

内外交困下的增长衰退

报告要点

■ 中国经济面临滞胀萧条困境

如我在 9 月 21 日发布的《走向滞胀萧条》报告所言，假日期间物价飞涨，经济形势日趋恶化，目前的中国已彻底陷入死胡同，想放松畏惧通胀，不放松就跟着欧美一起增长衰退，形势很不乐观。“占领华尔街行动”说明，美国现在的社会矛盾正在激化，经济问题必然反馈到政治和社会，闹革命还只是开始，刚进入四季度欧债危机就被整成死局，社会动荡很快会蔓延到地球的每一个角落。所以，我们猜测世界经济将进入一个为期 6 个月的增长衰退阶段，时间点就在四季度。中国官方目前对这种衰退预期的表现是比较麻木的，基本已无对策，因此只能说是国内经济问题不大，其实是控物价之难矣。走到今天这一步，物极必反原理告诉我，熬过未来 6 个月，才是胜利。

■ 超预期的源头将来自海外局势的动荡

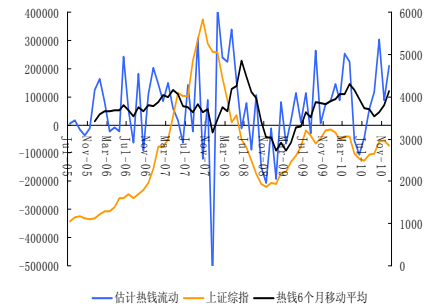
我们一贯的观点表明，由于国内基本面和政策面超预期因素的淡出，未来更大的催化剂都将来自于海外市场。11 月 G20 峰会前，欧债危机都会持续升级，希腊或再次请求援助，而意大利、西班牙到葡萄牙近期都持续遭遇狙击，金融体系动荡将继续加剧全球二次探底预期。由于四季度的国际环境将更加动荡不安，引致“十二五”元年的变数增多，从而很可能间接提高中国政府明年的通胀容忍度。所以，即使后面 6 个月货币政策在表面是继续维持控物价的，但是基于 08 年的经验，不论经济是硬着陆还是软着陆，市场预期的改变可能会领先于政策的转向，基于对 CPI 的预测，我们判断明年 2 季度出现趋势下行拐点，则市场在今年四季度筑底概率最大。

■ 美国经济前途暗淡，OT 操作用处不大

今年海外经济的动荡是超出市场预期的，债务危机只是以另一种形式、换了一个部门再次显现出来。去年年底 QE2 和大规模财政刺激的豪迈宣言尤在耳畔回荡，美国经济却陷入了二次回落泥沼。对于四季度，我们认为美国经济仍然会继续恶化，前途暗淡，但是由于市场对于希腊债务大面积违约已有预期，那么此时政策反应就成为市场边际改善的重要因素，对此我们尚可在四季度抱一个相对乐观的态度。此外，OT 之后美国债收益率能否压低很关键，其也受信心影响。对比前两轮量宽，第一轮量宽在压低国债收益率方面起到了很好的效果，然而第二轮量宽国债收益率非但没有下跌反而有所上升。之前我们对比过日本的量宽，在之前几轮量宽起不到良好作用的时候，后来的量宽作用会越来越小。我们认为美 OT 操作的效果也可以顺着这个逻辑来分析，当前不能排除这样的可能，即 10 年期国债收益率可能就根本压不下来。

相关图表数据

图：上证指数与热钱流动



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

前言	4
宏观经济新阶段的开始	4
中国经济面临滞胀萧条困境	4
类衰退阶段的货币供应与“三驾马车”	8
海外经济——风雨飘摇中的希望	14
美国：工资率回落是硬伤	14
欧元区：期待政策反应的边际改善	16
货币政策判断：东边日出西边雨	20

图表目录

图：上证指数与热钱流动	1
图 1：类衰退阶段与去库存周期相伴相随	5
图 2：PPI 受输入型通胀影响明显	5
图 3：上半年 CPI 新涨价水平仍然较高	6
图 4：食品价格是拉动 CPI 的主要动力	6
图 5：下半年 CPI、PPI 走势预测	7
图 6：GDP 同比增速下半年温和回落	7
图 7：信贷季节分配	8
图 8：新增信贷与贷款余额	8
图 9：M1 余额与同比增速	9
图 10：M2 余额与同比增速	9
图 11：下半年货币供给水平测算	9
图 12：货币供应情况也支持 CPI 在下半年的回落	10
图 13：历史经济周期相同阶段投资增速下降并不明显	10
图 14：消费环比增速呈现明显的季节性特点	11
图 15：类衰退阶段消费增速维持在较低水平	11
图 16：下半年投资与消费增速测算	11
图 17：贸易差额与进出口总额同比数据	12
图 18：下半年进出口同比情况预测	13
图 19：外生冲击下原油价格回落对于实体经济的改善	14
图 20：实际时薪与密歇根消费信心指数正相关关系明显	14
图 21：经济复苏时期名义工资增幅放缓	15
图 22：基数效应推动货币供应增速继续上升	15
图 23：当前消费信心低迷	15
图 24：希腊当前经济增速堪忧	16
图 25：希腊当前经济增速堪忧	17
图 26：欧元区各主要银行对希腊债务的风险敞口	19
图 27：复苏期间欧元区名义工资增速高于美国	20
图 28：核心通胀开始主导通胀上行	21
图 29：8 月 CPI 各分项皆有所上涨	21
 表 1：美国三、四季度 GDP 预测	 16
表 2：希腊经济增速的假设组别	17
表 3：EFSF 规模扩大至 4400 亿后的各国出资额	18
表 4：各国银行业对西、意国债的持有结构（亿欧元）	19

前言

如我在 9 月 21 日发布的《走向滞胀萧条》报告所言，假日期间物价飞涨，经济形势日趋恶化，目前的中国已彻底陷入死胡同。想放松畏惧通胀，不放松就跟着欧美一起衰退，所以很不乐观。“占领华尔街行动”说明，美国现在社会矛盾正在激化，经济问题必然反馈到政治和社会，闹革命还只是开始，刚进入四季度欧债危机就被整成死局，社会动荡很快会蔓延到地球的每一个角落。所以，我们猜测世界经济将进入一个为期 6 个月的增长衰退阶段，时间点就在四季度。中国官方目前对这种衰退预期的表现是比较麻木的，基本已无对策，因此只能说国内经济问题不大，其实是控物价之难矣。走到今天这一步，大家还债都还的很艰辛，物极必反原理告诉我，熬过未来 6 个月，才是胜利。

(上述判断只针对经济基本面,不针对市场,经验显示,市场往往在真正的衰退来临时就已开始反弹,我们之前已发布类似观点)

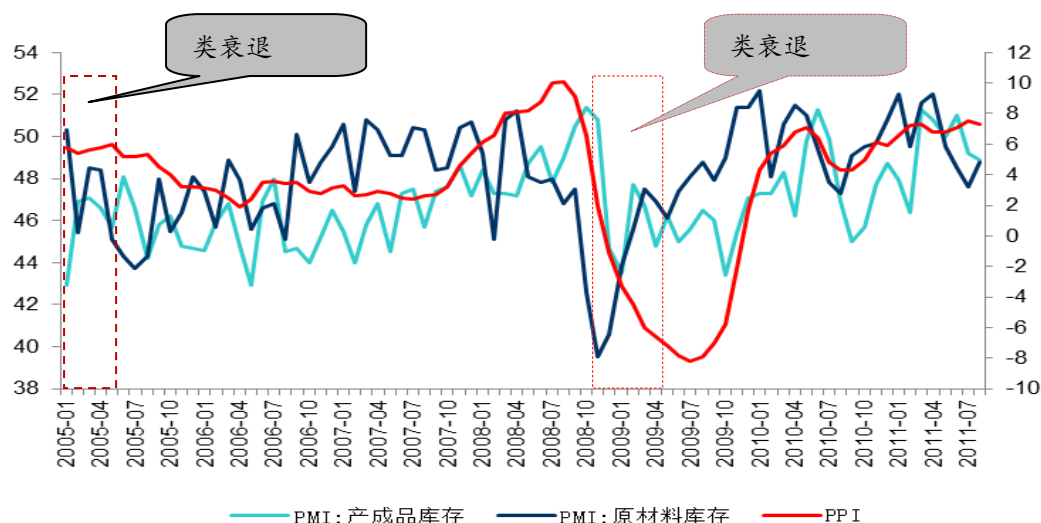
宏观经济新阶段的开始

中国经济面临滞胀萧条困境

经济周期的短波理论最早由美国经济学家约瑟夫·基钦提出，又被称为库存周期，顾名思义，经济的短周期波动主要是受到库存的影响。一个完整的库存周期一般而言从被动的库存下降周期开始，此时由于经济打破原有的供求平衡，需求开始增加，但由于产能增加的滞后，经济出现供不应求的情况，库存开始下降；旺盛的需求导致产品价格上升，企业开始投资扩产，产品供给不断增加，库存又开始上升，经济进入主动库存上升周期，逐步走向繁荣；随着大量新增产能的释放，供不应求的局面发生了根本性的改变，供给开始超过需求，企业库存量开始被动增加，此时经济进入被动库存上升周期；随着库存的大量增加，企业盈利能力逐步恶化，同时由于需求不足，企业开始主动地降低产能并降价促销，库存量大幅减少，经济进入主动库存下降周期。

