



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 12 月 12 日

宏观经济

研究部

彭文生*

分析员, 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

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

赵雪

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111100047
xue.zhao@cicc.com.cn

第 181 期

中国政策重心转向保增长 欧盟峰会之后前途依然坎坷

国内: 中国政策重心转向保增长

中共中央政治局会议为即将召开的经济工作会议定调。会议公告中维持了宏观政策基调(积极的财政和稳健的货币),但政策重点从控通胀向保增长或稳增长转移;提示了明年的风险,强调政策要根据形势变化及时预调、微调;在消费、投资和出口的次序上更加突出扩大消费对内需的拉动作用;强调坚持房地产调控,促进房价合理回归。

11 月通胀如期回落,通胀和实际消费增长的反向历史走势预示未来实际消费将随着通胀下行而加快;财政收入增长的大幅下滑显示总需求在明显放缓、企业利润增速出现显著下降;出口增速呈现趋势性放缓,主要受欧元区订单下降拖累明显;进口同比增速放缓则主要受石油进口增速大幅下降拖累,整体增速仍较稳健。

国际: 欧盟峰会之后前途依然坎坷

在上周举行的欧盟峰会上,除了英国首相外,其他欧盟领导人通过了关于进一步加强财政一体化的新“协定”。市场的最初反应是松了一口气,股票小幅上扬,但国债收益率仍旧高企。

欧盟峰会达成的协议只是恢复市场信心必要的几个小进展,其力度仍然有限,只有欧央行同意更大规模购买国债才足以稳定市场。但在欧央行确认其购买国债的立场之前,假若受到其他因素(如对欧元区多个国家的主权评级下调)的影响,欧盟爆发系统性银行危机的风险仍然很大。

欧洲局势对新兴市场国家的决策者提出了重要的挑战。巴西 3 季度经济负增长,主要在于内需下降,反映了前期紧缩政策的累积效果开始显现。受益于预防性的政策转向,巴西经济形势预计将有所好转,但欧债危机仍是目前最大的下行风险。目前巴西仍有较大财政和货币政策空间来刺激经济。

* 报告贡献人: 刘蓓、刘博、吴杰云、黄文静、杜彬

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

上周中金宏观研究报告一览

12 月 5 日：比 2009 更复杂的一年（国内经济篇）
 12 月 5 日：比 2009 更复杂的一年（国际经济篇）
 12 月 6 日：标普将欧元区 15 国放入降级观察名单
 12 月 9 日：人民币的再平衡之路
 12 月 9 日：增长继续放缓：11 月经济数据点评
 12 月 9 日：通胀继续回落：11 月 CPI、PPI 数据点评

本周主要经济数据及事件公布预告

国内：

12 月中旬：中国人民银行公布金融统计数据

国际：

12 月 13 日（星期二）：美国公布 11 月零售额数据
 12 月 14 日（星期三）：美联储公布议息结果
 12 月 15 日（星期四）：美国公布 11 月 PPI 数据，美国公布 11 月工业产出，欧元区公布 11 月 CPI 数据
 12 月 16 日（星期五）：美国公布 11 月 CPI 数据

目录

国内：中国政策重心转向保增长	3
国际：欧盟峰会之后前途依然坎坷	8

图表

图表 1: CPI、PPI 同比增速大幅回落	4
图表 2: 工业增加值增速继续下降	4
图表 3: 固定资产投资增速回落	4
图表 4: 通胀下行时零售实际增长加快	4
图表 5: 财政收入和支出下降	5
图表 6: 税收增速下降	5
图表 7: 进出口实际增长率	6
图表 8: 11 月份主要出口产品同比增速大都下降	6
图表 9: 国内主要经济指标	7
图表 10: EFSF 与 ESM	9
图表 11: 银行的资金缺口	9
图表 12: 巴西实际 GDP 增长各部门贡献率	11
图表 13 巴西企业、消费者信心近期大幅下挫	11
图表 14: 巴西基准利率还有较大下调空间	11
图表 15: 巴西财政状况良好，政策空间较大	11
图表 16: 海外主要经济指标	13

国内：中国政策重心转向保增长

政治局会议显示的政策信息

12 月 9 日召开了中共中央政治局会议，分析研究了明年经济工作，为即将召开的中央经济工作会议定下了基调。从会议公告来看，我们认为有以下四点值得重点关注。

政策重点从“控通胀”转向“保增长”

首先，在基调不变的基础上，重新调整了增长和通胀的优先次序。与大多数分析人士此前预期的一致，明年将实施积极的财政政策和稳健的货币政策；宏观调控的基调与今年保持一致。但是，会议在罗列明年主要工作任务时，将“着力扩大内需”放在了首位，而将“努力保持物价总水平基本稳定”放在了扩大内需和夯实农业基础之后。这说明在通胀下行趋势确立、经济增长放缓预期不断加强之际，政策的重点已经明确从“控通胀”向“保增长”或者“稳增长”转移。

灵活性成为政策关键词

第二，会议特别提示了明年的风险因素，强调了宏观调控要根据形势变化及时进行预调和微调。会议指出，“全党全国要增强忧患意识和风险意识，做好应对各种困难和挑战的思想和工作准备”，这说明政府对于明年经济增长放缓有充分的估计，并且对外部不确定性引起的下行风险有所准备。2005 年以来政府公布的 GDP 增长目标都是 8.0%，我们预计政府对于明年的增长目标会有降低，可能在 7.5%的水平。同时，会议强调宏观调控要“根据形势的变化及时进行预调、微调”，反映了当前形势的不确定性，以及在此前这个时间点判断明年经济前景的复杂性。预计明年宏观政策将会根据情况的变化及时调整，政策的关键词是灵活性。

