

宏观经济

署名人: 李云洁

S0960511020013

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 刘莉华

S0960111090011

010-63222951

liulihua@cjis.cn

相关报告

《欧债危机新一轮救援计划成型 美国经济复苏进程加快-海外一周观察》
2011-10-17

《欧央行向银行提供流动性 美非农就业超预期-海外一周观察》
2011-10-10

《美国 9 月零售强劲 下半年经济走强》
2011-10-17

《美联储声明重挫全球信心-海外一周观察》
2011-9-26

《欧盟意外公布救援方案 美国 2 月零售强劲》
2011-3-29

《美国就业复苏加快 联储或终止 QE2》
2011-3-14

《出口专题—发达经济促出口全面复苏 产业升级抢占海外市场》
2011-2-25

《美提议关闭两房 投资者权益难大幅受损》
2011-2-11

《美就业温和复苏 商品基本面行情结束》
2011-1-9

《美国经济二次复苏 全球流动性面临拐点》
2010-12-6

海外一周观察

欧盟周三公布救援计划 危机走势有望得到根本扭转

要点:

■ 海外过去一周重大事件回顾

- 欧洲政府周六开始沿着此前的 3 点框架就新一轮救援计划展开谈判, 预计将于本周三公布谈判结果, 不过周末两天会议进展略低于市场预期。3 点框架包括一项新的援救希腊的计划, 一个针对银行业的救援计划, 以及增加欧洲金融稳定基金的救援能力
- 对希腊的救援措施目前主要分歧在于银行业的债权人以何种方式对手中所持希腊债务进行重组, 重组后私人债权人所承担的损失已经基本确定在 40%-60% 的范围, 而对银行业核心资本金比例的要求预计也将提高至 9%
- 对银行业的救援规模初步定在 1000 亿欧元左右, 比较符合市场预期, 但是救援方式将基于国家层面而不是整个欧元区, 法国因银行业风险敞口最大可能面临压力
- 如何扩大救援基金规模的问题进展缓慢, 目前已经基本排除了欧洲金融稳定基金直接从欧洲央行借款的可能性, 剩下的选项就是通过各种金融工程工具扩大稳定基金的救援能力, 不过我们对这种措施的有效性持保留意见

■ 海外本周重大事件展望

- 我们依然对周三的救援计划持乐观态度, 因为这是欧洲的最后一次机会: 首先欧元区已经进入危机恶化—实体经济恶化—危机进一步恶化的恶性循环; 其次现在各项风险指数已经连续数月上扬, 投资者情绪非常紧张并且不稳定, 资本市场大起大落; 最后这是欧洲各国政府最后一次机会向市场和全世界表明他们在救援问题上有足够的决心并且能保持一致的步调, 此前他们已经失败了两次
- 救援计划能否成功关键在于计划推出后西班牙和意大利国债利率水平能否终止目前的上升势头, 回到可持续的水平。两国总的债务规模高达 2 万 2 千亿, 如果被拖下水, 欧元区必然崩溃

附录: 欧债危机大事记

风险提示: 如果周三的计划仍然未能安抚市场情绪, 欧债危机存在短期内迅速恶化的可能性, 那么全球经济将不可避免陷入二次衰退, 我国出口将受到重创, 预计政府将放弃目前偏紧的经济政策

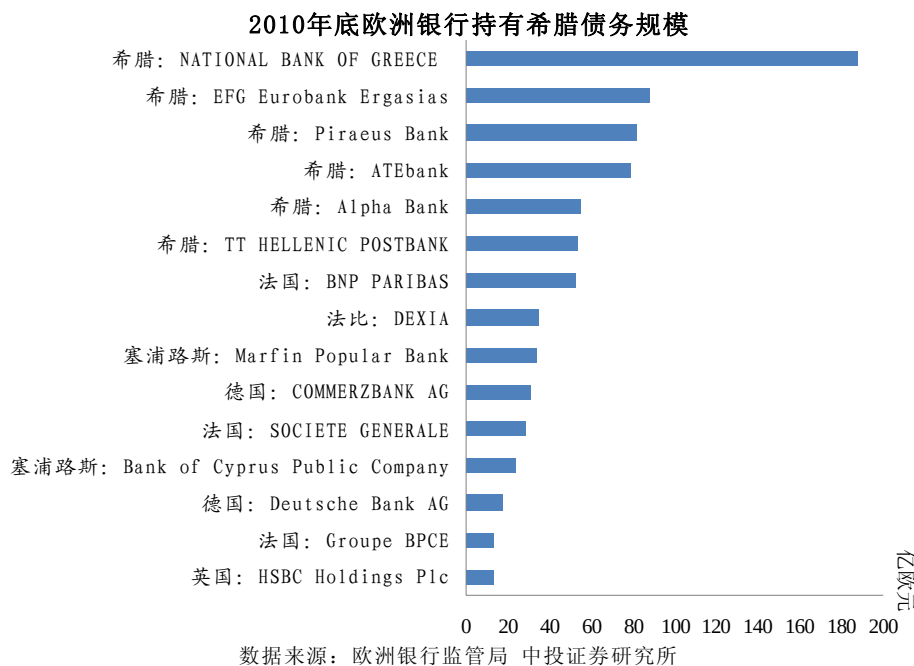
一、海外过去一周重大事件回顾

欧债危机新一轮救援计划再次被延迟发布 进展状况低于市场预期

原定于上周日公布的欧债危机新一轮救援计划草案被延迟至本周三，救援方案公布时间被一再延迟突现了危机各方就如何救援分歧依然巨大。目前救援框架依然是此前披露的三个方面：针对希腊的新的救援措施，针对欧洲银行业的救援措施以及扩大救援基金的规模。具体进展为：

