



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济周报

宏观经济研究报告

2011 年 5 月 22 日

宏观经济

研究部

彭文生

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010001

pengws@cicc.com.cn

林暾

联系人，SAC 执业证书编号：S0080111040011

lintun@cicc.com.cn

孙淼玲

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010052

sunml@cicc.com.cn

第 157 期

“电荒”对中国增长影响小 债务成欧美复苏绊脚石

国内：“电荒”对经济增长影响小

近期中国局部地区愈演愈烈的“电荒”引起了广泛关注。市场关心电力短缺在多大程度上会影响到今年的经济增长。目前的电力短缺是制造业、特别是高耗能产业用电反弹的需求因素，和由新增发电能力不足、以及煤电价格失衡导致现有发电能力未能充分发挥的供给因素，共同作用于今年开局几个月的集中反映。

随着限制发电的短期因素的逐渐消失和政府保障电力供应的政策措施的到位，今年内出现大范围缺电的危险正在减轻。但由于煤电价格失衡因素继续存在、以及电力供需的周期性波动，电力紧张在“十二五”期间可能将成为一个常态现象。

“用电荒”也是总需求旺盛的一个标志。在煤电油运尚未出现全面紧张的局面下，企业尚有足够的能力保障生产，缺电不会是今年经济增长下滑的主要因素。但电力短缺对于局部地区和部分产业的产业链条的不利影响则应引起关注。预计 5 月份 PMI 指数小幅季节性回落至 51.0。

国际：高债务已经成为发达经济的绊脚石

在过去一周中，市场关注的焦点集中在欧洲和美国财政状况与债务的可持续性上。欧洲债务危机的演变是当前国际金融体系的最大风险，美国债务上限问题的争论反映其中期财政赤字问题的严重性和财政调整的压力。前瞻地看，财政的不可持续性将成为发达国家未来数年经济增长的主要下行风险。

欧洲方面，对于是否进一步扩大对希腊及其他债务危机国资金支持，各国财长与欧央行之间的矛盾加剧。一些财长警告除非希腊政府履行其私有化和其他改革的承诺，希腊极可能要面对轻度的债务重组。但欧央行官员表示，任何形式的债务重组都有可能触发新一轮欧洲金融危机。在下次欧盟财长会议（6 月下旬）前，希腊政府将有一个月的时间来说服欧盟官员提供更多的资金以避免债务违约。在此期间，欧洲股票市场和欧元难免持续受压。

美国方面，债务上限已经到达，联邦政府只有依靠财政收入以支持债务偿付和其他支出。财政部长盖特纳警告，除非民主党和共和党在 8 月 2 日前对提高债务上限达成共识，美国将发生债务违约。我们的观点是，提高债务上限问题基本上是一场政治游戏，美国在短期内发生债务违约的可能性不大。但长远而言，如何削减财政赤字会是美国决策者的一大挑战。此外，如美国国会未能及早对提高债务上限作出决定，随着 8 月 2 日最后期限的临近，美国国债和美元价格波动可能增加。

国内：“电荒”对经济增长影响不大..... 3

国际：高债务已经成为发达经济复苏的绊脚石..... 8

上周中金研究报告一览

5 月 16 日：增长已经放缓，通胀还会久吗？：解读 4 月宏观经济数据（第 156 期）

本周主要经济数据及事件公布预告

国际：

5 月 23 日（星期一）：欧元区公布 5 月 PMI，香港公布 4 月 CPI，新加坡公布 4 月 CPI，泰国公布 1 季度 GDP

5 月 24 日（星期二）：美国公布 4 月新屋销售量，德国公布 1 季度 GDP 终值

5 月 25 日（星期三）：美国公布 4 月耐用品订单及 3 月 FHFA 房价指数，英国公布 1 季度 GDP 初值

5 月 26 日（星期四）：美国公布首次申请失业救济金人数及 1 季度 GDP 第二次发布

5 月 27 日（星期五）：美国公布 4 月私人收入与支出，欧元区公布 4 月 M3，德国公布 5 月 CPI 初值，日本公布 4 月 CPI

图表

图表 1: 高耗能产业一季度增长明显.....	3
图表 2: 第三产业和居民用电增也显著推升电力需求	3
图表 3: 近四年来发电装机容量增速持续走低	4
图表 4: 目前电力机组开工率仍未达到电荒时高位	4
图表 5: 煤电油运并未出现全面紧张迹象	6
图表 6: 预计 5 月份 PMI 指数小幅季节性回落至 51.0	6
图表 7: 中国主要经济指标	7
图表 8: 希腊短期内违约概率显著高于长期	8
图表 9: CDS 暗示希腊一年内违约概率为 30%	8
图表 10: 欧洲各国银行持有大量 PIGS 国家银行债权	9
图表 11: 欧盟银行对 PIGS 银行债权占银行总资产比重	9
图表 12: 共和党和民主党在减赤目标上有共识	10
图表 13: 1996 年债务上限提高前国债收益率大幅上升	10
图表 14: 海外主要经济指标	12

国内：“电荒”对经济增长影响不大

2011 年 3 月以来，我国多地出现淡季“电荒”现象，进入 4 月份以后，在原本是冬夏两个高峰期之间的用电淡季，很多地区用电负荷大增，部分地区出现错峰供电和拉闸限电的情况，目前全国已有湖南、浙江、江苏、广东、安徽、陕西、河南、四川等十几个省出现了不同程度的缺电现象，一些地方甚至出现了限制居民用电的情况。用电淡季出现“电荒”是否预示今年全年的电力供应不能满足电力需求，并且将影响整体经济的平稳运行，我们进行了如下分析：

