

宏观经济点评

国际财经周报(2011.11.21-11.27)

欧债未平，美债又起

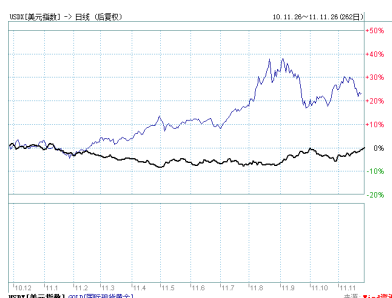
欧美股市一周涨幅

道琼斯工业平均指数	-4.78%
NASDAQ 综合指数	-5.09%
标准普尔 500 指数	-4.69%
伦敦富时 100 指数	-3.70%
巴黎 CAC40 指数	-4.67%
法兰克福 DAX 指数	-5.30%

亚太股市一周涨幅

东京日经 225 指数	-2.57%
恒生指数	-4.34%
沪深 300	-1.40%
上证综合指数	-1.50%

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 月实际个人消费支出环比上涨 0.1%，总额自 09 年下半年至今向上趋势基本可以确定，而消费者信心指数近几个月也有所回升；第三季度国内私人投资对实际 GDP 增长表现出较强的拉动作用，10 月投资者信心指数也自 8 月以来逐渐向好。总体来说，消费和投资的增长比较强劲，内需增强有望进一步拉动 GDP 增长。但是，美国第三季度实际 GDP 年化季率由初值的 2.5% 向下修正至 2.0%，低于市场预期，表明欧债危机、银行体系风险凸显依然继续拖累美国逐步走向好转的宏观经济。而针对美国债务问题的减赤方案虽然本周未能达成一致，但此触动的对于美债问题的担忧以及未来减赤任务的艰巨都将加剧经济复苏的风险和市场的波动性，我们对此的态度仍然保持谨慎。
- 尽管德国第三季度实际 GDP 增长情况较好，但欧元区 9 月工业订单的同比和环比增速均急转直下，并且欧元区、德国、法国 11 月制造业采购经理人指数初值毫无悬念的继续下降，前景非常悲观。除此之外，相关指标显示英国经济衰退的可能性加大，第三季度实际 GDP 同比增长修正值仅 0.5%。
- 本周债务危机愈演愈烈，罢工行动给主要债务国财政紧缩方案增添许多困难和不确定性。葡萄牙、匈牙利、比利时评级的下调，意大利新发债券得标利率的再创新高，以及一直以来深受市场信任的德国主权债务遭到的冷遇，均体现出市场对于欧元区迟迟未能提出有效解决欧债问题方案的不满和担心，而市场寄予期望的欧元区共同债券也随着德国的强硬态度胎死腹中。随着明年一季度各国偿债高峰的到来，欧元区还将面临着更多的挑战，预期近期内其经济仍难有起色甚至可能陷入衰退，欧元区或留或存还将是个未知数，市场的动荡仍将继续。
- 尽管美国经济复苏略有起色，但欧债危机仍然是目前主导市场走势的最强因素，因此所带来的结果是今后市场继续动荡，A 股市场来自海外系统性风险没有减少。近期数据表明美国通胀情况或有所好转，而欧洲通胀偏高但基本可控，“高失业”的困扰将继续决定央行政策的制定方向，在此环境下国内货币政策紧缩或已接近尾声，为防止未来国内经济增长放缓，宽松意向或有显现，A 股市场可能在底部震荡中略显希望。

请务必阅读正文后的免责声明部分

正文目录

• 本周重要事件	3
• 点评	4
• 本周重要宏观数据	7
• 下周关注重点	8

图表目录

图 1 美国季度 GDP 增长率	5
图 2 美国季调后实际个人消费支出及环比	5
图 3 美国 PCE 及核心 PCE 同比增速 (%)	5
图 4 美国密歇根大学消费者信心指数	5
图 5 美国 NAR 成屋销售及环比增长	6
图 6 美国 Sentix 投资信心指数	6
图 7 美国一周季调后初请失业金人数 (人)	6
图 8 欧元区制造业 PMI	6
图 9 德国季度 GDP 增长率	6

