

**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 19 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: S00805110100052
sunml@cicc.com.cn**赵雪**联系人, SAC 执业证书编号: S0080111100047
xue.zhao@cicc.com.cn

第 182 期

中国房地产投资面临下行风险 欧洲银行流动性紧张加剧

国内: 房地产投资面临下行风险

预计明年房地产投资增长 14.5%, 但是面临下行风险。主要风险因素在于, 土地购置可能大幅放缓, 以及房地产资金来源面临紧张。土地购置属于资产交易, 并不构成 GDP 中的投资, 对 GDP 增长影响小。房地产资金来源紧张是明年房地产投资下行的主要风险因素。从一般均衡角度看, 房地产投资放缓有利于降低其他行业的投资成本, 增加政策放松的空间。如果风险情形实现, 明年可能的政策组合是货币和财政放松配合抑制投资性需求的房地产调控政策。

紧承中央经济工作会议, 发展和改革会议召开, 发改委部署了明年的工作重点, 将稳增长、扩大内需作为首要工作, 同时对物价反弹保持警惕, 明年相关的价格改革措施将择机推出; 房地产调控政策则强调抑制投资性需求。

11 月央行公开市场操作和财政存款投放对流动性起到一定改善作用。12 月截至目前央行公开市场净回笼, 但考虑下调存款准备金率和财政投放, 12 月的流动性仍将继续改善。

国际: 欧洲银行流动性紧张加剧, 房市疲弱阻碍美国复苏

在市场和监管机构的压力下, 欧洲银行的流动性变得更加紧张, 很多欧洲银行正在加紧筹集资金并出售非核心资产。特别是美元流动性压力的加剧是由美国银行及货币市场基金提高对欧洲银行的风险评估导致的, 主要体现在美国货币市场基金减持欧洲银行资产, 美国银行也减少银行间贷款, 并大幅增加现金资产。

尽管一些银行已降低了对美元流动性的依赖程度, 但批发融资占总融资的比重仍旧维持高位。银行在第 3 季度还没有明显减小资产负债表的规模, 中长期融资占比下降的同时短期融资又有上升趋势。欧洲银行的去杠杆化进程还在起步之时, 市场对欧洲银行的信心难以在短期内反弹。因此, 欧洲银行的流动性紧张预计将会持续一段时间。

美国经济维持温和复苏, 2012 年增长的外部风险主要来自于欧洲形势的恶化, 内部风险则来自于房地产市场的疲弱。联储维持购买 MBS 支持房贷利率下行, 政府推出 HARP2.0 等配套措施支持房贷需求。如果社会安全税与失业救济的优惠能延期一年, 财政对 2012 年增长的拖累约 1%。

* 报告贡献人: 刘蓁、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 12 日：中国政策重心转向保增长，欧盟峰会之后前途依然坎坷
 12 月 14 日：货币政策转向影响显现——11 月份货币信贷数据点评
 12 月 14 日：2012 年经济工作基调：稳中求进——中央经济工作会议简评

本周主要经济数据及事件公布预告

12 月 20 日（星期二）：美国公布 11 月房屋新开工数据
 12 月 21 日（星期三）：美国公布 11 月成屋销售数据，马来西亚公布 11 月 CPI 数据
 12 月 23 日（星期五）：美国公布 11 月耐用品新订单数据；美国公布 11 月个人收入和支出数据，美国公布 11 月新屋销售数据，新加坡公布 11 月 CPI 数据

目录

国内：房地产投资面临下行风险.....	3
国际：欧洲银行流动性紧张加剧，房市疲弱阻碍美国复苏	8

图表

图表 1：房地产投资与施工面积相关性大	4
图表 2：资金来源影响土地购置面积.....	4
图表 3：资金来源增速低于开发投资增速	4
图表 4：按揭贷款增速负增长	4
图表 5：应付款增速接近前期高点	5
图表 6：房地产吸收就业人数多	5
图表 7：中央经济工作会议后出台的政府措施	7
图表 8：银行间市场利率近期有所回落	7
图表 9：国内主要经济指标	7
图表 10：欧洲主要银行的资本缺口和重组计划的最新进展	8
图表 11：美国货币市场外国银行商业票据存量（十亿美元）	9
图表 12：美国货币市场对美国国债和机构债券的敞口（占总管理资产的比重，%）	9
图表 13：美国商业银行的银行间贷款和现金资产总量（十亿美元）	9
图表 14：欧元/美元三个月期交叉货币掉期协议（基点）	9
图表 15：美国货币市场基金对欧盟四国的风险敞口（占总管理资产的比重，%）	10
图表 16：银行融资结构比较（占计息资本的比重，截至 2011 年 6 月）	10
图表 17：截至 2011 年 9 月银行对 GIIPS 的风险敞口（占一级核心资本金的比重，%）	10
图表 18：杠杆比率*	10
图表 19：美国就业市场维持小幅改善	11
图表 20：美国制造业信心回升	11
图表 21：美国房价未出现显著回升	12
图表 22：美国房贷利率下降，但需求仍然疲弱	12
图表 23：海外主要经济指标	15

国内：房地产投资面临下行风险

2012 房地产三问

中央经济工作会议针对房地产业的政策提法是“坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归”，显示中央政府对调控房地产态度坚决。自九月份以来，全国范围内房价出现松动，同时，房地产投资、房屋新开工面积以及土地购置面积的同比增速开始显著下滑，市场开始担忧明年房地产投资增速出现大幅下滑甚至负增长，并进而拖累经济增长和就业。我们在本期周报试图回答关于明年房地产的三个问题：1) 明年房地产投资增速可能下滑到什么程度？2) 明年房地产资金链断裂的风险有多大？3) 房地产投资下滑对就业的影响有多大？

2012 年房地产开发投资增速会下滑到什么程度？

预计明年房地产开发投资增速 14.5% 左右

我们预测 2012 年房地产开发投资增长 14.5%。历史数据显示，房地产投资增速与房屋施工面积增速高度相关（图表 1）。而当期施工面积约等于上期施工面积减去上期竣工面积加上当期新开工面积。今年房屋新开工面积中保障房占比约 47%；假设明年保障房新开工面积负增长 32%，商品房新开工面积负增长 15%，则明年房屋施工面积将增长 14% 左右。我们的假设意味着明年总的新开工面积增长-23%，低于 1996 年 2 月的-22.1%（全年-18.2%）和 2009 年 3 月的-16.2%（全年 12.5%）的历史低点，对于明年的新开工面积增速做了足够的负面估计，因此我们对明年房屋施工面积增速的预测置信度较高。按照图表 1 所揭示的房地产开发投资增速和房屋施工面积增速的关系，预计明年房地产开发投资增长约 14.5%。