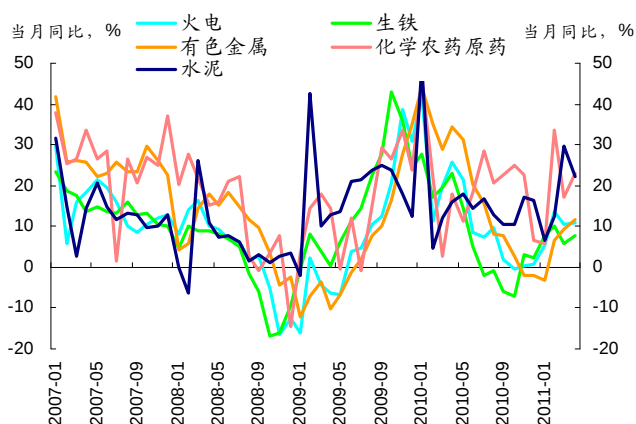
“电荒”是电力供需失衡的集中反映

高耗能企业用电和居民用电增长是电力需求高企的主要原因。

从电力需求来看，由于今年正值“十二五”开局之年，一些新项目在一季度后加快开工进度，加之今年以来节能减排压力减弱，一些因环保限制措施而放缓的项目开始释放，导致市场对电力需求量加大，经济的高速增长拉大了用电的供需缺口。1-4 月份，全社会用电量维持较高水平，累计同比增长 12.4%。其中，4 月份同比增长 11.2%，比 3 月份回落 2.2 个百分点，已经连续两个月缓慢回落，体现出季节特征。但从日均用电量来看，4 月份与 1 月份和 3 月份基本相当，反映出当前电力消费需求处于稳定增长态势。4 月份，第二产业用电量增长 11.3%，略高于当月全社会用电量增速，但较 3 月份回落 3.7 个百分点，对全社会用电增长的贡献率为 76.6%。其中，日均制造业用电量创新高，达到 73 亿千瓦时/天，月度首次突破 70 亿千瓦时/天的历史纪录，反映制造业行业生产形势比较旺盛。

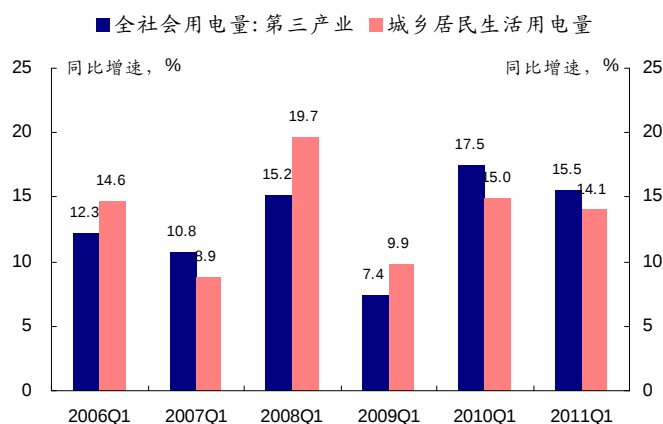
- ▶ 高能耗行业的大幅反弹，是造成“电荒”的一个关键原因。2010 年底，由于受到“节能减排”政策的影响，重工业增速大幅减缓，2010 年 12 月重工业增速为 13.7%，仅比轻工业增速略高 0.7 个百分点。而今年一季度，重工业增速出现了较大幅度的反弹，3 月份重工业增速为 15.8%，比轻工业增速高了 2.8 个百分点。近期用电量回升部分原因在于重点地区行业的用电量回升明显，尤其是钢铁、水泥等高耗能产业用电量创历史新高。国家统计局数据显示，1-3 月，火电、粗钢、焦炭、水泥、精炼铜以及原铝产量分别同比增长 12.7%、9%、13.3%、29.8%、23.7%和 7.4%，高耗能产业产量增速大多超过电力增速（图表 1）。
- ▶ 第三产业和居民用电的大幅增加，也是加剧电力紧张的重要原因。虽然我们预测 2011 年居民消费增速比 2010 年有所下滑，但考虑到消费升级，空调等大功率家用电器消费使用的持续增长，2011 年居民用电量增速仍有可能维持在较高水平（图表 2）。

图表 1：高耗能产业一季度增长明显



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 2：第三产业和居民用电增也显著推升电力需求



资料来源：Wind、中金公司研究部

煤电价格失衡是限制发电能力发挥的根本因素。

从电力供给来看，煤电价格扭曲导致的发电企业积极性不强、现有发电能力未能充分利用是目前局部供电紧张的根本原因。市场化的煤价持续走高，使得火电企业的发电成本上升，但由政府管制的上网电价却不变，火电企业越发电越亏损，生产积极性受到打击。一些地方出现火电企业缺煤停机或以检修为名停机的现象，多数火电大省的生产能力并没有得到充分发挥。

除了煤电价格扭曲之外，结构性因素和其他短期供给冲击加剧了当前的电力供应紧张：

- ▶ **输送电力能力不足加剧电力生产地区不平衡。**我国能源资源集中在西部，而用电需求集中在东部，呈现逆向分布的特点。近期结构性矛盾尤其突出表现在：新增发电装机的区域分布不平衡，用电需求大的东中部地区新增发电装机较少；电源和电网建设不同步，尤其是电网建设滞后使得西部的电不能充分送到东中部；火电新增规模下降，使得总发电装机容量的有效发电能力增长不足。
- ▶ **短期供给冲击加剧了电力供应不足。**一季度华中地区来水不足，导致水力发电低于正常水平；同时对于主要煤炭运输线路大秦线的整修，也影响了西煤东送的顺畅，导致煤炭供应结构性短缺和煤价的上涨，造成火力发电供应不足。

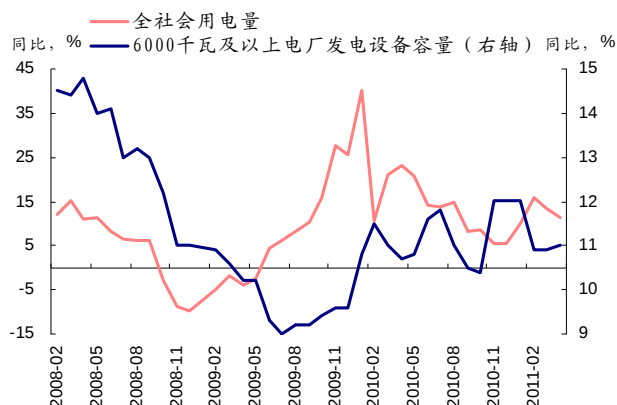
向前看，随着雨季来临使得二季度水力发电量上升、大秦线恢复正常运行，促使电力短缺的短期性因素正在逐步消失。特别是国家关于促进有序用电的政策措施在夏季用电高峰来临前逐步发挥作用，4 月份的数据已经体现缺电现象暂时得以缓解，二三季度呈现全国性大规模电荒的风险已经下降。

