

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与者: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《通胀利剑高悬, 新兴市场“逆回流”加速》2010-1-17

《西班牙、意大利公债拍卖喜忧参半, 债务危机阴霾将继续困扰欧洲》2010-11-14

《葡萄牙成功拍卖 10 年期国债且融资成本下降, 释放积极信号》2010-11-13

《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

《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

宏观点评报告

债务危机阶段性缓解, 欧洲通胀压力隐现

- **西班牙发债, 投资者认购踊跃。**西班牙此次发债投资者认购积极、市场需求上升, 主要是由于西班牙削减赤字努力初显成效, 市场对西班牙债务问题忧虑缓解。西班牙的预算赤字规模位居欧元区第三, 不过它缩减预算赤字的努力正显现成效, 这有助于缓解投资者对其 3、4 月份债务到期带给市场的融资压力的担忧。西班牙中央政府的预算赤字去年前 11 个月降低 46%。
- **债务危机阶段性缓解。**德国作为欧洲最大的经济体, 其态度和立场对欧债问题的解决至关重要, 近期德国的表态向市场释放积极信号。近日, 欧洲金融稳定工具 (EFSF) 发行的 5 亿元 5 年期债券超额认购率接近 10 倍, 同时发行利率也较低, 这也显示欧债危机阶段性缓解。
- **通胀压力隐现, ECB 陷两难。**虽然市场对欧洲债务问题阶段性缓解, 但市场对其担忧并未完全消除。从新近公布的德国、英国的数据来看, 欧元区通胀压力隐现, 债务和通胀压力在今年上半将同时困扰欧洲。
- **欧元区 12 月通胀水平超 ECB 目标。**受能源价格上涨影响, 欧元区 11 月消费物价涨 1.9%, 12 月通胀加速上扬比去年同期涨 2.2%, 已经超过欧洲央行 2% 的通胀目标水平。而英国通胀率已经第 10 个月高于政府设置的区间上限。而作为欧洲最大经济体的德国其 12 月份的通胀率达到了 1.9%, 已经连续 5 月走高, 而环比跳升至 1%, 经济复苏带来的需求扩张以及食品、能源价格的继续上涨将继续推升欧元区通胀。
- **欧元区紧缩预期会先于美国出现。**2011 年上半年, 极端天气、经济复苏带来的需求扩张将会继续推升食品、能源价格, 欧元区通胀水平在今年二季度前 将会继续走高, ECB 将陷入两难。但是, 我们预计, 二季度前 ECB 将维持欧元区 1% 的基准利率不变, 这主要是由于今年上半年欧洲主要债务问题国家大量债务到期, 同时, 对爱尔兰等国的救助利率偏高, 提高基准利率将会使这些国家的债务问题雪上加霜。但是, 我们预计欧元区将先于美联储紧缩货币。目前, 美联储仍对较高的失业率、低迷的核心物价涨幅仍然担忧, 因此, 美联储绝不会轻易收紧货币政策, 而经济复苏步伐的加快支撑美元走强, 这一定程度上抵消了商品价格上涨对通胀的压力。因此, 今年二季度前美强欧弱的格局将导致欧元区通胀压力持续攀升, 待度过上半年的融资高峰期后, ECB 或将腾出手来治理通胀, 欧元区货币将先于美联储紧缩, 欧元或自去年 3-5 月份以来现拐点。欧、美货币政策的紧缩预期将打压能源、大宗商品, 2011 年商品在经历流动性驱动、复苏需求拉升的行情后将步入中期调整, 商品去泡沫化的基本完成, 大的通胀周期才步入一个稳定预期阶段。
- **风险提示:**
欧元区通胀持续攀升、欧元区国家债务问题升级。