- 对希腊的救援措施目前主要分歧在于私人部门，主要是银行业的债权人，以何种方式对手中所持希腊债务进行重组，重组后私人债权人所承担的损失已经基本确定在 40%~60% 的范围，而对银行业核心资本金比例的要求预计也将提高至 9%。银行业如何进行希腊债务重组和对银行业的救援措施紧密联系在一起：如果银行业在债务重组以及所承担的损失中不得不做出过多让步，那么针对银行业的救援措施力度则必须加强；
- 针对银行业的救援措施分歧较小，目前已经初步确定救援规模在 1000 亿欧元左右，从规模上看救援金额还是比较足的；救援的方式是银行首先从资本市场筹措资金弥补资本金，如果自救没有办法实施，则由本国政府介入，如果本国政府也无法完成救援，最终欧洲金融稳定基金将介入。关于救援是基于国家还是基于整个欧洲此前是德法的主要分歧之一，因为法国银行业手中持有大量希腊国债并且法国经济较弱，因此法国坚持救援应该是基于欧洲范围的。现在看来法国在这个问题上彻底放弃了自己的立场，救援计划出来后市场对法国银行业将做出如何反应值得密切关注；

图 1：法国银行持有大量希腊国债



- 如何扩大救援基金规模的问题目前进展缓慢，德国和欧洲央行在这个问题上立场强硬。周末的会议已经基本排除了欧洲金融稳定基金直接从欧洲央行借款的可能性，因此目前剩下的选项就是通过各种金融工程工具扩大稳定基金的救援能力，其中一个选项是欧洲金融稳定基金对债务危机国所发行的国债进行 20%~30% 的担保，比如意大利政府发行 10 亿欧元的国债，那么稳定基金将划出 2 亿~3 亿欧元的资金作为担保，一旦这 10 亿国债发生违约，那么作为担保的 2~3 亿欧元将归投资者所有；其它的选项在扩大稳定基金救援能力上差异不大。对此我们维持此前的观点，认为基于市场融资或者基于市场来扩大欧洲金融稳定基金杠杆率的方式无法彻底解决欧债危机

从周末会议的进展看，目前各方分歧仍然较大，并且最终达成的协议可能会低于市场预期，这让我们颇感意外，也让市场比较意外。欧美股市周五曾对新一轮救援计划颇为乐观，收盘大涨，但是随着会议进展被逐渐披露出来，市场避险情绪上升，美股期货价格下滑，黄金上涨

二、 本周重大事件展望

欧盟周三公布救援计划 危机走势有望得到根本扭转

尽管周末欧盟峰会进展低于预期，我们仍对周三的救援计划颇为期待。这种较为乐观的看法主要基于以下逻辑：目前欧债危机的进程已经到了不得不救的地步，如果这次欧洲仍然未能成功扭转危机的演化方向，那么欧洲将失去最后一次机会：

- 首先，从今年夏季开始，欧债危机的影响便已经扩展到欧洲的实体经济，危机已经进入到危机恶化—实体经济恶化—危机进一步恶化的恶性循环。欧元区主要国家基本都已经下调了四季度和明年的经济增长预期，市场开始预期明年春季欧元区经济将陷入衰退，尤其是欧元区经济的动力引擎德国经济从二季度开始也出现经济增长放缓的迹象，而经济的放缓将导致政府税赋收入大幅下降，因此未来政府的赤字状况肯定更加糟糕；

图 2：欧洲经济增长放缓

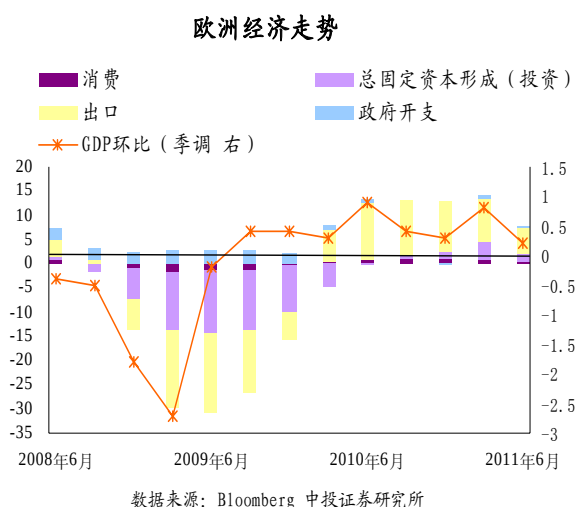
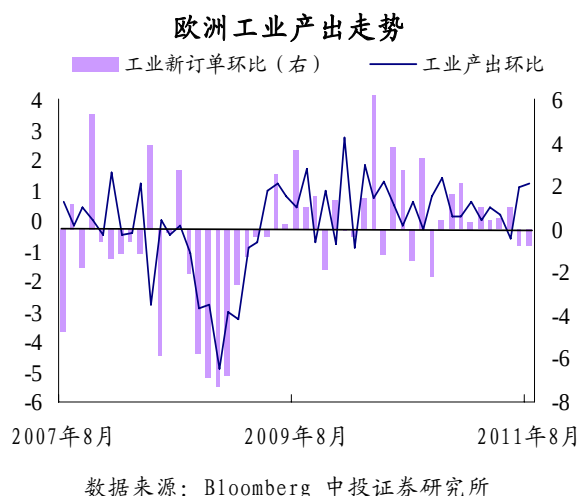


图 3：欧元区工业产出放缓 订单下滑



- 其次，资本市场现在已经非常紧张，各种风险指数大幅攀升。如果此次救援措施公布后被市场解读为救援不足，欧美资本市场存在迅速恶化的可能性，而第一个受到冲击的将是欧洲的银行业和西班牙意大利国债；