电力短缺矛盾有长期化趋势

电力装机增速与用电需求不匹配是导致电力周期性波动的重要原因之一。

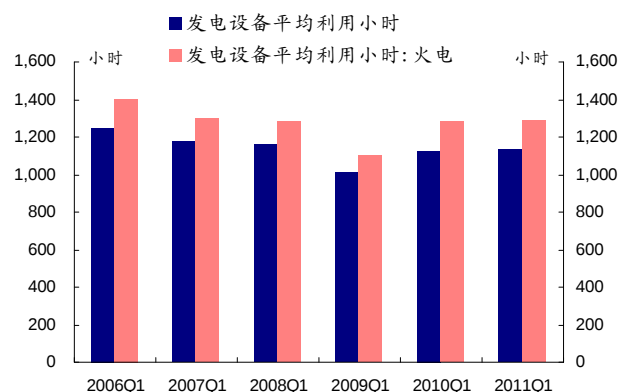
电力装机增速与用电需求不匹配是导致长期内电力周期性波动的重要原因之一。我国电力发展始终在“短缺”与“过剩”中前行：“九五”期间电力过剩，“十五”开始缺电，“十一五”又在过剩中徘徊，体现了大周期行业周期性的特点。近几年装机容量的持续下降，使得电力供给能力增长不足，利用小时稳步上升：1~3 月份全国全部机组平均利用小时为 1135 小时，比上年同期增长 11 小时，增长幅度为 1%。其中，火电设备平均利用小时为 1292 小时，比去年同期增长 5 小时，据历史经验测算，2011 年全部设备利用小时将达到 4800 小时，火电利用小时为 5200 小时，接近 2002 年那一轮电荒的起始水平。发电设备利用小时数的上升，说明全面电力供应紧张的压力在加大。

图表 3：近四年来发电装机容量增速持续走低



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 4：目前电力机组开工率仍未达到电荒时高位



资料来源：Wind、中金公司研究部

上网电价受限导致发电企业的生产意愿不足，电力紧张在“十二五”期间可能成为常态现象

- ▶ **从长期来看，改革电价形成机制是根治“用电荒”的出路。**4 月份国家发改委已经上调了山西、河南等十余省上网电价。然而，此次电价调整仅针对部分煤电价格矛盾较突出和上网平均电价较低的省份，其幅度也仅能覆盖 36 元/吨的标煤价格涨幅，不可能缓解全国大部分地区上网电价与发电成本之间的矛盾。且 5 月份煤炭价格进

一步走高也基本抵消了上网电价上调的效果。往前看，出于控制通胀仍是目前宏观政策首要任务的考虑，以及进一步调高电价可能导致电煤价格轮番上涨的恶性循环的担忧，我们认为政策将围绕保障电力供应安全展开，不太可能出台普遍性的电价上调措施，因而电力企业特别是火电企业的经营状况在短期内难以改观，发电意愿将继续受到限制，电力基础设施投资也未见明显增加的迹象，电力紧张在“十二五”期间可能成为常态现象。

- ▶ **电力供应方面，装机容量增长不足加大未来电力短缺常态化风险。**1-4 月份，全国基建新增发电装机容量 1885 万千瓦，比上年同期少投产 340 万千瓦，主要是火电新增装机比上年同期减少 388 万千瓦。分区域看，西部省份装机增速相对较高，东部地区装机增长缓慢，加上电网“西电东送”建设滞后，导致东部地区供应能力不足。截至 3 月底，全国全口径装机容量同比增长 10.9%，低于用电需求及最高负荷增速，延续了近四年装机增速持续下降的趋势。转换成等效火电装机后，增速下降的更快，2010 年仅为 9.2%，而 2011 年预计将下降至 8.2%。电力供给的疲软，与旺盛的电力需求形成反差，加大未来电力紧缺的压力（图表 3）。

电力短缺对经济增长尚不构成严重威胁

综合分析电力供需在今年内的走势和我国宏观经济运行的现实情况，我们认为目前的电力短缺仍然体现为局部性、结构性的失衡，尚不足以对二季度及下半年的经济增长形成瓶颈式的制约因素。

出现全局性电力短缺的危险尚不大。

- ▶ **当前我国发电装机容量能够满足目前的电力需求。**目前的火电机组开工率并未达到临界点。反映机组是否“开足马力”的“火电设备利用小时数”虽然有所上升，但是距离 2004-2007 年电荒时的高区间仍然有一定距离：2010 年这一数值是 5031 小时，低于 2004 年的 5991 小时（图表 4）。这表明不是目前的装机还是能够满足足下的电力需求。今年 4 月以来，国家已经先后出台了 3 部相关政策，从稳定电煤价格、提高部分地区上网电价以及有序管理用电需求入手，确保电力供应安全。我们认为，在夏季用电高峰前，中央、各地方有可能会出台更多细化的政策保证电力供应，这些政策应该可以有效发掘现有电力供给潜力。

企业尚有足够的手段实现合理用电保障生产。

- ▶ **目前尚未出现煤电油运全面紧张迹象。**2004-2007 年的上一轮电荒的根本特征是煤电油运的全面紧张。因为企业在面临绝对供给不足导致的“硬缺电”的情况下，为保证生产，往往采购柴油发电设备自行发电，形成油料和运力供给的全面紧张。而目前的“用电荒”的声音主要发自电力管理部门、电力协会和媒体，并非主要来自企业，目前也没有出现煤电油运全面紧张的先兆（图表 5）。目前仅有重庆、湖南、安徽等地出现拉闸限电；浙江、贵州、广东、湖南、江西等地实行错峰用电，也多属于未雨绸缪的措施。从我们日前赴江苏等地调研的情况反映，经济运行的真正主体——企业尚未出现因为缺电而限制生产的严重情况。
- ▶ **短期内经济增长的放缓有助于缓解“电荒”。**过往 10 年间中国出现的电荒，都是发生在经济强劲增长时期。2004 年煤炭运输能力和发电能力不能满足积极财政政策所带来的电力需求猛增；2007 年则同样是高企的能源需求带动煤价猛涨从而扩大电力缺口。而目前的宏观经济形势是：在通胀水平维持高位的同时，以工业增加值为代表的供给端、以消费和净出口为代表的需求端在 1-4 月都已经出现了明显的放缓迹象，过剩产能并未消化完毕，企业正在开始去库存的过程，经济的基本面并不构成对电力需求大幅增加的支持。一季度用电量的快速增加基本可以归结为去年受到节能减排压力限制的高耗能产业能力在今年初的集中释放。保证有序用电将主要体现为对这部分产业的继续限制，可望缓解电荒，也在长期内符合中国经济结构优化调整、实现有质量增长的方向。
- ▶ 从我们调研的情况反映，目前的用电荒对劳动密集型中小企业影响较大，而生产附加值和产品科技含量较高的规模以上企业由于生产效率较高，以及用电相对能够得到较为稳定的保证，受到的直接波及较为有限。但是，由于产业链的关系，中小企业由于电荒、生产受到限制，导致为其他企业生产的零配件供给不足，也有可能影