土地购置萎缩，将构成房地产投资下行风险

土地购置增速存在较大不确定性，我们对房地产开发投资增速的预测存在下行风险。从历史数据看，房地产开发投资在 2009 年上半年曾经显著低于房屋施工面积增速（图表 1）。究其原因，主要由于当时土地购置投资出现了大幅负增长。而土地购置下降则主要受两个因素推动：1) 房地产开发资金来源紧张（图表 2）；2) 房价在 2008 年下半年呈现拐点，开发商对楼市普遍看空。如果明年的土地购置投资出现大幅的负增长，则房地产开发投资将再次出现显著低于施工面积增速的情况。目前房地产投资的资金来源也开始呈现紧张，同时，房价拐点初现，导致的结果是土地购置面积的增速出现大幅下滑。从目前土地购置面积的累积同比增速来看，已经呈现显著下降趋势，当月同比已经呈现大幅的负增长。可以预见，明年年初土地购置面积累计同比增速将呈现较大的负增长，因此明年年初房地产开发投资增速将位于较低水平，甚至个别月份出现负增长。从明年全年来看，如果土地购置费的增长达不到 16%，则我们的房地产开发投资增长 14.5% 的预测将难以实现。一个风险情形是明年土地购置费零增长，在此情形下，明年房地产开发投资增速将回落至 10% 左右，在翘尾因素的作用下，上半年尤其是一季度可能呈现负增长。

虽然土地购置费被统计为固定资产投资，其增速下降构成明年房地产开发投资增速的下行风险，但是土地购置并不是支出法 GDP 中所包含的投资活动，因此明年虽然房地产开发投资可能因为土地购置的下降而低于预期，但是对真正的投资和 GDP 的负面影响并没有那么大。

2012 年房地产投资资金链断裂的风险有多大？

资金链断裂对银行体系风险不大，但对房地产投资影响大

房地产投资资金链的断裂可能造成开发商被迫停建，导致房地产投资增速低于施工面积增速。同时，开发商的破产也会给银行体系带来一定的信用风险。截至今年三季度，房地产开发贷款余额为 34,287 亿元，占全部贷款余额比例为 6.5%，因此，房地产投资资金断裂对整体银行体系的风险尚不是很大；风险主要反映在房地产施工被迫停建，投资增速可能低于预期。

房地产资金来源增速下滑明显

房地产投资资金来源增速显著下降。房地产投资的资金来源主要有贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款以及应付款五个项目，其各项比例以自筹资金最多，定金及预收款次之。从增长来看，目前的资金来源累计同比增速 20% 并不算很低，但是大幅低于房地产开发投资增速（图表 3）。从当月同比增速来看，今年下半年以来成陡峭下滑态势，目前接近于零增长，明年年初房地产投资资金来源有可能位于接近零增长的低位。

资金来源揭示房企资金紧张程度高

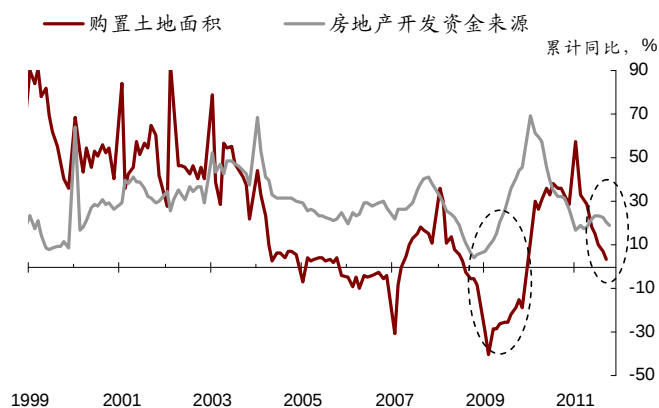
资金来源更多依赖自筹，应付款增长显著加快。从资金来源结构看，与年初相比，贷款比例从 22% 下降到 15%，自筹的比例则从 34% 上升到 41%，这与 2008 年四季度的情形类似。从增速来看，今年以来贷款增长一直维持较低速度，目前近乎枯竭，来自银行的贷款呈负增长，这比 2008 年 10 月的前期低点还要低。个人按揭贷款的增速，今年以来呈现负增长（图表 4），但是负增长的幅度要小于 2008 年下半年。随着房价拐点的出现，预计未来个人按揭贷款增速还将继续下降。值得注意的是，11 月应付款的累积同比增速达到 50%，当月同比高达 46%，过去两个月则在 60% 以上，与 2008 年 10 月的前期高点接近。应付款反映开发商的拖欠资金，因此其增速直接反映了开发商资金的紧张程度。应付款累计同比增速在 2009 年 3 月达到 58.9% 的前期高点时，土地购置面积增速处于 -40% 的低点，房地产开发投资累计同比增速也几乎处于低点（图表 5）。

图表 1：房地产投资与施工面积相关性大



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 2：资金来源影响土地购置面积



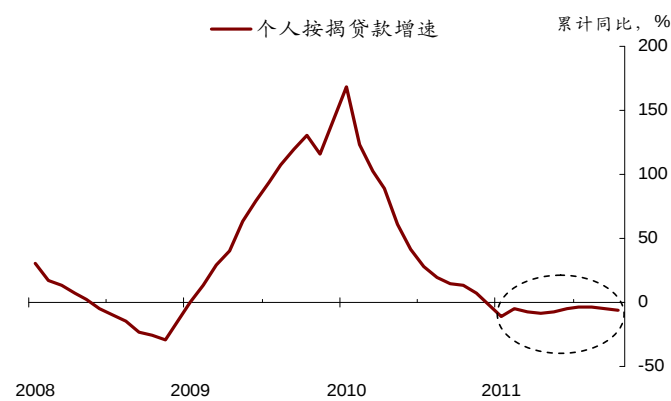
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 3：资金来源增速低于开发投资增速



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 4：按揭贷款增速负增长



资料来源：Wind、中金公司研究部

资金链偏紧，或拖累投资增速低于预期

宏观数据显示明年房地产开发投资将受到资金来源紧张的拖累，构成明年房地产投资增速低于预期的主要下行风险。目前房地产资金来源的构成和增速均与前期低点的 2008 年四季度类似，因此，资金的紧张程度也与当时近似。在上一轮周期中，资金紧张程度

在 2008 年四季度为最，房地产投资增速随之快速下滑，2009 年初达到低点。历史有可能重演，明年初的房地产投资可能将显著低于预期。但是，考虑到货币政策已经释放出总量宽松的信号，预计明年上半年央行将多次下调存款准备金率以缓解流动性偏紧的局面，房地产投资资金来源紧张的问题也将获得一定程度的缓解。