以扩大内需为重点

第三，在如何保持经济平稳较快发展的问题上，会议将着重点放在扩大内需，基本上确立了消费、投资和出口三驾马车在明年的次序。会议将“扩大消费需求”作为扩大内需的重中之重，予以特别强调，主要的思路致力于“提高居民消费能力，增加中低收入者收入”，而这个目标只有在确保一定的经济增长的基础上，同时配合以收入分配政策才能实现。对于投资，会议强调的是“优化投资结构，保证在建续建项目，有序推进十二五规划确定的重大项目”，可见明年投资强调优化结构，重点还是在民生、新兴战略以及节能减排等十二五规划的重点产业。对于出口，会议强调“推动出口结构升级”，并没有强调出口的增长，反而强调“积极扩大进口”，这体现了政府对于我国贸易顺差的下降态势有预期，甚至是有引导的。

房地产调控政策不动摇

第四，中央的房地产政策在明年不会明显松动。会议提出“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展”，这充分说明政策层面期待明年房价适当回落，这符合我们一直以来所强调的政策对房地产去泡沫化的决心。

通胀回落有利消费增长

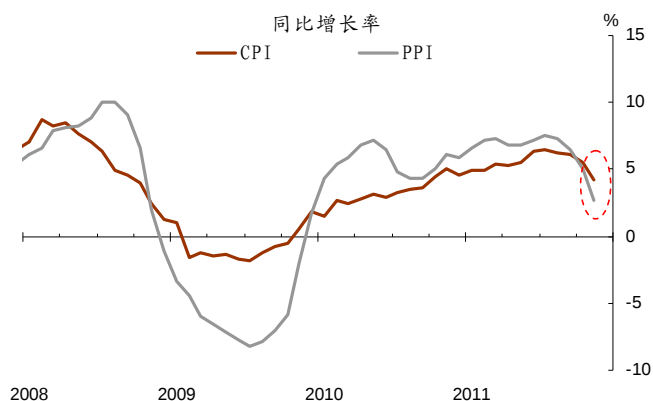
通胀如期回落

通胀如期回落。11 月 CPI、PPI 显著回落，同比增长率分别从 5.5%和 5.0%降至 4.2%和 2.7%（图表 1）。环比分别下跌 0.2%和 0.7%，低于市场预期，基本符合我们的预期。过去一两周商务部和农业部农产品价格由跌转升。预计食品价格 12 月将出现季节性上涨，月环比增长率由负转正，同比增幅可能与 11 月接近。由于明年春节在 1 月 23 日，节日效应将推高 1 月 CPI 环比涨幅、2 月环比偏低甚至出现下跌，预计 1 月 CPI 同比增长仍维持在 4%附近，但春节后的 2 月将明显回落。

增长放缓，但零售实际增速加快

实际消费增速加快。11 月工业增加值和固定资产投资增速继续下降（图表 2，图表 3），但是零售增长相对平稳，同比增长率 17.3%较 10 月 17.2%略有上升。根据过去关系，消费品零售总额的实际增速与 CPI 之间存在负相关（图表 4），随着 CPI 的下降趋势确立，消费的实际增速可能由此而加快。

图表 1: CPI、PPI 同比增速大幅回落



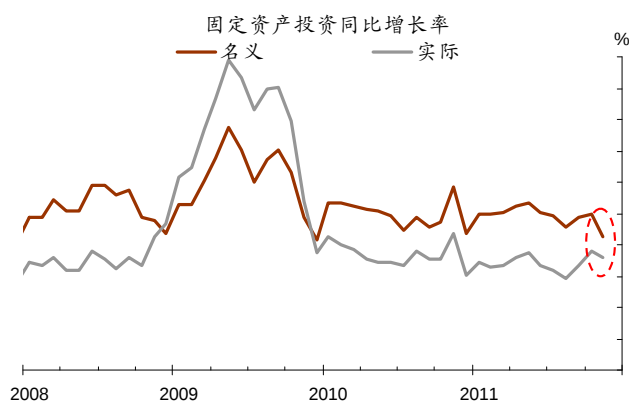
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 2: 工业增加值增速继续下降



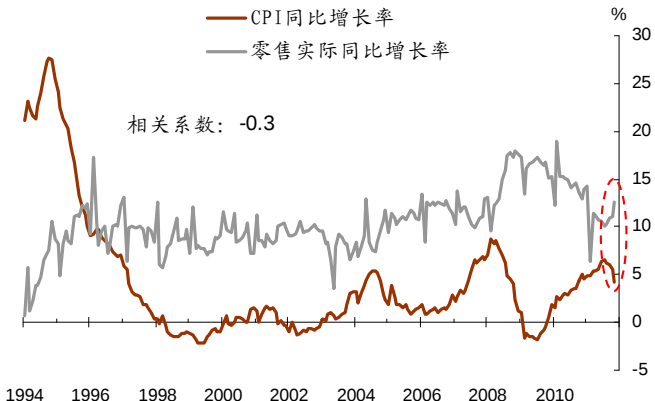
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 3: 固定资产投资增速回落



