

## 宏观经济点评

## 国际财经周报(2011.12.19-12.25)

## 美国宏观数据再超预期,

## ECB 再融资效果尚存疑虑

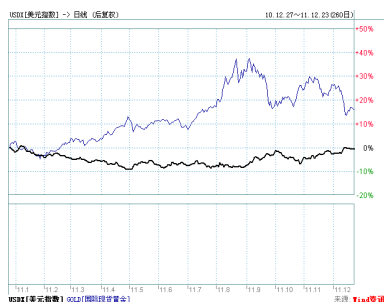
## 欧美股市一周涨幅

|             |       |
|-------------|-------|
| 道琼斯工业平均指数   | 3.60% |
| NASDAQ 综合指数 | 2.48% |
| 标准普尔 500 指数 | 3.74% |
| 伦敦富时 100 指数 | 2.33% |
| 巴黎 CAC40 指数 | 4.37% |
| 法兰克福 DAX 指数 | 3.11% |

## 亚太股市一周涨幅

|             |        |
|-------------|--------|
| 东京日经 225 指数 | -0.08% |
| 恒生指数        | 1.88%  |
| 沪深 300      | -1.06% |
| 上证综合指数      | -0.90% |

## 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:

- 美国上周初请失业金人数 36.4 万, 低于预期, 为 2008 年 4 月以来最低, 就业市场继续释放出乐观的信号, 考虑到就业数据的好转是从 11 月下旬起, 因此初请失业金人数近几周的连续降低很可能只是节日效应带来的阶段性表现。
- 美国 11 月新建住房开工和营建许可超市场预期, 似乎房地产市场已经有企稳迹象, 但是销售数据、特别是成屋销售数据仍然不容乐观, 一方面对于未来经济增长的悲观预期可能继续影响购房者的信心和需求, 另一方面虽然近一两个月美国 NABH 房价指数略有回升, 但总体还在历史低位徘徊, 价格的不确定性使得供需双方仍然持观望态度。另外, 新建住房速度的提升反而可能将带来供给过剩现象, 反而使得房价承压。我们认为美国房地产市场趋势性回暖基础仍然欠缺, 未来复苏道路还较为漫长。
- 欧洲央行进行了三年期贷款的再融资操作, 总共释放出 4891.9 亿欧元, 远超市场预期, 主要用于为欧洲银行业提供流动性、刺激信贷和实体经济增长, 以及寄希望于欧洲银行业再度购入相关主权债务。面对高达 1.6 万亿的欧洲主权债, ECB 的此次操作效果尚不能确定。首先, 对于频遭国际评级机构下调信用评级的银行业来说, 自身的资产和流动性状况可能才是首要考虑的因素, 所融到资金用来补充自身流动性可能性较大; 其次, 因前期购债而陷入资产状况恶化的包含银行等在内的私人部门再度购买主权债的意向应该较弱。
- 欧洲再陷降级泥沼, 惠誉将欧洲多个国家, 包括法国、西班牙、意大利、比利时、爱尔兰和塞浦路斯银行业的银行评级列入负面观察名单, 近期惠誉曾经对这些国家的主权信用评级进行了相同的操作, 市场对欧债危机的担忧不减, 同时可以看出前期欧盟峰会利好已然殆尽。我们仍然认为只要没有实质性利好方案出台, 担忧情绪还会阶段性爆发。
- 外围环境的不稳定继续导致美元资产的撤离, 外汇占款连续两个月负增长, 市场流动性仍然偏紧, 且流动性不足持续时间尚不能确定, A 股市场承受较大压力, 近期内仍然难有突破。