图 4：风险指数大幅上扬

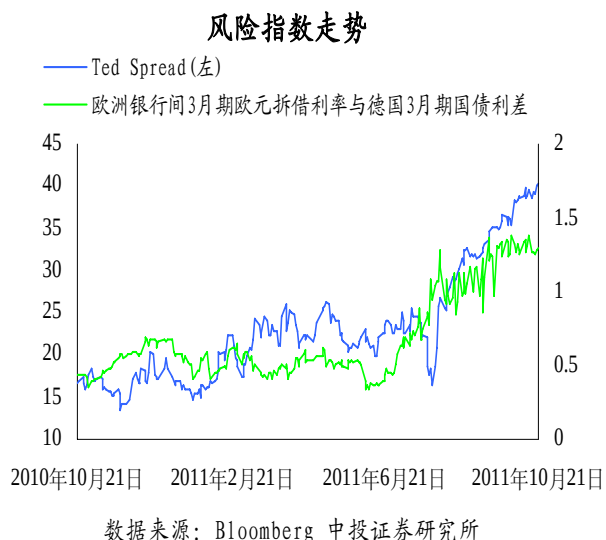
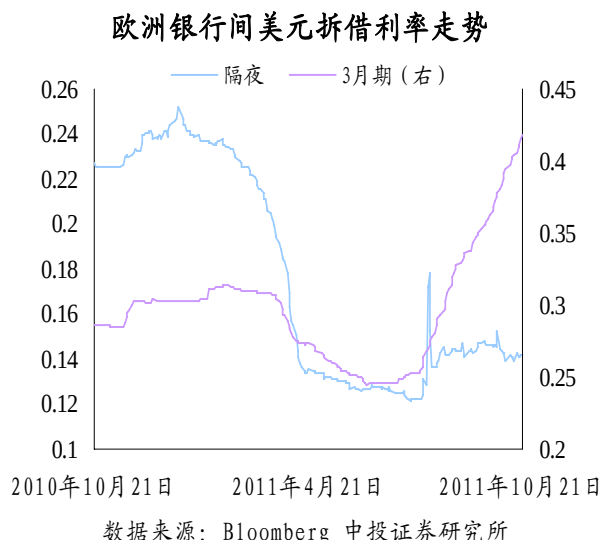


图 5：3 月期隔夜拆借利率连续攀高



- 最后，如果此次欧洲各国政府在救援问题仍未表现出足够的决心以及一致的步调，很难让市场相信未来的救援措施就能够解决欧债危机的问题。著名经济学家约翰·泰勒在讨论 08 年金融危机为何会在雷曼倒闭后一周突然迅速演化为整个金融系统的崩溃时特别指出政府救援措施的不明确以及看起来仓促不堪是重要原因，因为对于投资者来说，他们不确定哪家金融机构会被救援，哪家金融机构不会被救援，并且也不确定政府是否能及时给出救援措施，因此所有人同时选择退出市场，于是整个市场瓦解。而现在欧债危机中欧洲各国政府和组织的救援过程看起来呈现类似的特点，此前大家都坚信欧洲的底线是维护欧元区存在，但是目前看来选民的意愿、欧洲央行的独立性等等也

是他们的底线，而这些底线在特定情景下是相互矛盾的，投资者很难看清欧元区政府在救援问题上的基本立场，从而难以确定救援的力度能够到哪个程度，如果自己的投资受损，自己会不会是那个被救的，因此欧元区政府必须给投资者一个清楚明确的信号，他们的底线在哪里，而最终的救援计划就是体现他们底线最好的地方

救援计划的成效如何关键在于救援计划推出后西班牙和意大利的国债利率能否成功回落，最终降至可持续的水平，从而成功防止危机的扩散。西班牙和意大利的国债规模总计 2 万 2 千亿美元左右，而相应的希腊国债规模为 3 千亿美元左右，因此如果西班牙和意大利的债务情况恶化，那么在维持欧元区统一的前提下基本是不可救的，欧元区必然崩溃。西班牙和意大利国债利率的可持续水平是多少市场并没有统一的计算结果，不过总的来说，如果两国 10 年期国债利率和德国 10 年期国债利率的利差超过 1 个百分点，都是过高的，而现在这两个数据分别是 3.0 和 3.5 左右。