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图表 4: 通胀下行时零售实际增长加快



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

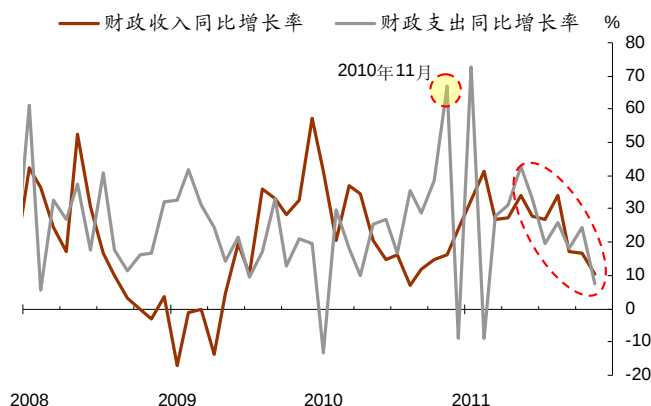
财政增长减慢反映总需求和企业盈利的增速下降

今年下半年以来财政收入和支出同比增速均出现下降。11 月财政收入同比增长 10.6%，财政支出同比增长 7.5%，均较 10 月出现显著下降。（图表 5）

经济放缓致税收增长下降

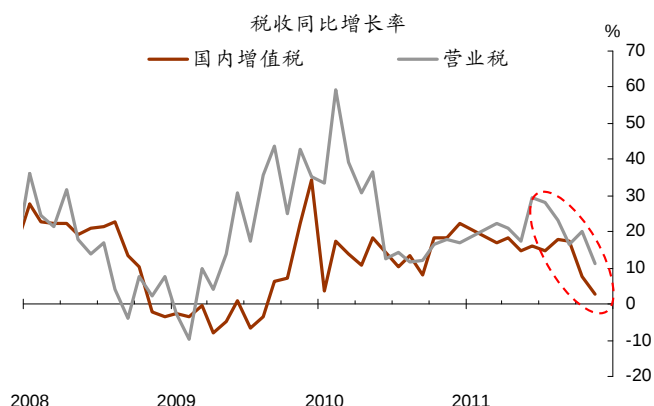
- 财政收入同比增长率下跌因为税收下降，其中增值税、营业税大幅下降，反映总需求增长显著放缓（图表 6）；同时，由于企业利润下降，企业所得税同比负增长-20.6%。此外，今年 9 月开始实施修订后的个人所得税免征额和税率，10 月和 11 月个人所得税同比出现下降，同比增长率分别为-3.1%，-8.2%。财政收入增长在经济增长放缓时减慢，可以起到经济自动稳定器效果。
- 11 月财政支出同比低增长主要因为 2010 年 11 月财政支出较高。2010 年 11 月财政支出同比增长 67%，随后的 12 月同比出现负增长。由于年底财政支出存在突击花钱的效应，而去年这一效应主要体现在 11 月而非 12 月，预计今年 12 月财政支出同比增速将较 11 月出现较大的反弹。

图表 5: 财政收入和支出下降



资料来源：财政部、CEIC、中金公司研究部

图表 6: 税收增速下降



资料来源：财政部、CEIC、中金公司研究部

出口增长疲弱，进口仍然稳健

中国海关 12 月 10 日公布了 11 月份贸易数据，出口 1744.6 亿美元，同比增长 13.8%（10 月 15.9%），高于市场预期的 10.9%，接近我们预期的 14%；进口 1599.4 亿美元，同比增长 22.1%（10 月 28.7%），高于市场预期的 18.8%，接近我们预期的 22.3%。当月贸易顺差 145.2 亿美元（10 月 170 亿美元）。

出口增速放缓，进口相对稳健

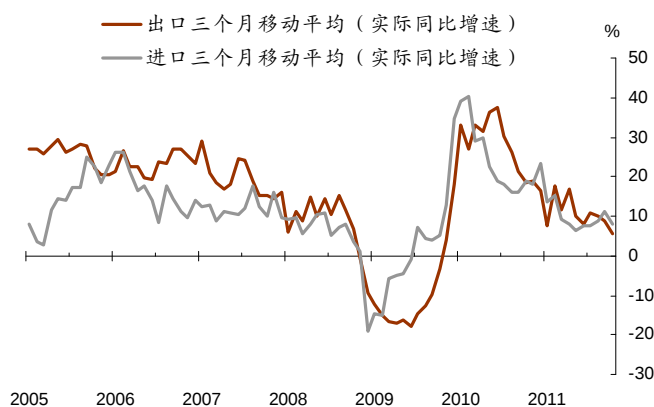
出口增速继续趋势性放缓，进口增速相对稳定。11 月份出口和进口的实际同比增速（三个月移动平均）同时出现回落，且出口增速低于进口（图表 7），反映外需不振的状况在继续恶化，而内需在前期宏观调控的累积作用下持续放缓，但势头较为稳健。从季调后季环比看，11 月份出口持续负增长，年化增长率从 10 月份的 -3.9% 进一步下降至 -5.4%，进口年化增长率从 10 月份的 35.9% 加快至 43.6%，与实际增速给出的信息一致。

- ▶ 从产品看，重点商品的进出口同比增速均普遍下降。除铁矿砂和大豆的进口数量外，11 月份重点进口商品较 10 月份数量和金额双双回落。其中，原油进口金额增长放缓拖累 11 月进口同比少增 2.4 个百分点，成品油拖累 0.3 个百分点，二者构成 11 月进口同比增速放缓 6.6 个百分点的主要部分。但 11 月份进口金额同比增长仍普遍高过当月进口数量，表明前期商品价格上涨的影响尚存。除鞋类出口增速微升 0.4 个百分点外，主要出口产品的 11 月同比增速大都较 10 月份回落（图表 8）。
- ▶ 从国别看，11 月份对美国出口同比增速继续加快，但对欧盟和日本继续下滑，这与欧美 11 月份制造业 PMI 数据所显示的情况一致（11 月美国制造业 PMI 环比上升 1.9 个点至 52.7，新订单指数和生产指数上升尤其明显，显示美国经济仍维持扩张；日本和欧元区 PMI 则超预期下降，环比分别下降 1.5 个点和 0.9 个点至 49.1 和 46.4，欧盟主要国家的 PMI 指数也全部下降）。从细项看，新订单不足是造成欧洲 PMI 低迷的主要因素，显示欧债危机致使经济参与者信心缺失，进而拖累来自于欧盟的外需增速。11 月对韩国、东盟和巴西的出口同比出现不同程度的回升，但对印度、香港和俄罗斯出口同比增速则较 10 月大幅下降，一定程度上反映了新兴市场经济增长的放缓，外需的疲弱可能正在从发达国家向新兴市场传导预计，来自新兴市场的需求对中国出口的支撑作用未来将有所削弱。

11 月份顺差如期收窄，明年将继续缩减。11 月份贸易顺差未能持续 10 月份的扩大态势，从 10 月的 170 亿美元减少到 145.2 亿美元，符合我们此前“外围环境变数诸多、出口不确定性大、10 月份顺差扩大的势头料难持续”的预期。鉴于外需形势严峻，我们预