请务必阅读正文后的免责条款部分

## 正文目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| • 一、本周重要事件 .....   | 3  |
| • 二、点评 .....       | 5  |
| • 三、本周重要宏观数据 ..... | 9  |
| • 四、下周关注重点 .....   | 11 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1 美国新屋开工总数年化及环比增速 .....     | 7 |
| 图 2 美国 NAR 季调后成屋销售及年化月率 ..... | 7 |
| 图 3 美国新屋销售总数年化及年化月率 .....     | 7 |
| 图 4 美国 NABH 房价指数 .....        | 7 |
| 图 5 美国一周季调后初请失业金人数（人） .....   | 7 |
| 图 6 美国耐用品新增订单环比增速（%） .....    | 7 |
| 图 7 美国实际个人消费支出环比增速（%） .....   | 8 |
| 图 8 美国个人消费支出物价指数 .....        | 8 |
| 图 9 美国密歇根大学消费者信心指数 .....      | 8 |
| 图 10 美国非农就业人口变动（千人） .....     | 8 |
| 图 11 欧元区消费者信心指数 .....         | 8 |

## 一、本周重要事件：

- 欧盟财长会议 19 日发布公报称，当天与会的欧元区 17 国财长已达成一致，同意向国际货币基金组织 (IMF) 提供 1500 亿欧元的双边贷款，用于帮助稳定欧元区的形势。公报说，各成员国出资的比例将按照 2010 年国际货币基金组织份额改革后的方案进行分配。
- 西班牙财政部 20 日发行新一轮短期国债，并成功以低于此前一半的收益率售出三月期和六月期债券 56.39 亿欧元。西班牙本次国债发行完成了此前制定的 45 亿欧元的目标。三月期国债共发行 37.17 亿欧元，认购率达到 2.9 倍，收益率为 1.88%，与一个月前发行同类国债时 5.22% 的收益率相比，减少了近三分之二。而六月期国债本次共发行 19.22 亿欧元，认购率 4.1 倍，收益率为 2.53%，不到上次发行时的收益率 5.328% 的一半。西班牙上一次发行国债时，三月期和六月期国债的收益率分别为 1993 年和 1997 年以来的最高值。根据西班牙经济与财政部的数据，至 11 月 30 日，西班牙的财政赤字累计 523.85 亿欧元，同比减少 4.9%，相当于国内生产总值的 4.84%。
- 惠誉国际评级 (Fitch Ratings) 21 日将法国市值第二大的银行——法国兴业银行 (Societe Generale SA, GLE.FR) 的评级前景从中性下调至负面。该机构上周五已将法国的评级前景下调至负面。惠誉在公告中表示，上述举措反映出，该行或将在必要时向法国政府寻求支持。该机构同时表示，法国主权债务评级的下调或将导致该行评级的下调。
- 惠誉国际评级 (Fitch Ratings) 将欧洲多个国家，包括法国、西班牙、意大利、比利时、爱尔兰和塞浦路斯银行业的银行评级列入负面观察名单，上周该机构将这些国家以及斯洛文尼亚的主权评级列入负面观察名单。
- 评级机构标普将匈牙利长期主权信用评级下调一级，由 BBB- 降至 BB+，评级展望为负面，并同时将匈牙利央行的评级下调一档至 BB+。这是近一个月内，匈牙利长期主权信用评级第二次从投资级降至垃圾级。标普称，匈牙利政策的可预见性及可信度下降令该国经济增长前景承压。另一家评级机构穆迪今年 11 月已率先下调了匈牙利的评级。
- 12 月 21 日，国际三大评级机构之一惠誉发表声明称，美国债务负担和联邦赤字持续增加恐令美国无法维持 AAA 信用评级，这是一个月时间，惠誉第二次对美国评级做出警告。尽管惠誉连续发出警告，但美国国债收益率却照跌不误，这意味着避险资金仍在买入国债。
- 欧洲央行 21 日进行了首次长期再融资操作 (LTRO)，共释出 4891.91 亿欧元，远超预期的 3100 亿欧元。欧洲央行提供这一超长期、超低利率的无限量贷款操作旨在缓解金融市场

