

宏观经济分析师

李云洁

执业证书编号 S0960209030249

010-66276927

liyunjie@cjis.cn

相关报告

《美国 10 月就业数据超预期 商品短多长空》2010-11-7

《美联储公布 6000 亿美元 QE2 计划》2010-11-4

《静待美国经济二次复苏—3 季度 GDP 点评》2010-10-31

《美新屋销售数据打压 QE2 预期 短期商品承压》2010-10-27

《制造业将带领美国二次复苏》2010-8-18

《债务危机见顶 欧元、商品反弹》2010-7-8

《2010 年海外中期报告——欧洲债务危机难挡全球复苏》2010-6-3

《欧盟重拳捍卫欧元 债务危机见顶：欧元、商品将反弹》2010-5-10

《4 月美国非农超预期 就业市场强劲复苏》2010-5-8

《美国经济进入有就业复苏—有利美元 不利商品》2010-5-4

《美国 3 月耐用品订单与新房销售强劲反弹》2010-4-25

《美国 3 月成屋预售超预期 房地产再拾升势》2010-4-19

宏观专题报告

爱尔兰危机突袭 美元反转 商品行情告一段落

摘要：

■ 德国推动修改《里斯本条约》引发市场惩罚爱尔兰，爱尔兰危机正处于“T 字路口”：

➢ 情形一：爱尔兰接受救助后，市场情绪短暂好转后又开始担忧其他债务国，最终引发欧元危机（小概率）

➢ 情形二：爱尔兰接受救助后，经济数据强劲，ECB 加大对希腊、爱尔兰债券购买，德国软化立法改革强硬立场，爱尔兰消减赤字，稳定市场信心（大概率）

➢ 我们倾向于第二种情况。爱尔兰经济衰退和赤字问题比希腊小，主要问题在商业银行。和财政支出不同，银行救援的资金更容易收回。若威胁到欧元生存，德国口径势必软化，英国会援助爱尔兰。爱尔兰或公布更激进赤字消减方案，稳定市场信心

➢ 只要爱尔兰危机不演化为欧元区金融危机，不影响欧洲银行拆解利率，欧元区经济受到负面影响都不大。

■ 无论爱尔兰危机如何演绎，都难改美元趋势反转，商品行情告一段落局面

➢ 如果爱尔兰危机出现第一种结果，将重现今年 2 季度情形——欧元对美元急跌，原油、铜因基本面恶化暴跌，黄金走强

➢ 如果爱尔兰危机出现第二种结果，美强欧弱的经济格局和美联储 QE2 预期落空也会导致欧元对美元温和下跌，原油铜有基本面支撑，少跌，黄金大跌

■ 汇率最终要反映两国经济的相对强弱，近期欧洲经济数据低于预期，美国经济复苏势头加快提升美元，而 QE2 预期的逆转将打击商品

➢ 美联储为 QE2 留了进退空间，若预期到失业率将大幅下降，美联储有可能提前终止 QE2 计划，12 月 3 日就业数据或确认市场预期，美元势必走强

➢ 从今年 1 季度美元和商品走势可以看出，流动性紧缩预期笼罩下，基本面难改商品下跌势头。我们认为基本面决定的原油合理价格在 75\$/bbl。中国紧缩预期强化后，铜也会下跌到 6000\$/lb。

➢ 商品中泡沫最大的是黄金，只要欧债危机不再度爆发，美国目前复苏态势，紧缩预期随时会出现，黄金已经见了历史大顶。未来几年美联储进入加息周期后，黄金终将跌回 600\$/盎司

一、德国强修里斯本条约引爆爱尔兰危机

自6月份欧债经济数据超预期和西班牙等国成功发债以来，欧债危机本已逐渐走出市场关注焦点，但随着10月下旬欧盟布鲁塞尔秋季峰会的临近，德国应对赤字失控国和投资者的态度日趋强硬，市场对“小猪五国”主权债的担忧再度升温（图1）。由于爱尔兰除国家赤字问题外，还在9月30日宣布为拯救国内商业银行合计需500亿欧元，加上10月6日FITCH刚下调完爱尔兰评级，这次危机在爱尔兰身上爆发。