西班牙发债，投资者认购踊跃。25日17:30西班牙结束了其公债发行。本次葡萄牙发行的是3个月短期国债，发行金额是9.45亿欧元，超额认购倍数为5.48倍，中标利率为0.98%，最近的一次，即2010年12月发行的同期国债其认购倍数仅有2.14倍。同时，西班牙发行了1.3亿欧元6月期国债，认购倍数是5.11倍，与上次5.15倍大体持平，发行利率是1.801%。西班牙此次发债投资者认购积极、市场需求上升，主要是由于西班牙削减赤字努力初显成效，市场对西班牙债务问题忧虑缓解。

西班牙的预算赤字规模位居欧元区第三，不过它缩减预算赤字的努力正显成效，这有助于缓解投资者对其3、4月份债务到期带给市场的融资压力的担忧。西班牙中央政府的预算赤字去年前11个月降低46%。

债务危机阶段性缓解。随着德国首次附议欧元区财长，德国正在考虑扩大欧盟援助基金的计划。德国政府同时正酝酿帮助希腊重组债务的方案，希望将3月份作为最后期限，制定出强化4,400亿欧元（5,890亿美元）救助基金以及修改欧元区财政赤字规定的方案。德国作为欧洲最大的经济体，其态度和立场对欧债问题的解决至关重要，近期德国的表态向市场释放积极信号。**EFSF发债超额认购接近10倍。**近日，欧洲金融稳定工具（EFSF）发行的5亿元5年期债券得到了来自500家投资者的认购，认购总金额超过43亿，超额认购率接近10倍，同时发行利率也较低，这也显示欧债危机阶段性缓解。

通胀压力隐现，欧洲央行陷两难。虽然市场对欧洲债务问题阶段性缓解，但市场对其担忧并未完全消除。25日，葡萄牙政府的10期的公债收益率上升了12个基点至7.05%，而同期限的西班牙公债收益率也上升5.29%。而从新近公布的德国、英国的数据来看，欧元区通胀压力隐现，债务和通胀压力在今年上半将同时困扰欧洲。

欧元区12月通胀水平超ECB目标。受到能源价格上涨影响，欧元区11月消费物价涨1.9%，12月通胀加速上扬比去年同期涨2.2%，为2008年10月以来最高，已经超过欧洲央行2%的通胀目标水平。而英国继11月份增长3.3%之后，12月份CPI较上年同期上涨3.7%，达到8个月高点，环比涨幅为1%，创1996年该数据开始统计以来的最高水平。至此，英国通胀率已经第10个月高于政府设置的区间上限。而作为欧洲最大经济体的德国其12月份的通胀率达到了1.9%，已经连续5月走高，而环比跳升至1%，而本周公布的综合经理人采购指数显示德国经济复苏的步伐还在继续，经济复苏带来的需求扩张以及食品、能源价格的继续上涨将继续推升欧元区通胀。

欧元区紧缩预期会先于美国出现。2011年上半年，极端天气、经济复苏带来的需求扩张将会继续推升食品、能源价格，欧元区通胀水平在今年二季度前将会继续走高，ECB将陷入两难。但是，我们预计，二季度前ECB将维持欧元区1%的基准利率不变，这主要是由于今年上半年欧洲主要债务问题国家大量债务到期，同时，对爱尔兰等国的救助利率偏高，提高基准利率将会使这些国家的债务问题雪上加霜。但是，我们预计欧元区将先于美联储紧缩货币。目前，美联储仍对较高的失业率、低迷的核心物价涨幅仍然担忧，因此，美联储绝不会轻易收紧货币政策，而经济复苏步伐的加快支撑美元走强，这一定程度上抵消了商品价格上涨对通胀的压力。因此，今年二季度前美强欧弱的格局将导致欧元区通胀压力持续攀升，待度过上半年的融资高峰期后，ECB或将腾出手来治理通胀，欧元区货币将先于美联储紧缩，欧元或自去年3-5月份以来现拐点。欧、美货币政策的紧缩预期将打压能源、大宗商品，2011年商品在经历流动性驱动、复苏需求拉升的行情后将步入中期调整，商品去泡沫化的基本完成，大的通胀周期才步入一个稳定预期阶段。