的信贷紧缩局面，并吸引银行业购买欧元区成员国国债，通过这一变相的量化宽松 (QE) 应对持续不散的欧债危机。

- 法国国民议会(下院)21日晚一读通过2011年财政预算修正案和2012年财政预算案，其中包括法国政府今年8月和11月提出的两轮紧缩计划，以开源节流，完成既定的削减赤字目标。根据这两个预算案，法国财政赤字今年预计将达955亿欧元，明年将减至808亿欧元；财政赤字占国内生产总值的比例将从今年的5.7%降至明年的4.5%；公共债务占国内生产总值的比例将从今年的85.4%增至明年的87.4%，2013年降至87.3%。
- 西班牙新首相马里亚诺·拉霍伊于当地时间21日11时正式宣誓就职，拉霍伊20日在西班牙议会发表胜选演讲时，阐述了政府为实现2012年减赤目标准备实施的新紧缩方案。紧缩措施旨在明年削减165亿欧元赤字，将其占国内生产总值的比率降低至4.4%，2013年降至3%，从而达到欧盟的要求。新紧缩措施涉及劳动制度、金融、医疗、教育、能源、公共管理及旅游等方面。
- 美国国会领袖22日宣布，他们已同意将薪资税减税措施临时性延长两个月，并就将此措施延长一年展开谈判，此举可能终结围绕薪资税减税问题的政治僵局。根据这一临时性协议，众议院将再度就两个月的延期方案进行投票，而参议院将准备就薪资税减税实施时间延长到2012年年底进行谈判。2011年，薪资税减税措施降低了1.6亿美国人的社会保障薪资税。
- 22日，穆迪推出年末投资者指引报告，警告英国经济正面临持续严峻的挑战，AAA信用评级有可能面临被下调风险。穆迪认为，英国经济具有突出的结构优势，应该维持AAA的最高评级。但目前欧元区经济的疲软将会拖累英国经济发展，并削弱英国政府正在推行的削减债务计划的成果。因此，尽管英国并非欧元区成员国，但英国经济未来评级前景仍将取决于欧元区债务危机的发展情况。

## 二、点评:

### • 美国就业、房地产数据超预期，全面复苏有待观察

美国上周初请失业金人数 36.4 万，低于预期的 37.5 万，为 2008 年 4 月以来最低，并连续四周降低，就业市场继续释放出乐观的信号，**考虑到就业数据的好转是从 11 月下旬起，因此初请失业金人数近几周的连续降低很可能只是节日效应带来的阶段性表现。**

12 月密歇根大学消费者信心指数 69.9，连续 4 个月回升，且为 11 年 4 月以来最高值，11 月实际个人消费支出环比增长 0.2%，个人消费支出环比增长 0.1%（低于预期），本月消费继续有缓慢回升迹象。

除就业市场和消费数据外以外，本周美国宏观数据中最大的亮点就是房地产市场数据，11 月新屋开工总数年化 68.5 万户，高于预期的 63.2 万户，且为 18 个月以来最高；11 月营建许可总数 68.1 万户，高于预期的 63.8 万户，为 20 个月最高；11 月新屋销售总数年化 31.5 万户，基本符合预期，年化月率 1.6%，较上月略有提升；11 月 NAR 季调后成屋销售总数年化 442 万户，低于预期，年化月率 4.0%，较上月增速有所提高。

从美国新建住房开工和营建许可来看，似乎房地产市场已经有企稳迹象，但是销售数据、特别是成屋销售数据仍然不容乐观，一方面对于未来经济增长的悲观预期可能继续影响购房者的信心和需求，另一方面虽然近一两个月美国 NABH 房价指数略有回升，但总体还在历史低位徘徊，价格的不确定性使得供需双方仍然持观望态度。另外，新建住房速度的提升反而可能带来供给过剩现象，反而使得房价承压。**因此，我们认为美国房地产市场趋势性回暖基础仍然欠缺，未来复苏道路还较为漫长。**

虽然美国近期就业数据、消费和房地产数据有企稳现象，但 11 月非农就业人口变动数据显示，就业人口的增加主要还是零售业、其次是服务生产就业人口增加的贡献，而对经济增长意义重大的制造业就业人口变动甚微，建筑业就业人口仍呈负增长状态，节日效应表现较为明显，美国经济全面复苏尚无明显信号。

### • 欧洲再陷降级泥沼，央行融资操作效果尚存疑虑

本周欧洲央行进行了三年期贷款的再融资操作，为欧洲银行业提供长期、低息无限量贷款，总共释放出 4891.9 亿欧元，远超市场预期。ECB 进行本次再融资操作的目的主要有两个方面：一是为欧洲银行业提供流动性，刺激信贷和实体经济增长；而是寄希望于欧洲银行业再度购入相关国家主权债务。面对目前高达 1.6 万亿的欧洲主权债，ECB 的此次操作效果尚不能确定。首先，对于目前频繁遭到国际评级机构下调信用评级的银行业来说，自身的资

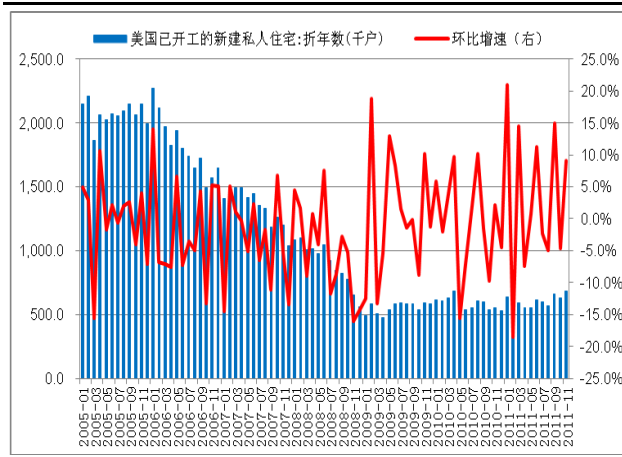
产和流动性状况可能才是首要考虑的因素，因此所融到的资金很可能用来补充自身流动性，而并没有多少用于信贷；其次，在前期购债而陷入资产状况恶化的境况后，包含银行等在内的私人部门再度购买主权债的意向应该较弱。

欧洲再陷降级泥沼，惠誉将欧洲多个国家，包括法国、西班牙、意大利、比利时、爱尔兰和塞浦路斯银行业的银行评级列入负面观察名单，近期惠誉曾经对这些国家的主权信用评级进行了相同的操作，从评级机构的降级操作来看，市场对于欧债危机的担忧仍然存在，并且可以看出前期欧盟峰会利好已然殆尽，我们仍然认为只要没有实质性利好方案出台，担忧情绪还会阶段性爆发。

- **外围风险仍存，A股市场流动性承压**

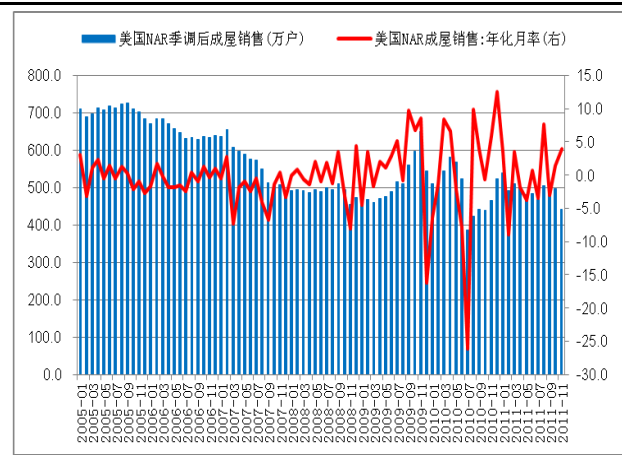
外围环境的不稳定继续导致美元资产的撤离，外汇占款连续两个月负增长，市场流动性仍然偏紧，且流动性不足持续时间尚不能确定，A股市场承受较大压力，近期内仍然难有突破。