从 PMI 产成品库存和原材料库存来看，8 月份产成品库存为 48.9，低于 7 月份的 49.2，8 月份原材料库存为 48.8，高于 7 月份的 47.6，经过季节调整的 PMI 产成品库存与原材料库存数据表明：PMI 原材料库存的回落趋势已经十分明显，而 PMI 产成品库存则仍然维持在高位但有走低趋势。这种趋势与逻辑上主动去库存周期中原材料库存先于产成品库存下降的观点是一致的。由此我们更有理由相信：产成品库存的大幅回落，也就是主动去库存周期的开始，即将要到了。

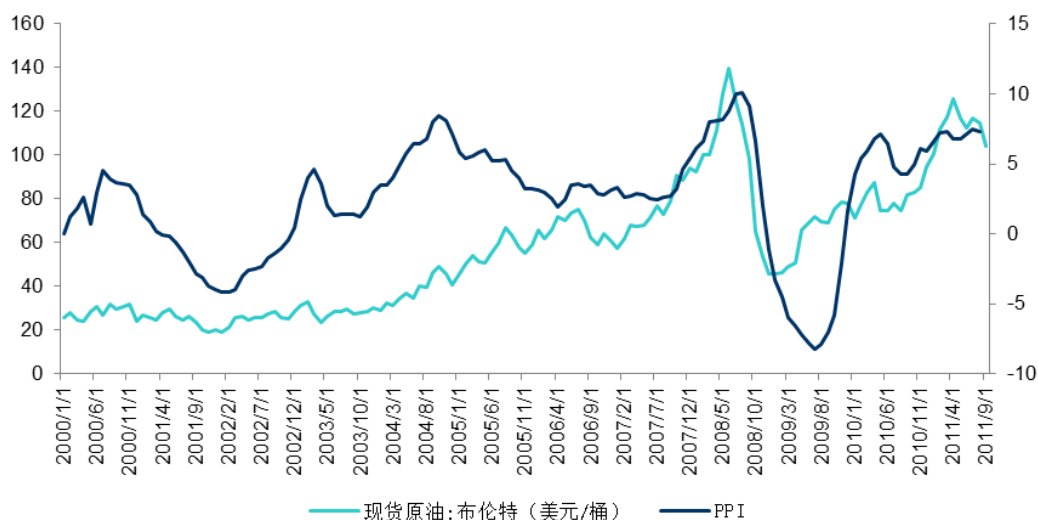
图 1: 类衰退阶段与去库存周期相伴相随



资料来源：长江证券研究部

主动库存下降周期对应着经济周期中的衰退阶段，从 PPI 与库存 PMI 间的关系来看，历史上的主动去库存周期中 PPI 都呈现出明显的下降趋势。从最近月份来看，PPI 已经开始逐步下降，但幅度并不大，目前主动去库存周期刚刚开始，4 季度 PPI 将会出现明显的回落。

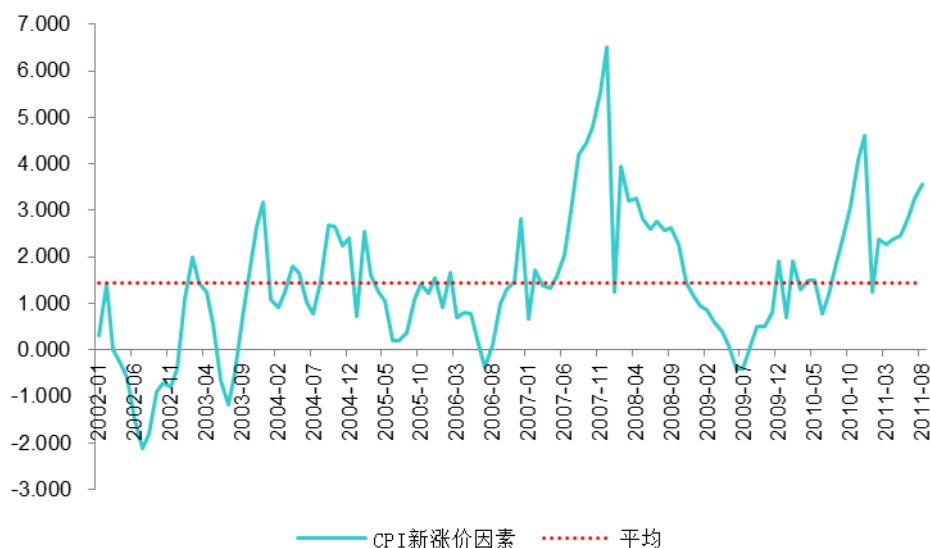
图 2: PPI 受输入型通胀影响明显



资料来源：长江证券研究部

当然，去库存的影响并不能完全决定 PPI 未来的走势，我国是原材料进口大国，PPI 的走势很大程度上受到国际大宗商品价格的影响，从上图中我们可以看到，原油价格与 PPI 的关联十分密切。值得欣喜的是，近期国际大宗商品价格已经出现了明显的回落，这将推动 PPI 进一步走低。下半年，在去库存以及国际大宗商品价格下降的共同作用之下，PPI 将会自高位回落。

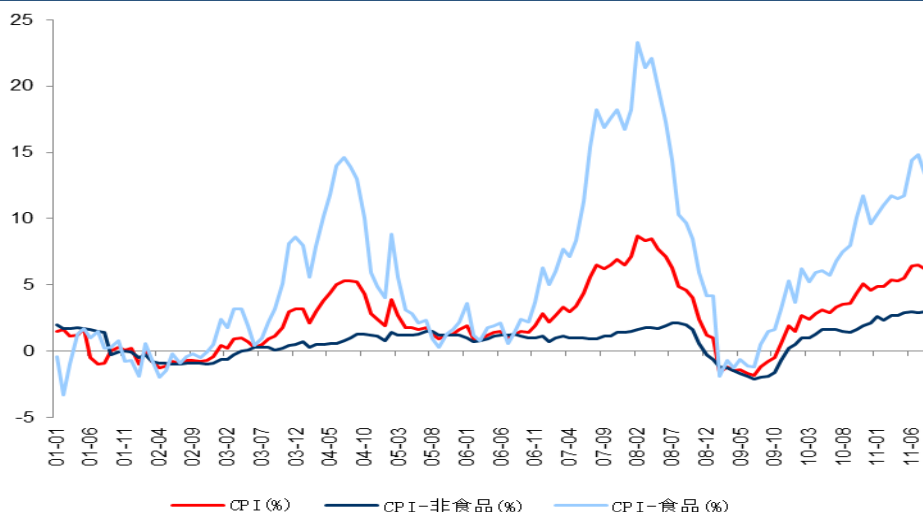
图 3: 上半年 CPI 新涨价水平仍然较高



资料来源: 长江证券研究部

通胀的另一面——CPI 在近期没有出现明显的下降趋势，即使剔除翘尾因素的影响，单纯从新涨价因素来看，1-8 月份 CPI 新涨价因素仍然处于较高的水平，物价走势并不乐观。我们预计 9 月 CPI 将在 6.3% 的水平，略高于 8 月份。其中食品同比增速预计将在 14% 左右，非食品在 3.0% 左右。从商务部监测的数据来看，占比最大的猪肉价格同比回落十分缓慢，其他蔬菜、水产品和水果都在节日期间大幅涨价，这将再次推高四季度的通胀中枢。

图 4: 食品价格是拉动 CPI 的主要动力

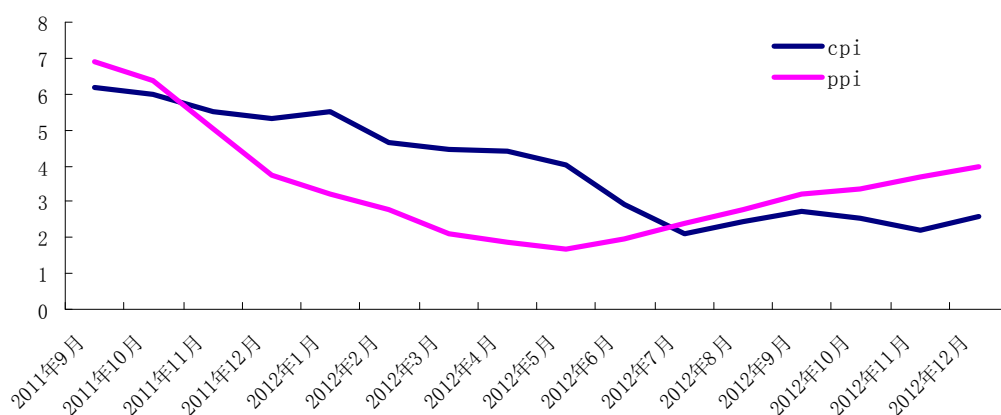


资料来源: 长江证券研究部

从 CPI 的分项数据来看，食品价格仍然是拉动 CPI 上行的主要动力。影响食品类价格的两个主要因素是粮食价格和肉类价格。近期，全国一直遭受各种农业自然灾害，粮价上涨的预期非常强烈，但同时我国的粮食产量也将连续八年创新高，这将使粮价在很长一段时期内高位运行；而猪肉价格受到去年产能退出、存栏不足的影响，也开始大幅上升。在这两方面因素的共同作用下，食品价格大幅回落基本不可能。居住类价格方面，受到房地产市场调控政