本周重要事件:

- 美国国会下属“超级委员会”的联席主席周一宣布，该委员会未能就至少 1.2 万亿美元的赤字削减协议达成一致，这将触动 2013 年开始的 1.2 万亿美元削减支出计划。随后标普和穆迪两大评级机构发表声明称，该决定并不会导致美国评级发生改变，这也缓解了市场对美国评级再遭下调的担忧情绪。
- 德国政府周三标售了 36.44 亿欧元的 10 年期国债，息票利率为 2%，平均得标利率为 1.98%，今年平均水平是 2.74%；超额认购率为 1.1，低于 1.56 的年内平均超额认购率，暗示国债的市场需求不佳，德国 60 亿欧元国债拍卖仅吸引了 39 亿欧元的认购。
- 评级机构惠誉(Fitch) 11 月 24 日宣布，将葡萄牙主权评级调降至垃圾级，称该国财政严重失衡，且债务水平高企。惠誉宣布，将葡萄牙主权评级从 BBB-级下调至 BB+级，并给予负面的评级展望，但较穆迪(Moody's)给出的 Ba2 级高一个级距。该机构指出，葡萄牙国有企业是财政风险的主要来源，葡萄牙财政失衡、债务高企意味着该国的评级不再符合投资级的要求。
- 25 日，国际评级机构标准普尔(Standard & Poor's)宣布，将比利时长期外币发行人评级从 AA+下调至 AA，评级展望为负面。标普称，调降比利时评级反映资金和市场风险压力重现令信用风险加剧，也反映当局应对可能的国内外经济压力的能力导致的风险加剧。比利时 10 年期国债收益率逼近 6%的不可持续水平，下周该国将再次标售国债。
- 意大利 25 日发售了 6 个月和 2 年期新债，虽然完成了 100 亿欧元的发债目标，但两种国债的得标利率均大幅飙升，创欧元区成立以来的新高。售债结果显示，意大利 6 个月期国债得标利率为 6.504%，较 10 月底时同种国债标售时录得的 3.535%几乎翻了一番，创欧元问世以来的新高；超额认购率为 1.47，上一次为 1.57。同时，意大利 2 年期国债得标利率为 7.814%，亦远高于 10 月底时录得的 4.628%，创欧元区成立以来的新高；超额认购率为 1.59，前次为 2.01。
- 德国议会下议院 11 月 25 日批准了德国 2012 年联邦预算案，预计明年赤字将为 261 亿欧元。该项预算案预计，明年德国政府支出和今年的预算方案相比会出现 0.1%的增长，至 3062 亿欧元。2012 年政府税收收入预计将达 2492 亿欧元，而其他税收总计将达 309 亿欧元，其中包括私营企业税收 50 亿。
- 穆迪(Moody's) 25 日宣布，将匈牙利政府债券评级从 Baa3 下调一个级距至 Ba1，且因该国抵御欧债危机带来的突发事件风险的能力存在不确定性，维持该国评级展望为负面。主要原因为匈牙利达成中期财政整顿与公共部门债务削减目标能力的不确定性上升，特