响到整体工业产出。但是，由于中国仍然是供给充分的经济体，企业之间还存在充分的替代性，用电荒对于产业链的不利影响也是可以通过企业自身的最优化选择得以消除的，无需过分担心。

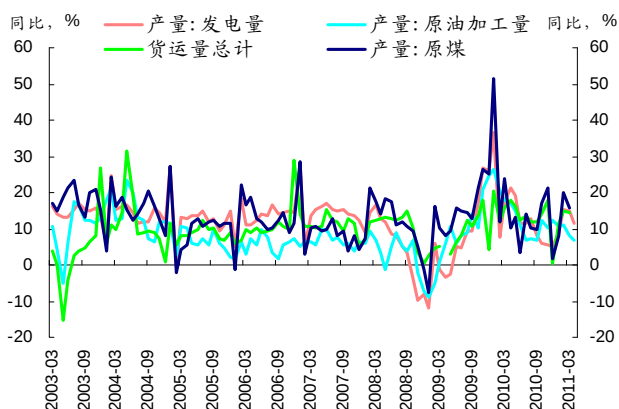
预计 5 月份 PMI 季节性回落至 51.0

PMI 指数在 5 月份将延续过去 6 年季节性下降的趋势，但是回落至 50% 以下的可能性不大。

5 月份的 PMI 将于 6 月 1 日发布。4 月份 PMI 较 3 月下降 0.5 个百分点至 52.9%，导致 PMI 指数在 3 月份开始的回升态势扭转，PMI 在 4 月份背离历史趋势，出现反季节性下降，说明 3 月份 PMI 数字已经反映出的政策收缩对实体经济的影响在 4 月份愈发显现。由于 5—7 月份 PMI 指数会出现季节性下降，如果 PMI 指数在 5 月份跌破 50%，则意味着制造业出现实质性收缩。我们认为 PMI 指数在 5 月份将延续季节性回落的趋势，将降至 51.0，不会下跌到 50% 以下的水平。

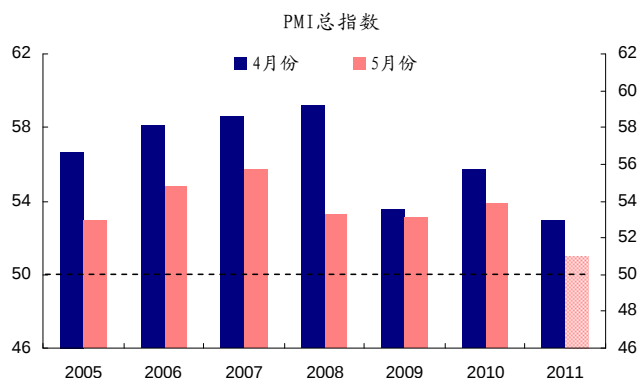
- ▶ 从 PMI 指数开始公布起，6 年间该指数在 5 月份比 4 月份均有明显回落，平均下降幅度为 3.0 个百分点（图表 6）。而 4 月份的工业增加值和消费增幅都低于预期，进口大幅降低也从一个侧面反映了国内需求的走低趋势，总需求对制造业的传导效应进一步体现。因此，我们预计将于 6 月 1 日公布的 5 月份 PMI 指数将延续季节性降低的趋势。
- ▶ 另一方面，4 月份的固定资产投资出现了 26.1% 的超出预期的强劲增长，反映制造业仍具备扩张基础。新订单是决定 PMI 总指数的一个关键因素（权重为 30%），目前原材料购进价格回落，出口形势相对良好，能够成为支持新订单不会大幅波动的有效因素。此外生产、从业人员等主要成份将保持相对稳定的扩张态势，因此我们认为 PMI 不会跌破 50% 的关口，仍处于扩张态势。

图表 5：煤电油运并未出现全面紧张迹象



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 6：预计 5 月份 PMI 指数小幅季节性回落至 51.0



资料来源：中采物流、中金公司研究部

图表 7：中国主要经济指标

同比增长，% (除非额外注明)		2010-05	2010-06	2010-07	2010-08	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04
经济增长													
国内生产总值	同比增长，%	-	10.3	-	-	9.6	-	-	9.8	-	-	9.7	-
工业生产													
工业增加值	同比增长，%	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	14.1		14.8	13.4
PMI	%	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2	53.9	52.9	52.2	53.4	52.9
消费													
社会消费品零售总额 (名义)	同比增长，%	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	15.8		17.4	17.1
投资，自年初累计													
城镇固定资产投资	累计同比增长，%	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5	24.9*		25	25.4
房地产开发投资	累计同比增长，%	38.2	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2	35.2		34.1	34.3
外贸													
出口	同比增长，%	48.5	43.9	38.1	34.4	25.1	22.9	34.9	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9
进口	同比增长，%	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1	25.3	37.7	25.6	51.0	19.4	27.3	21.8
贸易盈余	美元，十亿	19.5	20.0	28.7	20.0	16.9	27.1	22.9	13.1	6.5	-7.3	0.1	11.4
通货膨胀													
居民消费价格指数	同比增长，%	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3
工业品出厂价格指数	同比增长，%	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5.0	6.1	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8
财政													
财政收入	同比增长，%	20.5	14.7	16.2	7.3	12.1	14.8	16.1	23.7	32.8	41.5	26.7	27.2
财政支出	同比增长，%	25.6	26.8	16.6	35.4	28.8	38.5	66.9	-10.4	84.9	-17.5	27.8	31.0
货币													
M0	同比增长，%	15.2	15.7	15.5	16.0	13.8	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7
M1	同比增长，%	29.9	24.6	22.9	21.9	20.9	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9
M2	同比增长，%	21.0	18.5	17.6	19.2	19.0	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3
新增存款 (人民币，十亿)	人民币，十亿	1,080	1,330	161	1,080	1,450	177	592	945	-20.3	1,310	2,680	338
存款余额	同比增长，%	21.0	19.0	18.5	19.6	20.0	19.8	19.6	20.2	17.3	17.6	19.0	17.3
新增贷款 (人民币，十亿)	人民币，十亿	639	603	533	545	596	588	564	481	1,040	536	679	740
贷款余额	同比增长，%	21.5	18.2	18.4	18.6	18.5	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5
1年期存款利率	p.a. %	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.25
1年期贷款利率	p.a. %	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.56	5.56	5.81	5.81	6.06	6.06	6.31
人民币汇率 (期末值)	人民币/美元	6.83	6.78	6.77	6.81	6.70	6.69	6.68	6.62	6.59	6.58	6.56	6.50
居民收入													
城镇居民可支配收入 (实际)	同比增长，%	-	7.6	-	-	7.6	-	-	8.8	-	-	7.1	-
农村居民现金收入 (实际)	同比增长，%	-	10.2	-	-	9.8	-	-	7.6	-	-	14.3	-