策的影响，购房有所减少，从而推升了租房需求，居住类价格也基本不存在向下的可能。

图 5：下半年 CPI、PPI 走势预测

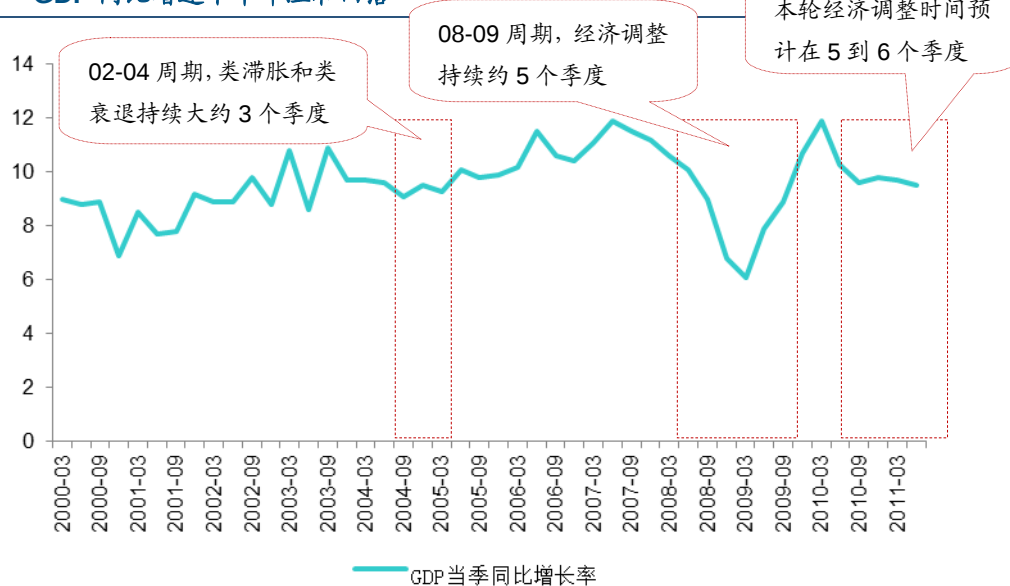


资料来源：长江证券研究部

我们判断本轮通胀周期的峰值在三季度，但是真正的趋势回落将在明年二季度展开。

经济增速方面，此前的两轮经济周期中，GDP 同比增速的下滑持续的时间在 3~5 个季度，这 3~5 个季度包含了类滞胀和类衰退两个阶段。而本轮经济周期中经济增速的下滑迄今为止已经持续了 4 个季度，通胀却依然维持在高位，类滞胀阶段的持续时间相对较长。尽管长期的类滞胀表明目前宏观经济形势并不乐观，但另一方面，GDP 增速的温和回落有助于缓解未来类衰退阶段经济增速大幅回落的压力：首先，GDP 同比增速经过 4 个季度的持续回落已经处于 2000 年以来的较低位置，其次，在中长周期波动的影响已经基本消逝的现阶段，很难再次出现 2009 年那样经济大幅衰退。我们认为，四季度 GDP 的同比增速将呈现温和回落的态势，宏观经济将实现软着陆。

图 6：GDP 同比增速下半年温和回落

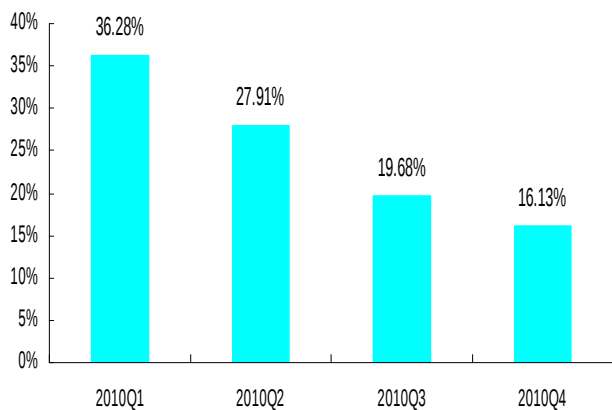


资料来源：长江证券研究部

类衰退阶段的货币供应与“三驾马车”

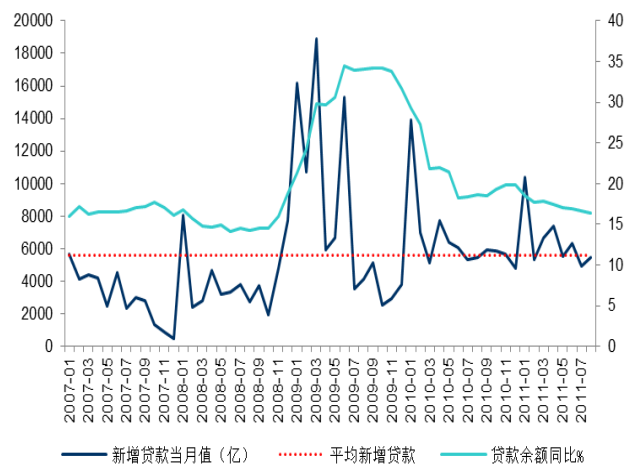
通过对下半年通胀以及 GDP 的走势分析，我们基本明确了宏观经济四季度将进入类衰退阶段的事实，接下来，我们将进一步分析类衰退阶段中信贷、投资、消费以及进出口等经济要素的走向。

图 7：信贷季节分配



资料来源：财政部，长江证券研究部

图 8：新增信贷与贷款余额

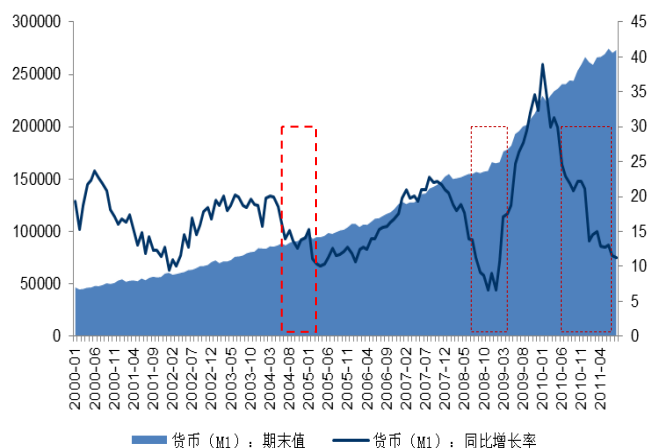


资料来源：财政部，长江证券研究部

尽管在上一轮经济周期的衰退阶段新增信贷大幅增加，但我们认为，在长波影响并不强烈的当下，宏观经济并不存在硬着陆的风险，因此，很难再次出现大规模的经济刺激计划以避免宏观经济的硬着陆。另一方面，在通胀维持高位，经济增长未见明显下滑的情况下，也没有必要出台新的刺激政策。这就意味着，四季度新增信贷将会保持在较为稳定的水平上，基本不存在大幅宽松的可能。

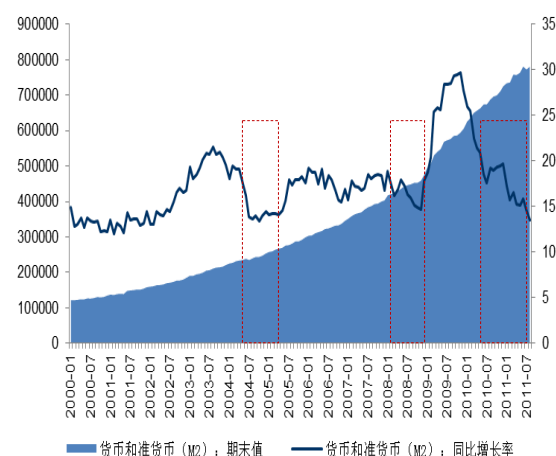
受信贷体制的影响，新增信贷往往呈现前高后低的季节性分布特征，从 2010 年新增信贷在全年的分布情况可以很明显地看出这样的特点。今年的新增信贷分布也基本符合这样的规律：1 至 4 月份新增贷款量仍然较高，但 5 月份新增信贷已经开始大幅减少。基于宏观经济软着陆的判断，我们认为下半年新增信贷受到季节性因素的影响将持续走低。