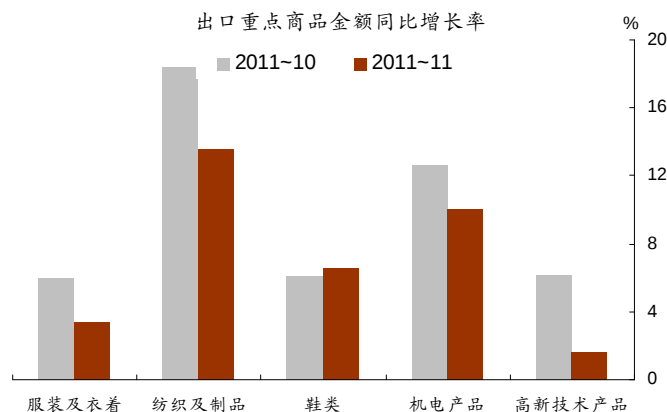
计未来几个月的进出口增速将继续下滑，期间出口有可能出现个位数增长；明年全年来看，出口平均增速将显著回落至 10% 左右，进口增速也将大幅下滑至 13% 左右，贸易顺差也将继续减少。

图表 7: 进出口实际增长率



资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

图表 8: 11 月份主要出口产品同比增速大都下降



资料来源：海关总署、CEIC、中金公司研究部

人民币汇率双向波动时机成熟

人民币不存在大幅贬值基础

预计 2012 年人民币对美元在贬值 1% 和升值 2% 之间小幅双向波动，显著贬值的可能性小。我们认为近期人民币对美元出现的贬值压力，主要反映全球金融市场大幅动荡背景下投资者避险情绪上升以及对中国经济增长预期的下降，同时也显示出中国非政府部门跨国资产配置严重失衡所带来的隐患，与近期资本净流出、新增外汇占款减少等迹象一致。向前看，未来贸易顺差占 GDP 比重进一步下降仍有空间，仍需要人民币有效汇率继续升值，因此人民币不存在大幅贬值的基础，但是进一步降低贸易顺差的空间在缩小，同时这将是一个渐进过程，因此人民币也不存在大幅升值的空间。目前的市场环境是实现人民币对美元汇率双向波动从而改善人民币汇率形成机制的有利时机，但同时需要防范资本大规模流出风险。在全球金融市场波动和增长放缓的环境下，考虑到我国非政府部门本外币资产配置严重失衡、政府持有的外汇储备巨大，如果允许人民币显著贬值，可能进一步强化贬值预期，引发资本外逃，形成恶性循环。因此我们判断在全球面临金融危机的风险的环境下，货币当局不会容忍人民币汇率显著贬值，但也不会出现 08 年 7 月和美元再次挂钩的情况。未来人民币兑美元汇率弹性将加大，体现为更多双向波动，但中枢平缓升值。

图表 9: 国内主要经济指标

		2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10	2011-11
经济增长												
国内生产总值	同比增长率, %	-	-	9.7	-	-	9.5	-	-	9.1	-	-
工业生产												
PMI	%	52.9	52.2	53.4	52.9	52.0	50.9	50.7	50.9	51.2	50.4	49.0
工业增加值	同比增长率, %	-	14.1*	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4
投资 (年初以来累计)												
固定资产投资 (不含农户)	同比增长率, %	-	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.9	24.9	24.5
房地产开发投资	同比增长率, %	-	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.0	31.1	29.9
消费												
社会消费品零售总额	同比增长率, %	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3
对外贸易												
出口	同比增长率, %	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9	13.8
进口	同比增长率, %	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	19.3	22.9	30.2	20.9	28.7	22.1
贸易盈余	亿美元	65	-73	1	114	130	223	315	178	145	170	145
通货膨胀												
居民消费价格指数	同比增长率, %	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2
食品价格	同比增长率, %	10.3	11.0	11.7	11.5	11.7	14.4	14.8	13.4	13.4	11.9	8.8
非食品价格	同比增长率, %	2.6	2.3	2.7	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7	2.2
工业品出厂价格指数	同比增长率, %	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7
财政												
财政收入	同比增长率, %	32.8	41.5	26.7	27.2	34.0	27.6	26.7	34.3	17.3	16.9	10.6
财政支出	同比增长率, %	84.9	-17.5	27.8	31.0	42.9	33.1	19.6	25.9	18.3	24.5	7.5
货币信贷												
M0	同比增长率, %	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9	-
M1	同比增长率, %	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	13.1	11.2	8.9	8.4	-
M2	同比增长率, %	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9	-
人民币新增贷款	亿元	10,400	5,356	6,790	7,396	5,516	6,339	4,926	5,485	4,700	5,868	-
人民币贷款余额	同比增长率, %	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8	-
利率和汇率 (期末值)												
1年期存款利率	%	2.75	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
1年期贷款利率	%	5.81	6.06	6.06	6.31	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
人民币汇率	人民币/美元	6.589	6.575	6.556	6.499	6.485	6.472	6.444	6.387	6.355	6.323	6.348
居民收入												
城镇居民可支配收入 (实际)	同比增长率, %	-	-	7.1	-	-	8.1	-	-	8.4	-	-
农村居民现金收入 (实际)	同比增长率, %	-	-	14.3	-	-	13.1	-	-	13.4	-	-

*工业增加值2月数据指1-2月累计同比增长率。

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、海关总署、财政部、CEIC、中金公司研究部

国际：欧盟峰会之后前途依然坎坷

在上周举行的欧盟峰会上，除了英国首相外，其他欧盟领导人通过了关于进一步加强财政一体化的新“协定”。市场的最初反应是松了一口气，股市小幅上涨，但是国债收益率仍旧高企。我们认为，这只是恢复市场信心必要的几个小进展，其力度仍然有限，只有欧央行同意更大规模购买国债才足以稳定市场。但在欧央行确认其购买国债的立场之前，假若受到其他因素（如对欧元区多个国家的主权评级下调）的影响，欧盟爆发系统性银行危机的风险仍然很大。

1. 必要的“小进展”

新“财政协定”是稳定市场的必要条件，但只是“小进展”