图 1: 西班牙未来十年债务到期情况

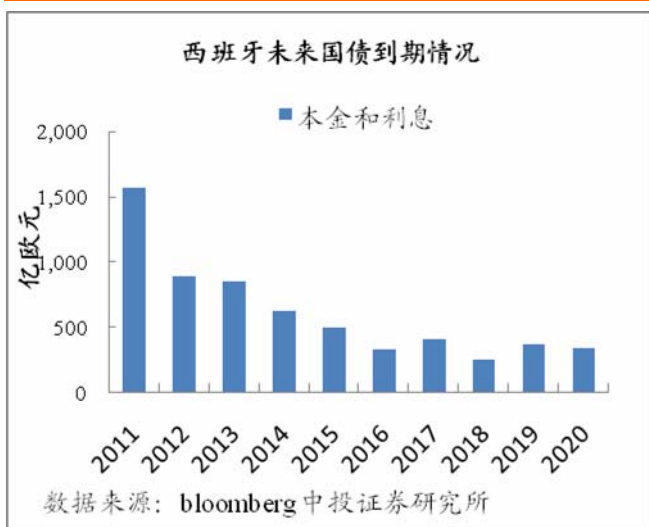


图 2: 西班牙 2011 年和 2010 年各月债务到期情况

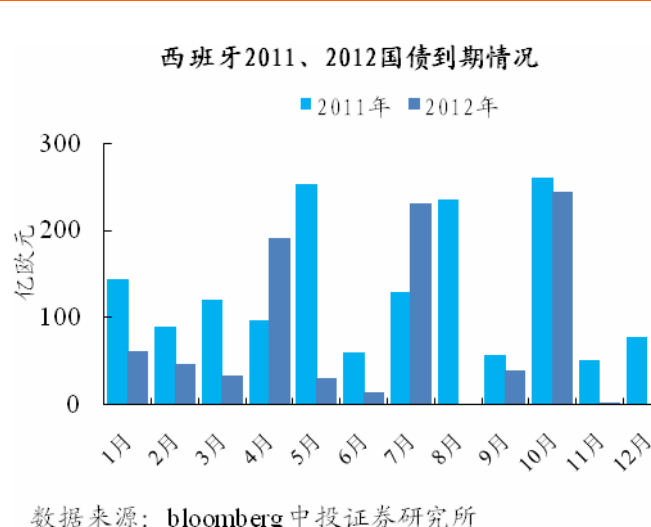


图 3: 西班牙 2009 年财政赤字上升 7.1%

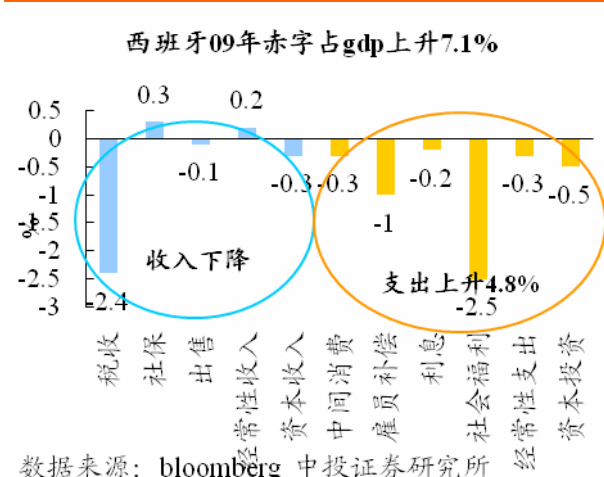


图 4: 葡萄牙 2010 年财政赤字上升 6.5%

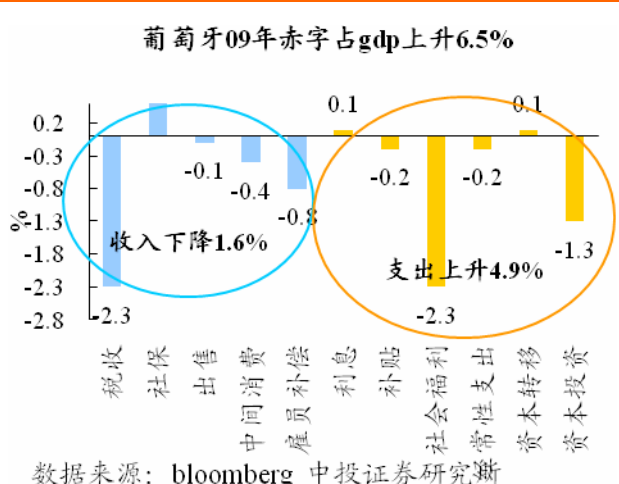


图 5: 西班牙预算赤字规模位居欧元区第三

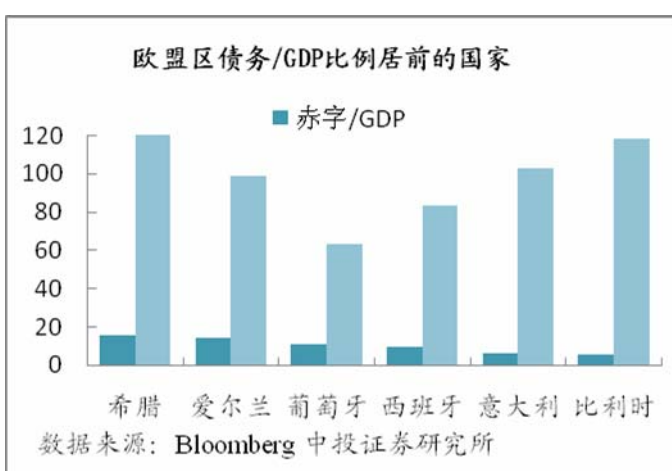


图 6: 西班牙政府支出不断下降

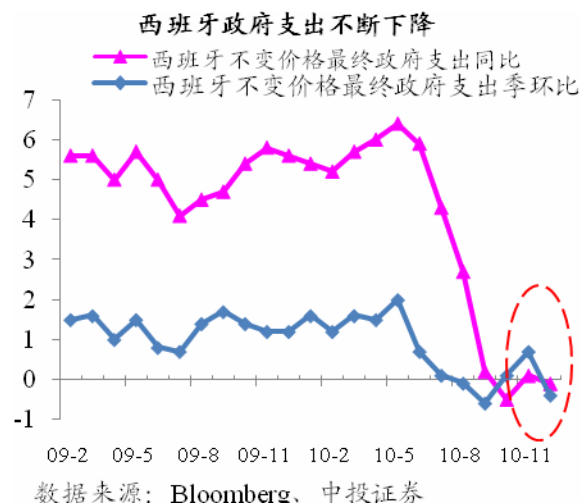


图 7: 欧元区通胀率超过 2% 的目标水平

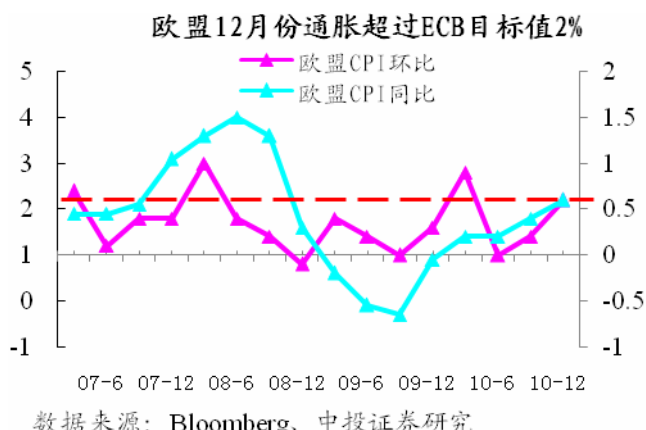


图 8: 德国的通胀水平连续 5 个月走高

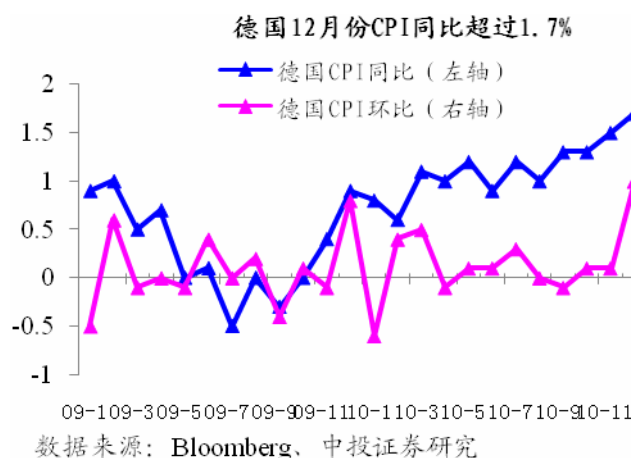


图 9: 英国的通胀水平创两年来的高点

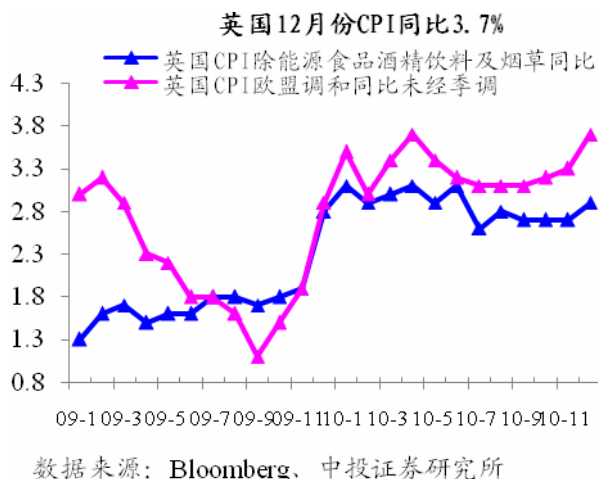


图 10: 德国综合经理人指数显示经济持续复苏

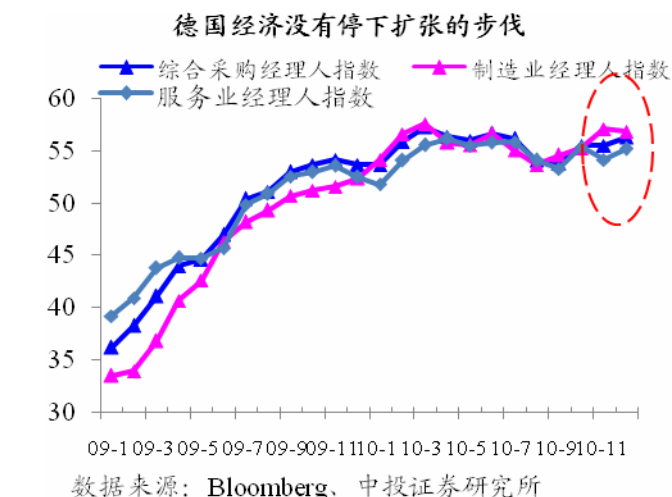


表 1: “小猪五国”赤字消减计划

国家	2009 年预算赤字占 GDP	2010 年	2011 年	2012 年	2013	2014 年