图 9: M1 余额与同比增速



资料来源：财政部，长江证券研究部

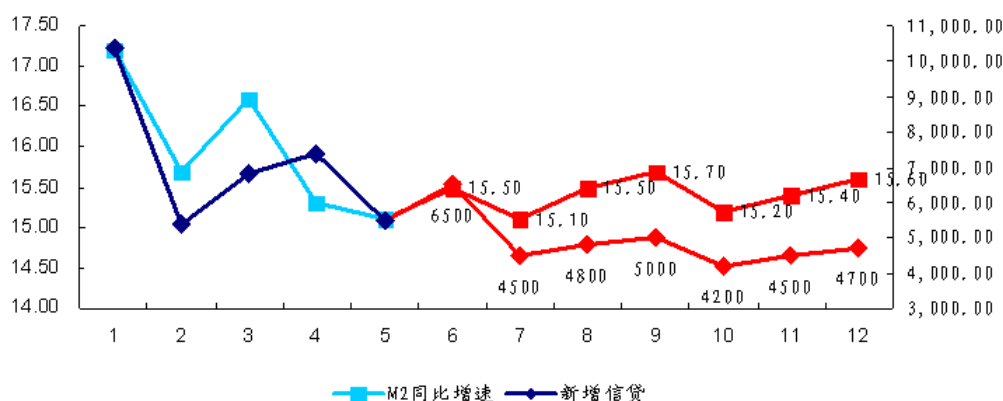
图 10: M2 余额与同比增速



资料来源：财政部，长江证券研究部

基于类似的逻辑，在宏观经济软着陆、新增信贷规模得到控制的背景之下，当前的情况比较接近于 2004 年底-2005 年初类衰退期的情况：M1、M2 同比增速在未来几个月内将维持在较低的水平上，很难有大幅的增长。同时，我们注意到，类衰退阶段货币供应量也不再会有进一步的下跌，这主要是在通胀已经基本得到控制的情况下，央行一般会采取温和或者是宽松的货币政策以刺激经济发展。四季度，货币供应同比增速大幅下行的情况并不会出现。

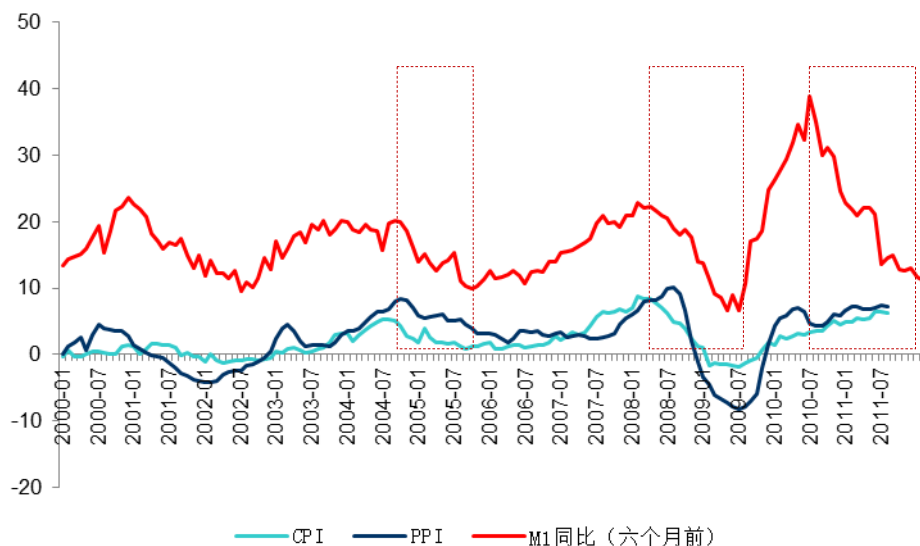
图 11: 下半年货币供给水平测算



资料来源：长江证券研究部

综合之前的分析判断，我们认为，四季度货币供给水平总体上将逐步走低，但受到季节因素的影响，会略有波动。M2 方面，当前市场的流动性已经明显偏紧，在通胀并没有明显超出预期的情况下，货币政策转向稳定的时间窗口正在来临，四季度紧缩政策将逐步退出。当前流动新紧张的情况将会有所缓解，预计 M2 同比增速稳中有升，全年在 15.6% 左右，新增信贷受季节性因素的影响会有所回落，但走势将较为平稳。

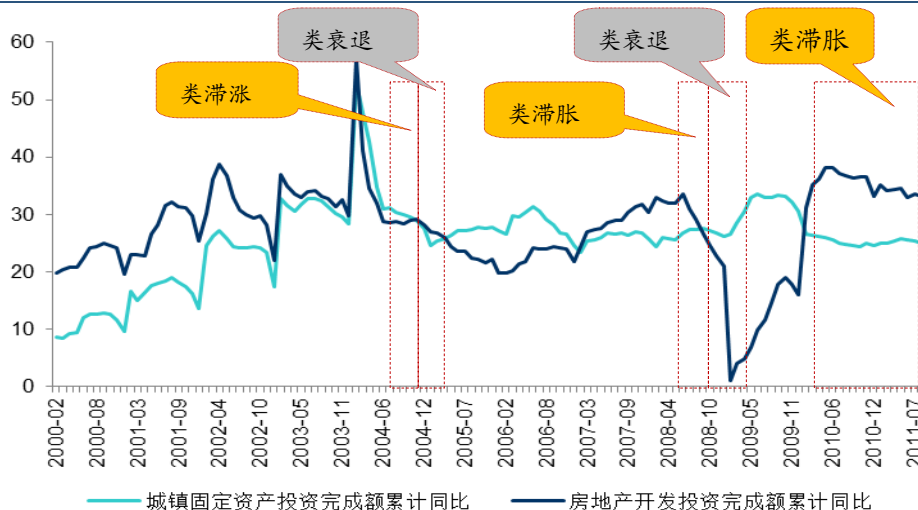
图 12: 货币供应情况也支持 CPI 在下半年的回落



资料来源: 长江证券研究部

对信贷与货币供应量的分析为通胀在下半年的回落提供了新的证据: 货币供应量对通胀的影响一般而言存在 6 个月左右的滞后期。1 月份以来, M1 同比增速出现了明显的下滑, 这就为下半年物价水平的回落提供了流动性层面的支持。

图 13: 历史经济周期相同阶段投资增速下降并不明显

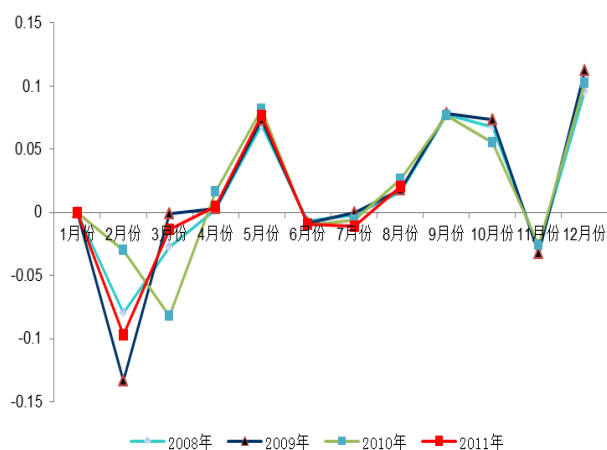


资料来源: 长江证券研究部

历史上的类衰退阶段, 投资增速并没有出现明显的下滑, 固定资产投资基本上保持着稳定的增长, 这主要是受到财政政策的影响。2002-2005 经济周期中, 在成功对抗非典之后, 财政政策由积极转向稳健, 导致了固定资产投资增速从高位回落, 经济进入类滞胀阶段; 2005-2009 周期中, 4 万亿投资计划保障了固定资产投资在长周期波动中没有产生剧烈的波动。财政政策在这两轮经济周期性波动中都起到了稳定器中的作用。当下, 我们也正处于 4 万亿投资计划逐步退出, 财政政策转为稳健的时期, 类似于 2002-2005 周期中的类衰退阶段。我们认为, 在 4 万亿投资计划已经逐步退出的情况下, 固定资产投资增速的下行空间已

经十分有限，在财政政策稳定器的影响下，下半年投资增速将基本保持稳定。

图 14：消费环比增速呈现明显的季节性特点



资料来源：财政部，长江证券研究部

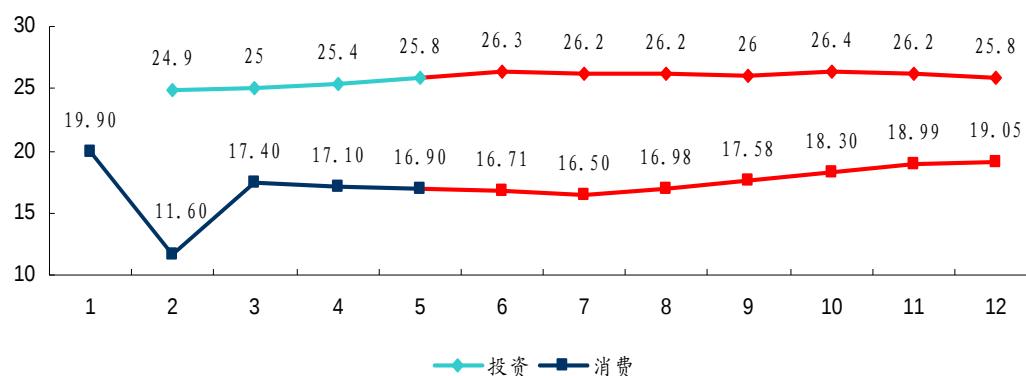
图 15：类衰退阶段消费增速维持在较低水平



资料来源：财政部，长江证券研究部

在过去的两个经济周期中，消费增速回落出现的时间点有所不同，2002-2005周期中消费增速的回落出现在类滞胀阶段之前，而2005-2009经济周期中消费增速的回落出现在类衰退阶段。经济学界普遍认为，居民消费受经济周期性波动的影响不大，但我们仍然可以从数据当中发现消费与经济周期的关系：在经济的短周期波动中，消费可以看成是经济周期形成的主要动因，消费的波动影响着库存，从而带动库存周期形成；这是我们在2002-2005周期中所观察到的情况；在经济的长周期波动中，消费则会受到宏观经济衰退的影响大幅回落，财富效应在此过程中占据主导地位，这是我们在金融危机的过程中所观察到的情况。基于我们此前宏观经济即将进入短周期类衰退阶段的判断，加之消费增速现阶段的低位运行，我们认为下半年消费增速将会保持稳定。当然，从消费数据的环比变动情况来看，消费有着明显的季节性特征，基于这样的特征，我们的预测数据也会平稳中有所波动。