欧洲领导人就加强财政一体化的新“财政协定”达成一致。受制于修改欧盟公约耗费时日 and 英国总理的反对¹，这一“政府间的合约”是一个次优方案。新的财政协定中，各国政府需要在本国法律中加入以下条款：

- ▶ 政府需保持年度结构性赤字（包括应对衰退和其他偶发事件的财政支出）低于 GDP 的 0.5%，否则将触发自动更正机制；
- ▶ 欧盟委员会将提出整合时间表，以及具体的经济改革计划，包括自动更正机制所需结构性改革的细节；
- ▶ 各成员国需要在发行国债前通知其他成员国。

欧洲领导人同时宣布²了其他措施，以增加救助能力。首先，峰会批准了期待已久的 EFSF 杠杆化计划，具体操作包括对新发行政府债券提供部分担保（本金的 20-30%）并成立公共和私人资金都可参与的共同投资基金。其次，永久性的欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, ESM）将提前一年于 2012 年 7 月开始运作。EFSF 和 ESM 的重要区别在于后者有预付资本，因此被广泛认为是更可信的救助机制（图表 10）。欧元区国家将加快提供资金，以保持预付资金占 ESM 债券发行总额的比例不低于 15%。第三，为保证决策过程不会被少数国家所延迟，ESM 的投票规则在非常情形下可简化为 85% 的合格多数决策机制（该提议还需得到芬兰议会的确认）。

欧洲领导人也提出向 IMF 注入额外资金，保证债券持有人将来不会遭受更多的损失，以重振市场信心。欧盟各国中央银行将考虑，并将在 10 日内确认，是否向 IMF 提供最多 2000 亿欧元的资金，以保证 IMF 有足够的资源来应对危机。其中约 1750 亿左右来自于欧元区国家，剩余资金则来自于其他欧盟成员国。从某种程度上来说，这可看作为吸引非欧盟国家加入救助计划的举措。另外，欧盟领导人也再次确认要求债权人对希腊的债务减记 50% 是“一次异常事件（unique and exceptional event）”，以后也不会再发生在其他欧盟国家的债务问题上。这样做的目的在于重振投资者信心（希腊国债持有人被迫进行 50% 的债务冲销被广泛认为是欧债危机蔓延的原因之一）。

2. 部分提案未能通过

部分提议未获通过，提前运行的 ESM，其救助能力不会比 EFSF 高

此次峰会未就其他一些关键措施达成一致，而这些措施被一些投资者认为是很重要的。首先，ESM 的最大借贷能力维持在 5000 亿欧元不变，尽管各国领导人表示会在 2012 年 3 月重新考虑这一限制。其次，EFSF 和 ESM 同时运行的提议被否决了。最后，峰会没有通过授予 ESM 银行执照并允许其直接注资银行的提议。实际上，这意味着 ESM 最初成立时，其有效救助能力将不会比 EFSF 高。

¹ 所有 17 个欧元区国家同意加入新的财政协定，9 个非欧元区欧盟成员国，包括丹麦、立陶宛、拉脱维亚、波兰、罗马尼亚、保加利亚、瑞典和捷克，表示将在加入协定前先征求议会同意。

图表 10: EFSF 与 ESM

	EFSF	ESM
性质	私人公司	政府间组织
期限	2010年6月至2013年6月	永久机制，从2012年6月起运作
最大借贷能力	4400亿欧元	5000亿欧元（即EFSF的4400亿，加上EFSM的600亿）
资金结构	没有资金，但最高政府承诺担保为7800亿欧元	欧元区国家的认购资本为7000亿欧元，其中800亿欧元为预付资本，其他为承诺的可调用资金
功能	• 为所需资金发行债券 • 干涉一级债券市场 • 干涉二级债券市场 • 提供预防性借款 • 通过贷款给政府来给银行注资	与EFSF相同
债权人地位	与其他私人投资者一样	ESM贷款有优先债权人地位
杠杆化的选择	• 为新发债券提供担保（本金的20-30%） • 公共和私人资金都可与参与的共同投资基金	

资料来源：EFSF 网站、中金公司研究部

3. 接下来的局势？

欧央行的行动至关重要

接下来几周是关键时刻。市场对峰会的声明反应温和。股票市场小幅上扬，但问题是，欧元区国债收益率仍旧高企。现在要看的是欧央行是否会买峰会的账，从而大量购买政府债券。正如我们此前强调的，令人信服的财政协议和欧央行果断的行动，是说服标普推迟欧元区国家降级的两个不可或缺的因素。年底前任何重大的降级行为都可能令欧元区国债收益率大幅攀升，从而将一些欧洲银行置于险境。《金融时报》报道，德国商业银行，欧洲银行管理局认定的资金缺口最大的五家银行之一，有可能很快就会向政府寻求援助（图表 11）。

能熬过圣诞节，但明年第一季度也不容易。非常重要的一点是欧盟峰会所提议的措施要得到批准尚需时间。欧盟官员方面的消息称，加强财政一体化的措施最早要到明年 3 月才有实际的行动。ESM 的成立更是要到明年 7 月份。在此期间，欧盟领导人最大的希望是市场信心的恢复。如果欧央行果断扩大国债购买规模或者其他非欧盟国家基于双边的合作向 IMF 注资，市场信心有可能恢复。否则，欧洲银行危机进一步恶化仍然是大概率事件，全球金融市场将继续大幅波动。

图表 11: 银行的资金缺口

	此前估计	最新估计	差异
希腊	30	30	0
葡萄牙	7.8	7	-0.9
意大利	14.8	15.4	0.6
西班牙	26.2	26.2	0
法国	8.8	7.3	-1.5
德国	5.2	13.1	7.9
其他国家	13.7	15.8	2.1
总计	106.4	114.7	8.2

资料来源：欧洲银行管理局、中金公司研究部 注：注：资金缺口最大前五家银行是 Santander (153 亿欧元), UniCredit (80 亿欧元) and BBVA (63 亿欧元), Dexia (63 亿欧元) and Commerzbank (53 亿欧元)。

当欧元区显然需要外部资金才能解决目前的危机时，大型新兴市场国家作为最有可能的资金来源而受到关注。然而，近期的数据表明，新兴市场的增长也在放缓。事实上，巴西经济在 3 季度出现了收缩。从某种程度上来说，新兴市场国家经济放缓反映出这些国家之前紧缩政策的效果开始逐步显现。前瞻的看，国际经济形势对新兴市场国家的决策者提出了重要的挑战，即这些国家是否需要政策微调来应对全球经济放缓的负面影响。在这里，我们以巴西经济为例，对新兴市场经济体面临的形势进行分析。

巴西：3 季度经济负增长，但政策空间尚存

巴西三季度 GDP 负增长主要是因为内需下降.....