资料来源：国家统计局、CEIC、Wind、中金公司研究部

国际：高债务已经成为发达经济复苏的绊脚石

欧元区：债务危机有待解决，六月下旬是下一考验

市场对欧洲主权债务违约的风险仍然高企。

希腊无法达到欧盟/IMF 救助计划中设定的条款是令危机升级的主因。

欧盟官员及欧央行对债务重组意见分歧。

下一个转机将是六月下旬欧盟各国财长会议的时候。

尽管欧盟/IMF 批准了总额 780 亿欧元、为期 3 年的葡萄牙救助计划，市场仍旧怀疑这些救助计划能在多大程度上帮助希腊、爱尔兰和葡萄牙摆脱金融危机的困扰。值得注意的是，希腊 1 年期 CDS 息差远远高于 1 年期以上的息差。现在市场普遍预计希腊明年违约的概率达 30%，与之相比，爱尔兰和葡萄牙在未来三年内违约的概率也仅 30%。（图表 8-9）

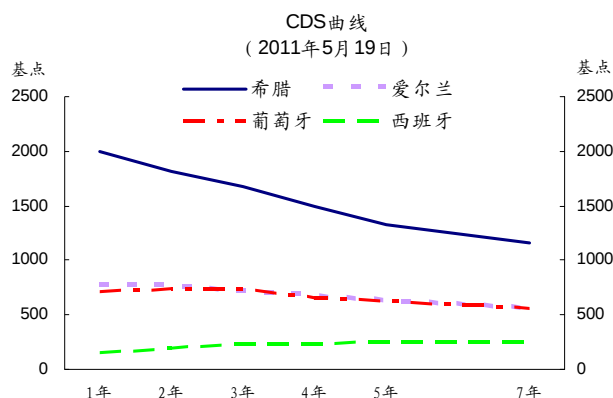
希腊很有可能无法达到欧盟/IMF 救助计划中设定的条款。首先，希腊预计今年仅能完成 40 亿欧元的资产私有化，这显著小于此前承诺的 500 亿欧元的规模。其次，按照援助计划的规定，希腊将在 2012 年之前回到国债市场，但现在这个可能性越来越小，希腊将因此缺少约 325 亿欧元的资金来源。第三，主权评级下滑、不断上升的偿债成本、超预期的财政赤字以及持续衰退的经济使得情况更加糟糕。在总额 1100 亿欧元的欧盟/IMF 贷款中，现在只剩下 550 亿尚未发放，市场越来越担心，希腊能否在 2013 年救助计划结束的时候有足够的资金来满足其融资需求。

一些欧盟政府官员首次公开承认希腊可能需要小范围的债务重组（即自愿延长债务期限），除非政府在短期内加快私有化进程和推进其他改革。这反映了越多欧元区纳税人反对进一步援助已深陷危机的“欧猪国家”的意愿。

欧央行官员警告：由于希腊银行业的大部分资产是政府债券，整个银行系统将无法承受债务重组带来的后果。此外，如果债务重组，其他欧元区银行也将遭受损失，因为它们持有大量的希腊资产（图表 10-11）。在此背景下，欧央行担心希腊债务重组会传染到依然脆弱的欧洲银行体系。

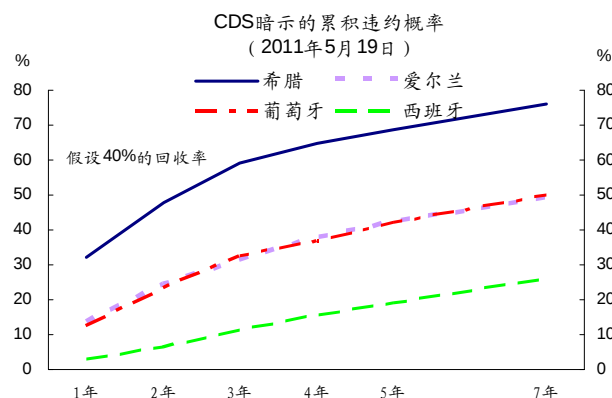
希腊目前有近一个月的时间来证明自己有能力实现援助计划中的承诺。如果希腊成功兑现了这些承诺，欧盟/IMF 有可能会加大援助计划的力度，比如通过抵押贷款的形式等。否则，重组将是大概率事件。在此期间，对债务可持续性的担忧将继续拖累欧洲股市（尤其是银行股票）和欧元。

图表 8：希腊短期内违约概率显著高于长期



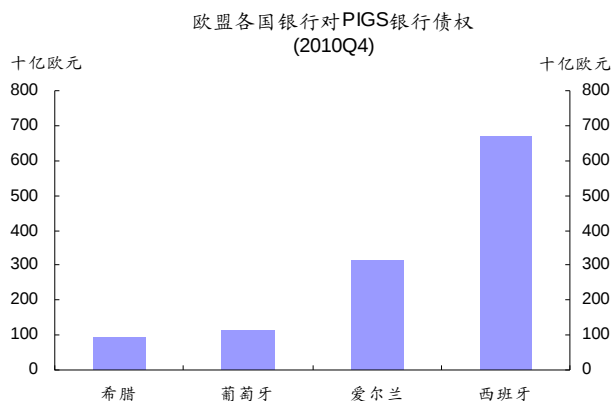
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 9：CDS 暗示希腊一年内违约概率为 30%