图 16：下半年投资与消费增速测算



资料来源：长江证券研究部

上图是我们对下半年投资于消费的预测数据。今年是十二五计划的开局之年，投资冲动较为强烈，同时保障房项目将会在下半年大面积开工，因此，下半年的固定资产投资增速不会出

现明显的放缓，全年的投资增速在 25.8% 左右。消费方面，目前消费增速已经处在较低的水平上，进一步回落的可能性不大，随着通胀在下半年的逐步缓解，消费增速有望有所回升。

图 17：贸易差额与进出口总额同比数据

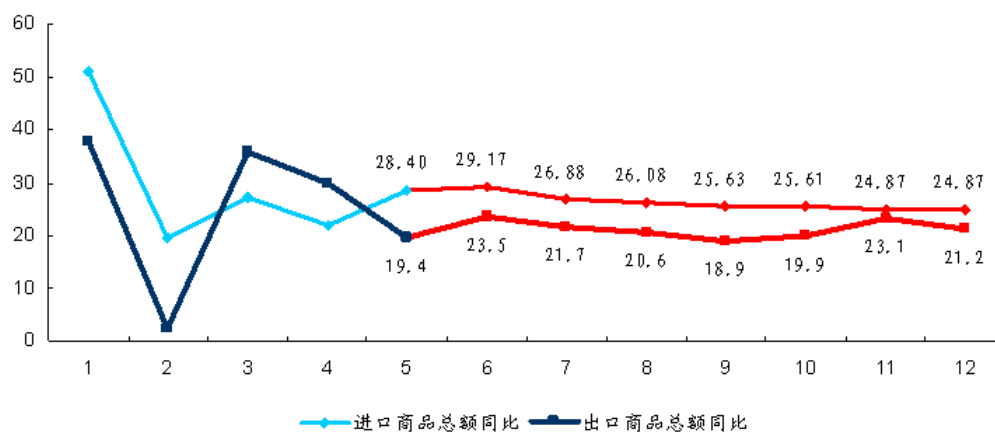


资料来源：长江证券研究部

进出口方面的情况较投资于消费更为复杂，海外市场的变动情况难以预测。当然通过对前两轮经济周期中进出口情况的分析我们也不难发现一些规律。类衰退阶段，无论是进口增速还是出口增速都会出现明显的下降，同时进口增速下降更为显著，这就导致贸易顺差在类衰退阶段反而维持在较高水平上。今年以来，进口增速的下降并不十分明显，这主要是受国际大宗商品价格上涨的影响，下半年随着大宗商品价格的高位回调，进口增速有望再现前两轮周期中快速回落的局面。出口增速 3 月份以来出现了明显的下滑，主要的影响因素是人民币汇率的大幅走高，出口企业利润变薄、经营风险加大。现阶段来自外国的人民币升值压力明显降低，多家跨国金融机构公开唱空中国经济以及人民币，在这种情况下，人民币升值的步伐预计将会有所放缓，出口增速的下滑预计会明显放缓。

下图是我们对下半年进出口情况做出的预测，下半年进口增速将会出现较为明显的回落，出口增速则基本上保持稳定，这将导致贸易顺差在下半年的扩大。

图 18: 下半年进出口同比情况预测



资料来源: 长江证券研究部

我们一贯的观点表明, 由于国内超预期因素的淡出, 未来更大的催化剂都将来自于海外市场。11月 G20 峰会前, 欧债危机都会持续升级, 希腊或再次请求援助, 而意大利、西班牙到葡萄牙近期都持续遭遇狙击, 金融体系动荡将继续加剧全球二次探底预期。毫无疑问, **四季度的国际环境将更加动荡不安, 引致十二五的变数增多, 从而提高中国政府的通胀容忍度。**无论硬着陆还是软着陆, 市场在超跌后都存在反弹的动力。

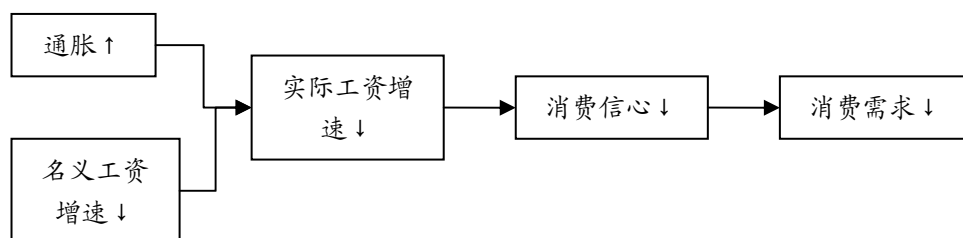
海外经济——风雨飘摇中的希望

今年海外经济的动荡是超出市场预期的，次贷危机只是以另一种形式、换了一个部门再次显现出来，欧债危机的消息天天都在触及市场脆弱的神经。美国方面，去年年底 QE2 和大规模财政刺激的豪迈宣言尤在耳畔回荡，美国实体经济却陷入了二次回落的泥沼。对于四季度的展望，我们认为美国的实体经济仍然会继续恶化，但是欧元区方面，由于市场对于希腊的债务大面积违约已经有了一致预期，那么此时政策反应就成为市场边际改善的重要因素，对此，我们尚可在四季度抱一个相对乐观的态度。

美国：工资率回落是硬伤

2010 年，我们担心的是没有就业的复苏是否可持续，当时就业的扩张是我们关注的焦点。而进入 2011 年，特别是进入下半年后，工资又开始逐渐成为我们关注的焦点。在今年上半年，我们一度经历了非农就业的持续高速增长，然而，这却没有形成实体经济的高速增长？原因何在？如果我们简单的把终端需求看作是由就业人口和单位就业人口的支付意愿两大因素决定的，那么今年美国实体经济的低迷，其问题就在于第二个因素出现了严重的问题。

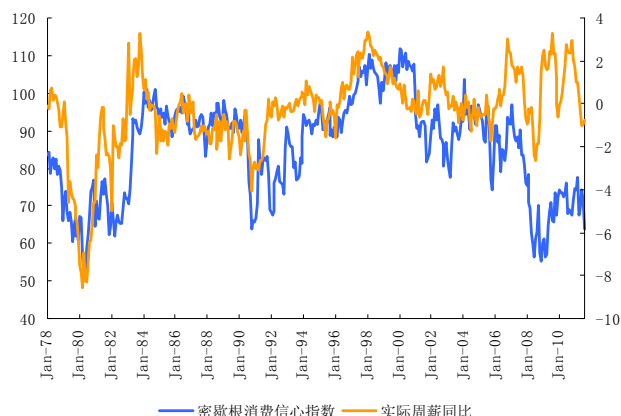
图 19：外生冲击下原油价格回落对于实体经济的改善



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

实际工资率主要由两个因素构成——名义工资和通胀率，前者取决于劳动力市场的结构。随后，实际工资率的变动将会影响消费信心从而影响单位劳动力的支付意愿，并最终影响到消费需求。根据我们对历史数据的研究，这种情况是存在的。下图所示的是 70 年代末期以来实际时薪与密歇根消费信心指数的对比，我们发现两者的正相关关系是明显的，这与我们之前的逻辑推断是一致的。