希腊	-12.90%	-8.10%	7.60%			-3%
		削减 148 亿欧元赤字: 将企业增值税从 19% 提升至 23%, 上调燃料消费税、烟草特别税和酒类关税 10%; 公务员薪金削减 12%, 假期三项额外补贴缩减 30%, 冻结养老金直到 2012, 减少资本和教育支出; 缩减社保, 对银行家的奖金征税 90%				
西班牙	-11.40%	-9.30%	6.50%	-5.30%		-3.00%
		2010 和 2011 削减 150 亿欧元: 削减 5% 的公共部门工资, 裁员 10%, 减少占 GDP0.5% 的开支; 2010 年 7 月提高商品增值税一到两个百分点, 对储蓄收入实行累进税	到 2013 年前削减开支 500 亿欧元, 占 GDP4%			将退休年龄从 65 岁提高到 67 岁, 2025 年全面生效
葡萄牙	-9.30%	-7.30%	4.60%			2.80%
		削减 20 亿欧元: 削减 5% 的公共工作人员工资, 提高销售税、所得税和盈利税, 削减政府支出	消减 100 亿欧元预算赤字: 出售国有公司股权筹资 60 亿欧元, 把年收入 15 万欧元以上的税率由 42% 提至 45%, 终止股市的税率优惠政策。			
爱尔兰	-14.40%	10.50%	-10%	-7.20%	-4.90%	-2.90%
		预算削减 40 亿欧元, 削减公共设施支出 10 亿欧元; 部门部长减薪 15%, 公共事业工作人员将降薪 10%; 社会福利开支削减 7.6 亿欧元	增税	提高退休年龄 65 提至 66		
意大利	-5.30%	-5.00%	-4%	-2.70%		