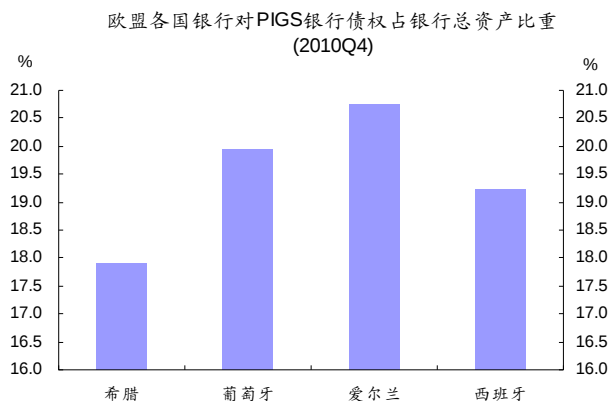
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 10：欧洲各国银行持有大量 PIGS 国家银行债权



资料来源：BIS, Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 11：欧盟银行对 PIGS 银行债权占银行总资产比重



资料来源：BIS, Haver Analytics, 中金公司研究部

美国：庞大国债是美国经济的中期隐忧

美国债已达上限，盖特纳警告可能违约。

5月16日，美国政府债务已经达到法律规定的上限（14.3万亿美元）。虽然财政部暂时还可以通过会计腾挪手段¹来保持总量平衡，但预计这种手段将于8月2日前后耗尽。财政部长盖特纳5月17日再次警告，即使国会议员不能就旨在削减政府长期赤字的计划达成一致，国会也必须在8月2日以前调高政府借债上限，否则美国国债将可能违约。

其实，提高债务上限只是问题的表面，美国需要什么样的中长期财政改革才是两党纷争的根本。

这是一场政治游戏：两党对减赤目标有共识，但怎样达到目标却分歧巨大。

- 中长期财政紧缩：目标有共识，空间还存在。就财政紧缩目标而言，两党都认识到，中长期看，为了确保美国债务的可持续性，基本财政赤字（primary balance）必须从今年的10%左右的GDP减少到2015年的3%的GDP或者更少（图表12）。就财政紧缩空间而言，无论是与发达国家还是与主要新兴市场对比，美国财政收入水平仍较低；而与自身历史水平相比，美国的财政支出还有节流空间。美国目前的财政收入占GDP约31%（其中联邦约占GDP的15%），主要是个人所得税与企业所得税，低于英（41%）、德（43%）、日（33%）、巴西（37%）和俄罗斯（35%）等主要发达与发展中国家。目前美国的财政支出占GDP的比重达42%（其中联邦约占GDP的24%），大幅高于危机前（1992-2007）平均的36%。（具体参见4月25日海外宏观周报《财政重整不容迟疑，QE2后货币政策以稳定为重》）
- 然而怎样达到这个目标，两党却分歧巨大——民主党倾向于“加税”，共和党则倾向于“减支”。民主党主张取消对富人的税收扣减和企业的特殊税收扣减，而共和党则提出要降低最高个人和企业所得税率至25%（现阶段为35%）。共和党在医疗社保和非国防可支配性支出上的减支计划均非常激进——例如在非国防支出（占总可支配支出18%）上，民主党计划包括在5年内通过冻结和取消不必要的政府项目，但共和党更加激进，要将此项支出削减至2006年的水平。两党在国防支出（占总可支配支出20%）上分歧较小，均同意国防部长盖茨提出的五年内减赤780亿的计划。

我们的观点是，两党可能妥协，国债违约的风险并不大。

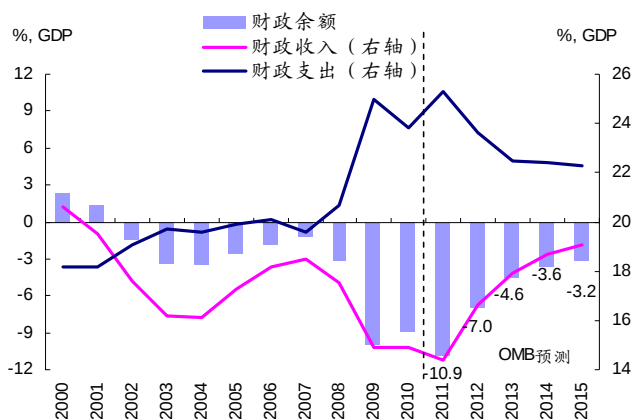
从历史上看，美国数次提高债务上限，国会两党均在最后时刻消弭分歧达成妥协。然而在妥协之前，联邦政府的收入足够偿还期利息（过去半年联邦财政月均收入为1900亿美元左右，远远高于8月需要支付的380亿国债利息），部分支出还可能被押后（如支付合同款，支付联邦雇员工资等），这样综合来看，国债违约总体风险不高。

¹ 如暂停联邦政府与地方政府国债的发行，暂停公务员退休和残疾人基金相关债券发行，等等。

然而如国会未能及早提高债务上限，美国国债和美元价格可能会大幅波动。

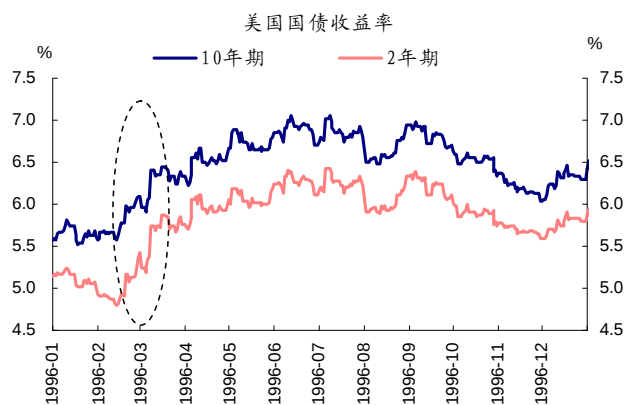
但是如果两党不能妥协，按照法律，届时美国政府只能用现金支付其所有开支。根据过去5年的经验，预计美国政府8月的财政收入只够应付其当月开支的62%左右，财政部要立刻削减约38%的开支（削减开支时，联邦雇员和合同商可能首当其冲），这意味着美国政府面临关门风险。随着8月2日最后期限临近，一旦市场认为政府关门的风险可能出现，那么国债市场可能出现较大波动（1996年3月底债务上限提高前1个半月美国国债收益率就开始上涨，2年期和10年期国债收益率分别上涨107和82个基点，图表13），美元承压。