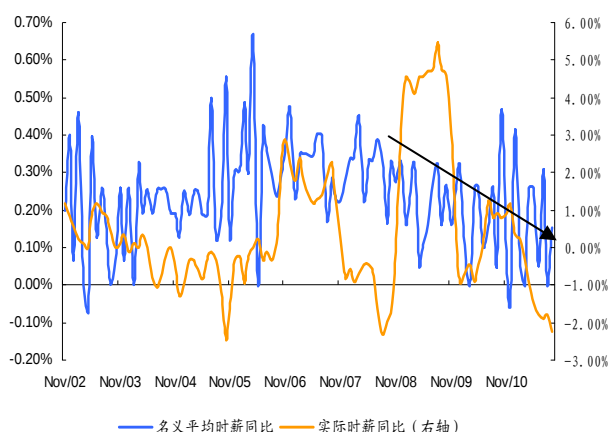
图 20：实际时薪与密歇根消费信心指数正相关关系明显



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

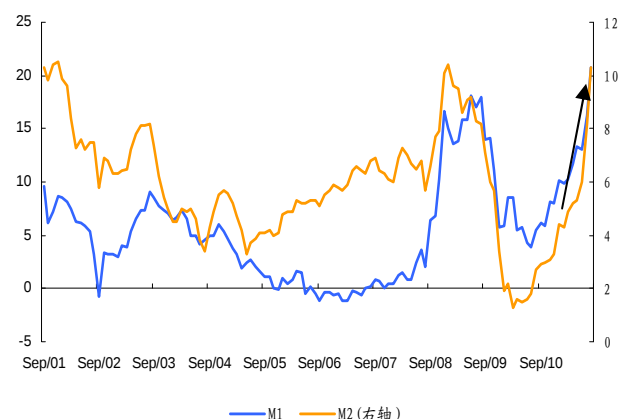
当前，美国正受制于实际时薪的回落，之所以会出现实际时薪的回落主要有以下几方面原因。首先，由于美国工会势力相对较弱，因此在复苏时期，难以通过集体谈判获得较高的名义工资增速，这一点是与欧洲存在本质差别的。其次，美国当前的通胀率是较高的，前期因为利比亚内战油价持续上升，随后由于美国货币政策并未马上转向，通胀预期难以锚定。此外，虽然 QE2 已经结束，但是联储没有做逆向的公开市场操作，而是维持了原有的资产规模。由于去年同期货币供应增速明显放缓，技术效应导致货币供应增速仍在上升。因此 QE2 的后续作用仍然在推高通胀率。

图 21：经济复苏时期名义工资增幅放缓



资料来源：Wind，长江证券研究部

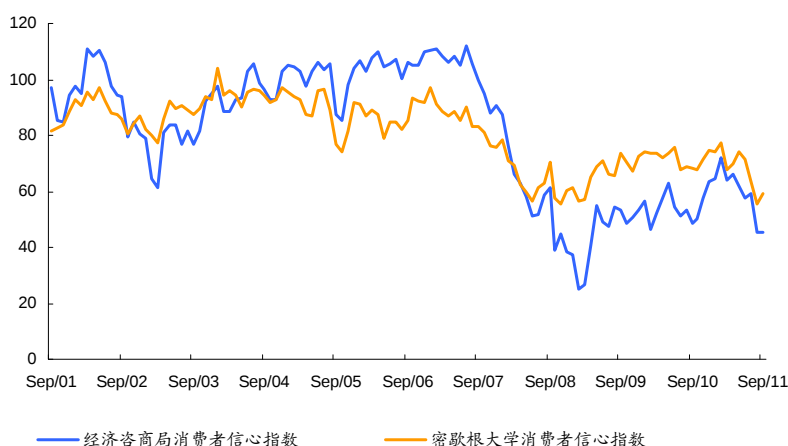
图 22：基数效应推动货币供应增速继续上升



资料来源：Wind，长江证券研究部

上述因素导致了实际时薪在三季度持续的环比回落，同时同比回落幅度也有所扩大，在此种情况下其对于消费者信心指数自然会形成继续打压。目前密歇根消费者信心指数仍在 60 以下，接近于 08 年的最低点。此种低迷的消费信心对于美国实体经济的打击将是显著的，须知美国的消费需求占美国 GDP 的 70%，消费的低迷必然会导致实体经济的表现低迷。

图 23：当前消费信心低迷



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

我们估计了美国 GDP 环比增速对消费信心的敏感度为 3.4%，此外消费信心回落对实体经

济的影响将会滞后一个季度。未来可能货币扩张的影响可能要到 2012 年才能够有所显现。考虑到这些因素，我们预计 3、4 季度美国 GDP 环比增速将为 1% 和 0.7%。经济反弹要寄望于 2012 年。

表 1: 美国三、四季度 GDP 预测

	2011Q 1	2011Q 2	2011Q 3	2011Q 4
GDP 年化环比	0.40%	1%	1%	0.7%

资料来源: Datastream, 长江证券研究部; 注: 系数估计皆为“环比对环比”

欧元区：期待政策反应的边际改善

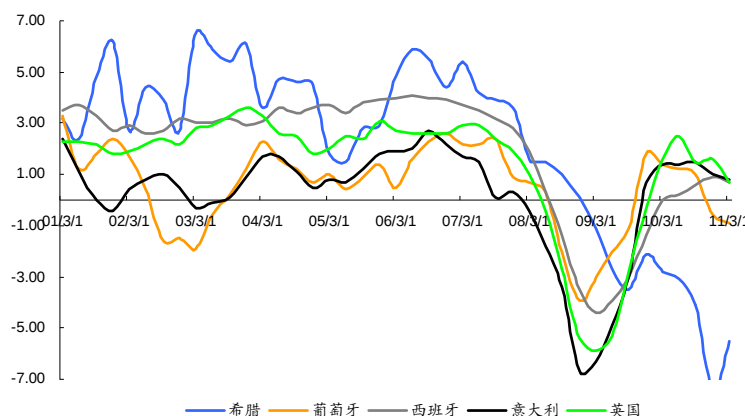
当前市场对于欧元区债务危机已经有了预期，市场基本认同这样的观点，即希腊可能会出现更大规模的违约。当前真正值得市场关注的是欧元区核心国家、IMF 和欧央行对于欧债危机的态度，这才是当前市场边际改善的希望所在。上述三方的积极应对将能够从下面三个方面有利于平抑市场的风险情绪：（1）将希腊大规模违约的时点加以拖延；（2）防止债务危机扩散至其他国家；（3）防止债务危机在银行体系中传播。

希腊大面积违约是必然

之前我们在报告《希腊债务跟踪——逃得过初一，逃不了十五》（2011-9-13）中作了关于希腊债务可持续性的测算。首先是赤字率的假设。可供选择的数据有三个：希腊政府制定的目标 7.6%、希腊政府当前的估算 8.2%、Troika 的估计 8.8%-9%。当前 7.6% 的计划已经无法完成，而希腊政府对本国赤字率的估算显然很有可能存在水分。而就 Troika 一方来看，其没有夸大希腊财政赤字的动机，同时其对于希腊的赤字估算也会更加审慎和客观。其次是**假设希腊还留在欧元区，这个假设还需要数据结果的验证**，如果最终结果显示希腊债务止付的概率非常大，那么希腊就不会留在欧元区。

最后是希腊经济增速的假设，这关系到债务负担率的分母。原先，希腊政府预估今年希腊经济缩水 3.9%，但是随着欧、美经济的迅速恶化，希腊今年的经济萎缩会更加严重，希腊政府的最新估计是缩水 4.5%-5.3%。对于未来希腊的经济增速，我们做出不同的假设来估算不同情形下的希腊债务负担率。

图 24: 希腊当前经济增速堪忧



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

对于希腊经济增长的假设，我们大致给出下表这几组。我们认为希腊经济在未来3年内可以获得稳定的复苏，但是这种复苏的力度是较为疲弱的。这主要基于以下原因：（1）正如我们在专题报告《欧美债务问题——风险在中长期》（2011-8-12）中所指出的，假设希腊还留在欧元区，那么汇率途径的调整是没有可能的，因此希腊的劳动力成本和竞争力将持续处于不利的位置；（2）在不离开欧元区的条件下，可以考虑进行劳动力市场的结构性调整，然而希腊国内的工会活动异常频繁，在财政缩减陆续推出以后，希腊国内暴力事件频仍，因此难以期待其国内产生根本性的变革来解决前述的结构性问题。所以，我们认为希腊在欧元区内，趋势增长率都将是非常之低的。

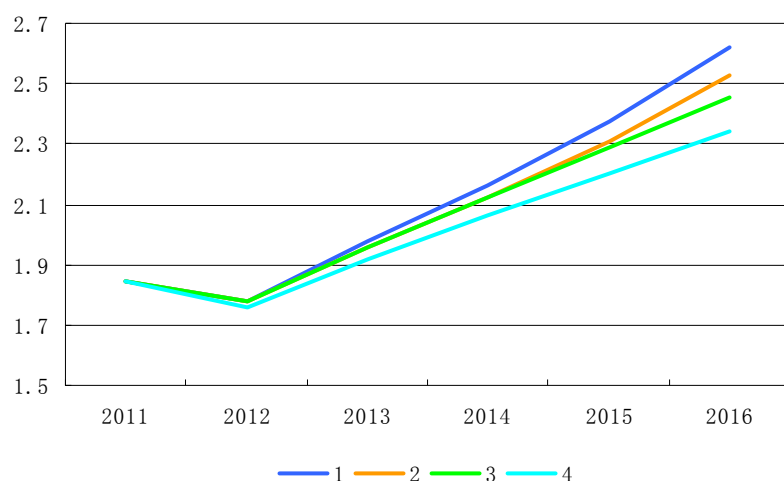
表 2：希腊经济增速的假设组别

组别	2011	2012	2013	2014	2015	2016	概率
1	-4.90%	-4%	-2%	0	0	0	20%
2	-4.90%	-3%	-1%	1%	1%	1%	50%
3	-4.90%	-3%	-1%	1%	2%	3%	20%
4	-4.90%	-3%	0%	2%	3%	4%	10%