别是考虑到该国中期经济增长前景越发受限；此外，进入外部市场剧烈振荡时期，该国政府债务负担沉重、严重依赖外部投资与巨大的融资需求，导致其更容易受到突发事件的冲击。

点评：

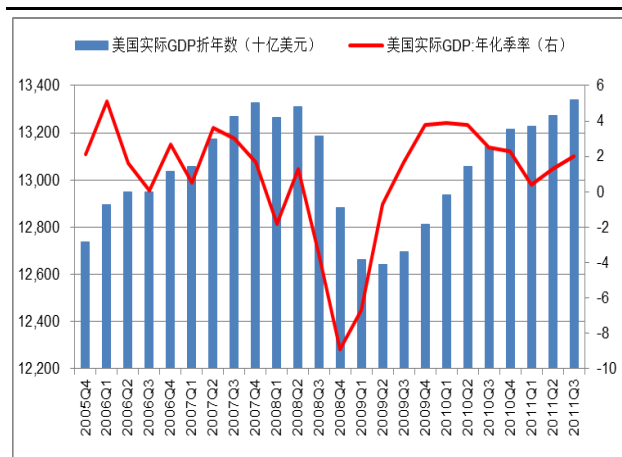
从近几周公布的数据来看，尽管美国债务高企所带来的减赤问题仍旧制约政府开支，但消费、投资及净出口却有望恢复。其中，10月实际个人消费支出环比上涨0.1%，环比增幅虽然略有波动，但消费支出总额自2009年下半年至今向上趋势基本可以确定，而消费者信心指数近几个月也有所回升；投资方面，第三季度国内私人投资对实际GDP增长表现出较为明显的拉动作用，10月份Sentix投资者信心指数也自8月以来逐渐向好。总体来说，消费和投资的增长仍然比较强劲，内需增强有望进一步拉动GDP增长。同时，近来美国出口连创新高、贸易赤字的超预期收窄，净出口方面也释放出乐观的信号。但是，本周公布的宏观数据显示，美国第三季度实际GDP年化季率由初值的2.5%向下修正至2.0%，低于市场所预期的2.5%，表明欧债危机、银行体系风险凸显依然继续拖累美国有望逐步好转的宏观经济。而针对美国债务问题的减赤方案虽然本周没能达成一致，但此触动的对于美债问题的担忧以及未来减赤任务的艰巨都将加剧经济复苏的风险和市场的波动性，我们对此的态度仍然保持谨慎。

欧洲情况持续恶化，仍旧主要体现在受债务危机持续影响的欧洲经济惨淡以及债务危机本身的继续升级。尽管作为欧元区核心国家的德国第三季度实际GDP增长情况较好，终值维持了初值2.5%的同比增长水平，欧元区9月工业订单的同比和环比增速均急转直下，并且欧元区、德国、法国11月制造业采购经理人指数初值毫无悬念的继续下降，前景非常悲观。除此之外，一些指标显示英国经济衰退的可能性加大，第三季度实际GDP同比增长修正值仅0.5%。

另外，本周债务危机愈演愈烈，针对财政紧缩政策的罢工行动给主要债务国财政上的改革增添许多困难和不确定性，同时也增加了市场的恐慌，避险情绪继续升温。葡萄牙、匈牙利以及比利时评级的下调，意大利6个月及2年期新发债券得标利率的再创新高，以及一直以来深受市场信任的德国主权债务所遭到的冷遇，均体现出市场对于欧元区迟迟未能提出有效解决欧债问题方案的不满和担心，以及对其未来缓解债务危机能力的不信任，而市场寄予期望的欧元区共同债券也随着德国的强硬态度胎死腹中。随着明年一季度各国偿债高峰的到来，欧元区还将面临着更多的艰难和挑战，预期近期内欧元区经济仍将难有起色甚至可能陷入衰退，欧元区或留或存还将是个未知数，市场的动荡仍将继续。

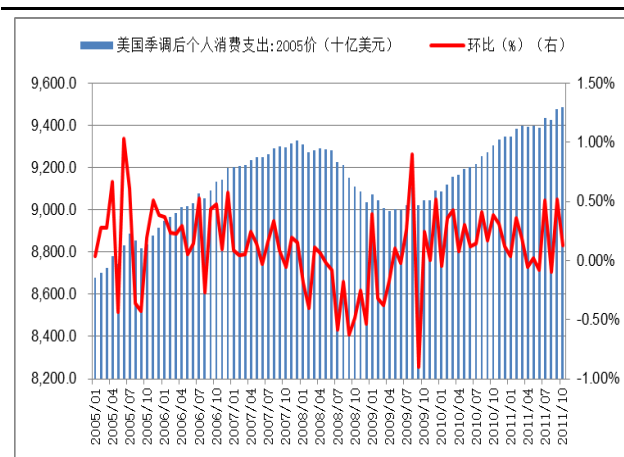
尽管美国经济复苏略有起色，但欧债危机仍然是目前主导市场走势的最强因素，因此欧债问题持续恶化所带来的必然结果是今后市场的不稳和动荡，A股市场来自海外系统性风险丝毫没有减少。从目前世界经济复苏的情况和各国央行的政策来看，货币上偏宽松仍然是主流倾向，特别是近期数据表明美国通胀情况或有所好转，而欧洲通胀虽然偏高但基本可控，“高失业”的困扰将继续决定央行政策的制定方向，在此环境下国内货币政策紧缩或已接近尾声，为防止未来国内经济增长放缓，宽松意向有所显现，A股市场可能在底部震荡中略显希望。