三、 海外市场跟踪

上周海外资本市场维持震荡走势，总体的走向向下；原油因美国经济形势看好上扬；各项市场风险指数重新上扬，欧洲各大债务危机国国债和德国国债的利差上扬。

图 6：美股因欧债危机前景不定震荡下行

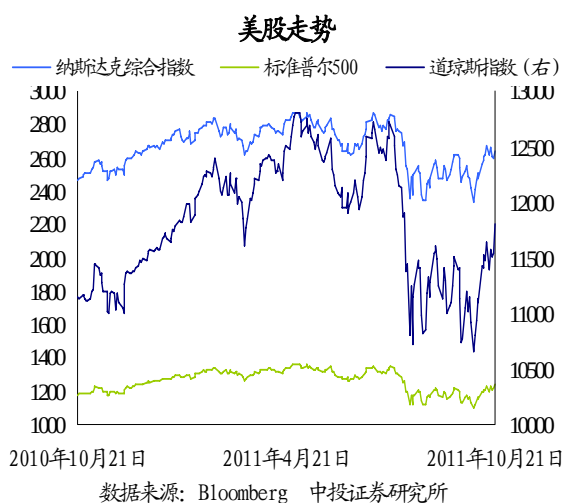


图 7：欧洲股市连续下跌

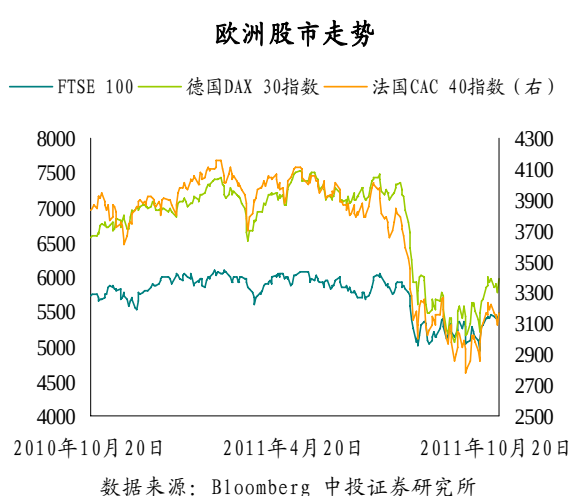


图 8: 美元上周走弱

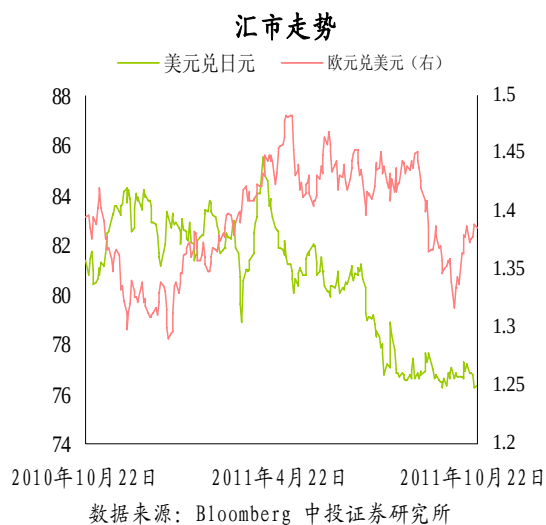


图 9: 原油因美国经济乐观前景上扬

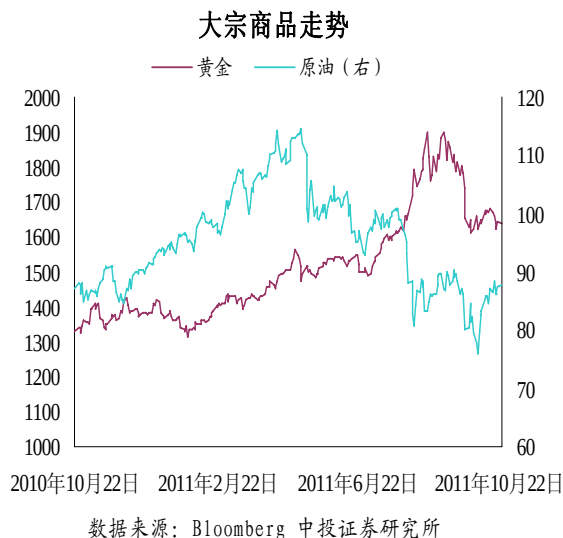


图 10: 各项风险指数重新攀升

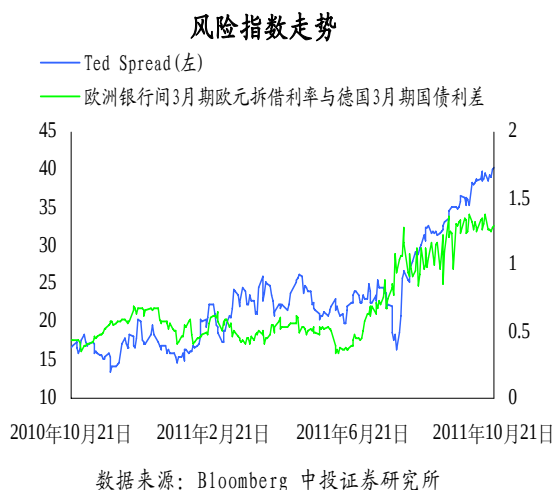


图 11: 各国国债与德国利差延续上涨势头

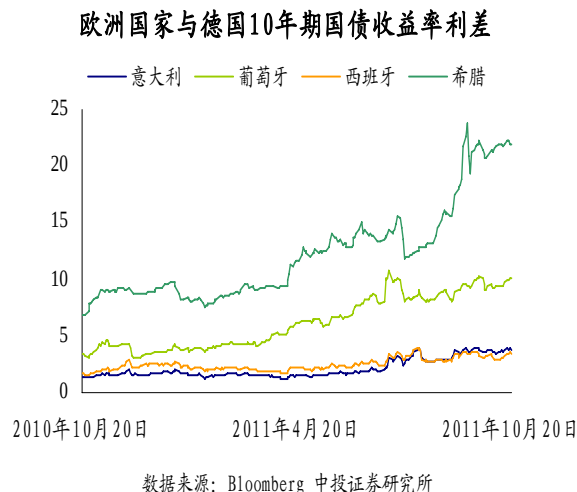


图 12: 美国债收益率震荡回落

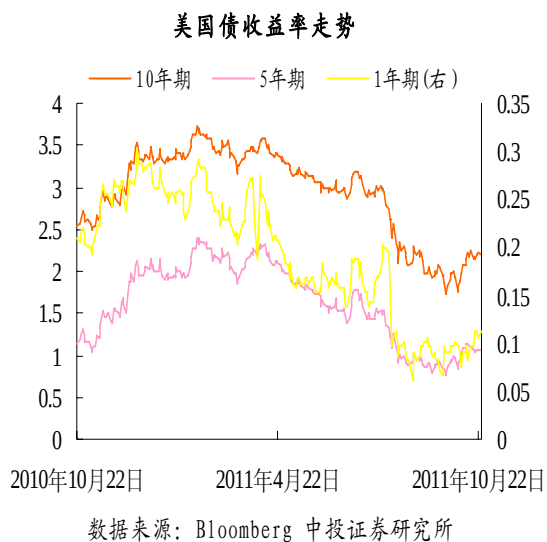
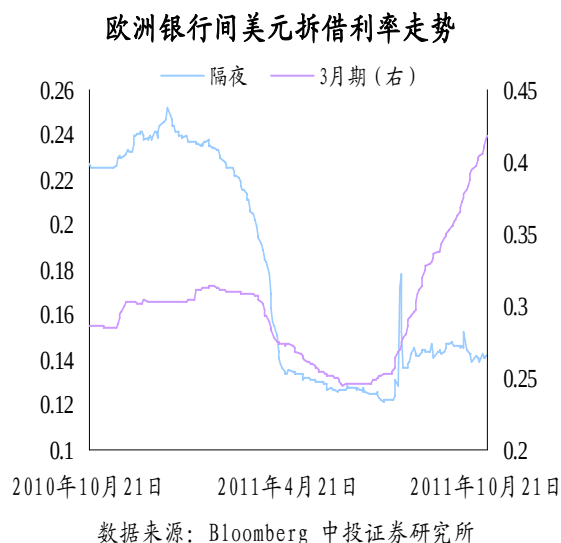