3 季度巴西经济收缩的原因主要在于内需下降，尤其是消费和政府支出的大幅减少。3 季度巴西实际 GDP 年化环比下降 0.2%，为 2009 年初以来首次单季度负增长。消费对 GDP 的贡献自 2008 年 4 季度以来首次跌入负数区间，政府财政支出也自 2009 年中以来首次拖累经济增长。此外，投资在 3 季度对经济增长的贡献率接近零。净出口对经济增长的贡献为 1.1%，为 2009 年中以来第二次上升至正数区间（图表 12）。

.....同时也反映了前期紧缩政策的累积效果

巴西经济放缓主要反映了前期紧缩政策的累积效果开始显现。今年早些时候，巴西央行因为通胀上行的压力先后 5 次提高政策利率，累计上调幅度为 1.75%。不但增加了居民企业的借贷成本，也引起热钱流入，导致巴西货币大幅升值，不利于出口增加。财政政策方面，2011 年巴西联邦财政预算减少约 500 亿雷亚尔。4 月份巴西政府还调高了对信用贷款的利率。这些措施给巴西内需带来负面影响。

受益于预防性的政策转向，巴西经济形势预计将有所好转。正是因为对经济放缓的担忧，尽管通胀仍高于目标区间上限，自 8 月底以来巴西央行已连续 3 次降息，将 SELIC 利率降至 11%。与此同时，巴西政府近期也采取了税收和信用措施来支持内需。11 月底，巴西宣布降低工业品税收（主要是白色电器）；提高家庭小额信贷纳税额的上限；将面粉类食品税收减免延期 1 年；降低涉及个人信贷（包括汽车贷款）的金融活动税；取消对外国投资证券 2% 的税收，而外国投资私人证券 4 年期以上需缴纳 6% 的税收也被取消。此外，最低工资标准在明年也将上调约 14%。这些措施预计将会在今后几个季度支持经济增长。

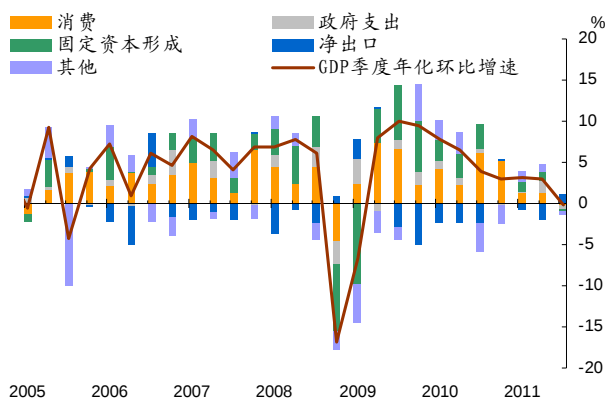
欧债危机时最大下行风险

但巴西经济还存在下行风险。首先，在全球经济放缓的背景下，净出口难以成为巴西经济增长的持续驱动因素，汇率下行对出口的支持更有可能逐渐被外需减弱所抵消。其次，商业和消费者信心近期有大幅下降（图表 13），显示出前期全球金融市场的大幅震荡以及外部经济放缓的负面影响。最后，房屋价格上涨过快，则是巴西经济的长期潜在威胁。其中欧债危机仍是目前最大的下行风险。如果欧债危机得不到及时妥善解决，明年对全球经济增长的负面影响将十分显著。

但巴西仍有较大财政和货币政策空间

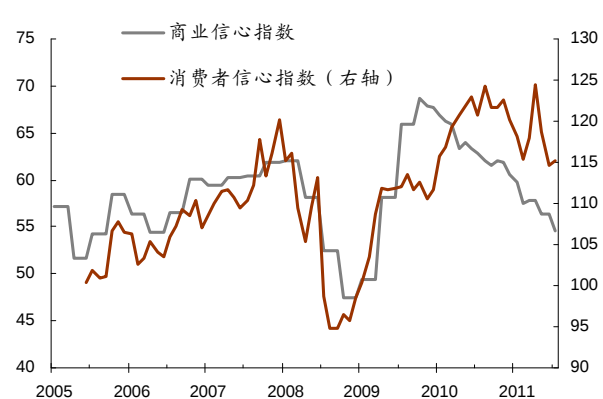
即便欧债危机恶化冲击全球经济增长，巴西仍有较大财政和货币政策空间来刺激经济。巴西央行的政策利率目前保持在高位，如有必要，还有很大下调的空间。不断积累的外汇储备也能够应付类似 80 年代债务危机时短期资本大量外流的情况（图表 14）。同时，巴西政府债务控制在历史较低的水平，财政赤字占 GDP 的比重也不大（图表 15）。如果未来出现负面冲击，巴西仍有较大的政策空间来刺激经济。此外，即将在巴西举行的 2014 年世界杯足球赛也将对内需产生一定的刺激作用。