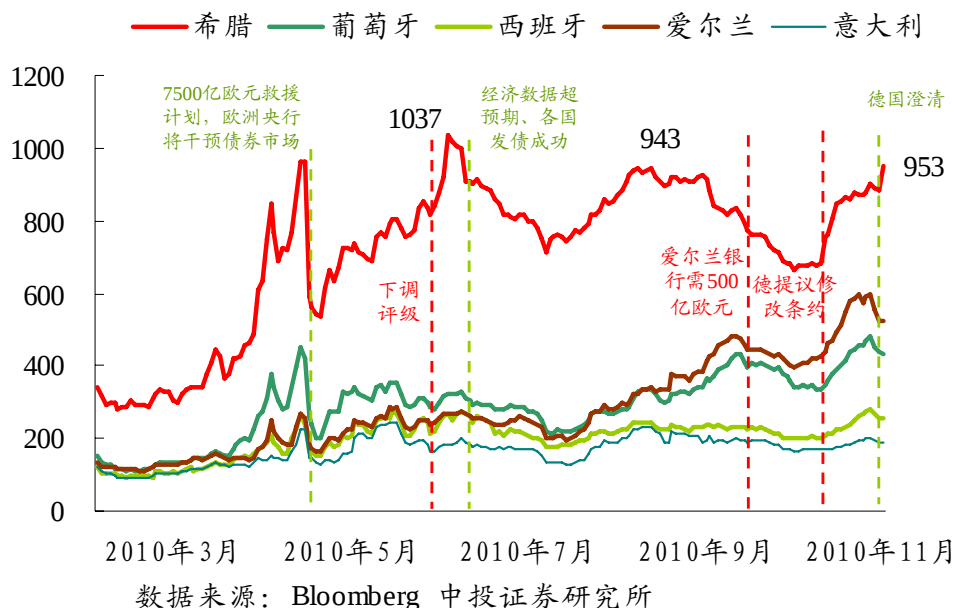
1997年通过的《稳定与增长公约》虽对赤字超标的欧元区国家规定了惩罚措施，但由于缺乏强制可操作性从未实施过，并最终导致了这次欧债危机。为防止危机重演，欧盟成立专门小组讨论建立危机长效应对机制。本来专门小组的建议只是对《稳定与增长公约》进行操作层面的修补，使惩罚更容易通过（将目前的多数表决同意机制为“反向多数”——即对违反财政纪律的欧元区国家，欧盟委员会将有权建议处罚措施，除非欧盟成员国以有效多数表示反对，否则处罚自动生效）。但德国认为仅此不足以对抗成员国的违约动力。在德法强推下，10月29日欧盟秋季峰会达成一致将对《里斯本条约》¹进行修改，对违反财政纪律的欧元区成员处以中止表决权等更加严厉的政治性惩罚；并让债券投资者也承担未来再有国家需要救援时承担部分救助成本。

此提案一出，立马引发二级市场的恐慌。若修改里斯本条约，意味着未来持续不能将赤字降到3%以下的国家将被剥夺表决权，甚至被“踢出”欧元区。这对依靠欧盟救援缓过来的希腊等国债券持有人信心打击巨大。另外，要求债券投资人和纳税人一样承担债务危机国家救助成本则直接引起投资者用脚投票。市场恐慌情绪迅速从爱尔兰蔓延至希腊、葡萄牙、西班牙等国，逼得德国政府一边敦促爱尔兰接受欧盟救援，一边向二级市场澄清2013年后发行的债券持有人才有救助义务，存量债务免责。

图 1：德国强推危机应对措施 爱尔兰成众矢之的

¹ 《里斯本条约》为欧盟花费10年完成的重要立法，2007年12月13日由欧盟各国首脑签署，经各国批准后，于2009年1月生效。条约赋予欧盟法律人格，欧盟自身可以根据国际法有所作为，如签订国际协议等

“小猪五国”信用违约风险



二、爱尔兰危机正处“T”字路口

事情一旦出现恶化迹象后,通常会先会向更坏的地方发展。爱尔兰危机爆发后,小猪五国违约风险迅速攀升,投资者也一改前期对他们发行债券的追捧(图2)。由于市场低迷,11月6日爱尔兰政府直接取消了计划中的债券发行。受此拖累,欧洲金融企业的违约风险也显著反弹。

图 2: 11 月份债券发行超额认购大幅下降

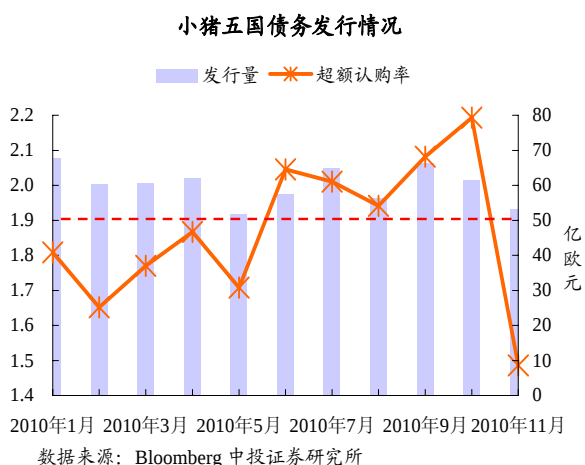


图 3: 欧洲金融企业违约风险反弹



我们认为,虽然爱尔兰出于财政独立考虑不愿接受救援,但在希腊前车之鉴和巨大的政治压力下,爱尔兰政府很快会接受欧盟 500-1000 亿欧元的救援。但接受救援后爱尔兰危机能否迅速平息还存在较大不确定性,市场正面临一个“T”字路口。

情形一: 接受救助后,经济数据的恶化和政府缺乏更强有力措施使得市场

情绪短暂好转后又开始担忧葡萄牙、西班牙，从而担忧 7500 亿欧元的救援资金不足以保证 2013 年前的债务，最终引发类似 5 月份的欧元危机。

情形二：接受救助后，欧洲经济数据比较强劲，ECB 加大对希腊、爱尔兰债券购买，德国软化立法改革强硬立场，爱尔兰做出更有力消减赤字承诺，最终稳定市场信心。二级市场又开始追捧小猪五国的高收益国债，爱尔兰危机逐渐平息。

我们倾向于第二种情况，危机也不会演变成希腊那么严重：

首先，爱尔兰经济衰退程度较希腊要轻，赤字问题也比希腊要小（图 4.5）。其主要问题在因国内房地产泡沫崩盘后引发的商业银行危机，为补充商业银行资本金的资金缺口（500 亿欧元）远超其财政赤字（230 亿欧元）。接受援助后爱尔兰将会把援助资金用于补充商业银行资本金，此举必然会改善银行信贷条件，从而起到帮助经济复苏的作用。和财政支出不同，用于银行救援的资金更容易收回（美国财政部的金融救援计划不仅没有亏损，反而还小赚一笔）。

其次，这次危机的导火索是德国强推的立法改革，如果真的威胁到欧元的生存，德国口径势必软化。另外，7500 亿欧元的救援资金足以满足爱尔兰的资金缺口。而且爱尔兰和英国有极强的历史渊源，英国政府不会袖手旁观。

最后，爱尔兰政府对财政赤字问题一向重视，市场信誉较希腊强。早在 2009 年就开始消减财政支出，这次危机爆发后，爱尔兰政府立即宣布将把 2011 年财政预算削减 60 亿欧元，使财政赤字占国内生产总值的比例降 9.5%。随着事态演变，爱尔兰或将公布更激进、更长期的赤字消减方案，这对市场信心会起到较大稳定作用。

即使危机平息，市场可能又开始担心小猪五国更激进的财政赤字消减方案会导致欧洲经济二次探底。我们认为，欧洲经济火车头还是德法意等国，只要爱尔兰危机不演化为欧元区金融危机，不影响欧洲银行拆解利率，欧元区经济受到负面影响都不大。