房地产对就业的影响有多大？

房地产就业占比高，但主要是吸收农村富余劳动力

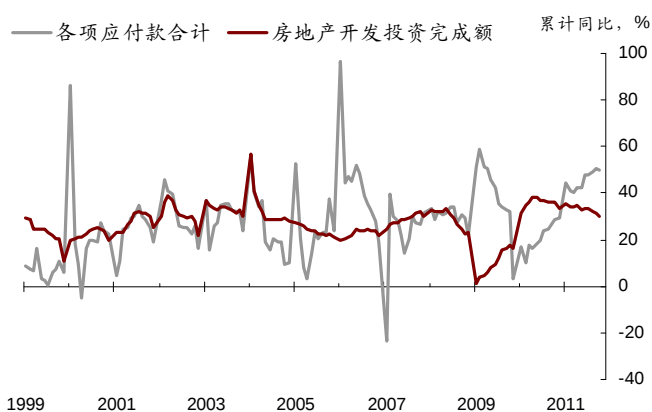
普查数据显示房地产对就业的影响较大。最新中国经济普查年鉴（2008 年）的数据显示，截至 08 年底，中国房地产业（包括房地产开发企业、物业管理企业、中介服务业、其它房地产业企业）的从业人员共计 552 万人，如果加上建筑业中与房屋工程建设相关的从业人员（2,533 万人），那么整个房地产业实际从业人数达 3,085 万人，相当于当年在岗的二、三产就业总人数（27,154 万人）的 11.4%，占当年全部从业人员比例 4.1%。从 2004 年的经济普查数据来看，2004 年房地产业从业人员 396 万人，建筑业中从事房屋工程建设从业人员 1,862 万人，二者合计占当年二、三产普查在岗从业人员 21,262 万人的比例为 10.6%，占当年全部从业人员比例为 3.0%。与其他行业比起来，房地产吸收的就业人数较多（图表 6）。但房地产吸引的就业有相当一部分是农村转移的富余劳动力；如果房地产投资增速放缓，更多体现为农村富余劳动力转移速度放慢，而不是城镇存量劳动力就业的失业。从这个角度看，政策只需要保证在建项目投资总体上顺利完工（不至于因为资金断裂而导致大面积的工程烂尾），就不会对就业产生很大的冲击。

风险情形下可能的政策组合

如果风险情形实现，明年可能的政策组合是货币和财政放松配合抑制投资性需求的房地产调控政策。

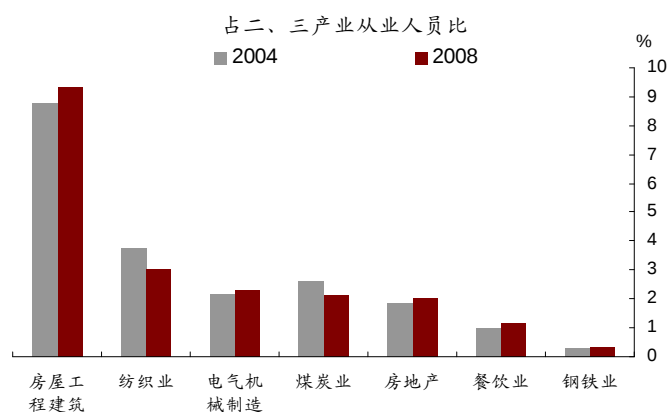
需要强调的是，上述分析主要是集中于房地产业的局部的静态分析，没有考虑到房地产投资放缓带来的价格调整和资源释放对其他行业投资带来的促进作用。近期 PPI 同比显著下降，季调后环比负增长，一定程度上是房地产投资增速放缓的一个结果。PPI 涨幅放缓降低了其他行业的投资成本，也带动通胀下行，从而给货币政策放松创造了空间。因此，从一般均衡的角度看，房地产投资的放缓、房地产的去泡沫化也给其他行业的增长创造了条件。如果明年风险情形实现的话，可能看到的将是货币政策和财政政策放松配合抑制房地产投资性需求的政策组合。

图表 5：应付款增速接近前期高点



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 6：房地产吸收就业人数多



资料来源：中国普查年鉴、中金公司研究部

发展和改革工作会议简评

继中央经济工作会议上周在京闭幕后，全国发展和改革委员会 12 月 16 日在北京举行，会议中强调要统筹兼顾长期发展政策与短期调控政策，防止经济出现较大波动，保障经济平稳发展（图表 7）。

通过扩内需，稳增长。投资重心集中于在建工程

稳增长，扩内需。会议提出保持经济平稳较快增长的关键是要扩大内需，增强国内需求的拉动作用。与中央经济工作会议相同，对扩大内需作为首要内容加以重视。同时会议强调要进一步落实和完善政策，培育消费热点，优化消费环境。体现出政府对于扩内需，稳增长的路径规划设计。投资方面，会议提出的优先顺序是：优先保障国家重点续建项目尤其是收尾工程，推进“十二五”规划确定的重大项目，加大对保障性安居工程、教育、卫生、水利等方面投入力度，重点支持“三农”、节能减排等领域基础设施建设。发改委作为投资政策主管部门，将明年的投资重心还是集中于在建工程、民生、节能减排等领域。这与我们在年报中判断的 2012 年基建投资略有加快、制造业投资减缓的方向是一致的。

稳物价仍是明年经济工作重点

控物价，保稳定。会议提出要继续把稳定物价总水平作为宏观调控的重要内容，进一步完善价格调控政策。并且特别指出明年物价上涨的压力依然较大，要通过建立健全稳价安民的长效机制，防止价格走势出现反弹。这说明政策当局在突出强调稳增长的同时，仍然把控制通胀作为下一步经济工作的重点，在经济增长不出现大的回落的情况下，政策不会大幅度宽松。与此对应，会议对于资源性产品价格、成品油和天然气价格、居民阶梯电价的重点领域的改革，则频繁使用“积极稳妥推进”、“择机推出”、“试点”等用语，说明面对 2012 年复杂的国内外经济形势，政府对于可能引致短期增长放缓和通胀反弹的长期改革措施施行仍然相当谨慎，明年经济体制改革将贯彻中央经济工作会议稳字当头的方针。

