

证券研究报告


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

联系人

宏观研究小组:

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

关注联储 9 月会议，警惕欧债中期风险

——海外经济周报（2011. 8. 22-2011. 8. 28）

2011 年 8 月 29 日

相关报告

110827

联储按兵不动，9 月联储会议重要性提高

110822

经济疲软复苏，QE3 概率上升，但短期不会推出

110814

美联储不贸然出兵，短期宏观数据左右市场

110808

美债评级下调但仍是远虑，二次衰退和欧债是近忧

110803

美经济增长进入关键期，联储会议措辞值得关注

要点

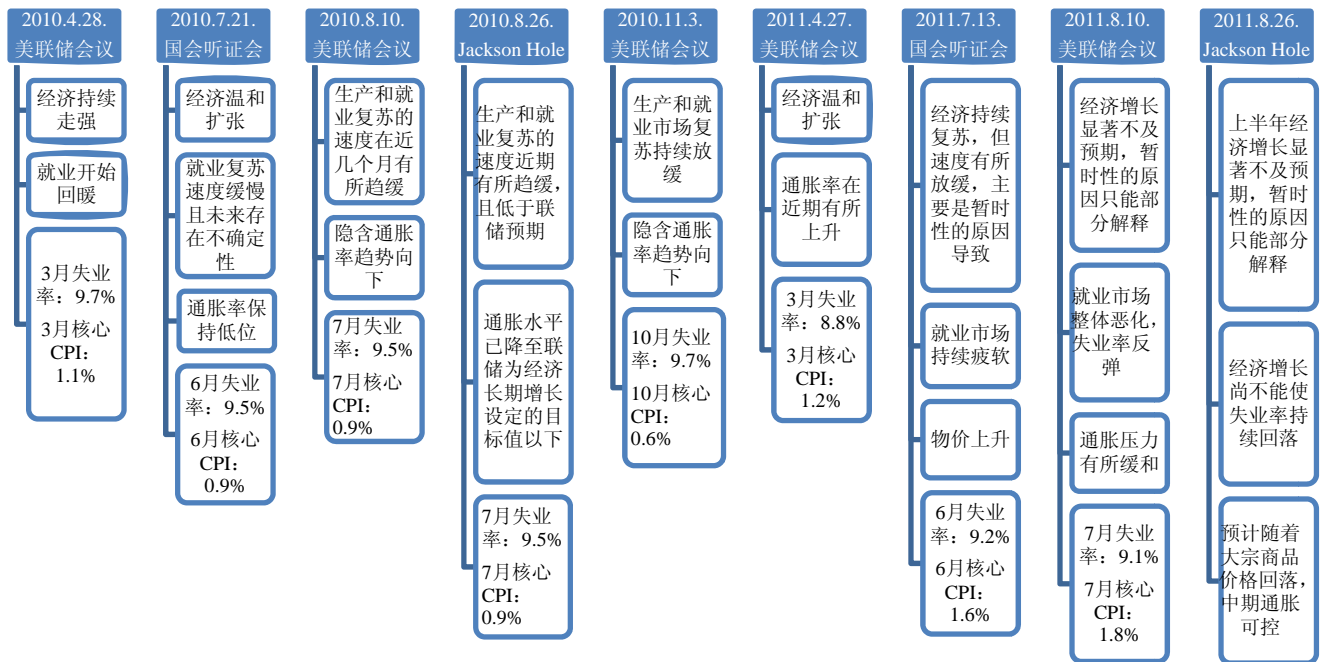
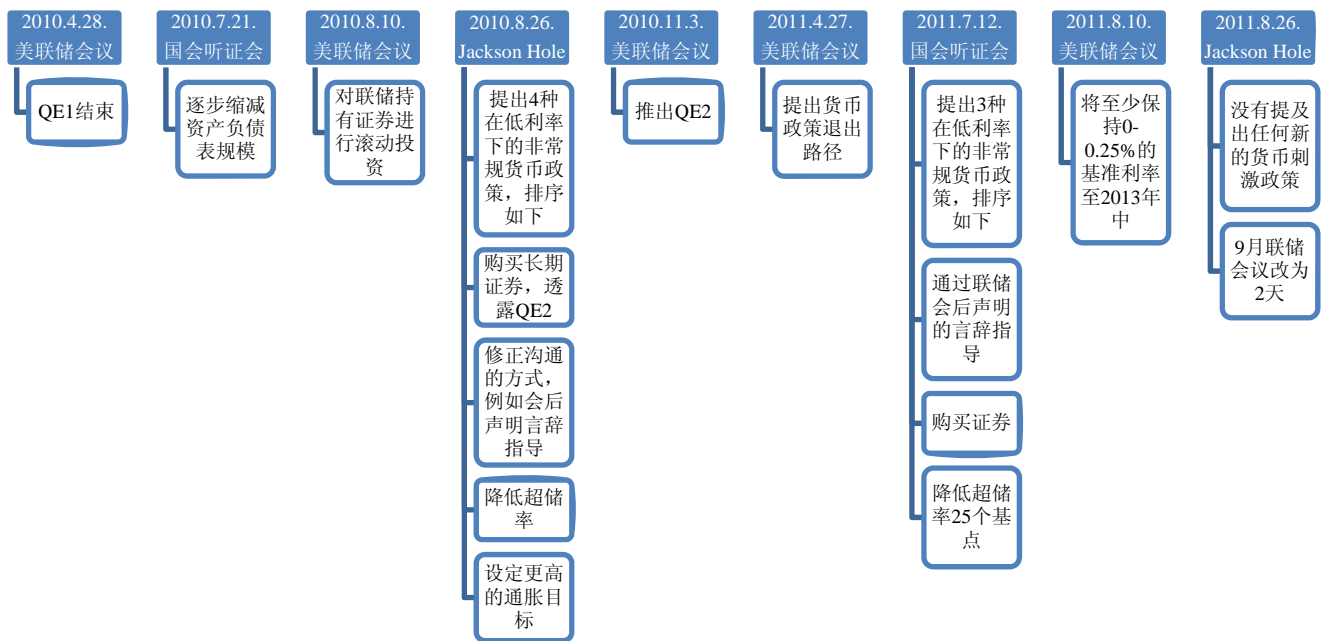
- **JacksonHole 未推 QE3，符合我们预期。联储仍需进一步的实体经济数据来指引后期货币政策走向，未来 QE3 的可能性不能排除。**近期高频数据仍然指向经济弱复苏，但由于财政问题以及对未来经济悲观预期造成金融市场大幅波动，和信心相关的指数均大幅探底。当前好坏参半的情况使联储不敢贸然出手，仍然处于观察期。但同时伯南克提到，美联储仍有工具可以使用来提振经济。如果经济数据明显恶化，美联储将不得不再次出手，所以未来 QE3 的可能性不能排除。
- **软硬数据背离，美国陷入衰退概率上升。**包括各类调研和资本市场的软数据迅速恶化，我们建立的基于软数据的模型显示美国经济陷入二次衰退概率上升至 37%。而我们追踪的周度高频数据依然指向美国经济在缓慢复苏。
- **9 月联储会议（9 月 21-22 日）升格至两天值得关注，此前宏观数据将持续左右市场。**伯南克在此次会议中特别提到将原定 1 天的 9 月联储会议改成 2 天，以给予充分的时间来探讨经济的走势和各种非常规货币政策的优劣，暗示 9 月会议的重要性。由于伯南克在 Jackson Hole 上并未给予明确的货币政策，联储仍处观察期，在此期间，宏观数据将持续左右市场。
- **当前美国财政政策及其决策过程成为制约货币政策，同时干扰金融市场阻碍复苏进程的风险因素之一。**伯南克花大笔墨强调了财政政策对于当前经济复苏的重要性，并论述了短长期财政政策的兼容性，隐含着 Fed 已经意识到货币政策本身的功能有限。同时，伯南克清晰的表达了对当前财政政策决策过程的不满，暗示低效的财政政策决策过程也会对货币政策造成制约，政客需出台相应的财政政策来配合货币政策推进经济复苏。
- **希腊第二轮援助计划再起波折，警惕欧债危机的中期风险。**欧元区内国家对于希腊第二轮援助计划的利益冲突导致市场担忧情绪再次上升，希腊国债收益率再次快速走高。虽然有报道芬兰放弃了对抵押物要求，但是这从另外一方面显示欧盟内部并不统一，欧盟解决债务问题的复杂性再度上升。这会对脆弱的市场信心产生新的打击。

8月26日，伯南克在 Jackson Hole 上从短期和长期两个维度分析了美国经济和相关货币财政政策，当并未推出 QE3，符合我们预期。我们在8月22日报告《经济疲软复苏，QE3 概率上升，但短期不会推出》中提到：

- 根据我们跟踪的高频数据来看，美国实体经济并未恶化。
- 市场信心快速恶化，需警惕信心过度恶化导致流动性危机影响实体经济复苏（量变→质变）
- 鉴于当前经济仍然处于复苏通道（相对较缓慢）且并不面对通缩风险，我们认为 Jackson Hole 上联储推 QE3 的概率较小。

联储仍按兵不动，9月会议意外升格至两天值得关注

- 伯南克在 Jackson Hole 峰会上没有提及 QE3，符合我们预期，暗示目前仍然以言论指导为主。我们在8月22日的报告《经济疲弱复苏，QE3 概率上升，但短期不会推出》中通过解读去年伯南克在 Jackson Hole 和今年7月在国会听证会上的发言，我们判断伯南克推非常规货币政策主要是针对通缩风险，鉴于当前经济仍在缓慢复苏以及美国并不面对通缩风险的情况下（核心通胀已上升至 1.8%，接近联储 2.0% 的目标值），我们判断 QE3 不会在 Jackson Hole 会议上推出。
- 联储仍需进一步的实体经济数据来指引后期货币政策走向，未来 QE3 的可能性不能排除。近期高频数据仍然指向经济弱复苏，但由于财政问题以及对未来经济过度悲观造成金融市场大幅波动，且和信心相关的指数均大幅探底。当前好坏参半的情况使联储不敢贸然出手，仍然处于观察期。但同时伯南克提到，美联储仍有工具可以使用来提振经济。如果经济数据明显恶化，美联储将不得不再次出手，所以未来 QE3 的可能性不能排除。
- 9月联储会议（9月21-22日）升格至两天值得关注。伯南克在此次会议中特别提到将原定1天的9月联储会议改成2天，以给予充分的时间来探讨经济的走势和各种非常规货币政策的优劣，暗示9月会议的重要性。
- 当前美国财政政策及其决策过程成为制约货币政策，同时干扰金融市场阻碍复苏进程的风险因素之一。伯南克花大笔墨强调了财政政策对于当前经济复苏的重要性。强调了虽然财政的可持续性需要解决，但是政客需考虑当前经济复苏的脆弱性。论述了实现长期的可持续性财政是未必是和避免财政紧缩在短期对经济造成负面影响相冲突，隐含着 Fed 已经意识到货币政策本身的功能有限，暗示政客需出台相应财政政策来配合货币政策推进经济复苏。同时，伯南克明确指出，夏天的财政政策决策过程扰乱了金融市场和实体经济。此类事件在今后严重削弱国际投资者持有美国资产的意愿和在美国投资兴趣。从另外一个角度来看，这种低效的财政政策决策过程也会对货币政策造成制约。

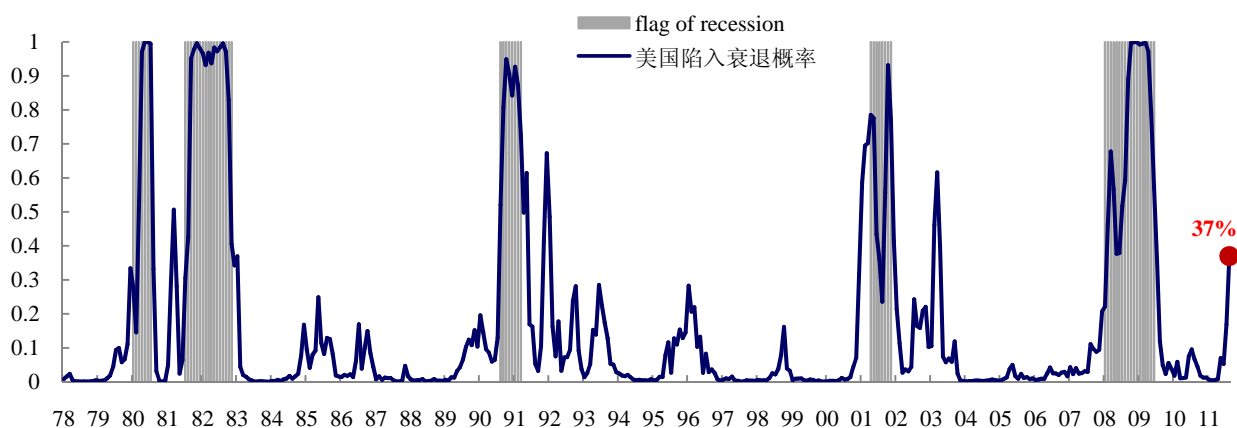
图 1: 联储自 QE1 结束后对经济状况描述一览

图 2: 联储自 QE1 结束后货币政策演变


数据来源: 兴业证券整理

软数据迅速恶化，我们的模型显示美国陷入衰退的概率在 8 月份上升至 37%。而硬数据则指向经济仍在缓慢复苏中。9 月联储会议前需密切跟踪高频数据，宏观数据好坏将持续左右市场。

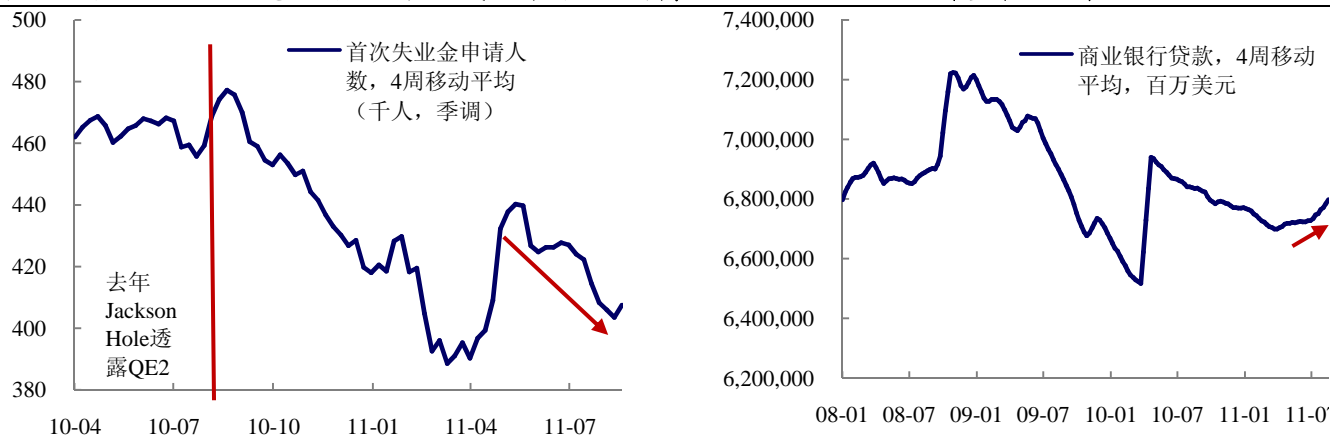
- **软数据迅速恶化，经济陷入衰退风险上升至 37%。**包括各种调研指标和资本市场的软数据迅速恶化，二次衰退的概率明显上升。我们建立了一个简单的测算美国陷入经济衰退概率的模型，自变量为消费者信心指数，标普，国债收益率差，和制造业 PMI。我们的模型显示 8 月份美国陷入衰退的概率已经上升到 37%。
- **硬数据则指向美国经济基本面尚未恶化，仍在缓慢复苏中。**商业银行信贷逐渐回升，汽车生产反弹以来保持稳定，粗钢产量持续上升。虽然截至 8 月 19 日的首次失业金申请人数 4 周移动平均数小幅反弹，但仍然处于相对较低的位置，且主要是由于美国 Verizon 电信由于劳资纠纷导致上周该公司有 8500 人递交首次失业金申请，而再上一周则有 12500 人递交申请。
- **得益于供应链修复，美汽车及其零部件订单环比创新高；房价虽处低位，但趋势上升。**7 月耐用品订单环比 4.0%，超过市场预期的 2.0%，其中，汽车及其零部件订单环比达 11.5%，创 2003 年 1 月来的新高，显示供应链修复带动美国汽车产业快速回暖。FHFA 公布 2 季度及 6 月房价指数，2 季度整体房价较 1 季度下降 0.6%，但月度数据指向房屋价格处于上升轨道，2011 年 4、5、6 三个月环比分别为 0.3%、0.4%、0.9%。我们认为季度和月度数据并不偏离，原因在于由于此前房价大幅探底导致目前增速尚不能使其回到前期水平。由于伯南克在 Jackson Hole 上并未给予明确的货币政策，联储仍处观察期，在此期间，宏观数据将持续左右市场，关注 9 月 1 日的 ISM 制造业 PMI 和 9 月 2 日的非农就业数据。

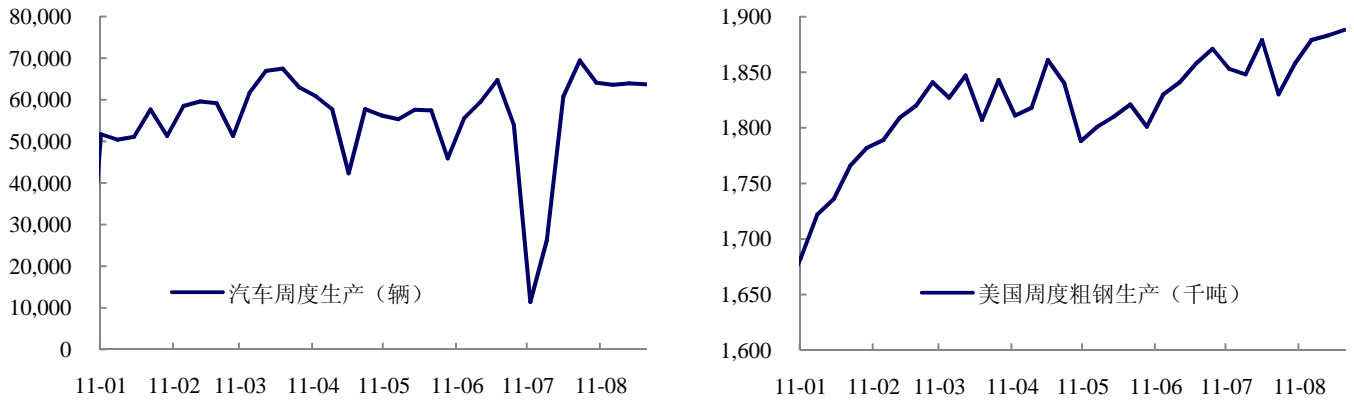
图 3: “软数据”（各类调研数据和资本市场数据）急速转坏，美国经济陷入衰退概率上升(8 月份读数为 37%)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券

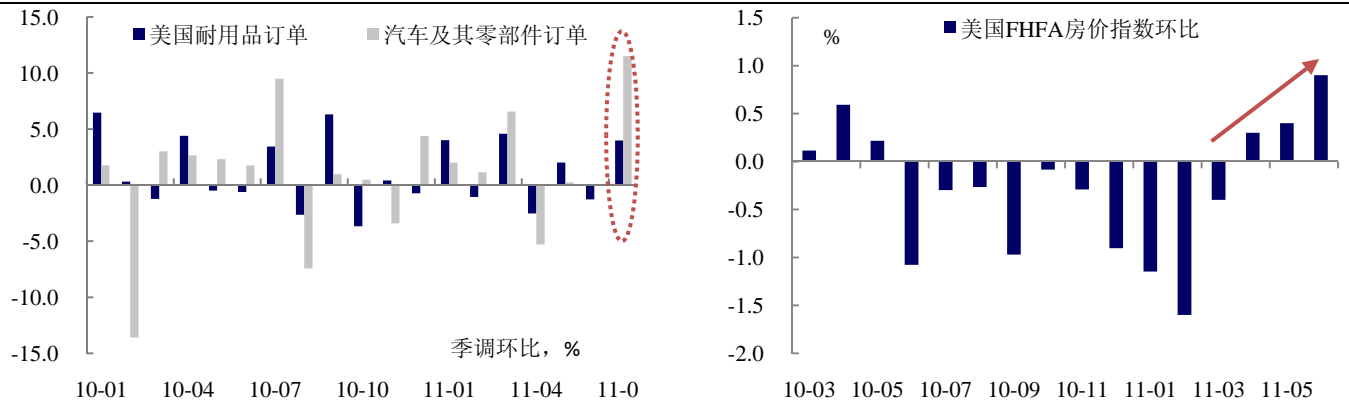
图 4: 虽然“软数据”急速转坏，但是我们持续跟踪的高频“硬数据”显示经济基本面尚未恶化





数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

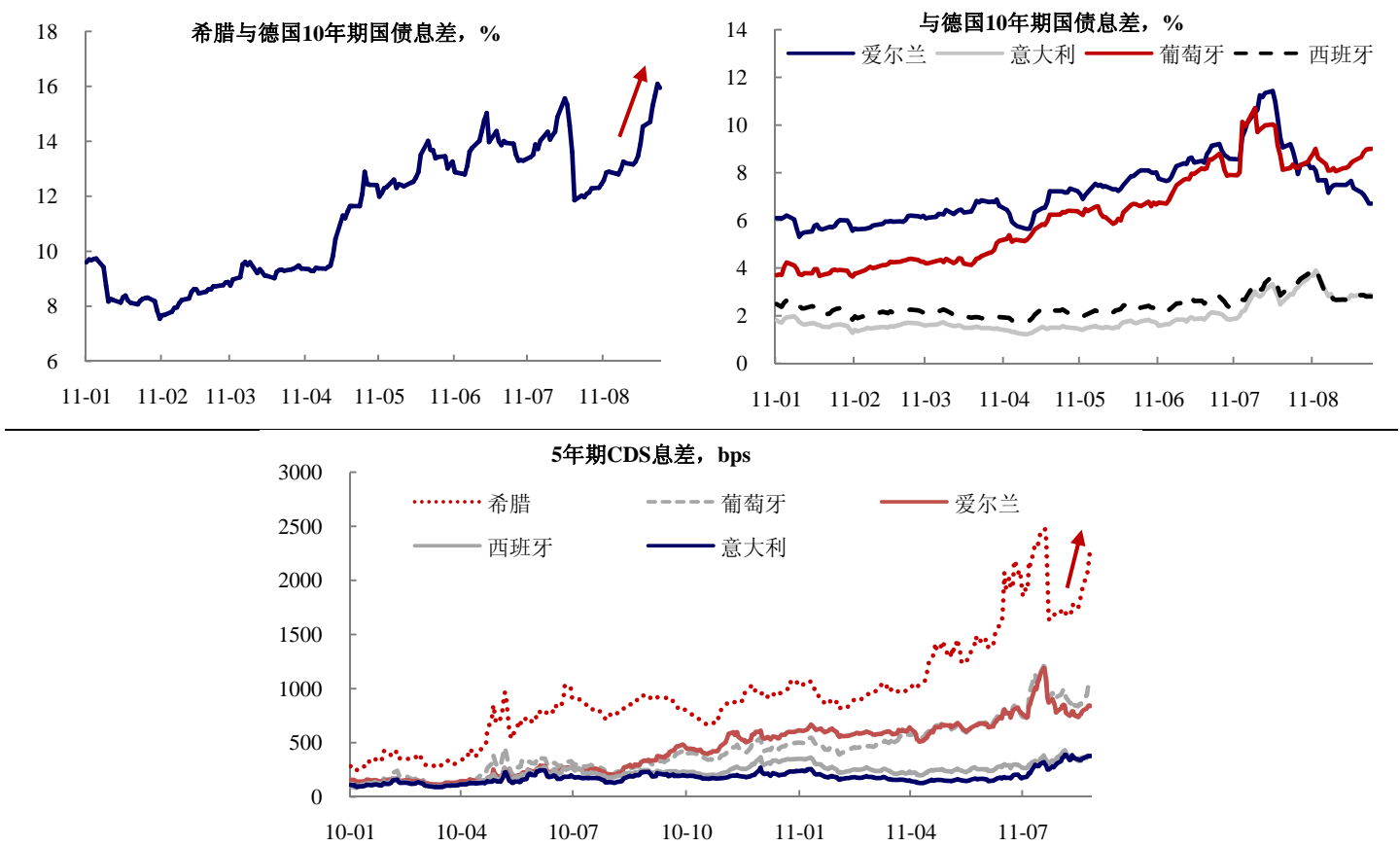
图 5: 汽车及其零部件订单大幅反弹, 房价持续上升



数据来源: CEIC, 兴业证券

希腊第二轮援助计划再起波折, 警惕欧债危机的中期风险

- 希腊国债收益率和 CDS 息差近期快速走高, 市场对第二轮援助计划受阻的担忧情绪上升。**8月17日, 芬兰与希腊达成在抵押担保条件下向希腊提供第二轮援助的协议。这就意味着其他救援出资国家在偿还等级上将处于劣势。之后, 奥地利、荷兰和斯洛伐克3国也提出希望获得同等待遇。由于这种待遇的特殊性, 近日以德国为首的其它欧元区核心国家以及 IMF 均明确表示反对。虽然有报道芬兰放弃了此项要求, 但是这从另外一方面显示欧盟内部并不统一, 欧盟解决债务问题的复杂性再度上升。这会对脆弱的市场信心产生新的打击。
- 欧元区仍然无法从本质上解决债务问题, 中期风险需要警惕。**欧元区内国家对于希腊第二轮援助计划的对立导致市场担忧情绪再次上升, 希腊国债收益率再次快速走高。同时, 由于德法仍然坚持对 PIIGS 国家实行惩罚性的财政紧缩政策, 并不愿意牺牲本国的利益来减轻高负债国家的偿付压力, 欧元区共同债券的发行遥遥无期。从中期来看, 欧元区债务前景仍充满不确定性。

图 6: 希腊国债收益率和 CDS 息差近期快速走高


数据来源: Bloomberg, 兴业证券

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。