		此项削减数目占 GDP 的 1.6%。在 2011 至 2012 财年削减约 240 亿欧元的政府预算, 冻结长达四年的工资, 延迟退休和政府投资, 打击逃税, 地方政府在 2011-2012 年削减开支 130 亿欧元				

数据来源: ECB 中投证券研究所

表 2: 今年 1 月份欧洲债务问题国家公债发行情况

发行日期	发行国家	发行事件	认购金额 (亿欧元)	超额 认购 倍数	到期收益率	期限
01/05/2011	PO	Portugal Sells EUR500 Mln 196-Day Bills; Yield 3.686%	5	2.62	3.69%	196-Day
01/11/2011	GR	Greece to Sell EUR1.5 Bln 182-Day Bills	19.50	3.40	4.90%	182-Day
01/11/2011	IT	Italy to Sell EUR7 Bln 367-Day Bills	70	1.63	2.07%	367-Day
01/12/2011	PO	Portugal to Sell 3.6% 2014 Bonds	6.50	2.63	5.40%	3-year
01/12/2011	PO	Portugal to Sell 4.8% 2020 Bonds	5.99	3.16	6.72%	10-year
01/13/2011	SP	Spain to Sell Up to EUR3 Bln 3.25% 2016 Bonds	30	2.10	4.54%	5-year
01/13/2011	IT	Italy to Sell Up to EUR3 Bln 3% 2015 Bonds	30	1.41	4%	5-year
01/13/2011	IT	Italy to Sell Up to EUR3 Bln 4.5% 2026 Bonds	30	1.42	5.06%	15-year
01/18/2011	SP	Spain Sells EUR1.0377 Bln 518-Day Bills; Yield 3.367%	10.38	4.11	3.367%	518—Day
01/18/2011	SP	Spain Sells EUR4.501 Bln 364-Day Bills; Yield 2.947%	45.01	2.15	2.947%	364-Day
01/18/2011	GR	Greece Sells EUR650 Mln 95-Day Bills; Yield 4.1%	6.5	4.98	4.1%	95-Day
01/19/2011	PO	Portugal Sells EUR750 Mln 364-Day Bills; Yield 4.029%	7.5	3.09	4.029%	364-Day
01/25/2011	SP	Spain Sells EUR1.3 Bln 175-Day Bills	130	5.11	1.801	175-Day
01/25/2011	SP	Spain Sells EUR944.78 Mln 83-Day Bills	944.78	5.48	0.98	83-Day

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。

张捷, 中投证券研究所策略分析师, 中国社会科学院金融学博士。研究成果发表于《财经研究》、《南开经济研究》等期刊。目前研究领域涵盖宏观经济、产业策略等。

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434