图 1 美国新屋开工总数年化及环比增速



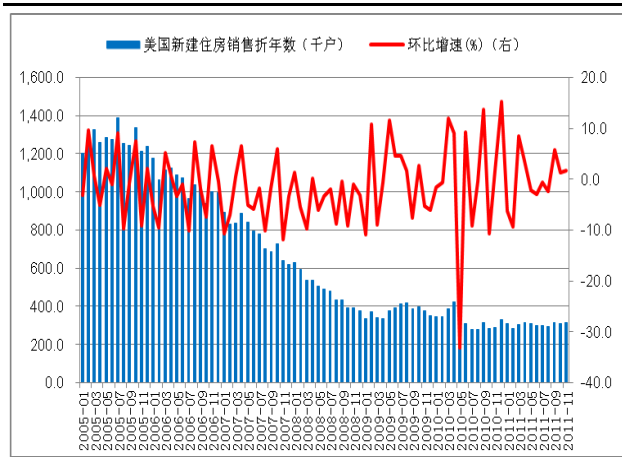
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 美国 NAR 季调后成屋销售及年化月率



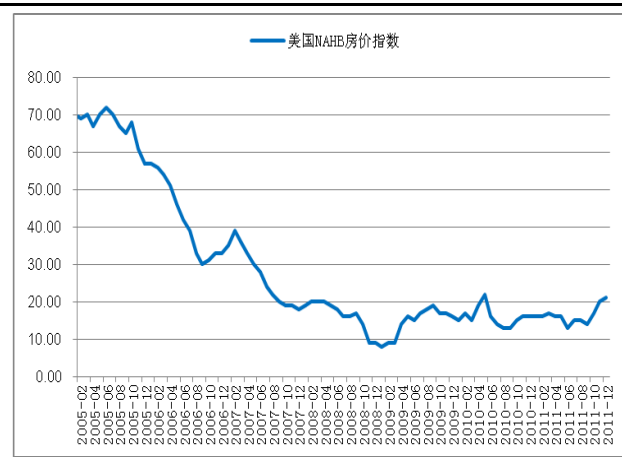
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 美国新屋销售总数年化及年化月率



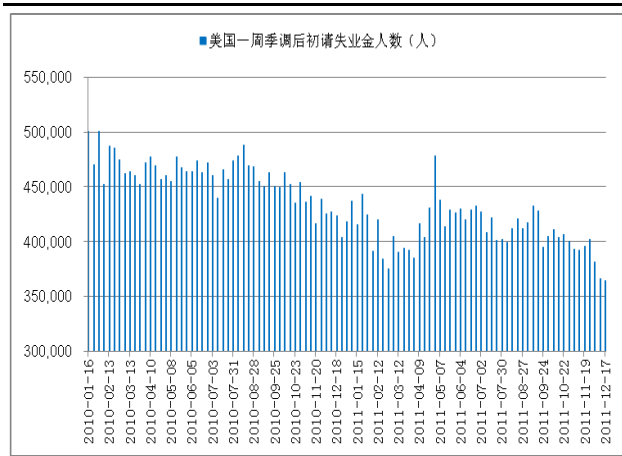
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 美国 NABH 房价指数



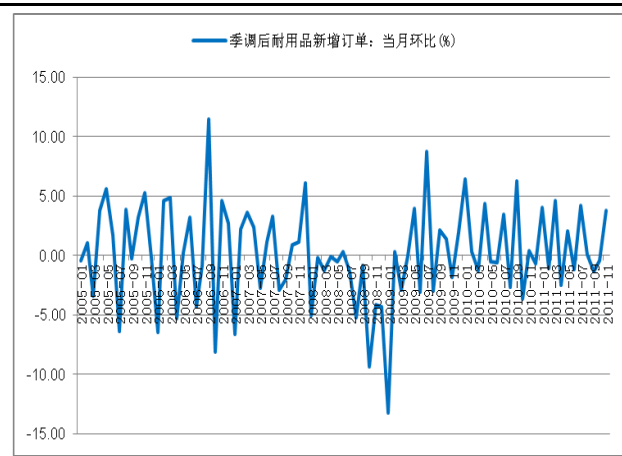
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 美国一周季调后初请失业金人数（人）



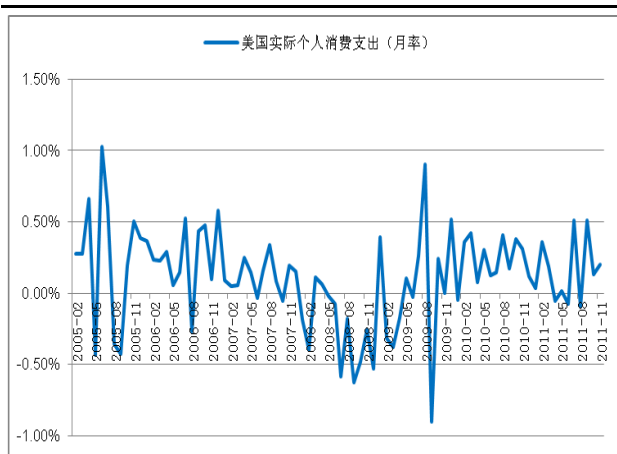
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 美国耐用品新增订单环比增速（%）



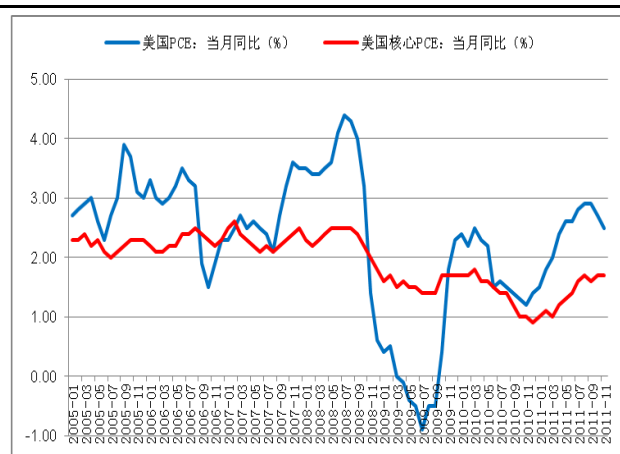
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 美国实际个人消费支出环比增速 (%)



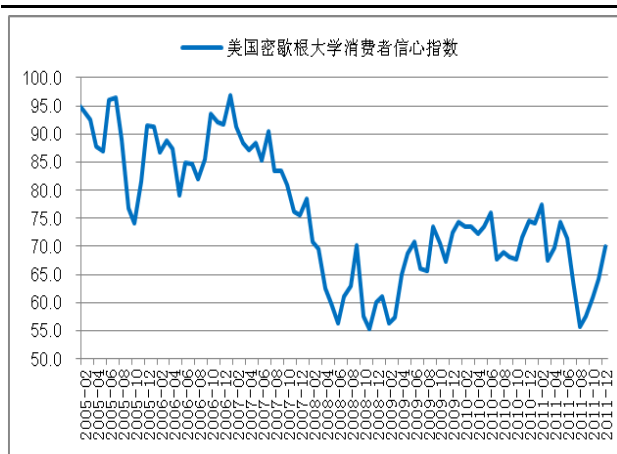
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 美国个人消费支出物价指数



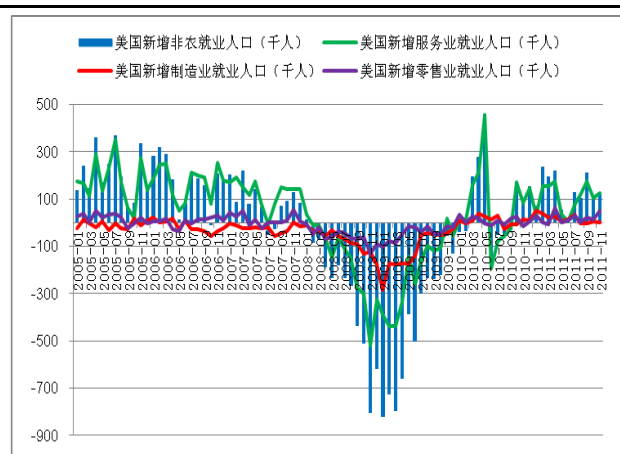
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 9 美国密歇根大学消费者信心指数