图 13: 美元利率延续走高趋势



三、 美国经济: 经济复苏进程可能加快

3.1 上周美国经济重要数据点评

9 月核心 CPI 同比 2.0%，与上月持平，低于市场预期，CPI 同比 3.9%： 物价依然维持上扬的趋势，尤其是广义的 CPI，不过关键的核心 CPI 涨势放缓，表明美国近几个月不断上扬的物价形势有所缓和。

9 月工业产出环比增 0.2%，费城美联储制造业指数上扬 8.7，大超市场预期的 -9.4： 两项数据再次证实了生产部门扩张的速度有加快的可能性，而生产活动的加快往往是整体经济复苏形势好转的先兆

9 月存屋销量降至 491 万，环比下降 3%，增幅较上月大幅下滑： 房屋市场总体形势依然低迷，个别月份的大起大落只是季节波动

3.2 美国经济总体回顾

3.2.1 零售销售超预期 消费回暖

美国消费数据回顾: 图 14, 图 15

图 14: 9 月零售销售超预期

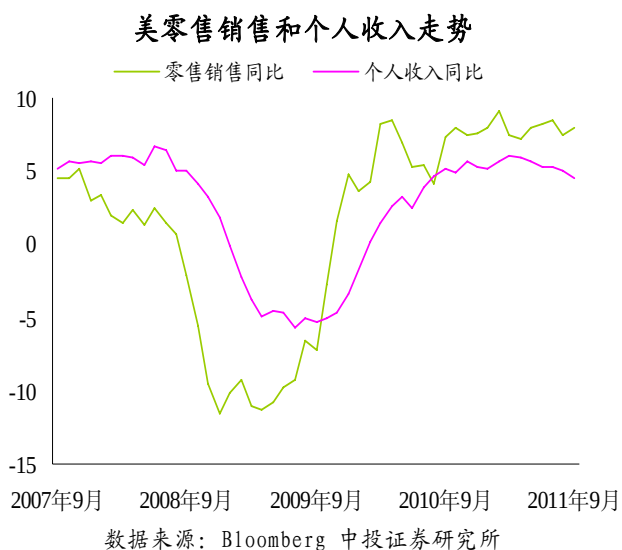
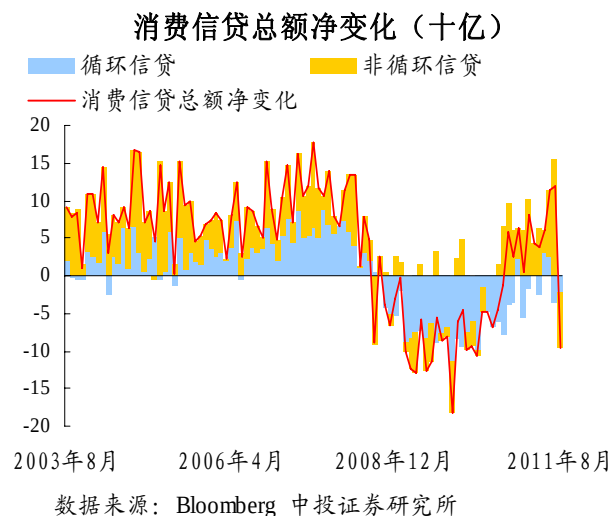


图 15: 银行消费信贷持续增长



3.2.2 就业好转 非农就业超预期

美国就业数据回顾: 图 16, 图 17

图 16: 9 月非农就业大幅超预期

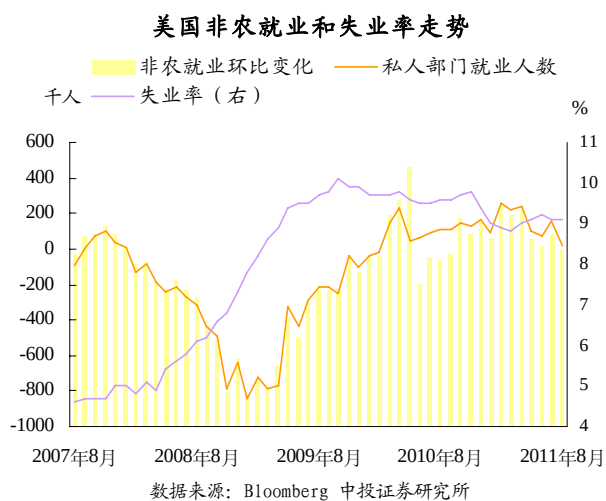
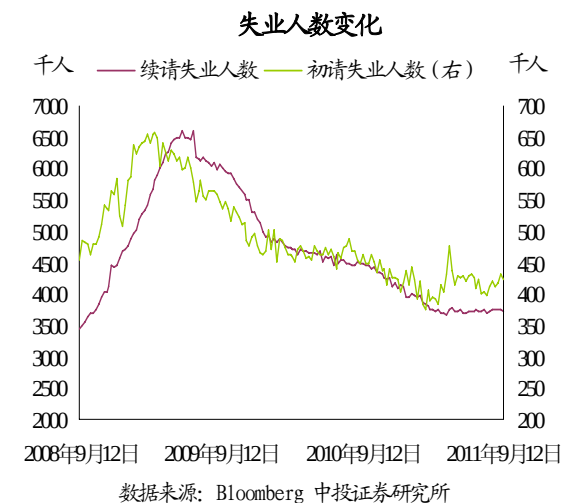