图 4：爱尔兰 GDP 和财政赤字占欧盟比重很小

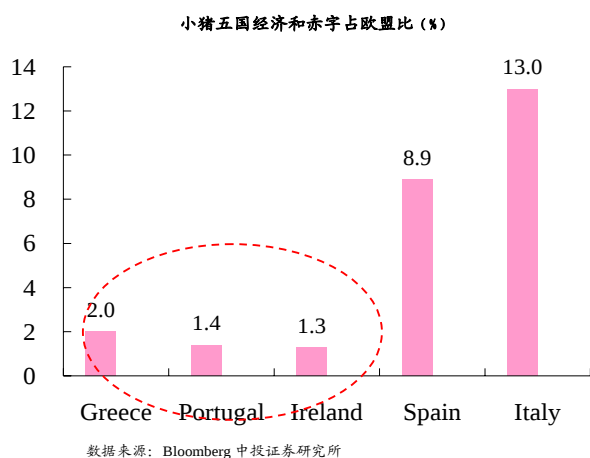


图 5：希腊与爱尔兰赤字问题最严重

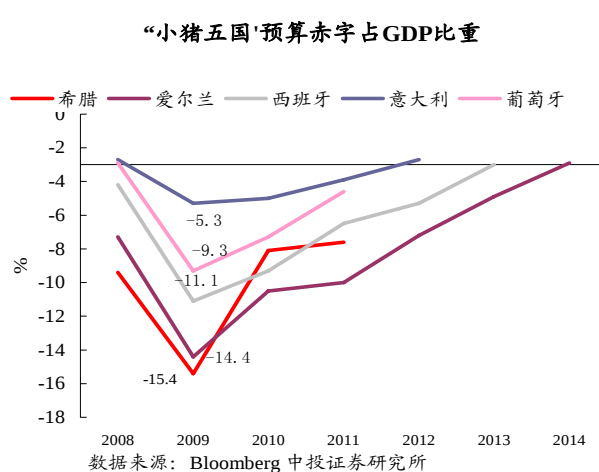
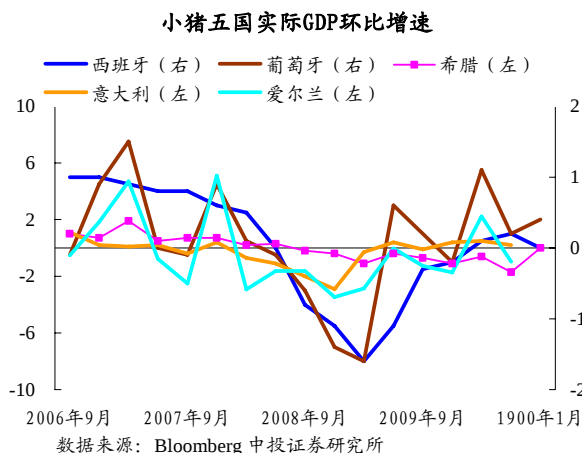


图 6：希腊与爱尔兰深陷衰退

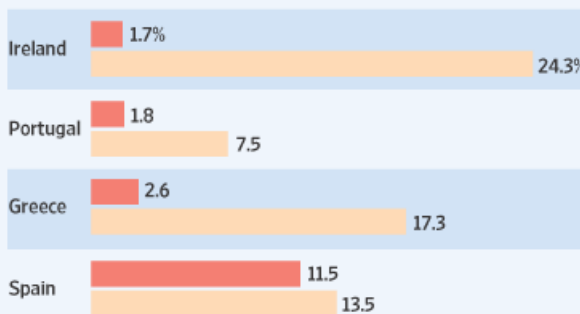
图 7：ECB 成为爱尔兰银行主要借款人



Small Countries, Big Borrowers

Ireland contributes a tiny share of euro-zone GDP, but its banks are the biggest borrowers of European Central Bank loans.

Share of GDP Share of funding



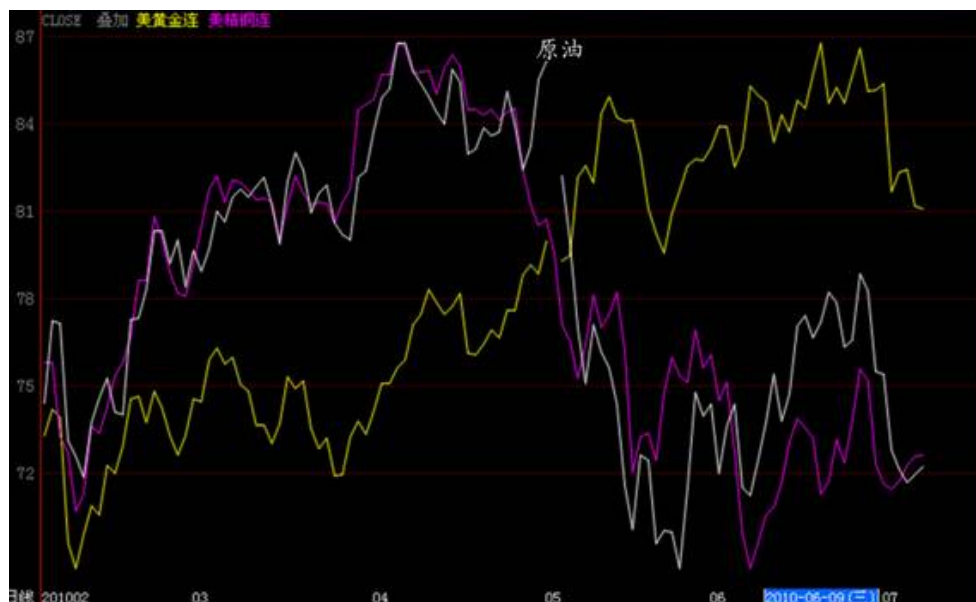
Source: European Commission; Royal Bank of Scotland

三、危机演绎不改美元反转势成 商品行情告一段落

无论爱尔兰危机如何演绎,都难改美元趋势反转,商品行情告一段落局面。如果爱尔兰危机出现第一种情况,欧元对美元将急跌,原油、铜等商品因为基本面恶化也会暴跌,黄金会相对强势;如果爱尔兰危机按第二种情况发展,美强欧弱的经济格局和美联储 QE2 预期落空也会导致欧元对美元温和下跌,但原油铜有基本面支撑,跌的会少点,黄金会跌的更多。

第一种情况非常直观,看今年 4-6 月份欧债危机最严重时黄金、原油和铜的走势即可。

图 8: 欧债危机引发黄金大张 原油、铜暴跌



第二种情况稍微复杂,需要从欧美经济相对强弱,和就业数据对美国 QE2 预期影响来分析。

汇率最终要反映两国经济的相对强弱,欧洲经济增速的放缓和美国经济增速的加快将修正前期因美联储 QE2 引发的美元对欧元贬值,而爱尔兰危机的爆

发将加速这一进程。

欧美经济体因贸易及金融的联系，存在一荣俱荣，一损俱损的共振。从历史上看美国经济周期通常领先欧洲半年到一年，而 2007 年开始的这轮经济衰退中，无论是从进入衰退-复苏-复苏见顶，美国都比欧洲领先 1-2 个季度(图 6)。美国在 2009 年 Q4 创下阶段性顶点后，经济增速连续下滑两个季度，今年 3 季度才开始加速，我们预计今年 4 季度美国经济增长将达 2.8%。美国经历过的经济阶段性放缓正在欧洲经济上体现——欧洲在 10 年 Q2 创下本轮复苏的顶点后在 Q3 开始放缓。考虑到 7 月份美国经济数据低于预期时市场涌现出来的对美国经济“二次探底”担忧，近期公布的欧洲经济数据也开始低于预期，加上爱尔兰危机，市场或开始炒作欧洲经济“二次探底”从而压低欧元对美元汇率。即使没有爱尔兰事件，美国经济复苏势头加快也将提升美元(图 10)。

图 9：美国经济领先欧元区 1-2 个季度

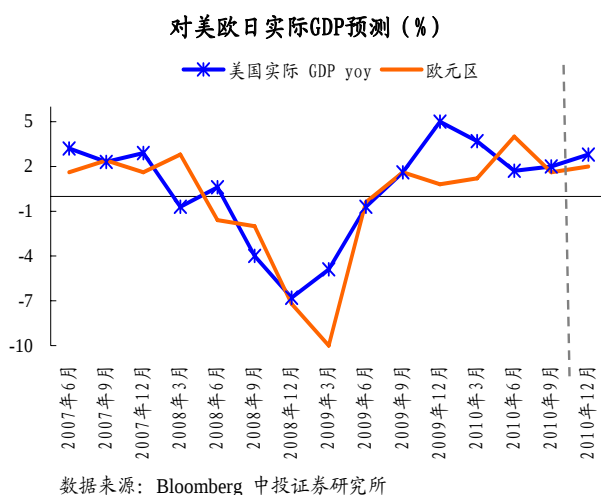
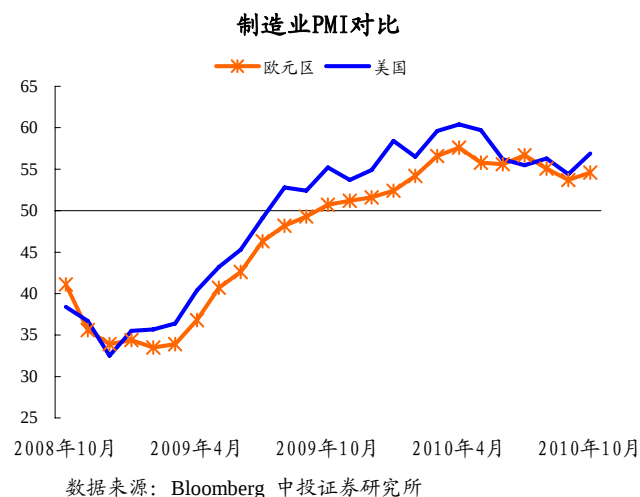


图 10：目前美国经济复苏快于欧洲



由于美国经济数据超预期引发美元反转同时，还会改变市场对美联储出台进一步宽松措施预期的逆转，从而结束商品行情。11月4日美联储在FOMC声明中表示将“根据未来情况定期回顾其债券购买进度和资产购买计划总规模并根据需要进行调整以实现最大化就业和价格稳定”。也就是说如果未来失业率大幅下降，通胀水平上升(或预期上升)，美联储有可能提前终止QE2计划。

自8月10日美联储重启国债购买以来，通胀预期已经大幅跳升(图 11)。若非农就业也如同82年那次复苏一样，以每月增加15-20万人的速度复苏，则半年内失业率将迅速下降至8%。考虑到期货市场从来都是提前反应，绝对不会等到失业率开始大幅下降，或者美联储自己说要中止QE2才去反向操作。因此我们认为一旦市场看到就业数据持续超预期，就会预测到未来失业率也会大幅下降，从而美联储继续执行QE2的必要性就不存在，从而引发美元的反转。实际上11月5日和10日公布的美国就业数据超预期已经引发美元的强势反弹(图 12、13)。若12月3日公布的就业数据再度超预期，则构成美元反转条件。

图 11：QE2 显著提升通胀预期

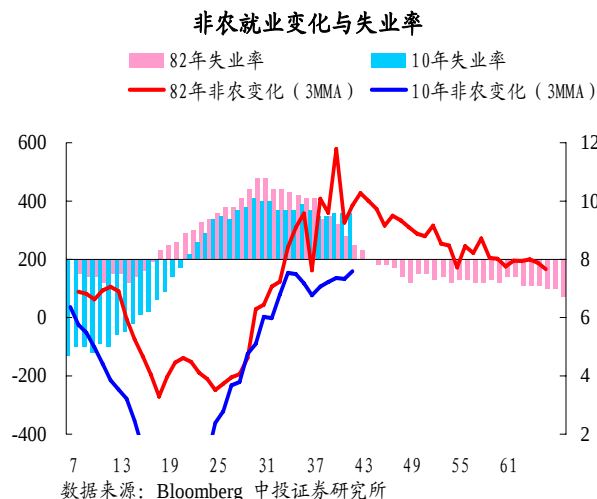
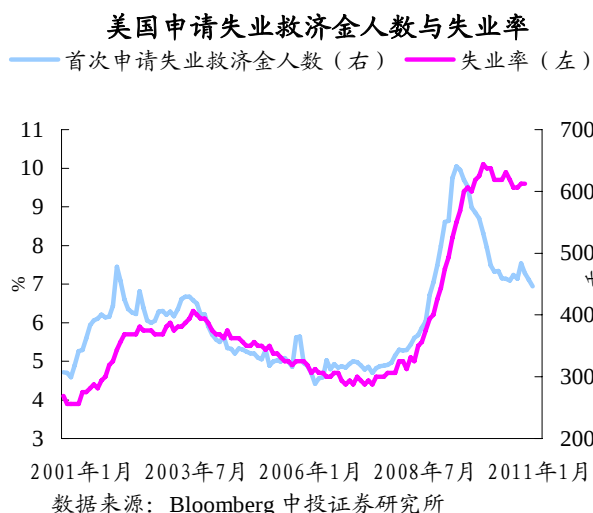
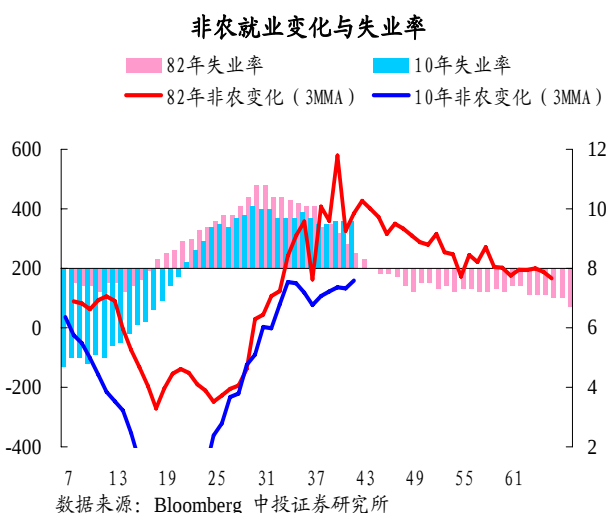


图 12: 非农就业数据恢复加快

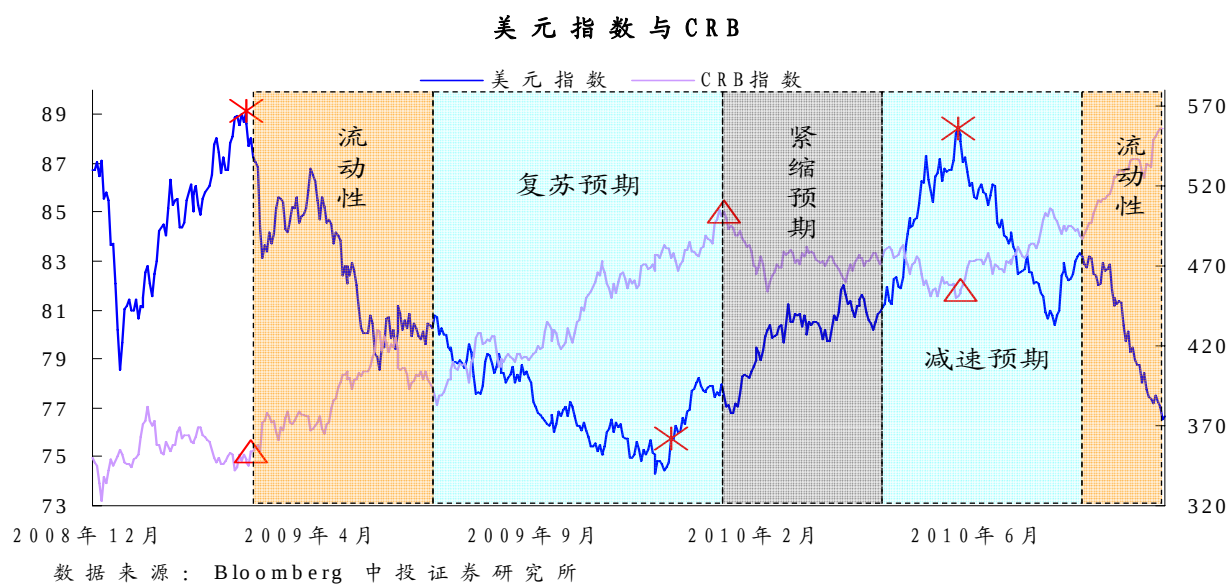
图 13: 首次失业人数再度减少



由于这波商品的上涨主要是 QE2 预期推动,一旦美元反转, QE2 预期落空,商品不可避免的将面临中期调整压力。有人认为,如果欧洲没大问题,美国就业数据好转说明基本面好转,商品不会跌反而会和美元同涨。但从去年 12 月——2010 年 3 月欧债危机爆发前美元和商品走势可以看出,流动性紧缩预期笼罩下,基本面复苏难以支撑商品泡沫,商品价格必然下跌。简单说就是市场早已充分透支了基本面复苏预期,但完全没有考虑到流动性逆转的预期,一旦流动性预期逆转,商品必然要跌倒符合基本面价格的水平。我们认为基本面决定的原油合理价格在 75\$/bbl。铜的泡沫比原油更大,中国紧缩预期强化后,铜也会下跌到 6000\$/lb。

商品中泡沫最大的是黄金,和原油不同,从 07 年危机以来黄金炒完危机炒货币泛滥,基本没有大跌过。只要欧债危机不再度爆发,按照美国目前复苏态势,市场对美联储紧缩预期随时会出现,也就是说危机和货币泛滥两大黄金价格支柱都会消失,因此我们认为黄金已经见了历史大顶。未来几年美联储终将进入加息周期,黄金跌回 07 年的 600\$/盎司只是时间问题。

图 14: 2009 年 12 月就业数据超预期引发美元反转 1 个月后商品进入中期调整



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上
行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434