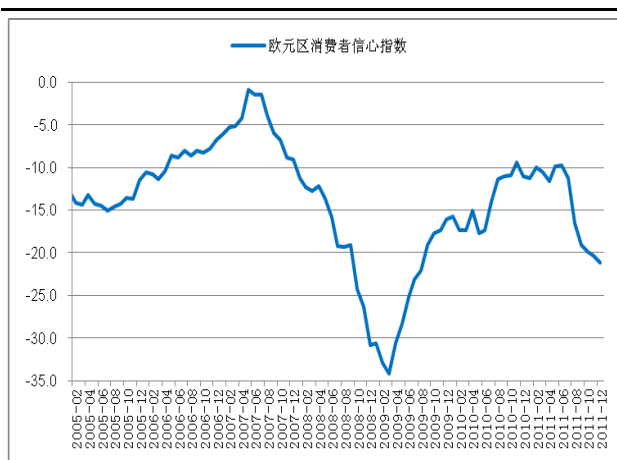
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 10 美国非农就业人口变动 (千人)



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 11 欧元区消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

## 三、本周重要宏观数据:

| 经济指标                         | 上期值     | 本期实际值   | 备注                              |
|------------------------------|---------|---------|---------------------------------|
| 美国 11 月新屋开工 (年化月率)           | -2.9%   | +9.3%   | 增速大幅提高                          |
| 美国 11 月新屋开工总数年化 (万户)         | 62.8    | 68.5    | 高于预期的 63.2, 且 18 个月以来最高         |
| 美国 11 月营建许可总数 (万户)           | 64.4    | 68.1    | 高于预期的 63.8, 且 20 个月以来最高         |
| 美国 11 月 NAR 季调后成屋销售 (年化月率)   | +1.4%   | +4.0%   | 增速大幅提高                          |
| 美国 11 月 NAR 季调后成屋销售总数年化 (万户) | 497     | 442     | 低于预期的 505                       |
| 美国 11 月新屋销售 (年化月率)           | +1.3%   | +1.6%   | -                               |
| 美国 11 月新屋销售总数年化 (万户)         | 30.7    | 31.5    | 基本符合预期                          |
| 美国 11 月耐用品订单 (月率)            | -0.5%   | +3.8%   | 高于预期的+2.0%                      |
| 美国 11 月实际个人消费支出 (月率)         | +0.1%   | +0.2%   | -                               |
| 美国 11 月个人消费支出物价指数 (年率)       | +2.7%   | +2.5%   | -                               |
| 美国 11 月个人消费支出物价指数 (月率)       | -0.1%   | 持平      | -                               |
| 美国 11 月核心个人消费支出物价指数 (年率)     | +1.7%   | +1.7%   | -                               |
| 美国 11 月核心个人消费支出物价指数 (月率)     | +0.1%   | +0.1%   | 符合预期                            |
| 美国 12 月 NAHB 房价指数            | 20.0    | 21.0    | 高于预期的 20.0, 连续 3 个月回升, 但仍处于历史低位 |
| 美国 12 月密歇根大学消费者信心指数终值        | 67.7    | 69.9    | 连续 4 个月回升, 且为 4 月以来最高           |
| 美国第三季度年化实际 GDP (十亿美元)        | 13337.8 | 13331.5 | -                               |
| 美国第三季度实际 GDP 终值 (年化季率)       | +2.0%   | +1.8%   | 低于预期的+2.0%                      |