图 17: 失业人数未见回落



3.2.3 生产: 生产部门稳步扩张

美国生产数据回顾: 图 18, 图 19

图 18: PMI 继续回升

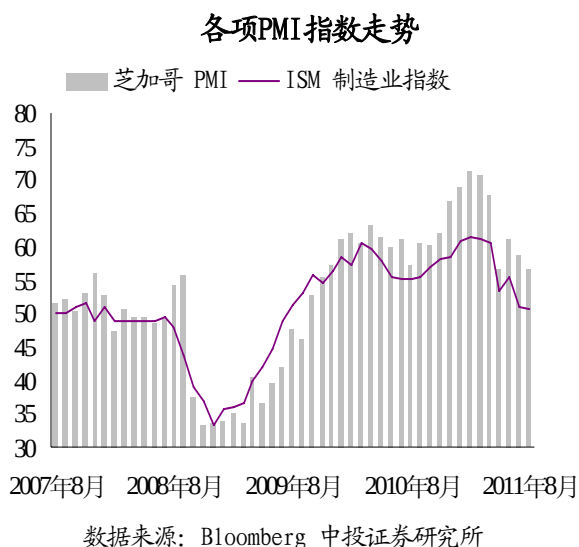
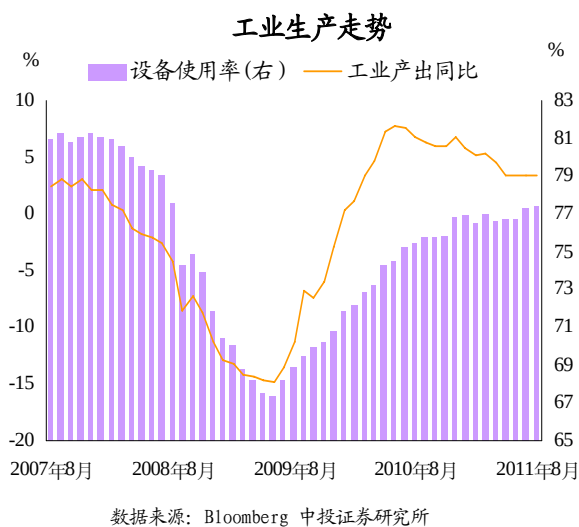


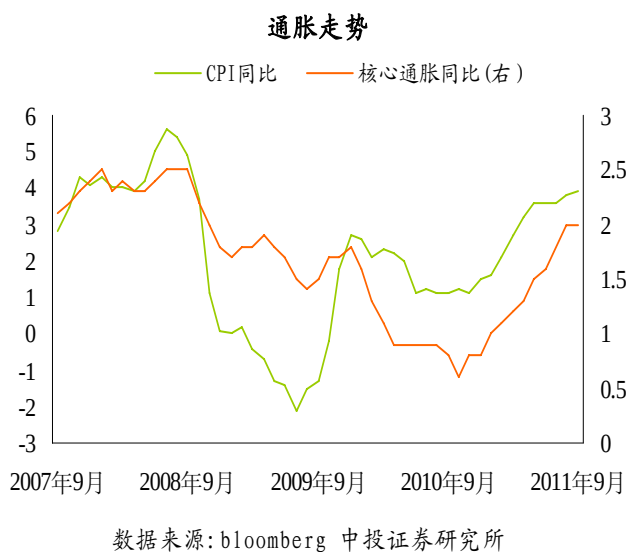
图 19: 工业生产稳步扩张



3.2.4 物价：通胀持续上扬 9月上扬势头有所缓和

美国通胀数据回顾：图 20

图 20: 物价持续走高



3.2.5 房地产：房地产市场依然低迷

美国房地产市场数据回顾：图 21, 图 22

图 21: 房屋价格持续低迷

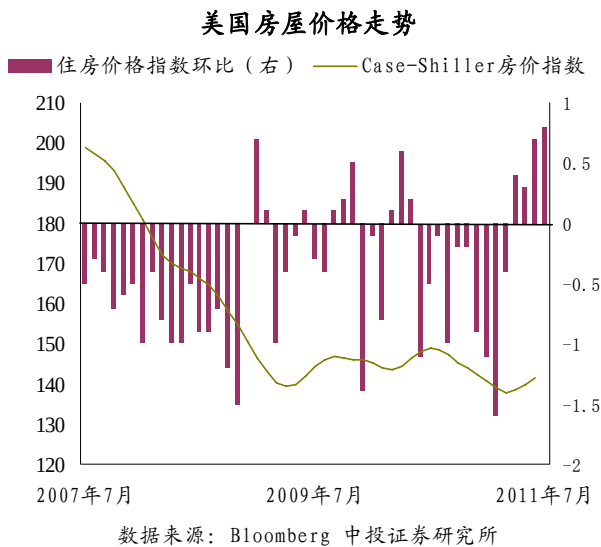
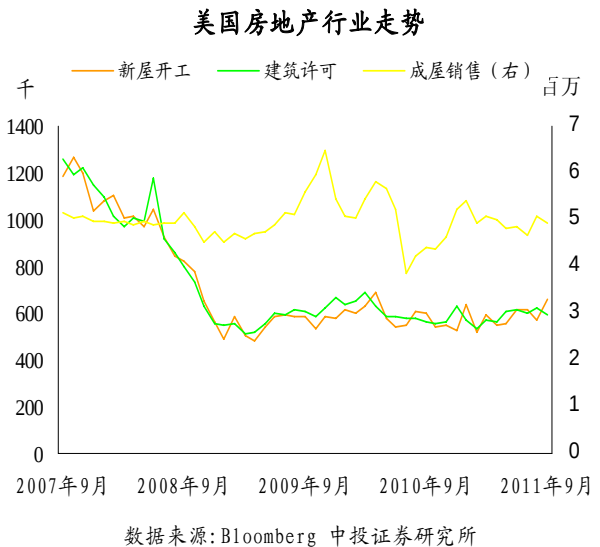