资料来源：长江证券研究部

考虑新法案的效果，我们将4种增速假设下的债务负担率结果列示在下图中。下图所示，即使在较为乐观的情况下，到2016年，债务负担率都能够达到230%以上，远远超过60%的警戒线。我们的测算还表明，希腊到2016年以后，希腊的债务负担率仍然不会收敛，而很有可能继续增加。虽然从存量融资需求的分析来看，希腊短期内可以躲过债务问题，但只要不能推行彻底的结构改革，希腊的债务违约是迟早的事情。希腊退出欧元区在中期确实是一件“需要准备”的事件。

图 25：希腊当前经济增速堪忧



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

核心国家和 ECB 态度转变利好市场情绪

前期欧元区核心国家的态度有所游移，然而近期欧元区核心国家的态度有所扭转，德国总理默克尔表示，将捍卫欧元区的完整，这暗示了德国政府内部对于援助希腊的坚定态度。目前，

欧元区除了斯洛伐克和马耳他外,各国议会都已经同意将 EFSF 的规模扩大至 4400 亿欧元。这意味着欧元区核心国家可能会力保希腊,以拖延希腊债务大规模违约的时间点。并且,即使希腊出现了大规模的违约,违约也将会是有序的重组,而非无序的大规模违约。

此外,德、法方面都表示将会利用财政资金对可能出现问题的银行进行救助。本周,法国、比利时合资的 DEXIA 已经实现了国有化,这也向市场表明了核心国家以财政资金拯救银行的意愿。

表 3: EFSF 规模扩大至 4400 亿后的各国出资额

国别	扩大至4400亿后的各国出资额			最终扩大至7500亿	
	出资额	占总额	人均出资额	出资额	占总额
奥地利	12241.43	2.78%	1464.86	21639.19	2.78%
比利时	15292.18		1423.71	27031.99	3.47%
塞浦路斯	863.09	0.20%	1076.68	1525.68	0.20%
爱沙尼亚				1994.86	0.26%
芬兰	7905.2	1.80%	1484.51	13974.03	1.79%
法国	89657.45	20.38%	1398.6	158487.53	20.32%
德国	119390.07	27.13%	1454.87	211045.9	27.06%
希腊	12387.7	2.82%	1099.9	21897.74	2.81%
爱尔兰	7002.4	1.59%	1549.97	12378.15	1.59%
意大利	78784.72	17.91%	1311.1	139267.81	17.86%
卢森堡	1101.39	0.25%	2239.95	1946.94	0.25%
马耳他	398.44	0.09%	965.65	704.33	0.09%
荷兰	25143.58	5.71%	1525.6	44446.32	5.70%
葡萄牙	11035.38	2.51%	1037.96	19507.26	2.50%
斯洛伐克	4371.54	0.99%	807.89	7727.57	0.99%
斯洛文尼亚	2072.92	0.47%	1009.51	3664.3	0.47%
西班牙	52352.51	11.90%	1141.75	92543.56	11.87%

资料来源: EFSF, 长江证券研究部

此外,从欧央行方面来看,虽然对于欧元区各国政府援助不力多有微词,但是最终欧央行还是作出让步,在最近一次的货币政策会议中,同意向欧元区的银行发放期限为 12-13 月的贷款,其规模没有设定上限,但是需要符合欧央行要求的抵押物才能够进行贷款,这事实上与美国的第一轮量化宽松是类似的,主要是要解决银行体系可能出现的流动性紧张,从而防止欧债危机可能的大面积传染。结合之前欧央行联合另外四大央行联合向欧元区银行注资的操作,显示欧央行已经为解决可能出现的流动性风险做好了充分地准备。因此,我们可以期望在近一年内,即使南欧国家出现了大面积违约,只要西班牙和意大利的国债仍然能够维持投资级,那么欧元区的银行体系仍然能保持相对的稳定。

图 26: 欧元区各主要银行对希腊债务的风险敞口

Figure 19. European Banks – Exposure to Greek Government Debt and Capital Impact from Haircuts

Domicile	Bank	RIC	Greece Exposure	S/H Equity	Greece Exposure	Haircut				Equity Tier 1		RWA	ET1 Ratio	Capital Impact (bps)			
			€ mm	2010A, €mm	% S/H Equity	30%	40%	50%	60%	2010A, €mm	2010A, €mm	2010A, %	30%	40%	50%	60%	
Austria	Erste	ERST.VI	757	11,821	6.4%	170	227	284	341	9,274	103,950	8.9%	-16	-22	-27	-33	
Austria	RBI	RBIV.VI	19	9,084	0.2%	4	6	7	9	5,913	89,098	6.6%	0	-1	-1	-1	
Belgium	Dexia	DEXI.BR	3,462	8,945	38.7%	779	1,039	1,298	1,558	17,002	140,834	12.1%	-55	-74	-92	-111	
Belgium	KBC	KBC.BR	600	11,147	5.4%	135	180	225	270	6,923	132,034	5.2%	-10	-14	-17	-20	
Denmark	Danske Bank	DANSKE.CO	0	14,049	0.0%	-	-	-	-	11,084	113,246	9.8%	0	0	0	0	
France	BNP Paribas	BNPP.PA	5,018	74,632	6.7%	1,129	1,505	1,882	2,258	55,292	601,000	9.2%	-19	-25	-31	-38	
France	BPCE	CNAT.PA	1,185	15,800	7.5%	267	356	444	533	11,700	147,900	7.9%	-18	-24	-30	-36	
France	CASA	CAGR.PA	655	45,973	1.4%	147	197	246	295	31,400	371,700	8.4%	-4	-5	-7	-8	
France	SocGen	SOGN.PA	2,900	40,967	7.1%	653	870	1,088	1,305	28,458	334,800	8.5%	-19	-26	-32	-39	
Germany	DBK	DBGn.DE	1,092	48,843	2.2%	246	328	410	491	29,972	352,000	8.5%	-7	-9	-12	-14	
Germany	Postbank	DPBGn.DE	1,337	5,758	23.2%	301	401	501	602	3,670	70,885	5.2%	-42	-57	-71	-85	
Hungary	OTP	OTPB.BU	0	4,676	0.0%	-	-	-	-	3,489	21,571	16.2%	0	0	0	0	
Italy	BP	BAPO.MI	89	13,406	0.7%	20	27	33	40	6,120	91,876	6.7%	-2	-3	-4	-4	
Italy	Intesa	ISP.MI	828	53,533	1.5%	186	248	311	373	26,240	332,200	7.9%	-6	-7	-9	-11	
Italy	MPS	BMPs.MI	35	17,156	0.2%	8	11	13	16	6,592	109,238	6.0%	-1	-1	-1	-1	
Italy	UBI	UBI.MI	25	11,061	0.2%	6	8	9	11	6,593	94,307	7.0%	-1	-1	-1	-1	
Italy	Unicredit	CRDI.MI	801	69,566	1.2%	180	240	300	360	38,945	451,469	8.6%	-4	-5	-7	-8	
Poland	PKO BANK	PKOB.WA	0	5,384	0.0%	-	-	-	-	4,023	35,612	11.3%	0	0	0	0	
Spain	Bankinter	BKT.MC	0	2,580	0.0%	-	-	-	-	1,958	30,974	6.3%	0	0	0	0	
Spain	BBVA	BBVA.MC	293	36,937	0.8%	66	88	110	132	27,859	313,327	8.9%	-2	-3	-4	-4	
Spain	Popular	POP.MC	0	7,520	0.0%	-	-	-	-	8,839	93,747	9.4%	0	0	0	0	
Spain	Sabadell	SABE.MC	0	5,478	0.0%	-	-	-	-	4,963	60,525	8.2%	0	0	0	0	
Spain	Santander	SAN.MC	300	82,431	0.4%	68	90	113	135	53,205	604,885	8.8%	-1	-1	-2	-2	
Sweden	Nordea	NDA1V.HE	249	24,538	1.0%	56	75	93	112	19,473	185,100	10.5%	-3	-4	-5	-6	
Sweden	SEB	SEBa.ST	151	11,080	1.4%	34	45	57	68	9,727	79,712	12.2%	-4	-6	-7	-9	
Sweden	SHB	SHBa.ST	0	9,839	0.0%	-	-	-	-	8,192	59,231	13.8%	0	0	0	0	
Sweden	Swedbank	SWEDa.ST	0	10,578	0.0%	-	-	-	-	8,366	60,254	13.9%	0	0	0	0	
UK	Barclays	BARC.L	466	59,304	0.8%	105	140	175	210	49,979	464,134	10.8%	-2	-3	-4	-5	
UK	HSBC	HSBA.L	2,516	99,365	2.5%	566	755	943	1,132	86,787	824,480	10.5%	-7	-9	-11	-14	
UK	Lloyds	LLOY.L	0	53,711	0.0%	-	-	-	-	48,161	473,860	10.2%	0	0	0	0	
UK	RBS	RBS.L	2,412	87,610	2.8%	543	724	905	1,085	57,498	539,426	10.7%	-10	-13	-17	-20	
Total			25,189	952,771	2.6%	5,668	7,557	9,446	11,335	687,699	7,383,375	9.3%	-8	-10	-13	-15	

