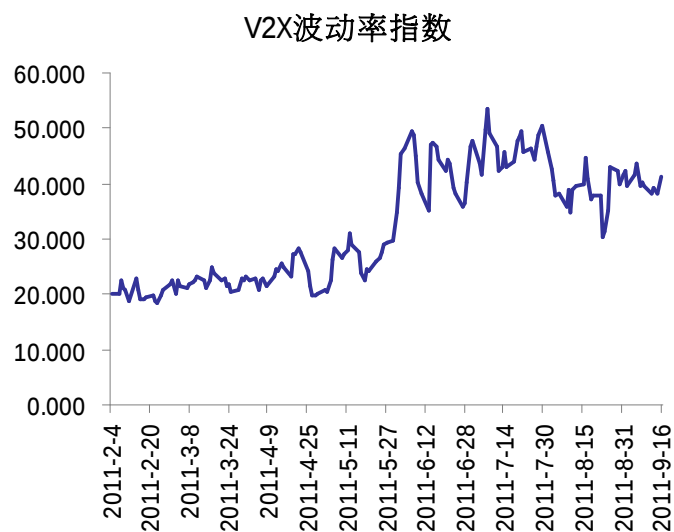
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor/OIS 利差小幅上涨，显示银行信贷压力增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动率上涨，股市波动风险增强。



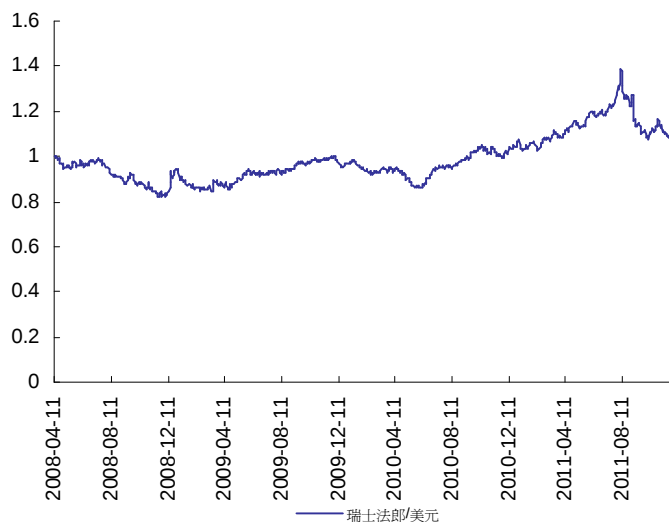
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元小幅上涨，由于预期美国减赤方案不能达成一致。



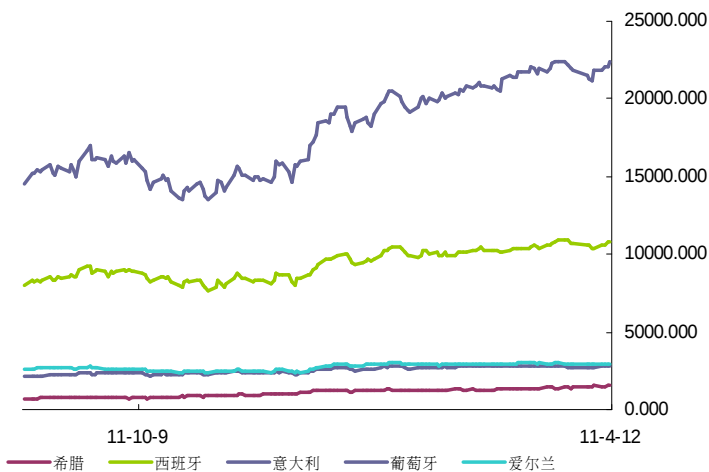
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅上涨, 由于美元受减赤方案或流产影响而小幅下跌。



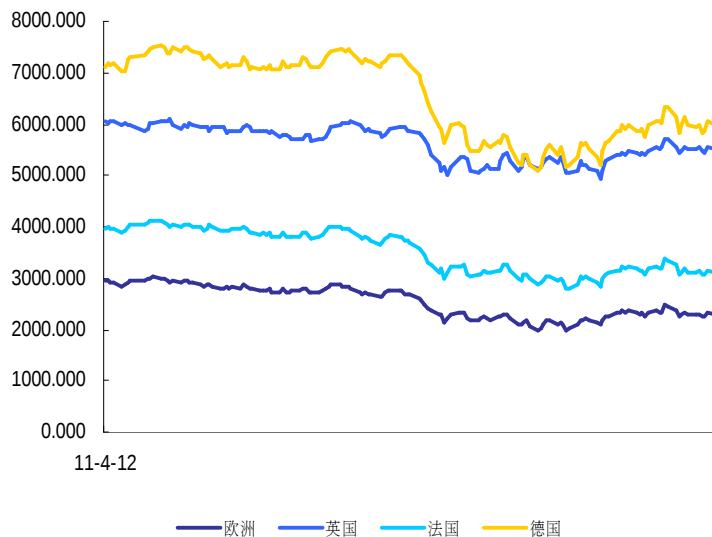
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均下跌。



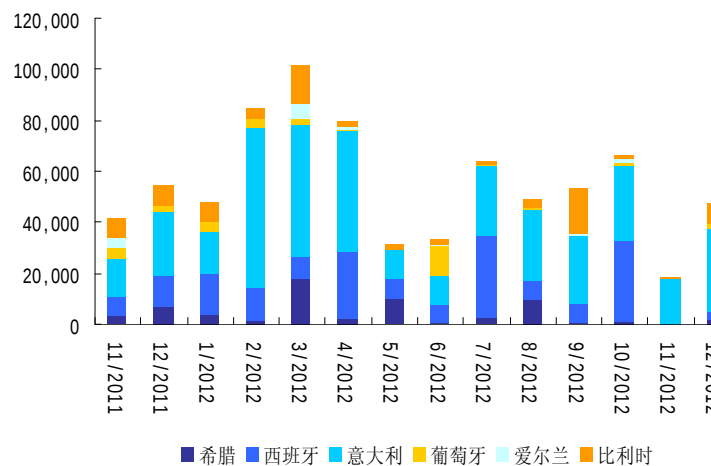
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均下跌, 由于美减赤方案或失败及欧债未得有救助方案。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月: 偿债高峰



资料来源: Bloomberg, 申万研究