图 22: 房地产行业数据喜忧参半



美国经济小结: 消费生产就业均见起色 美经济复苏可能加快

美经济复苏进展数据回顾: 图 23, 图 24

图 23: 经济长期增长动力犹在

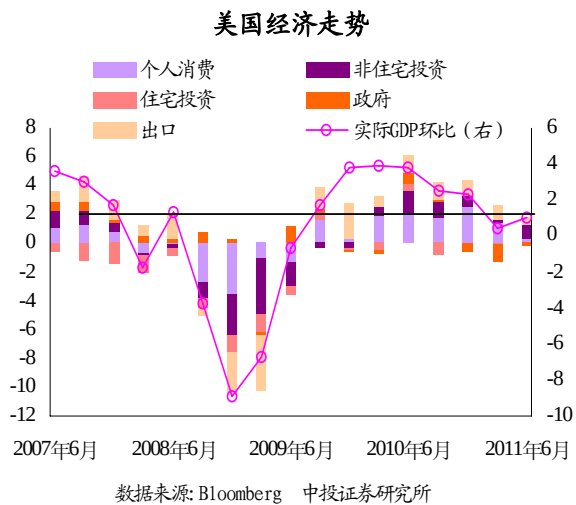
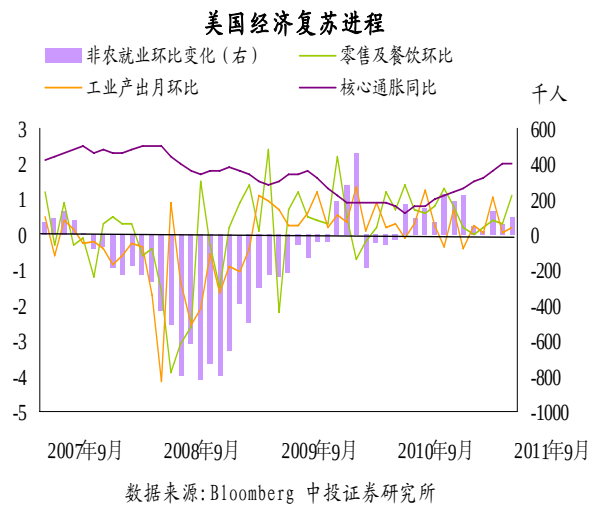


图 24: 美经济复苏进程或加快



四、 欧洲经济: 生产低迷 通胀回落缓慢

4.1 生产: 8月生产意外回升 涨势不具有可持续性

欧洲生产数据回顾: 图 25, 图 26

图 25: 工业产出近期放缓

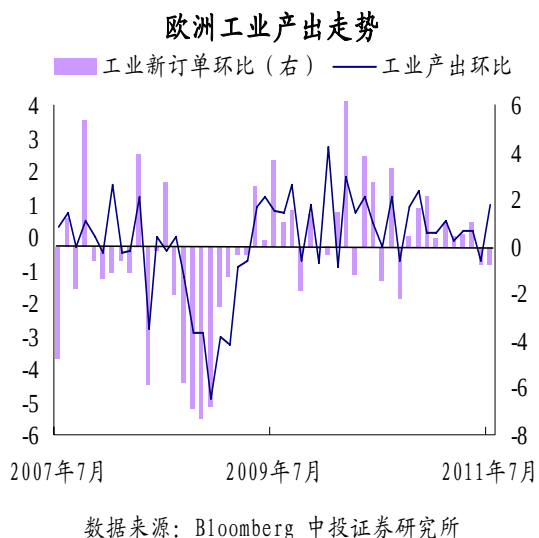
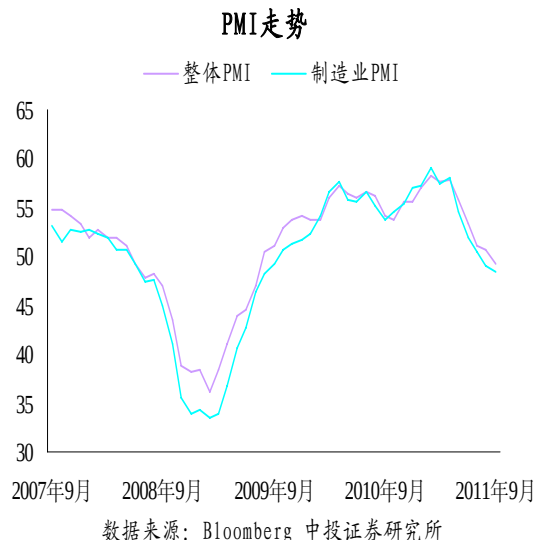