|                               |        |        |                       |
|-------------------------------|--------|--------|-----------------------|
| 美国第三季度企业获利修正值(年化季率)           | +2.5%  | +2.1%  | 低于预期的+2.8%            |
| 美国第三季度 GDP 平减指数终值             | +2.5%  | +2.6%  | 高于预期的+2.5%            |
| 美国第三季度个人消费支出物价指数终值(年化季率)      | +2.3%  | +2.3%  | 符合预期                  |
| 美国第三季度核心个人消费支出物价指数终值(年化季率)    | +2.0%  | +2.1%  | 高于预期的+2.0%            |
| 美国上周季调后初请失业金人数(万人)(至1217)     | 36.6   | 36.4   | 低于预期的37.5, 08年4月底以来最低 |
| 美国上周季调后初请失业金人数四周均值(万人)(至1217) | 38.775 | 38.025 | -                     |
| 美国上周季调后续请失业金人数(万人)(至1210)     | 360.3  | 354.6  | 低于预期的360.0            |
| 欧元区10月季调后贸易帐(亿欧元)             | +5     | -75    | 低于预期的-50              |
| 欧元区10月末季调贸易帐(亿欧元)             | -25    | +17    | 高于预期的-20              |
| 欧元区12月消费者信心指数初值               | -20.4  | -21.2  | 连续6个月下降, 28个月最低值      |
| 德国11月生产者物价指数(年率)              | +5.3%  | +5.2%  | 符合预期                  |
| 德国11月生产者物价指数(月率)              | +0.2%  | +0.1%  | 符合预期                  |
| 法国第三季度GDP终值(季率)               | +0.4%  | +0.3%  | -                     |
| 法国第三季度GDP终值(年率)               | +1.6%  | +1.5%  | -                     |
| 法国11月生产者物价指数(年率)              | +6.5%  | +5.5%  | -                     |
| 法国11月生产者物价指数(月率)              | +0.5%  | +0.4%  | 高于预期的+0.1%            |
| 意大利10月末季调工业订单(年率)             | -3.6%  | -4.8%  | -                     |
| 意大利10月季调后工业订单(月率)             | -8.3%  | -1.6%  | -                     |
| 意大利第三季度GDP初值(季率)              | +0.3%  | -0.2%  | 低于预期的-0.1%            |
| 意大利第三季度GDP初值(年率)              | +0.8%  | +0.2%  | 低于预期的+0.5%            |
| 英国第三季度GDP终值(季率)               | +0.5%  | +0.6%  | 略高于预期的+0.5%           |
| 英国第三季度GDP终值(年率)               | +0.5%  | +0.5%  | 符合预期                  |

#### 四、下周关注重点

##### • 经济数据

| 经济指标                          | 上期值    | 预期值   |
|-------------------------------|--------|-------|
| 美国 10 月 S&P10 座大城市房价指数（年率）    | -3.3%  | -     |
| 美国 10 月 S&P10 座大城市未季调房价指数（月率） | -0.4%  | -     |
| 美国 10 月 S&P20 座大城市房价指数（年率）    | -3.6%  | -3.2% |
| 美国 10 月 S&P20 座大城市未季调房价指数（月率） | -0.6%  | -0.4% |
| 美国 11 月 NAR 季调后成屋签约销售指数（年率）   | +9.2%  | -     |
| 美国 11 月 NAR 季调后成屋签约销售指数（月率）   | +10.4% | +0.8% |
| 美国上周季调后初请失业金人数（万人）（至 1224）    | 36.4   | -     |
| 德国 12 月调和消费者物价指数初值（年率）        | +2.8%  | +2.3% |
| 德国 12 月调和消费者物价指数初值（月率）        | 持平     | +0.7% |
| 日本 11 月失业率                    | 4.5%   | 4.5%  |
| 日本 11 月全国消费者物价指数（年率）          | -0.2%  | -     |
| 日本 11 月全国核心消费者物价指数（年率）        | -0.1%  | -0.2% |
| 日本 11 月工业产出（年率）               | +0.1%  | -     |
| 日本 11 月工业产出（月率）               | +2.2%  | -0.8% |
| 日本 11 月季调后零售销售（月率）            | +1.4%  | -     |

## 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。