图表 12: 巴西实际 GDP 增长各部门贡献率



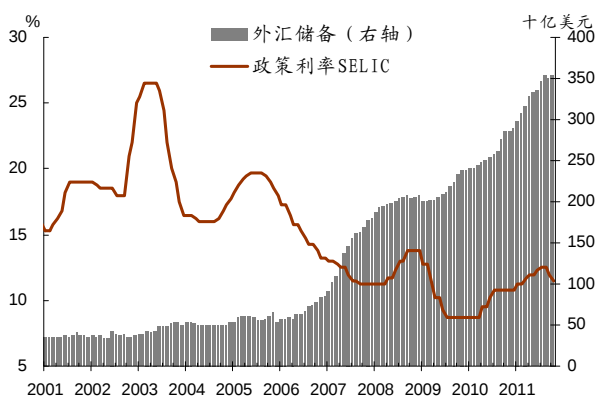
资料来源：IBGE、中金公司研究部

图表 13 巴西企业、消费者信心近期大幅下挫



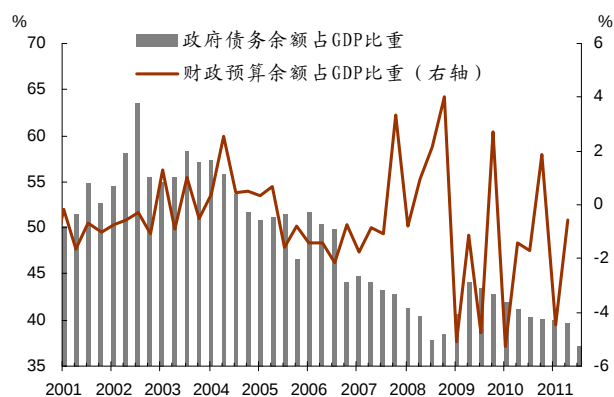
资料来源：巴西工业协会、中金公司研究部

图表 14: 巴西基准利率还有较大下调空间



资料来源：巴西央行、中金公司研究部

图表 15: 巴西财政状况良好，政策空间较大



资料来源：IBGE、中金公司研究部

上周美国数据回顾

- ▶ **美国服务业扩张或将放缓。**11 月份 ISM 非制造业指数连续三个月下跌至 52.0 (10 月为 52.9)，低于市场预期的 53.9。各分项中商业活动、新订单和价格指数均连续 28 月保持在 50 的扩张收缩线以上。就业指数从 10 月的高于 50 再次下降至 50 以下。出口新订单指数从 54.0 上涨至 55.5，进口指数则仍在 50 以下。ISM 非制造业指数连续 24 个月保持在 50 的扩张收缩线以上，尤其是新订单和商业活动的扩张势头已维持 28 个月，显示出美国服务业还有较大可能会维持目前的温和增长。但就业指数在今年第二次跌至 50 以下，反映出服务业就业强劲增长的趋势或将出现反复。价格指数在上个月的大幅上涨也将预示着服务业成本将面临上行压力。该指数已从 1 季度的平均接近 60 下滑到近 6 个月平均不到 53.0，11 月的 52.0 更是 2010 年 1 月以来的最低点，这些都预示着美国服务业扩张势头或将有所放缓。
- ▶ **消费者信心继续回升。**12 月消费者情绪指数从前期的 64.1 大幅回升至 67.7，高于市场预期的 65.8。其中预期指数大幅上升，从前期的 55.4 上升至 61.1。当前指数也有小幅改善，从 77.6 上升至 77.9。消费者对未来的预期出现较大的改善。但需要看到该指数仍低于年初时的水平，也显著低于长期平均的 86。只有就业市场的改善持续，并且配合相关政策的支持，美国私人消费才会继续支持美国经济的温和复苏。
- ▶ **10 月美国贸易逆差下降。**美国 10 月份贸易赤字为 435 亿美元，低于市场预期的 439 亿美元，也低于 9 月份修正后的 442 亿。进出口在 10 月份都出现了下降。出口总额下降 15 亿至 1792 亿美元，其中商品出口下降 15 亿美元至 1278 亿美元，主要集

中在工业供给和材料、消费品、食品饲料饮料、汽车零部件引擎。服务出口则保持在 514 亿美元。进口总额也下降 22 亿至 2226 亿美元，其中商品进口下降 22 亿至 1866 亿美元。消费品、资本品的进口增加被工业供给和材料、汽车零部件引擎的进口减少所抵消。服务进口保持在 361 亿美元不变。从对主要贸易伙伴的贸易数据来看，美国 10 月对加拿大的贸易逆差为 22 亿美元（9 月为 35 亿），对中国的贸易逆差保持在 281 亿美元不变，对日本的贸易逆差则上升为 62 亿美元（9 月为 52 亿）。对欧盟的贸易赤字亦上升至 80 亿美元（9 月为 64 亿）。往前看，全球经济存在的不确定性将在未来一段时间使得对美国商品和服务的需求保持疲弱。这些都反映出美国经济复苏短期内难以得到外需的支持，主要立足点还是需要放在提振内需上。

- **就业市场的改善仍在持续。**上周首次申请失业救济金人数为 38.1 万人，低于市场预期的 39.5 万，也低于前周修正后的 40.4 万。4 周平均则从前周的 39.625 万下降为 39.325 万。11 月 26 日结束该周的持续申请失业救济金人数为 358.3 万，低于前周的 375.7 万。4 周平均则从前周的 368.775 万下降为 366.725 万。**但在解读年末就业市场的数据需要保持谨慎。**通常年末就业市场的数据杂音较多，季节因素较难在数据中被完全剔除，年末企业招聘、解雇人员的模式通常与年中不尽相同。我们需要根据一段时间相关数据的变化趋势，而不是某一个时间点的数字，来判断就业市场的改善是否持续。

本周美国数据前瞻

本周美国将要公布的重要经济数据包括零售额、PPI、工业产值、费城联储商业前景调查和 CPI。下周美联储将举行 12 月份的 FOMC 会议，市场对美国货币政策走向也十分关注。

- 12 月 13 日（周二）美国统计局将公布 11 月零售额，市场预期中值为环比增加 0.6%，略高于 10 月的 0.5%。
- 12 月 15 日（周四）11 月美国 PPI 将发布。市场预期整体和核心 PPI 同比增速将保持不变，分别为 5.9% 和 2.8%，但环比增速将有所增加。
- 12 月 15 日（周四）美联储将公布 11 月工业产值。市场预期该指数将从前期的环比增加 0.7% 放慢至 0.2%。设备使用率将小幅上升 0.1% 至 77.9%。
- 12 月 15 日（周四）美联储将公布 12 月费城联储商业前景指数。市场预期该指数将从 3.6 上升至 5.0。