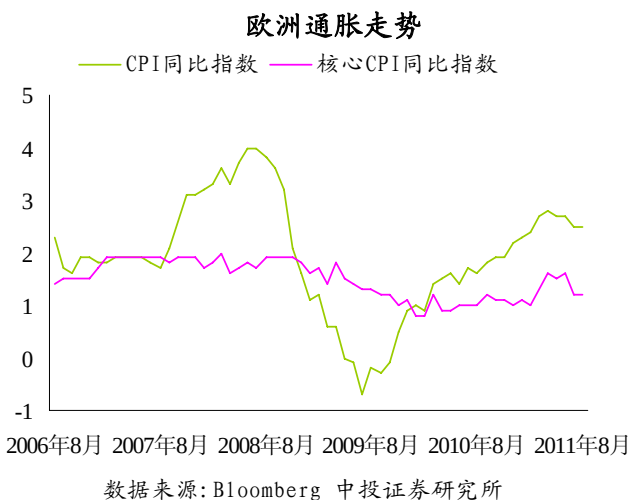
图 26: PMI 连续下滑



4.2 物价: 通胀下降缓慢

欧洲通胀数据回顾: 图 22

图 22: 通胀缓慢下降



欧洲经济小结: 生产低迷 通胀回落缓慢

上周出来的生产和通胀数据显示欧洲经济走势没有出现转变, 我们维持此前生产低迷、通胀回落缓慢、复苏放缓的判断

欧洲经济复苏进展数据回顾: 图 23, 图 24

图 23: 经济复苏明显放缓

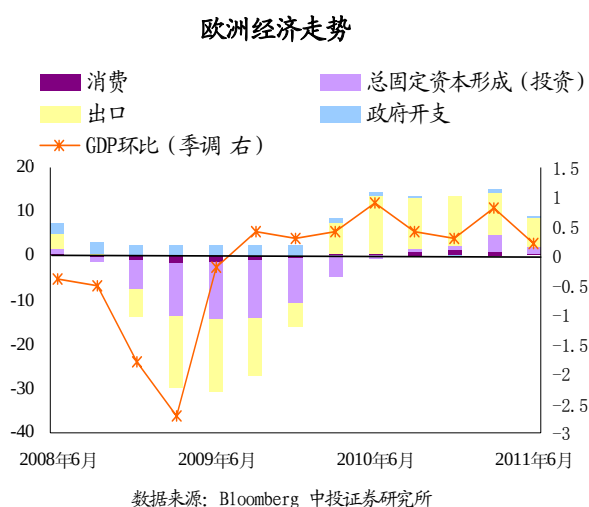
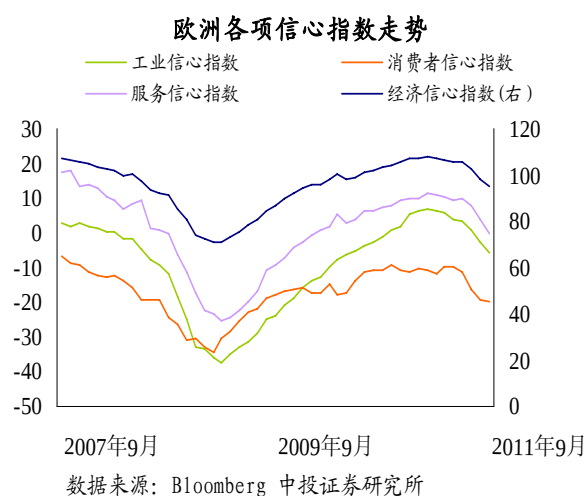


图 24: 各项信心指数大跌



附录: 欧债危机大事记

2009 年

10 月: 希腊反对党赢得大选, 上任不久宣布政府实际债务规模被掩盖, 2009 年政府赤字规模由 6%上调至 12.7%, 政府随后宣布大幅的财政紧缩计划

2010 年

1 月: 希腊开始第二轮财政紧缩政策, 国内民众抗议和反对声强烈

2 月: 欧元区领导发表声明将力挺 希腊解决其债务危机, 但是未能给出具体的救援措施; 西班牙将 2010 年赤字占 GDP 比重上调至 9.8%

4 月: 欧元区政府向希腊政府提供 300 亿援助资金, 但希腊政府拒绝接受; 标普将希腊国债评级降至垃圾; 希腊国内形势迅速恶化, 社会一片动荡, 随后希腊终于在 23 号向国际社会开口请求支援

5 月: 欧元区政府给出首轮 1100 亿欧元援助措施, 同时希腊开始新一轮财政紧缩政策; 随后欧盟、欧洲央行和推出 7500 亿的欧债危机救援计划, 其中 440 亿来自欧元政府, 250 亿来自 IMF, 600 亿来自欧元区紧急救助基金; 西班牙宣布将全体公务员工资削减 5%, 同时增加税收; 惠誉于 29 号将西班牙的国债评级由 AAA 下调至 AA+

6 月: 穆迪将希腊国债评级降至垃圾

7 月: 希腊政府开始一系列的财政紧缩政策, 包括进行养老体系改革, 削减公务员和退休员工福利, 并且将退休年龄提高; 穆迪将葡萄牙国债评级降至 Aa2; 欧洲公布银行压力测试结果

9 月: 希腊二季度 GDP 增长降至-1.8%; 爱尔兰政府宣布它在 08 年金融危机开始对银行业进行的援助措施成本远高于其预期

10 月: 惠誉将爱尔兰国债评级下调至 A+; 德国和法国称未来的救援措施中私人部门可能面临大幅损失, 欧洲债市大跌; 爱尔兰政府称赤字规模要下降至 3%的目标所需进行的政府开支削减远超预期

11 月: 爱尔兰政府正式向欧盟和欧元区政府提出救援请求, 随后给出新一轮的财政紧缩计划; 28 号欧元区政府向爱尔兰提供 675 亿的救援贷款

2011 年

1 月: 惠誉将希腊国债评级降至垃圾

2 月: 希腊的国际债权人, 包括欧盟、IMF 和欧洲央行称希腊的紧缩政策不够, 希腊必须加快改革步伐

3 月: 穆迪再次下调希腊债务评级至 Ba1; 葡萄牙执政党因执行严格的财政紧缩政策下台, 标普下调葡萄

牙国债评级

4月：惠誉和穆迪下调葡萄牙国债评级

5月：欧盟向葡萄牙提供 780 亿欧元的援助贷款，希腊开始一系列私有化过程以避免债务重组发生，这项改革同样遭到了全国范围内的反对

6月：希腊总理艰难通过国会不信任投票

7月：欧元区政府推出第二轮 1090 亿欧元援助计划，同时将欧洲金融稳定基金可使用资金规模扩大至 440 亿欧元；三大评级机构将希腊国债评级再次下调，下调后评级显示希腊国债有大幅度的违约风险，同时穆迪将葡萄牙国债评级下调至垃圾

8月：欧元区各项金融风险指数重新攀升

9月：希腊的国际债权人在发现希腊的赤字规模超过预期后，将首轮 11000 亿欧元援助措施中第 6 笔资金是否发放的决定时间推迟至 10 月 3 日；德国议会通过扩大欧洲金融稳定基金议案；标普下调意大利主权债务至 A

10月：希腊的国际债权人向希腊发放第 6 笔资金，同时欧盟 27 国财政以及欧元区各国首脑开始数轮峰会讨论新的债务危机救援措施；穆迪惠誉分别下调意大利国债评级至 A2 和 A+，惠誉将西班牙国债评级下调至 AA-

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 $\pm 10\%$ 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。

刘莉华, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。

免责条款

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。未经中投证券事先书面同意, 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: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

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