图 1 美国季度 GDP 增长率



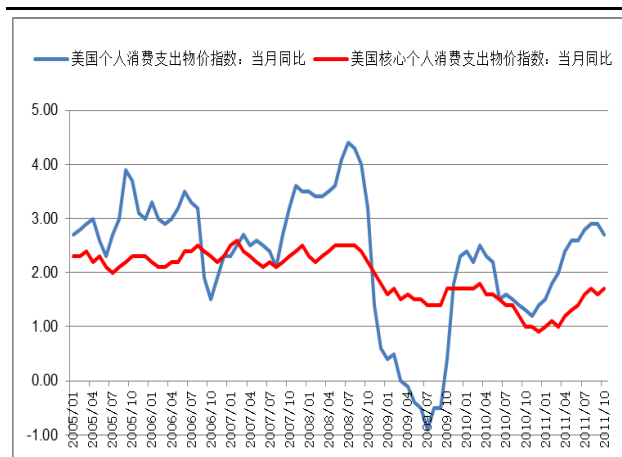
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 2 美国季调后实际个人消费支出及环比



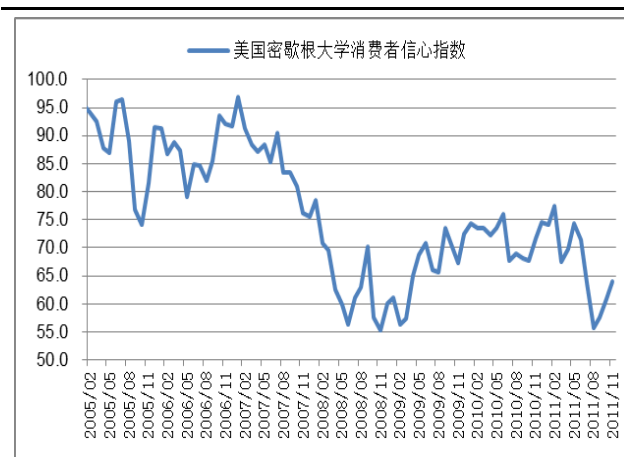
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 3 美国 PCE 及核心 PCE 同比增速（%）



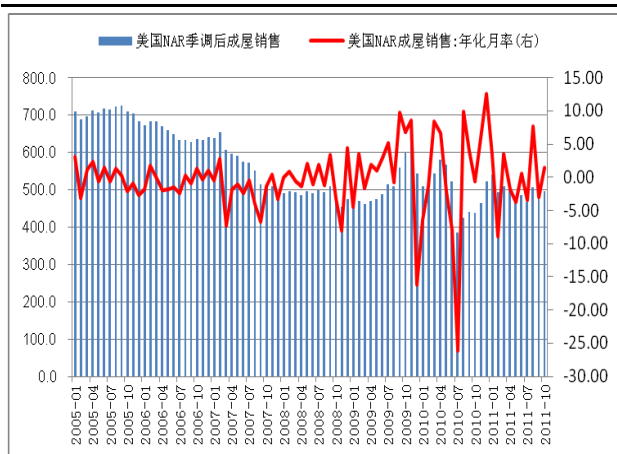
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 4 美国密歇根大学消费者信心指数