图表 12： 共和党和民主党在减赤目标上有共识



资料来源：OMB、中金公司研究部

图表 13： 1996 年债务上限提高前国债收益率大幅上升



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

上周数据回顾

美国联储议息会议纪要发布，短期不会实行退出政策：4月26-27日联储议息会议纪要于5月18日发布。纪要显示，公开市场委员会将继续保持宽松货币政策是因为整体经济环境仍旧温和，且通胀水平虽小幅上升，但长期通胀预期保持稳定。在此背景下，联储维持在6月底完成6000亿美元的长期国债购买计划，同时在更长时期内将基准利率维持在超低水平。议息会议成员还讨论了资产购买计划的退出政策；联储主席伯南克较早前公开表达过理想的退出：首先，让联储资产负债表中的MBS(及其他证券)自动到期，而不再将其收益投资于国债；随后提高短期利率；最后联储将逐渐稳步地出售其持有的抵押债券。

外国持有美国国债增量减少，中国连续5月减持：美国财政部公布的国际资本流动(Treasury International Capital)数据显示，3月外国购买美国国债量总量小幅上升49亿(0.1%)，但增速自去年9月以来呈下降趋势，主要是中国与俄罗斯等国在减持。作为美国国债最大的持有者，中国3月份减持92亿，已是连续5个月减持美国国债；作为第二大持有者的日本，3月份增持176亿美元，较2月的44亿有显著上升，日本已连续10个月增持美国国债。同时，英国增持297亿美元。

美国工业产出零环比增长，受日本地震影响，汽车及零部件产出大幅下滑：美国4月工业产出指数(Industrial Production)环比零增长，低于市场普遍预期(0.4%)。制造业产出4月环比下滑0.4%(此前连续9个月正增长)，主要是由于汽车及其零部件产出大幅下降8.9%。美联储解释是受日本地震影响，致使供应链断裂，汽车等零部件短缺。

美国费城制造业指数环比下滑，制造业失去扩张势头：5月费城制造业指数(Philadelphia Fed Business Outlook Survey)为3.9，较4月的18.5显著下滑，亦小于市场普遍预期的20.0。各分项中，除就业指数外，均有所明显下降。制造业指数总体与分项下降，但仍为正数(扩张区间)，表明前几个月的制造业强劲扩张正在失去势头。

美国新屋开工数环比下降，房市继续底部徘徊：4月新屋开工数52.3万套，显著低于市场预期预期的57万套，较3月下降了6.2万套。分地区看，总开工数的下降主要来自南部（-7.6万套），这可能与近几周南部的暴雨和洪灾有关。该数据显示美国房地产市场还在底部徘徊。

美国成屋销售环比持平，房市继续底部徘徊：4月成屋销售（Existing Home Sales）505万套，与3月的509万基本持平，但低于市场预期预期的520万套，显示美国房市仍旧低迷。分地区看，四个主要区域中，除中西部有所上升（环比+5.7%），其他三个地区的销售量均在下降。

美国首次申请失业救济金人数下降，服务业就业复苏拉动：美国上周首次申请失业救济金人数（Initial Jobless Claims）降至40.9万（此前一周43.8万），低于市场预期预期的42万。首次申请失业救济金人数在4月底达到47.8万的高位后，已经连续两周下降。我们维持美国就业市场仍逐渐改善的判断——但是绝大部分的就业恢复在于服务业，而制造业与建筑业的失业将成为长期结构性的。

英国4月通胀加速上行，主要反映税率和能源价格变化：英国4月份通胀加速上行达4.5%，比央行设定的2%的目标高出两倍以上，但从货币政策委员会5月4-5日的会议纪要看，委员会认为，近期通胀上升主要反映了销售税税率的增加和能源价格的上涨等临时因素，加上产能利用仍然存在空置，中期内通胀率预计将回落到2%的目标。该会议决定，维持0.5%的基准利率，并保持为刺激经济所购买的2000亿英镑资产不变。

日本一季度GDP萎缩超预期，受地震及海啸重创：日本一季度实际GDP经季调年化环比增速下滑3.7%，超出市场预期预期的下滑1.9%，为连续第二季度萎缩（去年4季度下滑3%）。下滑主因是地震和海啸导致生产中断，供电短缺，消费者削减支出。本次危机对经济的影响超过神户地震（当时震后一季度GDP年化上升3.7%），美国4月的汽车产出数据也显示日本地震造成的产业链中断情况相当严重。连续两季度的经济大幅下滑，可能是日本过去十年来，除2008年金融危机（当时连续4个季度大幅下滑）外最严重的经济下滑。前瞻看，消费支出及出口锐减可能导致日本二季度继续面临严重萎缩，但下半年随着重建的开始，经济可能会展开反弹。正如日本经济财政大臣与谢野馨所说，经济萎缩可能只是“暂时现象”。

国际金融机构的人事变动

IMF 总裁辞职，应不会影响欧债问题进程：受到性侵犯指控的多米尼克·斯特劳斯-卡恩（Dominique Strauss-Kahn）于5月18日因被控性侵犯案件辞去了国际货币基金组织（IMF）总裁职位。IMF称，斯特劳斯-卡恩的副手约翰·利普斯基（John Lipsky）已经接替他担任代理执行总裁，并将一直担任至IMF选出新的总裁。斯特劳斯-卡恩曾任法国财政部长，于2007年被任命IMF总裁。我们预计，IMF总裁替换，不会对欧债问题的发展与解决造成实质性影响。

德拉吉将成为下任欧央行行长，欧央行目前政策转轨可能性不大：欧盟各国财长支持马里奥·德拉吉（Mario Draghi）为下一届欧央行行长。这是正常程序中的第一步，接下来欧洲议会将在6月底对德拉吉进行委任投票，最后决定将在7月由欧元区各国政府批准。如无意外，德拉吉将在11月成为第三任欧央行行长。现任意大利央行行长的德拉吉，还兼任金融稳定委员会（Financial Stability Board, FSB）主席。在德拉吉的领导下，欧央行改变现有支持欧债危机国家及欧洲金融机构方面的政策可能性不大。另一个值得关注的问题是由谁接任德拉吉成为下一任FSB主席。