继续抑制房地产投资、投机性需求，同时鼓励发挥消费型需求来促内需

稳房价，促消费。对于房地产调控的方向，发改委除了继续强调严格执行抑制投机、投资性需求的政策措施的同时，也提出鼓励支持中小户型、中低价位的普通商品房建设，并且明确提出要贯彻施行首套自住普通商品住房贷款优惠政策，并把该政策与完善鼓励节能、节水、环保产品的消费政策，拓宽和开发消费领域，优化消费环境，积极发展网络购物等新兴消费业态等着力扩大消费的具体措施并列。这说明 2012 年房地产调控政策在坚持贯彻的同时，力图把投机、投资性需求和消费型需求加以区分，争取剔除投资性房地产泡沫，发挥房地产业通过扩大消费需求刺激内需的功能。

流动性偏紧局面得到一定程度缓解

11 月货币投放量加大

央行 11 月份公开市场净投放 1,580 亿元，较 10 月份增加近 700 亿元。同时还增加了国库现金存款的招标频率和规模，相当于再向市场投放 1,200 亿流动性。11 月份财政性存款减少 3,763 亿元，减少量是历年同期的最大值，而财政存款减少相当于向市场增加等量的流动性。这几项相加，相当于 11 月份流动性增加 6,543 亿元。如果不考虑外汇占款的变动，11 月份的 6,543 亿元是今年以来的最大投放量，反映政策当局运用多种手段，逐渐增加流动性供给。流动性的改善在 11 月 M2 增速中得到了反映。11 月 M2 环比增长 1.1%，较 10 月的同口径环比负增长显著回升；11 月 M2 同比增长 12.7%，如以老口径计，同比增速约 11.9%，较 10 月的老口径 12% 的同比增速仅下滑了 0.1 个百分点，前几个月 M2 快速下滑的态势得到了遏制。

12 月流动性投放也不会太低，近期银行间利率回落，反映流动性在改善

12 月份截至目前，央行净回笼资金 1,740 亿左右，12 月全月公开市场到期资金只有 800 亿左右。所以预计 12 月公开市场将维持净回笼状态。但 12 月 5 日下调存款准备金率大致可以释放流动性 4,000 亿左右。另外过去三年 12 月份财政存款平均减少 9,850 多亿元，预计今年 12 月份财政存款投放所释放出来的流动性，大致也会保持这个水平。所以综合看，12 月份投放的流动性也不会太低。银行间市场利率尽管绝对水平仍在高位，但已经显现逐渐回落（图表 8），反映政策微调后，对缓解流动性起到了一定作用。

图表 7: 中央经济工作会议后出台的政府措施

中央经济工作会议闭幕后政府部门出台的相关政策	
时间	内容
2011-12-15	财政部调整关税。2012 年我国将对 730 多种商品实施较低的进口暂定税率，平均税率为 4.4%，比最惠国税率低 50% 以上
2011-12-16	国务院常务会议讨论通过《促进就业规划（2011—2015 年）》。明确了“十二五”时期就业工作的主要目标：城镇新增就业 4500 万人，农业富余劳动力转移就业 4000 万人，城镇登记失业率控制在 5% 以内，社会保障制度覆盖所有劳动者，就业稳定性明显提高。
2011-12-16	国务院办公厅发布《关于加快发展高技术服务业的指导意见》。“十二五”期间，我国高技术服务业营业收入年均增长 18% 以上，到 2015 年发展成为国民经济的重要增长点。
2011-12-16	全国发改委会会议召开。明确明年主要经济工作重点：1、保增长；2、稳物价；3、抓好“三农”；4、调结构；5、节能减排；6、深化改革；7、促进对外经济；8、改善民生（巩固和扩大房地产市场调控成果）

资料来源：相关政府网站、中金公司研究部

图表 8: 银行间市场利率近期有所回落



资料来源：Wind、中金公司研究部

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	12.0
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	7.8
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	12.7
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	5,622
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	15.6
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	-	-

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：欧洲银行流动性紧张加剧，房市疲弱阻碍美国复苏

欧元区：欧洲银行美元流动性短缺的原因和影响

欧洲银行的财务状况，尤其是美元流动性紧张问题，仍旧堪忧

市场投资者仍密切关注欧洲银行的财务状况。一方面，市场和监管机构对银行重建资产负债表施加的压力越来越大，另一方面银行在融资市场的压力也不断上升。一些媒体¹甚至报道德国商业银行可能很快会向德国政府请求援助。除了意大利联合信贷银行的股东在 12 月 15 日批准高达 75 亿欧元的增发计划外，其他银行采取的更为普遍的策略是出售非核心的海外资产并减少对美元融资的依赖（图表 10）。根据市场信息，一些欧洲银行的海外业务主要通过美元融资。在目前的市场条件下，这些业务将首先被裁掉。重要的一点是，裁掉这些业务的决定并不会考虑业务获利情况，因此多数情况下将会使银行的长期利润受损。在此我们将讨论是什么原因导致了美元流动性的紧张，并探讨哪些欧洲银行在美元短缺的情况下更为脆弱。

图表 10：欧洲主要银行的资本缺口和重组计划的最新进展

	资本缺口*	重组计划的最新进展
德克夏	6.3	10月德克夏集团将其比利时分行出售给了比利时政府，同时正在出售其在卢森堡的业务。
法国巴黎银行	1.5	法巴银行计划在2013年1月之前将其美元融资需求减少600亿美元，以缩小其资产负债表。
法国农业信贷	0.0	农业信贷银行计划在2012年底之前将资金需求减少500亿欧元，并关闭其在21个国家的业务。
法国兴业银行	2.1	9月法兴银行宣布将加速减少美元资产，增加有担保的美元资金（如商业抵押支持债券回购协议等）和掉期协议的使用，减少对短期美元资金的依赖性。法兴银行还将在几个国家进行大幅裁员。
德意志银行	3.2	11月德银宣布将对其全球资产管理部门进行战略审查，除了银行的核心市场，如德国、欧洲和亚洲。
德国商业银行	5.3	11月德国商业银行宣布已经停止了与德国和波兰没有联系的所有新贷款业务，并已经加速出售非战略性资产，如特殊和项目融资的投资组合。
意大利联合信贷银行	8.0	联合信贷银行对自己的定位将从中东欧无可争议的领导者，转向该区域更值得选择的银行。这主要受到预期利润和融资能力下降的影响。
桑坦德银行	15.3	12月桑坦德将其哥伦比亚的分行以12亿美元的价格出售给了智利的CorpBanca银行，获得了6150亿欧元的资本收益，以加强其资产负债表。

资料来源：欧洲银行管理局、公司新闻稿 注：* 资金缺口由欧洲银行管理局公布，十亿欧元。

交易对手风险是美元流动性紧张的主因

交易对手风险的上升仍然是导致美元流动性紧张的主要原因。一般情况下，欧洲银行通过在美国发行商业票据、吸收存款或者在私人市场上通过回购协议的方式获得美元流动性。长期以来美国货币市场基金（money market mutual funds, MMFs）是这些交易的重要对手。与此同时，欧洲银行在美国的分支机构也可以通过银行间拆借市场获取美元。但是，当 2011 年初市场认为欧洲银行很脆弱的时候，以上的交易活动均显著下降。首先，外国银行发行的美国商业票据的存量从 2011 年 5 月以来下降到 1350 亿美元，降幅达 750 亿美元（图表 11）。其次，美国货币市场基金自从今年 5 月开始减少其对欧洲银行的风险敞口，相比之下货币市场基金持有的美国国债和机构债券占其管理资产的比例从 12.4% 升至近 20%（图表 12）。美国货币市场基金管理的资产约为 1.44 万亿美元，对美债持有比例提高了 7%，相当于增加了 1000 亿美元。此外，由于避险情绪的上升，从 2011 年年初以来美国商业银行现金资产显著上升，同时银行间贷款显著下降（图表 13）。银行间贷款总额几乎下降了 700 亿美元，而同期的现金资产增幅则超过 4000 亿美元。美元流动性的紧张意味着，在市场上进行的 3 个月欧元与美元互换交易中，欧洲银行必须支付约 1.4% 的风险溢价（图表 14）。

欧央行的作用有限

欧央行能够减轻，但没法消除美元流动性的紧张状况。欧央行和其他 4 家主要央行在 11 月底同美联储达成协议，将美元流动性互换利率下调至隔夜互换利率（Overnight Index Swap rate）加 50 个基点的水平。12 月初，34 家银行以 0.59% 的利率，从欧央行获取了

¹例如 “Commerzbank faces bail-out by state”, *Financial Times*, December 14, 2011 和 “Tightrope for Commerzbank”, *Wall Street Journal*, December 15, 2011.

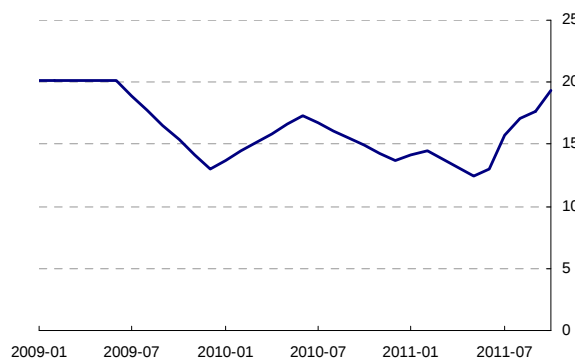
为期 84 天的总额为 510 亿美元的美元贷款。相比之下，前一次只有 4 家银行以 1.09% 的利率获取了 4 亿美元的贷款。虽然新的互换使欧洲银行能以更低的价格获取短期的美元流动性，但银行必须有合格的抵押品抵押给欧央行，才能从欧央行获取贷款，这或将限制银行获取美元流动性的能力。

图表 11: 美国货币市场外国银行商业票据存量(十亿美元)



资料来源：美联储

图表 12: 美国货币市场对美国国债和机构债券的敞口(占总管理资产的比重, %)



资料来源：Fitch Ratings

图表 13: 美国商业银行的银行间贷款和现金资产总量(十亿美元)



资料来源：美联储

图表 14: 欧元/美元三个月期交叉货币掉期协议(基点)



资料来源：Bloomberg

哪些欧洲银行受到美元短缺的影响最大？

法国银行受到的影响最大

在欧盟最大的四个国家（法国、德国、意大利和英国）中，法国银行看起来是美国货币市场基金撤退的主要目标。根据惠誉的调查，美国货币市场基金对法国银行的风险敞口从 2011 年 5 月的 15%（占总管理资产的比重），下降到了 10 月的 5.5%（图表 15）。货币市场基金对意大利银行的风险敞口已经减至零了，尽管 2010 年初的敞口本来就很低（占总管理资产的%）。德国银行业受到了一定影响，而英国银行受到的影响最小。

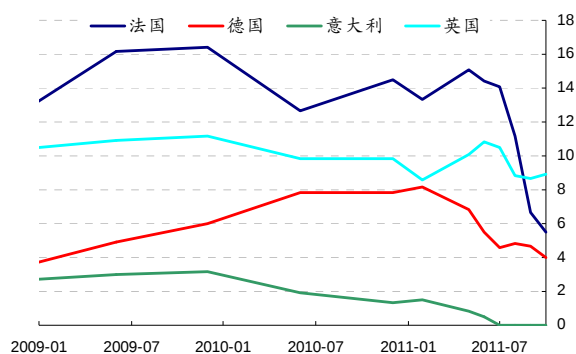
我们使用一个自下而上的方法也可以证明法国银行对美元融资的依赖性相对较高。我们通过分析这 4 个国家 7 家大型银行（巴黎银行、农业信贷、法兴银行、意大利联合圣保罗银行、意大利联合信贷银行、德国商业银行和汇丰银行）的资产负债表，获得了这些银行详细的融资结构数据。我们发现，在这 7 家银行中，汇丰的零售存款最多，截至 2011 年 6 月占银行融资总额的 66%。而其他 6 家银行，尤其是巴黎银行和法兴银行，对短期资金（如银行间借贷）的依赖程度很高。（图表 16）

法国银行对美元融资的敞口同样很高。一般来讲，欧洲银行的美元资金是通过短期借贷获得，这是最不稳定的资金来源。尽管相关数据非常有限，但银行的资产负债表显示，截至 2011 年 6 月，来自货币市场基金的资金占法兴银行总资金来源的 9%，占所有短期资金来源的 25%。法巴银行和农业信贷从货币市场基金借来的钱占其总短期资金的比重约为 15-20%。今年 6 月底，法兴银行从货币市场基金筹得了 720 亿欧元的资金，但仅一个半月的时间，这类资金就减少了 200 亿欧元，到 8 月 16 日只有 530 亿欧元了。

美元短缺的情况短期内不会改善

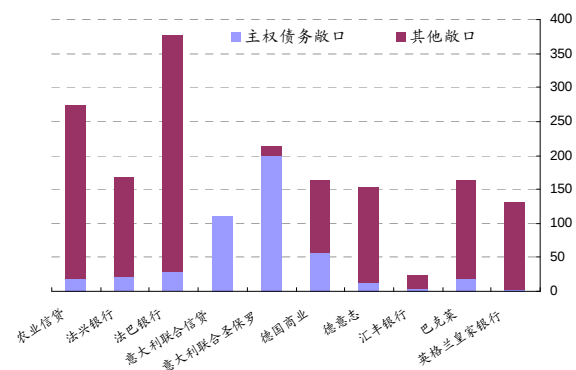
市场上美元短缺的情况短期内不会改善。正如上面提到的，对欧洲银行系统稳定性的担忧，是导致银行资金市场上美元短缺的主要原因。只要这些银行仍持有大量希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙（GIIPS）的国债，市场信心就不大可能恢复。图表 17 显示，法国银行对 GIIPS 的风险敞口仍旧是在欧洲银行中仍旧是最高的。同时，尽管欧洲银行 3 季报对融资数据的披露非常有限，但可以肯定的一点是去杠杆化还未发生（图表 18）。财务报表的数据显示，3 季度银行的杠杆比率不降反升，因为总资产的规模没有减小，而由于利润低股本也没有增加（部分是由银行降低 GIIPS 主权债务敞口导致的）。

图表 15: 美国货币市场基金对欧盟四国的风险敞口(占总管理资产的比重, %)



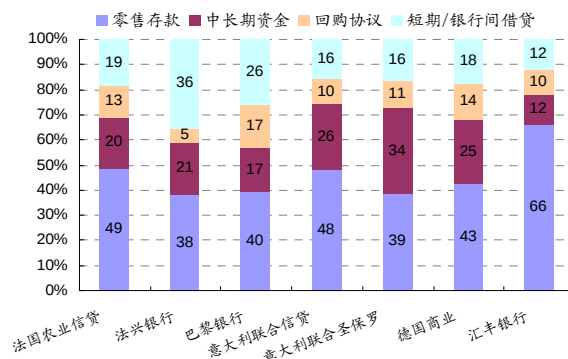
资料来源: Fitch Ratings

图表 17: 截至 2011 年 9 月银行对 GIIPS 的风险敞口(占一级核心资本本金的比重, %)



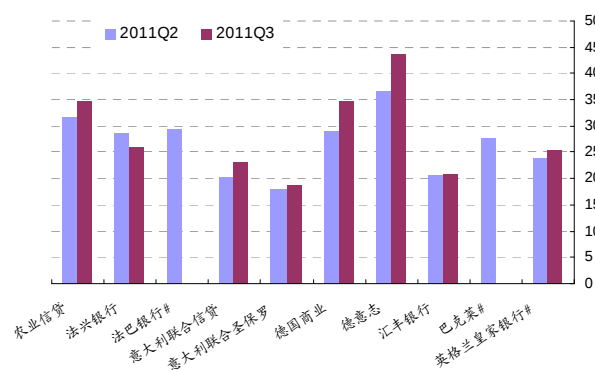
资料来源: 公司财务报表, 中金公司研究部

图表 16: 银行融资结构比较(占计息资本的比重, 截至 2011 年 6 月)



资料来源: 公司财务报表, 中金公司研究部

图表 18: 杠杆比率*



资料来源: 公司财务报表, 中金公司研究部 注: * 杠杆比率 = (总资产 - 商誉) / 有形股权; # 法巴银行和巴克莱 3 季报中没有公布资产负债表数据。

美国：2012 年增长内部障碍在房地产，外部风险在欧洲局势

1. 美国 2012 年增长的动能与障碍是什么？

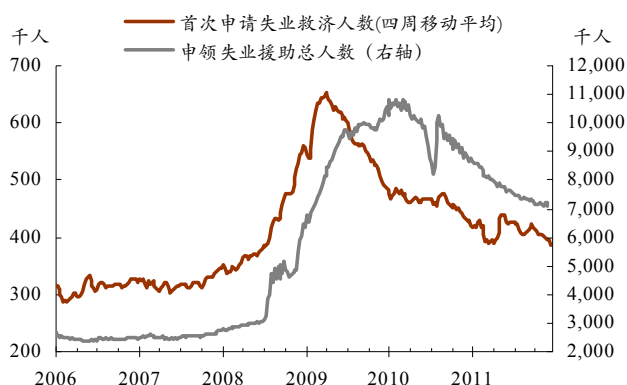
就业和制造业信心的改善，为经济温和复苏提供动能...

就业持续小幅改善、制造业信心继续回升，为 2012 年美国经济温和复苏提供动能。上周的经济数据支持美国经济内在动能在持续温和地复苏，主要表现在：就业市场小幅改善仍在延续，首次申请失业救济金人数 4 周平均值已连续 5 周在 40 万的关键水平以下，失业率也维持缓慢下降态势（图表 19）。同时，制造业信心出现回升，12 月费城联储制造业指数达到近 8 个月以来的最高点（图表 20）。

...但增长内部障碍在于房地产市场，外部风险来自于欧洲局势

美国 2012 年经济增长内部障碍在于房地产市场，外部风险来自于欧洲局势。目前来看，2012 年美国增长的内部障碍主要是疲弱的房地产市场，外部风险在于欧洲局势的恶化。2010 年对欧盟出口占美国总出口额的约 18%；2010 年美国持有对欧元区直接投资头寸近 1.4 万亿美元。此外，明年大选年两党斗争也将给美国经济带来巨大不确定性。本周周报我们着重讨论房地产市场疲弱以及财政不确定性对 2012 年美国增长的可能拖累。

图表 19：美国就业市场维持小幅改善



资料来源：美国劳工部

图表 20：美国制造业信心回升



资料来源：美联储

2. 房地产市场 2012 年拖累增长，有什么政策应对？

美国房地产市场去杠杆化过程仍在延续

房地产市场总体羸弱，2012 年房价筑底，长达五年的去杠杆过程仍在延续。目前美国的房地产市场总体羸弱（参见宏观周报第 178 期《意大利解危有赖新政，中国经济延续放缓态势》），从 4 月份到 9 月份，Case-Shiller20 价格持续下跌（图表 21）。同期因恐慌而抛售房屋（distressed sales）的比重在下降，本应产生的对房价上行压力并未得到体现。根据 Macro Market 房价调查，市场的中位预期是，2012 年末房价与 2011 年末基本相同。我们的判断是，房价 2012 年是筑底过程，下行空间已经很小，但上行动力仍然不足。这反映了长达五年（2007-2012）的去杠杆过程仍在延续。

房价下行空间小，但可能威胁美国经济复苏

即使空间较小，但房价下行仍可能威胁美国经济复苏。房价下行将从三个方面对美国 2012 年的增长形成威胁：作为中产阶级最重要的资产，房屋价值下降通过财富效应影响消费；房产是小企业贷款的主要担保物，房价下行增加这些企业的融资难度；同时房价下行减少物业税收入，迫使地方政府加大裁员和减支力度，影响政府开支。

联储继续购买 MBS 支持房贷利率下行

货币政策保持宽松，联储继续购买 MBS 支持房贷利率下行。有鉴于此，货币政策需要有所应对。上周的 FOMC 会议重申将目前的低利率保持到至少 2013 年中，继续实行扭曲操作至明年中，并继续将到期机构债和机构 MBS 再投资于机构 MBS。联储购买机构 MBS，支持房贷利率下行——自 9 月份以来，30 年期房贷利率已进一步下降约 11 个基点。（图表 22）

美国政府出台 HARP2.0 等措施鼓励房贷需求

配合房贷利率下行，美国政府出台 HARP2.0 等措施鼓励房贷需求。货币政策支持房贷利率下行，还需要有足够的房贷需求来配合，才能支持房地产市场。目前房贷需求还非常疲弱（图表 22）。为此，政府不久前出台的 HARP2.0（最早将在本月开始执行²）允许由政府机构发放或担保的房贷者，包括符合条件的负权益房贷借款人，以较低的市场利率进行再融资，希望藉此刺激房贷需求（详见宏观周报第 179 期《中国流动性稳中偏紧，欧美增长前景迥异》）。

若房地产相关措施见效，将支持经济复苏

如果上述措施见效，将支持 2012 年美国复苏。如果上述措施成功，房贷利率继续下降，房贷需求持续上升，居民部门将节约房贷开支，其中部分可以转化为消费，从而支持经济增长。同时这些措施也有助于减少房贷违约，阻止新法拍屋的增加。据 CBO 的估计，明年 HARP2.0 可能节省居民房贷约 74 亿美元，避免 11.1 万笔房贷违约（占全部逾期房贷总数的 2.8%）³。

3. 财政会多大程度上影响 2012 年增长？

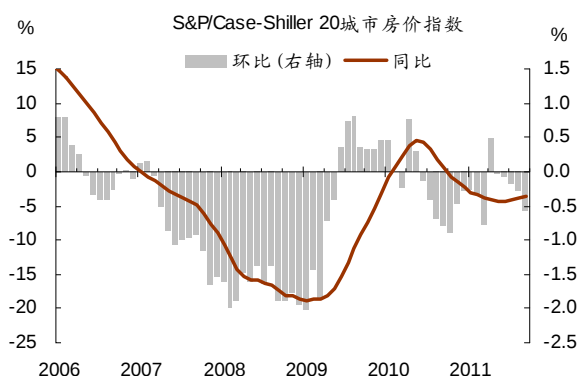
两党基本达成明年财政预算...

两党基本达成 2012 年度财政预算，避免政府被迫关门。两党于上周通过了金额约 1 万亿美元的 2012 年度财政预算，奥巴马亦表示支持，将保证联邦政府在 2012 年财政年度不会出现因为缺乏资金而被迫关门的情形——相对今年美国 3 次出现政府几乎被迫关门，极大扰乱市场信心的情形来说，这是非常积极的信息。

...但明年财政政策对美国经济的支持作用将会减弱

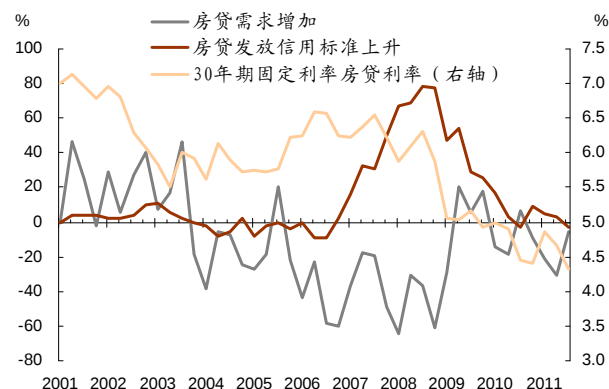
但明年财政政策对美国经济的支持作用将会减弱。2012 年是美国的大选年，两党之间的斗争增加了 2012 年财政政策的复杂性与不确定性。根据国会办公室的估算，2012 年美国财政赤字占 GDP 比例预计将减少 2.3 个百分点，来源既包括随经济复苏自动实现的部分⁴，也含有政策变化主动实现的部分⁵。

图表 21：美国房价未出现显著回升



资料来源：Haver Analytics, 中金公司研究部

图表 22：美国房贷利率下降，但需求仍然疲弱



资料来源：美联储

2012 年财政对经济增长的支持最多可减弱约 2%

与今年相比，2012 年财政对美国经济的支持最多可减弱约 2%。2012 年财政对美国经济的支持减弱主要来自三个方面：第一，社会安全税与失业救济延长的优惠政策到期（对 GDP 增长拉动作用减少约 0.9%）；第二，中期财政预算平衡需要减少部分政府支出（拖累 GDP 增长约 0.2%）；第三，奥巴马刺激计划部分条款将过期——按这部分对经济拉动作用减少 1%计，2012 年财政对美国经济的支持减弱最多可达约 2%。

² HARP2.0 的具体执行时间由各房贷提供商自行决定，有部分房贷提供商表示最快可在本月开始执行 HARP2.0 的条款，对向其借款的房屋所有者提供再融资服务。

³ Remy M., Lucas D. and Moore D., 2011, An Evaluation of Large-Scale Mortgage Refinancing Programs, CBO Working Paper 2011-4.

⁴ 个人与企业所得税随经济增长增加约 1% 的 GDP，军事与非军事开支总额固定，随 GDP 增长占比减少 0.9%

⁵ 如社会安全税减免过期增加税收占 GDP 的 0.5%，失业救济时间延长到期减少支出占 GDP 的 0.4%，政府开支上限减少政府支出占 GDP 的 0.2%

社会安全税减免等措施的不确定性或威胁经济复苏

社会安全税减免有望延长，但期限未定仍威胁美国经济复苏。国会正在讨论延长社会安全税减免，目前两党都同意有必要继续延长该税收减免，并已基本同意将达成短期协议延期至少 2 个月（奥巴马提议延期一年）。目前两党的分歧还是在于如何为税收减免延期提供资金。如果社会安全税减免延长一年，失业救济继续延期，那么财政对经济增长的支持可能只减弱 1% 左右。