12 月 16 日（周五）11 月 CPI 数据将发布。市场预期整体和核心 CPI 同比将分别保持 3.5% 和 2.1% 的水平。从环比看，整体 CPI 将从 10 月的 -0.1% 反弹至 0.1%，而核心 CPI 将保持 0.1% 的增速。

图表 16: 海外主要经济指标

	2011-04	2011-05	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10	2011-11	2011-12	2010	2011E	2012E
美国												
经济增长												
GDP (年化环比, %)	-	-	1.3	-	-	2.5	-	-		3.0	1.7	2.0
通货膨胀												
CPI (同比, %)	3.2	3.6	3.6	3.6	3.8	3.9	3.5			1.6	3.0	2.0
核心CPI (同比, %)	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0	2.1			1.0		
PPI (同比, %)	6.6	7.1	6.9	7.2	6.5	6.9	5.9			4.2		
核心PPI	2.3	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5	2.8			1.2		
就业市场												
非农就业人数月度变化 (千人)	217	53	20	127	104	210	100	120		940		
私人部门	241	99	75	173	72	220	117	140		1173		
政府部门	-24	-46	-55	-46	32	-10	-17	-20		-233		
失业率 (%)	9.0	9.1	9.2	9.1	9.1	9.1	9.0	8.6		9.6	9.0	8.0-8.5
消费												
私人收入 (环比, %)	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4			3.1		
私人支出 (环比, %)	0.3	0.2	-0.2	0.9	0.2	0.7	0.1			3.5		
零售额 (环比, %)	0.2	0	0.2	0.4	0.3	1.1	0.5			6.4		
投资												
耐用品订单 (环比, %)	-2.5	2.0	-1.1	4.2	0.1	-1.4	-0.5			15.4		
住房建设投资 (环比, %)	0.7	2.5	1.5	-3.3	2.2	0.2	0.8			-10.4		
对外贸易												
出口 (同比, %)	19.3	15.6	13.5	15.0	15.0	16.0				16.8		
进口 (同比, %)	16.2	16.5	13.0	14.1	11.5	12.6				19.7		
余额 (十亿美元)	-43.6	-50.5	-52.1	-46.1	-45.3	-44.2				-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, %)	5.1	5.2	5.9	8.0	10.2	10.1	9.9					
欧元区												
GDP(环比, %)	-	-	0.2	-	-	0.2	-			1.8	1.6	-0.2
CPI (同比, %)	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5	3				1.6	2.7	1.8
核心CPI (同比, %)	1.6	1.5	1.6	1.2	1.2	1.6				1.0		
失业率 (%)	9.9	10.0	10.0	10.1	10.1	10.2				10.1	9.9	9.6
出口 (同比, %)	17.1	18.2	5.2	7.7	12.0	10.1				19.9		
进口 (同比, %)	20.5	15.4	4.2	9.2	10.6	8.2				21.9		
贸易余额 (十亿欧元)	-2.5	-1.2	-2.7	-3.1	-1.2	2.1				-8.5		
工业产出 (同比, %)	5.4	4.3	2.8	4.4	6	2.2				7.4		
PMI制造业指数	58.0	54.6	52.0	50.4	49.0	48.5	47.1	46.4				
PMI服务业指数	56.7	56.0	53.7	51.6	51.5	48.8	46.4	47.5				
欧央行主要再融资利率 (%)	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	0.50
M3 (同比, %)	1.9	2.3	2.0	2.0	2.8	3.0	2.6			2.0		
德国												
GDP(环比, %)	-	-	0.3	-	-	0.5	-	-		3.6	2.8	0.0
CPI (同比, %)	2.7	2.4	2.4	2.6	2.5	2.9	2.9	2.8		1.2	2.4	1.6
核心CPI (同比, %)	1.6	1.1	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3			0.6		
英国												
GDP(环比, %)	-	-	0.1	-	-	0.5	-	-		1.4	0.9	0.7
CPI (同比, %)	4.5	4.5	4.2	4.4	4.5	5.2	5.0			3.3	4.5	2.9
核心CPI (同比, %)	3.7	3.3	2.8	3.1	3.1	3.3	3.4			2.7		
日本												
GDP(年化环比, %)	-	-	-2	-	-	5.6	-	-		4.0	-0.4	1.3
CPI (同比, %)	-0.4	-0.4	-0.4	0.2	0.2	0	-0.2			-0.7	-0.2	-0.3
核心CPI (同比, %)	-1.1	-0.8	-0.8	-0.5	-0.5	-0.4	-1			-1.0		
香港												
实际GDP (同比, %)	-	-	5.3	-	-	4.3	-	-		7.0	5.4	4.4
CPI (同比, %)	4.6	5.2	5.6	7.9	5.7	5.8	5.8			2.4	5.2	4.3
政策利率 (%)	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, %)	-	-	7.7	-	-	6.9	-	-		8.5	7.5	7.7
WPI (同比, %)	9.7	9.6	9.5	9.4	9.8	9.7	9.7			9.6	9.1	6.9
政策利率 (逆回购利率, %)	5.75	6.25	6.50	7.00	7.00	7.25	7.50	7.50	7.50	5.25		
韩国												
实际GDP (同比, %)	-	-	3.4	-	-	3.5	-	-		6.2	3.8	3.9
CPI (同比, %)	3.8	3.9	4.2	4.5	4.7	3.8	3.6	4.2		3.0	4.3	3.1
政策利率 (%)	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	2.50		
台湾												
实际GDP (同比, %)	-	-	4.5	-	-	3.4	-	-		10.9	4.7	4.1
CPI (同比, %)	1.3	1.7	2.0	1.3	1.3	1.4	1.3	1.0		1.0	1.6	1.6
政策利率 (%)	1.75	1.75	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	1.63		

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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