Source: CEBS, Company Reports, CIRA

资料来源: CEBS Company Reports, 长江证券研究部

表 4: 各国银行业对西、意国债的持有结构 (亿欧元)

	意大利国债	西班牙国债
意大利	1768	20
法国	377	69
荷比卢	322	67
德国	278	153
英国	137	106
西班牙	108	2050
东欧	26	4
奥地利	17	2
北欧	8	1
希腊	1	0
葡萄牙	1	4
爱尔兰	0	0

资料来源: 欧洲银行业管理局, 长江证券研究部

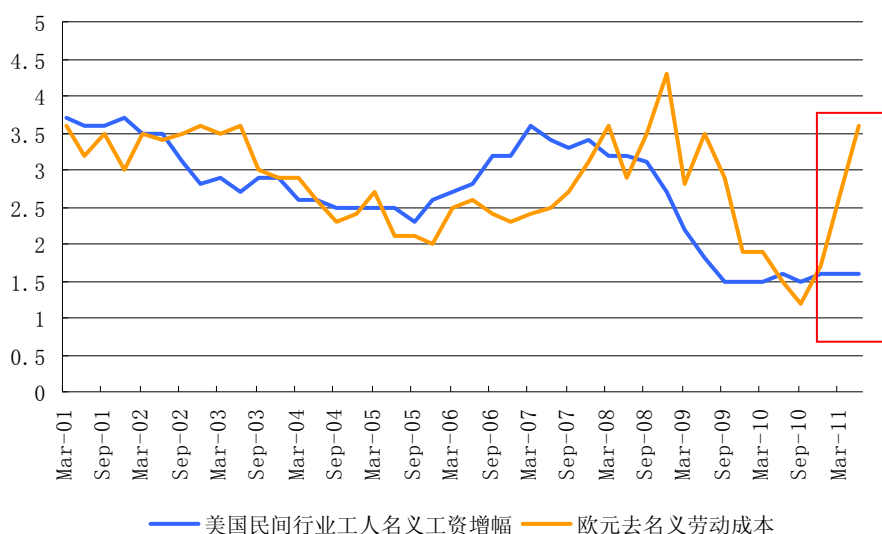
货币政策判断：东边日出西边雨

尽管 ECB 和 BOE 的货币政策已经转向,但是我们认为这不意味着联储的货币政策会出现转向。由于欧洲和美国在劳动力市场结构上的差异,通胀对于双方的影响是不同的。相对来说欧元区 and 英国具有更高的通胀容忍度,而美国则需要严控通胀,因此我们倾向于认为美国的 QE3 还要等到美国通胀回落到联储目标区间甚至以下,这意味着 QE3 推出的时点将会在明年年初。即使推出,其规模也会较小,难以称为真正意义上的 QE。

欧美通胀容忍度对比

近期,我们一直在强调通胀背景下, QE3 立即推出是难以实现的,之所以如此,主要是因为美国 and 欧、英在劳动力市场上的差别。由于工会力量相对薄弱,美国的就业市场中,作为劳动需求方的厂商具有相对更大的谈判优势。因此在复苏时期,美国工人名义工资的增长幅度相对较慢,因此一旦出现通货膨胀高企的情况,实际工资率则有可能增幅很低甚至出现回落的情况。而欧元区和英国方面由于名义工资率仍然维持着相对较高的增长率,因此在通胀率相对较高的情况下,实际工资率尚可以维持增长,因此货币扩张导致的高通胀不是欧央行担心的问题。

图 27: 复苏期间欧元区名义工资增速高于美国



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

由上面的分析,我们也可以得出这样的结论,由于在劳动力市场和经济结构上存在差异,美国的通胀容忍度低于欧元区和英国,因此欧元区和英国敢于提前作出货币政策转向的动作。也正是基于这样一种逻辑,我们认为美联储当前却不会立即跟进。

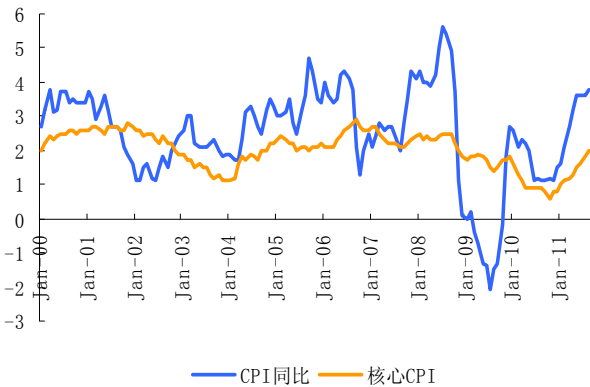
核心国家和 ECB 态度转变利好市场情绪

当前美国经济由于高通胀使得实际工资难以增长,抑制了消费信心和消费支出,从而消弭了前期就业扩张对实体经济的促进作用,并且还导致了就业的回落。在这样的情况下,如果还要强行进行货币供应的大幅扩张,这就与刺激实体经济的目的南辕北辙。这也是我们一直对 QE3 持谨慎态度的逻辑支撑。

从上周公布的美国 8 月 CPI 来看,通胀形势仍然不容乐观。8 月份 CPI 同比增 3.8%,创了

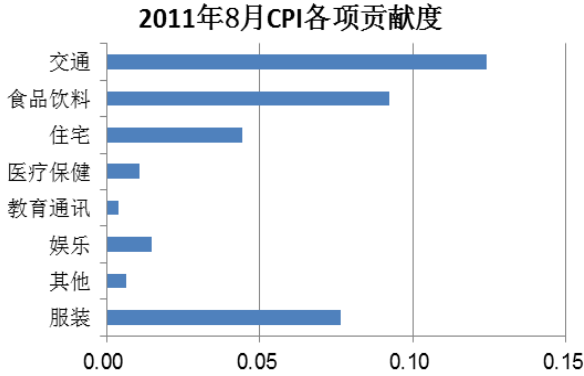
近阶段的新高，同时环比增幅也有超预期的 0.4%，因此去年同期的低基数还无法解释通胀率的上行。而且从通胀的结构来看，通胀的主导因素不再局限于大宗商品价格的上行，随着核心通胀的上行，未来通胀回稳的速度也会有所放慢。在我们的中期策略报告中曾经做过相关的研究，我们认为，货币政策冲击对于美国通胀的影响会滞后一个季度左右，所以在 QE2 结束的时候，通胀还有上行的空间。但这种上行可能会在 4 季度有所缓解，随着通胀逐渐回到联储的目标区间，届时新一轮量宽的推出可能性较大。

图 28: 核心通胀开始主导通胀上行



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 29: 8 月 CPI 各分项皆有所上涨



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

OT 意在压低信贷成本，却仍需信心配合

近一轮 FOMC 会议决定推出 OT 政策。对于 OT (Operation Twist) 市场已有预期，而当前的 OT 或许还略低于市场的预期，之前市场仍然抱有货币扩张的预期，但是事实证明，在通胀约束之下，货币扩张仍然是难以推行的，最终联储只能选择结构性的调整。

OT 调整意在何处呢？这与伯南克曾经的学术研究有关，伯南克曾与布林德(Blinder)在 AER 上合著了 Credit, Money and Aggregate Demand 一文，主要观点是：信贷与货币供给不具有完全替代性、存款利率和信贷利率具有各自的功能，在流动性陷阱中，信贷利率的回落可以起到刺激经济的作用。OT 操作的用意正在于此，由于信贷利率都是在 10 年期国债收益率的基础上加上反应风险、流动性等因素的点差，因此长端国债收益率能够在相当程度上影响信贷成本，从而通过信贷渠道对经济形成刺激。

然而，信贷扩张固然可以通过降低成本来实现，信贷的收益却也是一个不容忽视的因素。在经济位于底部的时候，或许信贷供给方对于利润的预期还能够维持住，然而在经济仍有进一步下滑空间的时候，银行对于风险和利润的预期都还有进一步恶化的空间，在这样的背景下，OT 就很难说能够起到多大的作用。由于经济前景不明朗，信贷成本的下滑很有可能被收益和风险预期的调整所抵消。对于 MBS 头寸增加的影响，我们认为逻辑是与之一致的——在房地产市场低迷之时，没有信心支撑，按揭贷款成本和风险固然有所下降，但是买方和放贷的意愿仍然堪忧。

此外，国债收益率能否压低本身其实也是受到信心影响的。对比前两轮量宽，第一轮量宽在压低国债收益率方面起到了很好的效果，然而第二轮量宽国债收益率非但没有下跌，反而有所上升。之前我们对比过日本的量宽，在之前几轮量宽起不到良好作用的时候，后来的量宽作用会越来越小。我们认为新 OT 的效果也可以顺着这个逻辑来分析，当前不能排除这样的

可能——10 年期国债收益率可能就根本压不下来。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

王夏儒，上海财经大学公共管理硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。