上周美国数据回顾

- ▶ **美国消费增长放缓。**11 月美国零售额环比增长 0.2%，低于市场预期的 0.6%，也低于 10 月修正后的 0.6%。增长较多的分项主要来自于电子和小电器商店（环比增加 2.1%）、汽车零部件（环比增加 0.5%）和成衣及饰品（环比增加 0.5%）。除掉汽车及零配件的核心零售额环比增长 0.2%，近期美国居民收入增长低于消费增长，居民储蓄率下跌，都可能对今后几个月的消费增长产生下行压力。但随着近期劳动力市场的小幅改善继续，美国居民收入增加，消费也存在上行压力。整体来看，美国消费保持增长，虽有小幅放缓，并不会改变美国经济温和复苏的态势。
- ▶ **工业产值意外下降，主要受短期因素的影响。**11 月美国工业产值环比下跌 0.2%，低于市场预期的 0.1%。这也是今年 4 月以来该指数首次下跌。制造业环比下降 0.4%，主要包括汽车业和电子产品业。产能利用率保持 77.8% 不变，仍然为 2008 年 7 月以来最高点。从分项来看，下降最多的来自于汽车和电脑电子产品，受泰国洪水的负面影响较为明显。但今日公布的纽约及费城联储制造业指数创新高以及 ISM 制造业指数仍在扩张区间，在短期影响逐渐消退后，未来一段时间美国制造业的扩张势头持续的可能性较大。
- ▶ **就业市场的小幅改善仍在持续。**上周首次申请失业救济金人数为 36.6 万人，低于市场预期的 39.0 万，也低于前周修正后的 38.5 万。4 周平均则从前周的 39.425 万下降为 38.775 万。12 月 3 日结束该周的持续申请失业救济金人数为 360.3 万，高于前周的 359.9 万。4 周平均则从前周的 367.125 万下降为 366.625 万。首次申请失业救济金人数降至 2008 年 3 月以来的最低点，显示出就业市场的小幅改善，我们在解读相关数据的时候仍需保持谨慎。
- ▶ **通胀仍在逐步放缓。**11 月美国 CPI 同比增加 3.4%，为 5 月份以来的最低点；环比则录得零增长，略高于 10 月的 -0.1%。除去食品和能源的核心 CPI 通胀同比为 2.2%，高于 10 月的 2.1%，维持了今年以来的小幅上升势头；环比增长为 0.2%，略高于 10 月的 0.1%。从分项来看，核心通胀上行的势头可能将逐步放缓。原因在于此前上涨较快的汽车价格已出现回落，衣物价格也将随着大宗商品棉价格继续下跌而将逐步回落。11 月美国 PPI 环比上升 0.3%（10 月为 -0.3%），高于市场预期的 0.2%。同比增长为 5.7%，为今年 3 月以来的最低值。核心 PPI 环比增长 0.1%，高于 10 月的 0.0%。核心 PPI 同比增长为 2.9%（10 月为 2.8%）。通体来看，随着食品能源价格的继续回落，美国整体通胀继续放缓的可能性较大。
- ▶ **10 月份多国减持美债。**美国财政部公布的最新数据表明，10 月外国持有的美国国债在连续第二个月上升后下跌，至 4.66 万亿美元（外国央行减持了 220 亿美元的美债）。分国家看，中国在 10 月减持美国国债 142 亿美元（今年第 3 次），持有总额降低至 1.13 万亿美元。日本则连续 4 个月小幅增持美国国债至 9790 亿美元。英国则结束之前 14 个月的增持趋势，10 月减持 132 亿美债，总持有额降至 4084 亿美元。此外巴西、德国和法国也增持了美国国债。俄罗斯、印度以及石油输出国等国家则继续减持美国国债。欧元区国家（如德法）在欧洲形势不明确的大背景下，仍然增持了美债，反映出这些国家投资者的避险需求。

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 3 季度 GDP 终值、新屋开工数、成屋销售量、消费者情绪指数、耐用品新订单数量、个人消费与支出以及新屋销售量。

- ▶ 12 月 20 日（周二）美国将公布 11 月新屋开工数，市场预期中值为 63 万，略高于 10 月的 62.8 万。建筑许可数预计将从 10 月的 65.3 万降至 63.3 万。
- ▶ 12 月 21 日（周三）11 月成屋销售量将发布。市场预期中值为 506 万，高于 10 月的 497 万。
- ▶ 12 月 22 日（周四）BEA 将公布 3 季度 GDP 终值。市场预期与此前公布的修正值相同，年化环比增速为 2.0%。
- ▶ 12 月 22 日（周四）12 月密西根大学消费者情绪指数将发布。市场预期该指数将从前期的 67.7 继续回升至 68.0。
- ▶ 12 月 23 日（周五）美国将发布 11 月耐用品新订单数量，市场预期中值为环比增加 2.1%，高 10 月的环比-0.7%。核心耐用品新订单数预计将从 10 月的环比增加 0.7% 下幅下降至 0.4%。
- ▶ 12 月 23 日（周五）11 月个人消费与支出数据将发布。市场预期个人收入环比将增加 0.3%，略低于 10 月的 0.4%；个人支出环比增速为 0.3%，高于 10 月的 0.1%。
- ▶ 12 月 23 日（周五）美国将公布 11 月新屋销售数据，市场预期中值为 31.3 万，高于 10 月的 30.7 万。

图表 23: 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	3.4		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	2.2		1.0		
PPI (同比, %)	6.6	7.1	6.9	7.1	6.5	6.9	5.9	5.7		4.2		
核心PPI	2.3	2.1	2.3	2.7	2.5	2.5	2.8	2.9		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	1.3	0.6	0.2		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	12.3			16.8		
进口 (同比, %)	16.2	16.5	13.0	14.1	11.5	12.6	11.9			19.7		
余额 (十亿美元)	-43.6	-50.5	-52.1	-46.1	-45.3	-44.2	-43.5			-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	9.8				
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	3	3		1.6	2.7	1.8
核心CPI (同比, %)	1.6	1.5	1.6	1.2	1.2	1.6	1.6	1.6		1.0		
失业率 (%)	9.9	10.0	10.0	10.1	10.1	10.2	10.3			10.1	9.9	9.6
出口 (同比, %)	17.1	18.1	5.2	7.6	11.9	9.9	6.6			19.9		
进口 (同比, %)	20.5	15.3	3.9	9.1	10.3	8.0	8.4			21.9		
贸易余额 (十亿欧元)	-2.5	-1.1	-2.3	-3.1	-1.0	2.2	0.3			-8.5		
工业产出 (同比, %)	5.4	4.3	2.8	4.4	6	2.2	1.3			7.4		
PMI制造业指数	58.0	54.6	52.0	50.4	49.0	48.5	47.1	46.4	46.9			
PMI服务业指数	56.7	56.0	53.7	51.6	51.5	48.8	46.4	47.5	48.3			
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	1.2		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	4.8		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	3.2		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	10.0	9.7	9.1		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