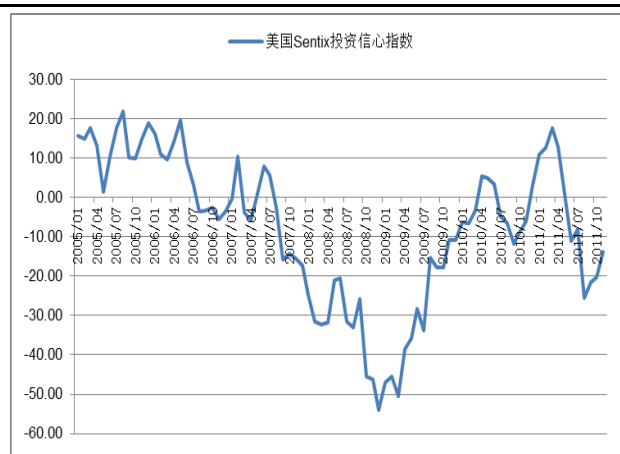
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 5 美国 NAR 成屋销售及环比增长



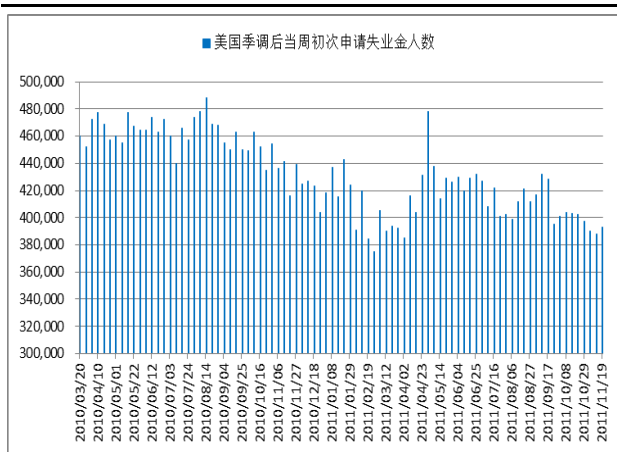
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 美国 Sentix 投资信心指数



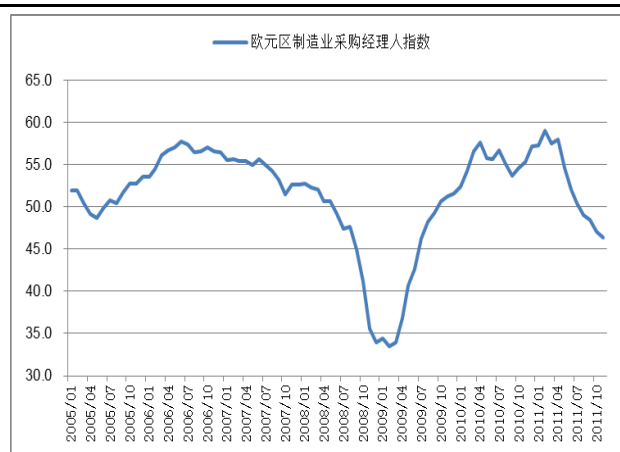
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 美国一周季调后初请失业金人数（人）



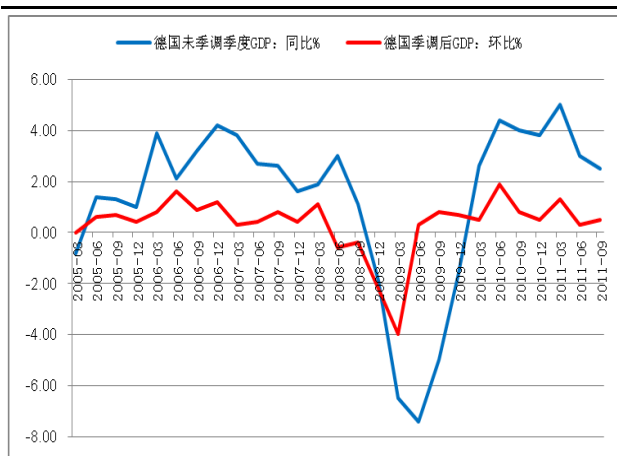
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 欧元区制造业 PMI



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

本周重要宏观数据:

经济指标	上期值	本期实际值	备注
美国第三季度年化实际 GDP (十亿美元)	13352.8	13337.8	-
美国第三季度实际 GDP 修正值 (年化季率)	+2.5%	+2.0%	低于预期的+2.5%
美国第三季度 GDP 平减指数修正值	+2.5%	+2.5%	符合预期
美国第三季度个人消费支出物价指数修正值 (年化季率)	+2.4%	+2.3%	略低于预期的+2.4%
美国第三季度核心个人消费支出物价指数修正值 (年化季率)	+2.1%	+2.0%	略低于预期的+2.1%
美国 10 月个人收入 (月率)	+0.1%	+0.4%	略高于预期的+0.3%
美国 10 月实际个人消费支出 (月率)	+0.5%	+0.1%	增速有所下降
美国 10 月个人消费支出物价指数 (年率)	+2.9%	+2.7%	-
美国 10 月个人消费支出物价指数 (月率)	+0.2%	-0.1%	-
美国 10 月核心个人消费支出物价指数 (年率)	+1.6%	+1.7%	-
美国 10 月核心个人消费支出物价指数 (月率)	持平	+0.1%	符合预期
美国 10 月耐用品订单 (月率)	-0.6%	-0.7%	高于预期的-1.0%
美国 10 月 NAR 季调后成屋销售 (年化月率)	-3.0%	+1.4%	-
美国 10 月 NAR 季调后成屋销售总数年化 (万户)	491	497	高于预期的 480
美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值	64.2	64.1	低于预期的 64.5
美国上周红皮书商业零售销售 (年率)	+3.3%	+3.7%	-
美国上周季调后初请失业金人数 (万人) (至 1119)	38.8	39.3	高于预期的 39.0
美国上周季调后初请失业金人数四周	39.675	39.425	-

均值（万人）（至 1119）			
美国上周季调后续请失业金人数（万人）（至 1112）	360.8	369.1	高于预期的 361.0
欧元区 9 月工业订单（年率）	+6.2%	+1.6%	大大低于预期的 8.0%
欧元区 9 月工业订单（月率）	+1.9%	-6.4%	低于预期的-2.5%
欧元区 11 月 Markit 制造业采购经理人指数初值	47.1	46.4	略低于预期的 46.5
德国 11 月 Markit/BME 制造业采购经理人指数初值	49.1	47.9	低于预期的 48.5
德国第三季度工作日调整后 GDP 终值（年率）	+2.6%	+2.6%	-
德国第三季度季调后 GDP 终值（季率）	+0.5%	+0.5%	符合预期
德国第三季度未季调 GDP 终值（年率）	+2.5%	+2.5%	-
法国 11 月 Markit/CDAF 制造业采购经理人指数初值	48.5	47.6	低于预期的 47.8
英国第三季度 GDP 修正值（季率）	+0.5%	+0.5%	符合预期
英国第三季度 GDP 修正值（年率）	+0.5%	+0.5%	符合预期
日本 10 月全国核心消费者物价指数（年率）	+0.2%	-0.1%	符合预期
日本 10 月全国消费者物价指数(年率)	持平	-0.2%	-

下周关注重点

经济数据

经济指标	上期值	预期值
美国 11 月季调后非农就业人口变动（万人）	+8.0	+11.7
美国 11 月季调后制造业就业人口变动（万人）	+0.5	+0.6
美国 11 月失业率	9.0%	9.0%
美国 11 月 ISM 制造业采购经理人指数	50.8	51.5
美国 10 月新屋销售（年化月率）	+5.7%	-
美国 10 月新屋销售总数年化（万户）	31.3	-
美国 10 月 NAR 季调后成屋签约销售指数（年率）	+6.4%	-

美国 10 月 NAR 季调后成屋签约销售指数（月率）	-4.6%	+1.4%
美国上周季调后初请失业金人数（万人）（至 1126）	39.3	39.0
欧元区 10 月失业率	10.2%	10.3%
欧元区 11 月调和消费者物价指数初值（年率）	+3.0%	+2.9%
德国 11 月季调后失业率（官方）	7.0%	7.0%
德国 11 月季调后消费者物价指数初值（年率）	+2.5%	+2.8%
日本 10 月失业率	4.1%	-

重要事件：

葡萄牙议会就 2012 年预算方案进行最终投票	11 月 29 日
美联储公布褐皮书	12 月 1 日

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。