图表 14: 海外主要经济指标

美国	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2009	2010	2011E
经济增长												
GDP(年化环比, %)	2.6	-	-	3.3	-	-	1.8	-	-	-2.6	2.9	2.8
通货膨胀												
CPI(同比, %)	1.1	1.2	1.1	1.5	1.6	2.1	2.7	3.2		-0.4	1.6	3.0
核心CPI(同比, %)	0.8	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3		1.7	1.0	
PPI(同比, %)	3.9	4.3	3.4	3.8	3.6	5.6	5.8	6.8		-2.5	4.2	
核心PPI	1.6	1.6	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	2.1		2.5	1.2	
就业市场												
非农就业人数月度变化(千人)	-29	171	93	152	68	235	221	244		-5063	940	
私人部门	109	143	128	167	94	261	231	268		-4987	1173	
政府部门	-138	28	-35	-15	-26	-26	-10	-24		-76	-233	
失业率(%)	9.6	9.7	9.8	9.4	9.0	8.9	8.8	9.0		9.3	9.6	8.7
消费												
私人收入(环比, %)	0.0	0.5	0.3	0.5	1.1	0.4	0.5			-1.7	3.1	
私人支出(环比, %)	0.3	0.7	0.3	0.4	0.5	0.9	0.6			-1.0	3.5	
零售额(环比, %)	1	1.3	0.7	0.6	0.8	1.3	0.9	0.5		-7.0	6.4	
投资												
耐用品订单(环比, %)	6.3	-3.7	0.4	-0.7	4.0	-1.1	4.1			-27.3	15.4	
住房建设投资(环比, %)	1.2	0	0.1	-3.2	-1	-2.4	1.4			-14.9	-10.4	
对外贸易												
出口(同比, %)	15.0	14.9	15.3	13.9	15.7	14.1	14.9			-14.6	16.8	
进口(同比, %)	17.2	15.6	13.9	12.8	19.6	14.2	16.4			-23.3	19.7	
余额(十亿美元)	-44.1	-38.2	-38.2	-40.3	-47.0	-45.4	-48.2			-374.9	-495.7	
金融市场												
联邦基金基准利率(%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
M2(同比, %)	3.0	3.2	3.1	3.5	4.3	4.1	4.6	5.0				
欧元区												
GDP(环比, %)	0.4	-	-	0.3	-	-	0.8	-	-	-4.1	1.8	1.9
CPI(同比, %)	1.8	1.9	1.9	2.2	2.3	2.4	2.7	2.8		0.3	1.6	2.5
核心CPI(同比, %)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.3	1.6		1.4	1.0	
失业率(%)	10.1	10.1	10.1	10.0	10.0	9.9	9.9			9.5	10.1	9.8
出口(同比, %)	21.5	23.5	24.1	20.0	24.5	24.5	14.7			-18.2	19.9	
进口(同比, %)	22.3	24.1	28.4	23.5	27.8	27.1	15.2			-21.7	21.9	
贸易余额(十亿欧元)	1.0	2.9	-2.8	-1.7	-3.2	-2.1	-0.9			13.8	-8.5	
工业产出(同比, %)	5.6	7.2	8.1	9.0	6.2	7.7	5.3			-14.7	7.4	
PMI制造业指数	53.7	54.6	55.3	57.1	57.3	59.0	57.5	58.0				
PMI服务业指数	54.1	53.3	55.4	54.2	55.9	56.8	57.2	56.7				
央行主要再融资利率(%)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.00	1.00	1.75
M3(同比, %)	1.1	1.1	2.1	1.7	1.5	2.1	2.3			-0.7	2.0	
德国												
GDP(环比, %)	0.8	-	-	0.4	-	-	1.5			-4.7	3.6	3.2
CPI(同比, %)	1.3	1.3	1.6	1.9	2	2.2	2.3	2.7		0.2	1.2	2.4
核心CPI(同比, %)	0.7	0.6	0.9	0.7	0.9	0.8	0.9	1.6		1.3	0.6	
英国												
GDP(环比, %)	0.7	-	-	-0.5	-	-	0.5			-5.0	1.6	1.5
CPI(同比, %)	3.1	3.2	3.3	3.7	4.0	4.4	4.0	4.5		2.2	3.3	4.3
核心CPI(同比, %)	2.7	2.7	2.7	2.9	3.0	3.4	3.2	3.7		1.7	2.7	
日本												
GDP(年化环比, %)	3.8	-	-	-3	-	-	-3.7			-6.3	4.0	1.3
CPI(同比, %)	-0.6	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0			-1.4	-0.7	0.0
核心CPI(同比, %)	-1.5	-0.8	-0.9	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7			-1.3	-1.0	
香港												
实际GDP(同比, %)	6.9	-	-	6.4	-	-	7.2	-	-	-2.7	7.0	5.3
CPI(同比, %)	2.6	2.6	2.9	3.1	3.6	3.7	4.6			0.5	2.4	4.5
政策利率(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
印度												
实际GDP(同比, %)	8.9	-	-	8.2	-	-		-	-	7.0	8.7	7.8
WPI(同比, %)	9.0	9.1	8.2	9.5	9.5	9.5	9.0	8.7		2.4	9.6	
政策利率(逆回购利率, %)	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	6.25	3.25	5.25	6.50
韩国												
实际GDP(同比, %)	4.4	-	-	4.7	-	-	4.2	-	-	0.3	6.2	4.5
CPI(同比, %)	3.6	4.1	3.3	3.5	4.1	4.5	4.7	4.2		2.8	3.5	4.4
政策利率(%)	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	2.00	2.50	3.75
台湾												
实际GDP(同比, %)	10.7	-	-	6.9	-	-	6.2	-	-	-1.9	10.9	4.7
CPI(同比, %)	0.3	0.6	1.5	1.2	1.1	1.3	1.4	1.3		-0.9	1.0	2.1
政策利率(%)	1.50	1.50	1.50	1.63	1.63	1.63	1.75	1.75	1.75	1.25	1.63	2.25

资料来源: Bloomberg, Haver Analytics, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED