

2012 年国际宏观经济形势展望

2011 年 12 月

全球经济面临重大不确定性 政策因素引领市场走向

报告摘要:

太平洋证券股份有限公司
已获业务资格: 证券投资咨询

宏观高级分析师: 李爱敏

电 话: 010-8832 1913

Email: liam@tpyzq.com.cn

执业证书编号: S1190511040002

- ◆ **欧洲主权债务危机进一步恶化。**欧元区受到主权债务危机波及的国家范围进一步扩大; 银行受到波及, 市场对欧洲银行业信用风险的担忧程度比雷曼倒闭时更为严重。2012 年 1 季度为欧洲重债国的债务集中清偿期, 若没有得力的政策措施出台, 巨大的债务清偿压力可能给资本市场带来新的冲击。
- ◆ **金融系统对实体经济的支撑转差。**欧元区重债国公开市场融资成本攀升, 股票市场震荡剧烈, 欧洲银行间短期流动性紧张, 金融系统对实体经济的支撑转差。
- ◆ **美债问题是市场面临的潜在风险。**国际三大信用评级机构对美国的主权信用评级展望全部为负面, 一旦美国财政政策出现超预期收紧, 必将会拖累美国经济增长并构成 2012 年全球经济运行的重大不确定性因素。
- ◆ **实体经济。**在欧洲主权债、欧洲银行业不出现无序重组和美国财政不出现超预期收紧的前提下, 2012 年 1 季度欧洲经济将出现轻微衰退, 欧元区经济 2012 年全年处于衰退的边缘。2012 年美国继续温和复苏, 季度增速前低后高。尽管新兴经济体经济增长速度放缓但依然是全球经济增长的主要驱动力。
- ◆ **外部需求疲软负面影响我国出口。**欧洲经济处于衰退的边缘、美国经济温和复苏、新兴经济体增速高位放缓将负面影响我国出口。我国在稳步推进出口市场多元化战略, 但这无法抵消欧美经济疲软对我国出口的负面影响。2012 年净出口对我国经济增长贡献为负。
- ◆ **政策因素引领 2012 年全球经济走向。**主要经济体政府将刺激经济增长作为决策首要考虑的因素。欧洲主权债务危机和美国财政政策是左右 2012 年全球经济运行态势的两个重大不确定性因素。欧洲主权债务危机的演变取决于欧盟、欧洲央行、欧元区各国政府以及国际社会所采取的救助政策是否及时、充分和得当。我们对 2012 年经济进行预判的基本假设前提是欧洲主权债务和欧洲银行不会出现无序重组、美国财政不会超预期收紧。一旦政策失误使欧洲主权债和欧洲银行出现无序重组, 2012 欧元区经济将陷入深度衰退, 全球经济将受到巨大冲击, 此情形为极端假设情形。一旦美国财政超预期收紧, 美国经济受到拖累、全球经济也将会受到影响。由于历史上仅出现极少量的货币因危机而消亡的案例, 欧元区解体对全球经济的巨大冲击难以预测, 欧元区解体的情形不被考虑在内。此外, 2012 年是诸多国家的大选之年, 政府更替导致的政策不确定性增强和大选之前的政治博弈也是市场面临的另一个不确定性因素。
- ◆ **风险提示:** 政策失误使得欧洲主权债务出现无序重组, 美国财政政策收紧超预期, 突发事件改变经济运行轨迹。

目录

一、 欧洲主权债务危机进一步恶化、金融系统对实体经济支撑转差.....	4
(一) 欧债危机蔓延：欧元区受到主权债务危机波及的国家范围进一步扩大	4
(二) 欧债危机深化，银行受到波及.....	6
1. 市场对欧洲银行业信用风险的担忧程度比雷曼倒闭时更严重	6
2. 银行业对欧洲主权债的风险敞口主要集中在欧洲，美国和日本银行业有少量的风险敞口	6
(三) 欧洲重债国 2012 年偿债压力巨大，1 季度为密集还款期	7
(四) 资本市场反应强烈，金融系统对实体经济的支撑转差	9
1. 国债市场：欧元区重债国国债收益率攀升，公开市场融资成本上扬	9
2. 股票市场震荡加剧，风险偏好下降	11
3. 欧洲银行间短期流动性紧张	11
4. 金融系统对实体经济的支撑转差	12
二、 美债问题——市场面临的潜在风险	13
三、 实体经济运行	14
(一) 欧元区经济：处于衰退的边缘	14
(二) 实体经济之美国经济：2012 年继续温和复苏，季度增速前低后高	16
1. 美国经济 2007 年危机之后的反弹力度远低于 1948 年以来历次经济危机过后美国经济平均反弹力度 ..	16
2. 2012 年美国经济将继续温和复苏，2012 年实际 GDP 增速 2.5% 左右	19
(三) 实体经济之新兴经济体：增速高位放缓	20
(四) 外需疲软负面影响我国出口	21
四、 政策因素引领 2012 年全球经济走向	23
(一) 政策更加注重经济增长	23
(二) 欧洲主权债务危机的走向在很大程度上取决于欧盟、欧洲央行以及国际社会所采取的救助政策	24
1. 希腊 2012 年退出欧元区概率不大，前提是希腊政府继续在欧盟认可的框架内执行紧缩财政政策和相关改革措施	25
2. 欧洲主权债务危机的走向取决于救助措施能否使资本市场重拾对欧洲政府信用状况的信心	25
(三) 美国财政超预期收紧将拖累 2012 年美国经济增长并构成 2012 年全球经济运行的重大不确定性因素 ..	27
(四) 2012 年是大选之年，政府更替是影响市场走势的另一个不确定性因素	27
小结	28

图表目录

图表 1: 欧元区 5 年期主权债 CDS 利差超过 200 个基点的国家及其债务规模 (占比)	4
图表 2: GDP 占欧元区 60% 的国家受到了主权债务危机的波及	5
图表 3: 银行 5 年期 CDS 合约利率 (年率) (美国、欧元区、英国)	6
图表 4: 欧洲银行业持有大量的本国国债	7
图表 5: 希腊、意大利、葡萄牙、爱尔兰、西班牙、比利时、法国 2011、2012 年偿还债券、贷款本金规模对比	8
图表 6: 2012 年各月意大利、希腊偿债压力 (到期债券、贷款的本金)	8
图表 7: 2012 年各月比利时、爱尔兰偿债压力 (到期债券、贷款的本金和利息)	9
图表 8: 2012 年各月西班牙、葡萄牙偿债压力 (到期债券、贷款的本金和利息)	9
图表 9: 希腊 10 年期国债收益率、法国与德国 10 年期国债收益率之差	10
图表 10: 西班牙、意大利 10 年期国债收益率	10
图表 11: 西班牙、意大利、葡萄牙、法国、德国 10 年期国债收益率	10
图表 12: 欧元区、美国 VIX 指数	11
图表 13: 美国、欧元区、日本和英国的三个月期 LIBOR-OIS	12
图表 14: 欧洲银行业取得美元流动性的融资成本 (反向指标)	12
图表 15: 美国、日本和欧元区的金融状况指数	13
图表 16: 美国政府债务占 GDP 的比重	14
图表 17: 欧元区、德国、法国、西班牙、意大利实际 GDP 季度环比增速	15
图表 18: 欧元区失业率	15
图表 19: 希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利、西班牙失业率 (季度)	15
图表 20: 欧洲制造业 PMI 指数	16
图表 21: 德国、欧元区 ZEW 投资者信心 (预期) 指数	16
图表 22: 美国 2007 年金融危机与 1948 年以来历次经济危机实际 GDP 衰退、复苏程度对比	17
图表 23: 美国 07 年金融危机与 1948 年以来历次经济危机就业市场受损、复苏程度对比	18
图表 24: 美国实际 GDP 与潜在 GDP 对比	18
图表 25: ISM 美国制造业 PMI 指数以及制造业“新订单指数-库存指数”	19
图表 26: 美国当周初次申请失业救济人数 (季调)	20
图表 27: 印度、巴西、俄罗斯、中国制造业 PMI 指数	20
图表 28: OECD 国家与非 OECD 国家对全球经济增长的贡献 (%)	21
图表 29: 2011 年 1-10 月份我国出口部分国家 (地区) 累计同比增速	22
图表 30: 对欧美日出口在我国出口额中占比 (%)	22
图表 31: 我国进口额、出口额同比增速 (2007.12-2011.10)	22
图表 32: 我国贸易顺差当月同比增速 (2007.12-2011.10)	23
表格 1: 欧元区、法国、德国、英国、美国、日本银行业对希腊等国的风险敞口	7
表格 2: 1948 年以来美国历次经济危机起止及持续时间	17
表格 3: 各国政策更加偏重刺激经济增长	23
表格 4: 欧元区主权债务无序重组蔓延的情形假设下, 全球经济将受到的影响 (与基准假设情形相比)	26
表格 5: 2012 年部分国家 (地区) 大选时间	27

一、欧洲主权债务危机进一步恶化、金融系统对实体经济支撑转差

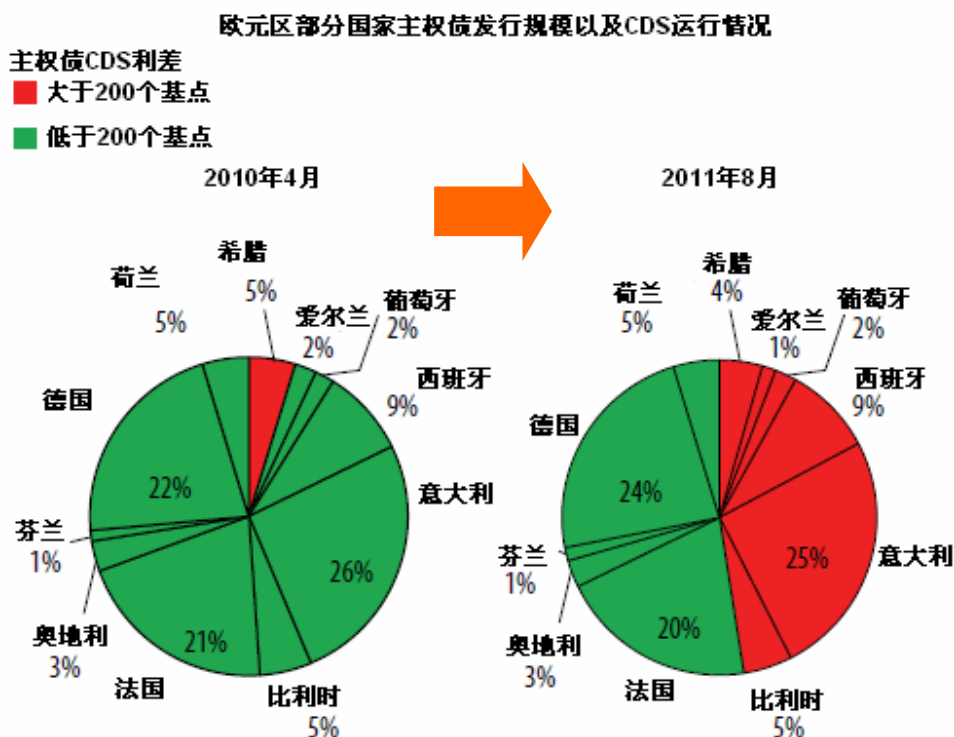
欧债危机影响范围进一步扩大，欧元区受到主权债务危机波及的国家范围进一步扩大；欧债危机深化，银行受到波及，市场对欧洲银行业信用风险的担忧程度比雷曼倒闭时要严重得多，银行业对欧洲主权债的风险敞口主要集中在欧洲，美国和日本有少量的风险敞口。希腊和意大利在 2012 年 1 季度偿债压力巨大，2012 年 1 季度资本市场将会比较敏感。资本市场反应强烈，金融系统对实体经济的支撑转差。

(一) 欧债危机蔓延：欧元区受到主权债务危机波及的国家范围进一步扩大

欧盟截止目前所采取的救助措施并没有有效地阻止欧洲主权债务危机的蔓延，受到波及的欧元区国家数量日益增多，欧债危机从希腊、爱尔兰和葡萄牙扩散至西班牙、意大利（欧元区第三大经济体同时也是欧元区未偿还债务最多的国家）、比利时，随着资本市场恐慌情绪的蔓延，欧元区第二大经济体法国也因为施救其他重债国以及本国经济增长疲软受到拖累。

截止 2011 年 11 月份，欧元区国家只有德国、芬兰和荷兰的主权债 CDS 处于较低的水平。以主权债 CDS 利差超过 200 个基点作为衡量标准，发债量占欧元区 70%、GDP 占欧元区 60% 的国家受到了主权债务危机的波及。GDP 主权债 CDS 处于高位表明市场担忧发债国政府信用风险。更多的欧元区核心国家主权债风险上扬提高了救助的难度。

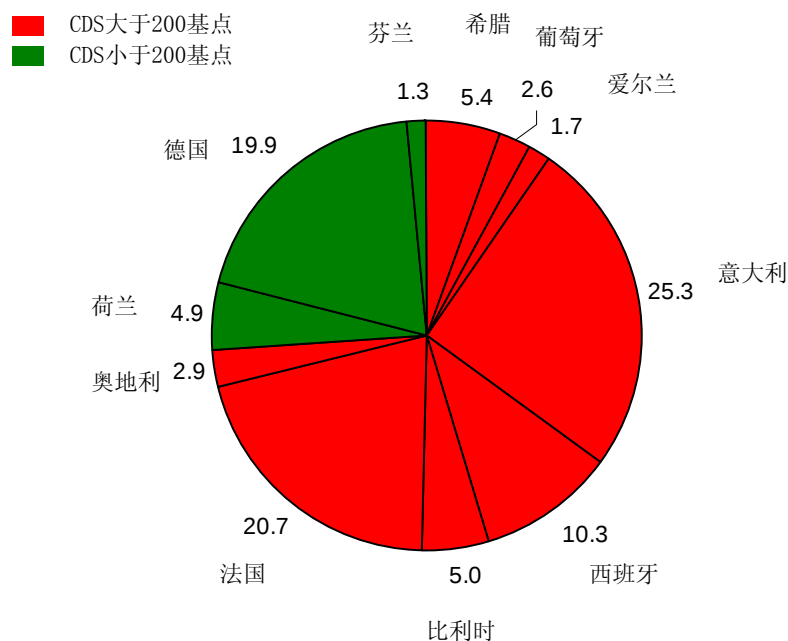
图表 1：欧元区 5 年期主权债 CDS 利差超过 200 个基点的国家及其债务规模（占比）



来源：IMF、BIS、太平洋证券

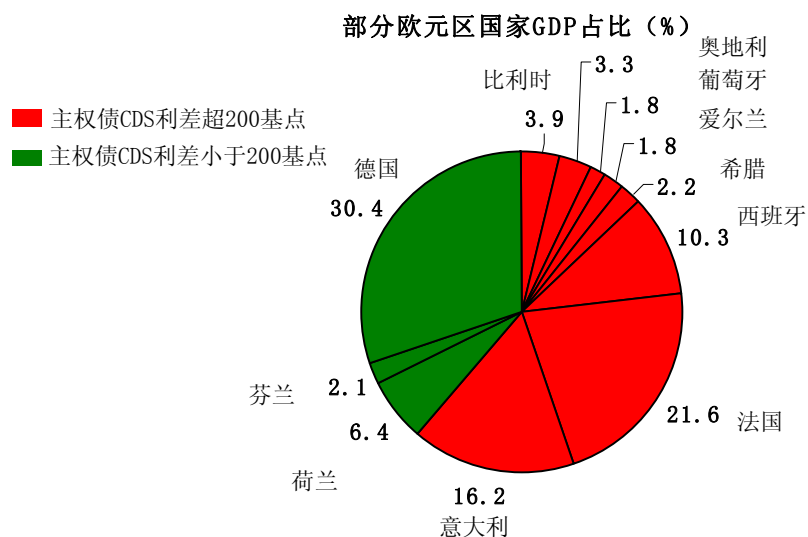


2011.11月 欧元区5年期主权债CDS超200基点国家及债务规模(%)



来源: Bloomberg、太平洋证券

图表 2: GDP 占欧元区 60%的国家受到了主权债务危机的波及



注: 按照 2011 年 3 季度不变价 GDP 计算

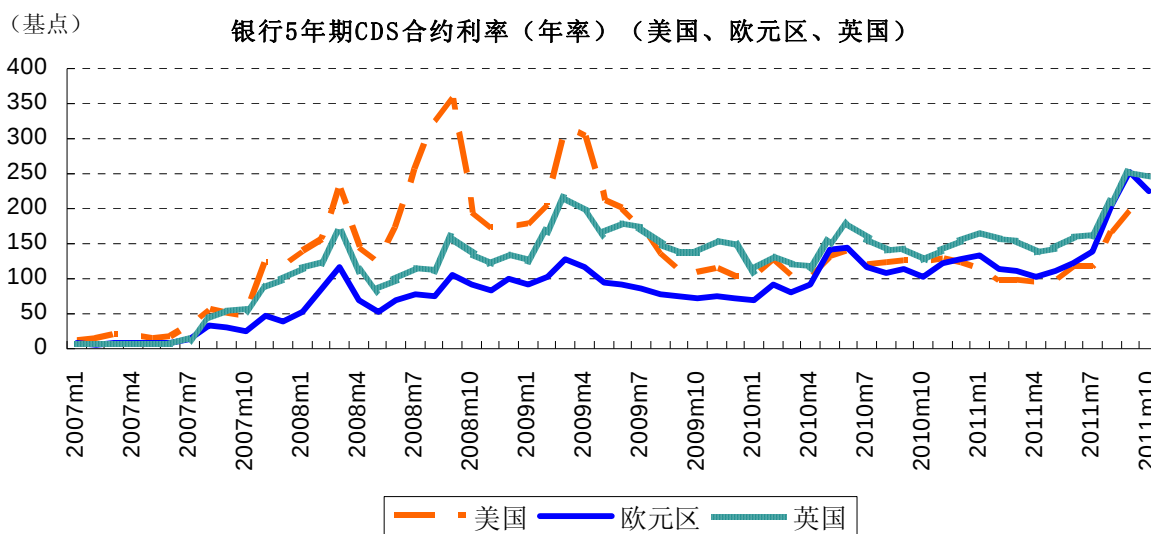
来源: Bloomberg、太平洋证券

(二) 欧债危机深化，银行受到波及

1. 市场对欧洲银行业信用风险的担忧程度比雷曼倒闭时更严重

欧洲的银行业对欧洲重债国主权债务有巨大的风险敞口。随着欧洲主权债务危机恶化，欧洲银行业资产质量下降。对欧洲银行债务提供保险的 CDS 的利率大幅攀升，欧元区银行的 5 年期 CDS 合约利率以及英国银行的 5 年期 CDS 利率远远高于 2008 年 9 月雷曼倒闭时的水平，市场对于欧洲银行业信用风险的担忧程度比雷曼倒闭时要严重得多。

图表 3：银行 5 年期 CDS 合约利率（年率）（美国、欧元区、英国）



来源：OECD、DataStream、太平洋证券

2. 银行业对欧洲主权债的风险敞口主要集中在欧洲，美国和日本银行业有少量的风险敞口

欧洲银行业习惯持有大量欧洲国家发行的国债，随着欧洲主权债务危机恶化，欧元区重债国国债收益率攀升、国债价格快速回落，银行持有的欧洲国债资产大幅缩水。按照国际清算银行的统计（数据截止 2011 年 1 季度末），银行业对希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利和比利时六国主权债的风险敞口主要集中在欧洲，欧元区银行业对这 6 个国家主权债的风险敞口合计高达 4548 亿美元，欧元区内部又以法国银行业的风险敞口最大。按照清算银行的统计，法国银行体系对上述 6 国主权债资产的风险敞口高达 2140 亿美元。

美国和日本的银行体系有少量的欧洲主权债风险敞口。按照国际清算银行的统计，美国和日本银行对上述欧洲 6 个重债国的风险敞口分别为 368 亿美元和 519 亿美元。

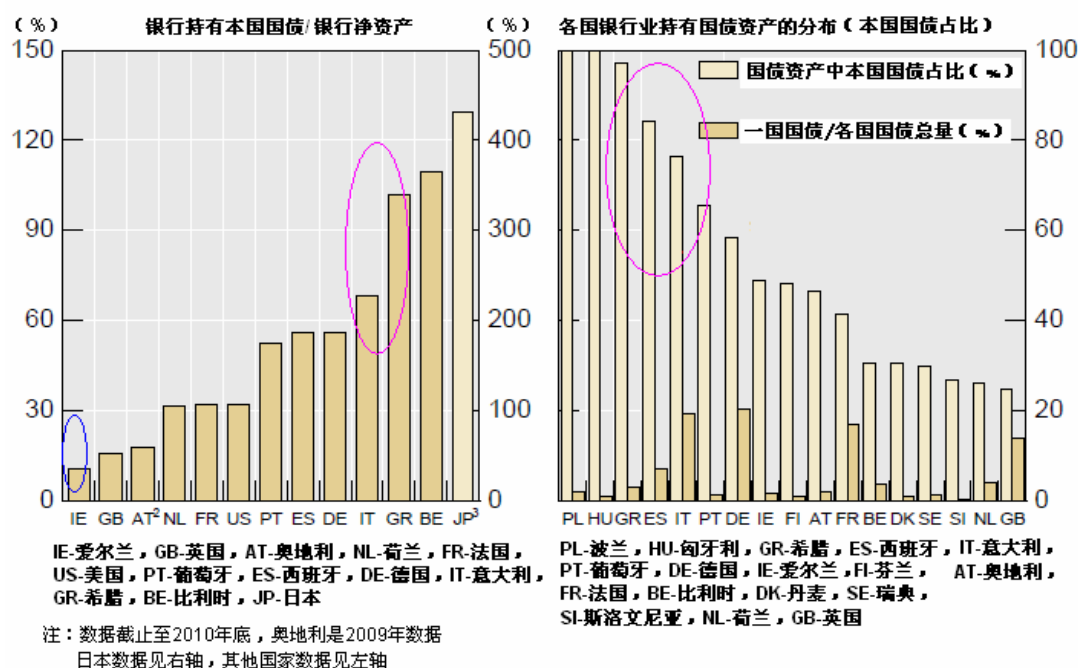
表格 1: 欧元区、法国、德国、英国、美国、日本银行业对希腊等国的风险敞口
(单位: 十亿美元)

	比利时	希腊	爱尔兰	意大利	葡萄牙	西班牙	对六国风险敞口合计
欧元区	81.1	38.3	9.8	215.4	30.1	80.1	454.8
法国	51.5	13.4	2.9	105	8.6	32.6	214
德国	11.3	14.1	3.2	51	8.8	29.4	117.7
英国	5.3	4	4.6	12.7	1.8	8.6	37
美国	11.4	1.9	1.7	14.4	1.3	6.1	36.8
日本	9.4	0.2	1.1	29.8	1.1	10.4	51.9

注: 数据截止 2011 年 1 季度末
来源: 国际清算银行、太平洋证券

实际上, 欧元区银行业对欧洲重债国主权债的风险敞口比国际清算银行的统计数据要高很多。欧洲银行持有大量的本国国债, 而国际清算银行所提供的银行间数据并没有包含银行对于本国国债的持有量以及银行对于本国主权债的风险敞口。

图表 4: 欧洲银行业持有大量的本国国债



来源: IMF、太平洋证券

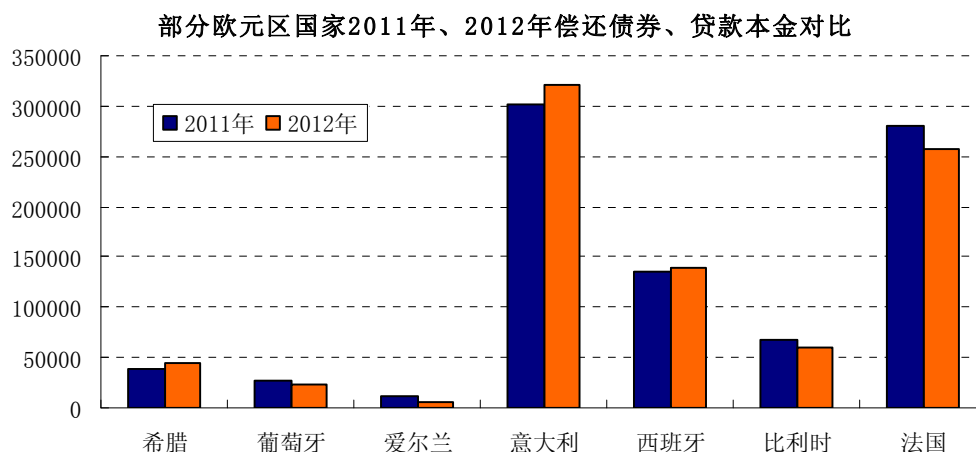
(三) 欧洲重债国 2012 年偿债压力巨大, 1 季度为密集还款期

2012 年, 欧洲重债国有巨额的债务密集到期, 欧元区未偿还债务规模最大的国家意大利和欧洲主权债务危机发源地希腊 2012 年的偿债压力都比 2011 年更大, 如果没有更有力的救助政策出台, 大规模的债务到期必将对明年的资本市场造成重大冲击。欧元区第三大经济体意大利 2012 年到期债券的本息合计高达 3760 亿欧元, 希腊 2012 年到期债券和贷款的本息合计

563 亿欧元，西班牙到期债务本息合计 1654 亿欧元，比利时到期债券本息合计 710 亿欧元，葡萄牙到期债券和贷款的本息合计 288 亿欧元，爱尔兰到期债务本息合计 99 亿欧元。

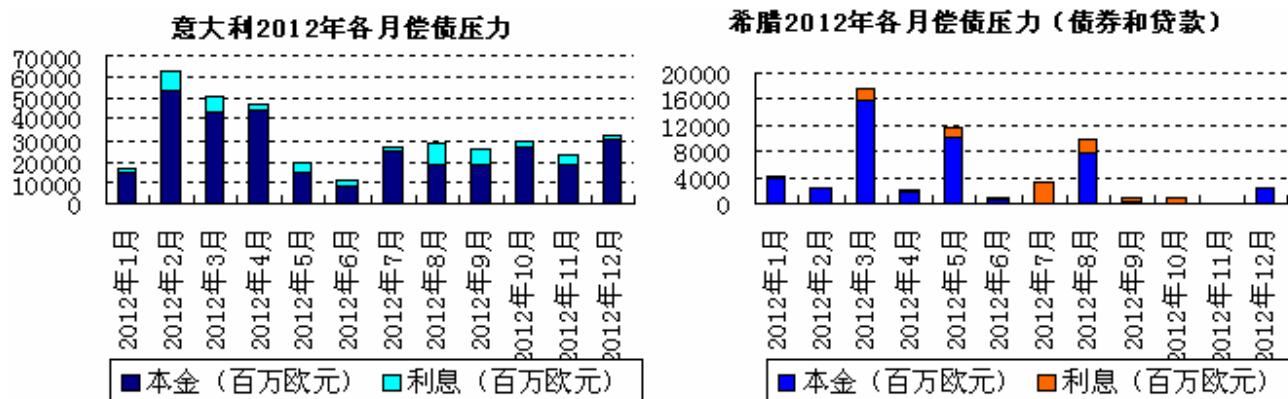
就月度偿债压力来看，2012 年 1 季度为欧洲重债国的债务集中清偿期，如果没有更有力的救助政策出台，巨大的债务清偿压力可能会给资本市场带来新的冲击。

图表 5：希腊、意大利、葡萄牙、爱尔兰、西班牙、比利时、法国 2011、2012 年偿还债券、贷款本金规模对比



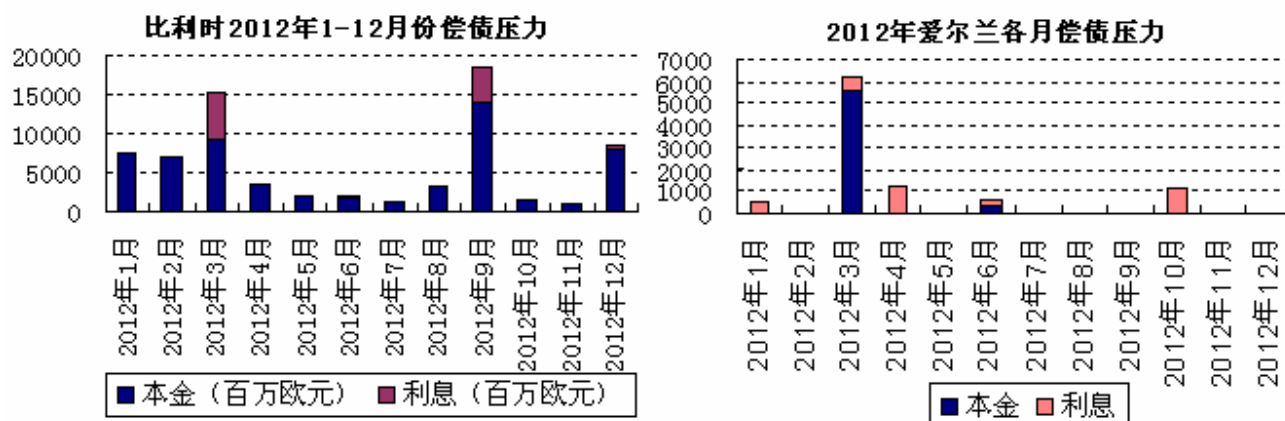
来源：Bloomberg、太平洋证券

图表 6：2012 年各月意大利、希腊偿债压力（到期债券、贷款的本息）



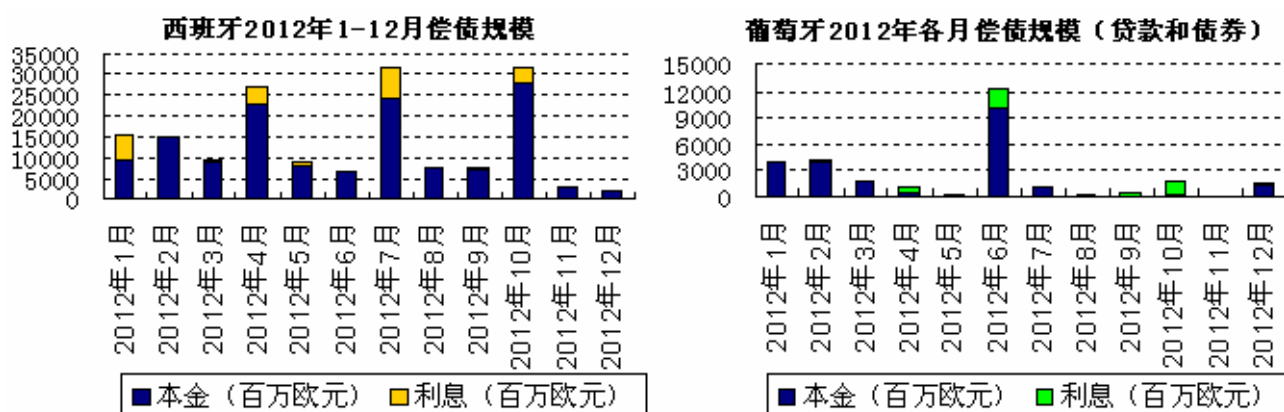
来源：Bloomberg、太平洋证券

图表 7：2012 年各月比利时、爱尔兰偿债压力（到期债券、贷款的本金和利息）



来源：Bloomberg、太平洋证券

图表 8：2012 年各月西班牙、葡萄牙偿债压力（到期债券、贷款的本金和利息）



来源：Bloomberg、太平洋证券

(四) 资本市场反应强烈，金融系统对实体经济的支撑转差

1. 国债市场：欧元区重债国国债收益率攀升，公开市场融资成本上扬

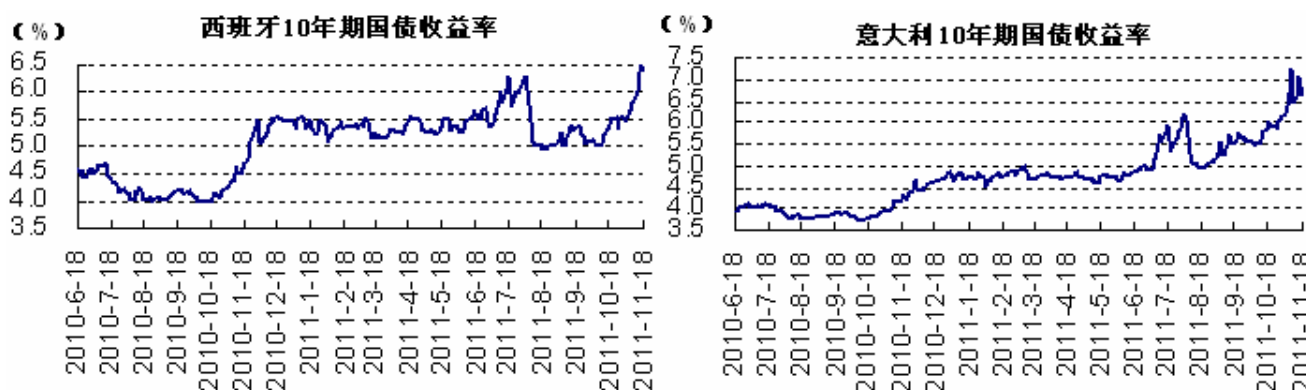
在国债交易二级市场上，希腊、意大利、葡萄牙、西班牙各国国债收益率屡创历史新高。11月9日结算机构 LCH.Clearnet SA 提高了意大利国债交易的保证金要求，在此消息刺激下，意大利 10 年期国债收益率首次超过 7%，意大利 10 年期国债收益率与德国同期国债收益率的差扩大至 572 个基点。意大利的 10 年期国债收益率超 7% 引起市场对欧洲债务危机新的担忧，希腊、爱尔兰和葡萄牙分别是在国债收益率突破 7% 的 18 天、15 天和 55 天后接受欧盟纾困的。作为欧元区发债规模最大的国家，意大利国债规模高达 1.9 万亿欧元，债务规模超过希腊、爱尔兰、葡萄牙的总和，EFSF 杠杆化至 1 万亿欧元的设想并没有将意大利接受纾困这一因素考虑在内，因此，一旦意大利因为无法承受公开市场的高额融资成本而必须接受欧盟救助，欧洲债务问题解决的难度将大大增加。西班牙 10 年期国债收益率突破 6% 并创出历史新高。法国 10 年期国债收益率与同为 AAA 评级的德国同期国债收益率之差升至 190 个基点，创下欧元区创立以来两国国债收益率差值最大值。

在国债发行一级市场，欧洲部分国家国债发行的中标收益率屡创新高。表明在欧洲债务危机恶化的背景下，市场认为欧洲主权债券的风险上升从而要求更高的投资回报、市场对于欧洲国家的国债需求下降。即使是被认为财政状况稳健的德国，市场也开始担心对其他国家的施救会负面影响其信用质量，国债发行在一级市场遇冷。

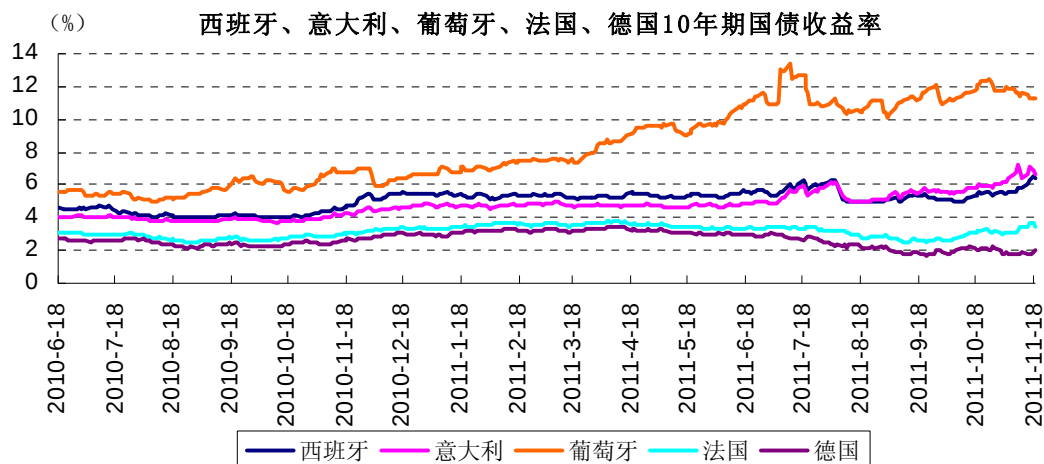
图表 9：希腊 10 年期国债收益率、法国与德国 10 年期国债收益率之差



图表 10：西班牙、意大利 10 年期国债收益率



图表 11：西班牙、意大利、葡萄牙、法国、德国 10 年期国债收益率

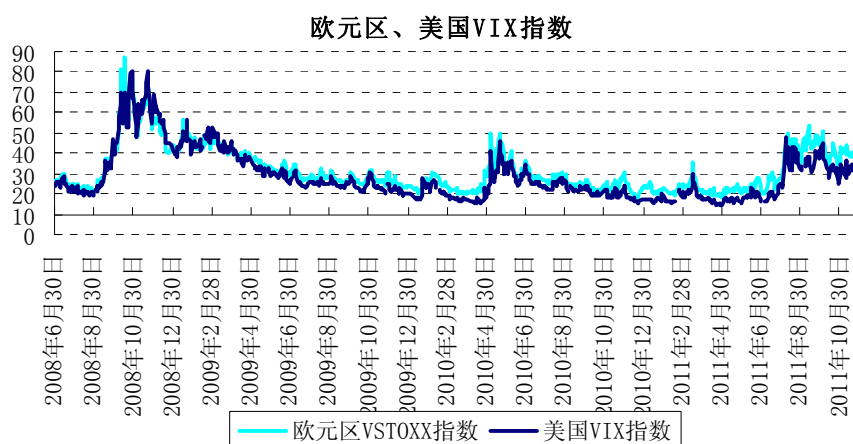


来源：Bloomberg、太平洋证券

2. 股票市场震荡加剧，风险偏好下降

欧洲债务危机恶化以及发达经济体实体经济数据低迷引起了全球股票市场的剧烈震荡，用以衡量股指震荡幅度的 VIX 指数大幅上扬。2011 年 8、9 月份，由于美债、欧债危机效果叠加，全球股指尤其是欧美主要股指出现了大幅下挫，欧元区和美国的 VIX 指数创下年内新高，尽管这种震荡不可与 08 年 9 月雷曼倒闭带给全球资本市场海啸般的反应相比拟，资本市场的反应也已经十分强烈。VIX 指数是资本风险偏好的反向指标，VIX 上行反映出全球资本规避风险的意愿增强、风险偏好下降。资金更青睐有规避风险功能的美国国债、德国国债等资产。

图表 12：欧元区、美国 VIX 指数



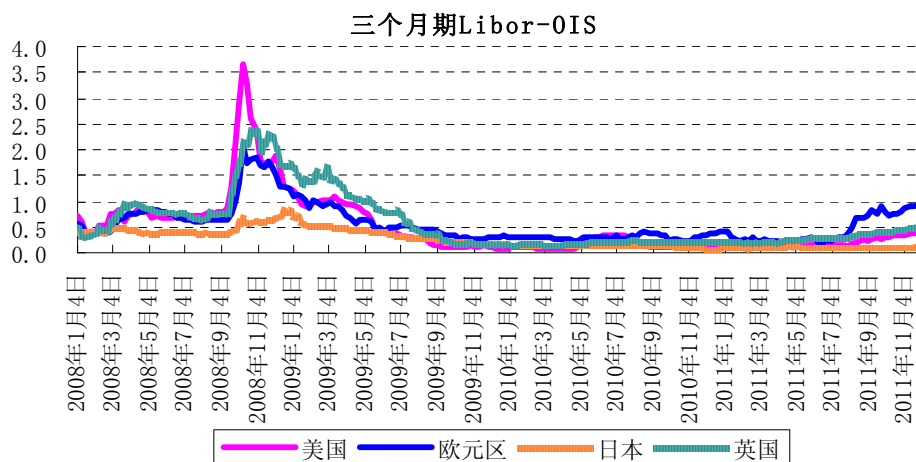
来源：Bloomberg、太平洋证券

3. 欧洲银行间短期流动性紧张

欧债危机恶化使得欧洲银行业资产规模大幅缩水、获得融资的难度加大，欧洲银行业惜贷情绪浓重、银行间流动性紧张。市场的流动性包括两个方面，一个是央行提供的官方的流动性，另外一个为银行提供的私人部门的流动性。欧债危机以及全球经济增速放缓提高了全球资本规避风险的意愿、降低了资本的风险偏好，使得银行之间出于规避风险考虑不愿意进行资金拆借活动，银行之间短期流动性紧张。Libor 与 OIS 利差是衡量流动性的可得性的反向指标，以三个月期限 Libor 与 OIS 的利差作为衡量标准，目前欧元区银行之间惜贷情绪非常浓重、欧元区银行间短期流动性已十分紧张，尽管目前欧元区银行之间流动性状况仍好于 2008 年雷曼 9 月雷曼倒闭时的情形。

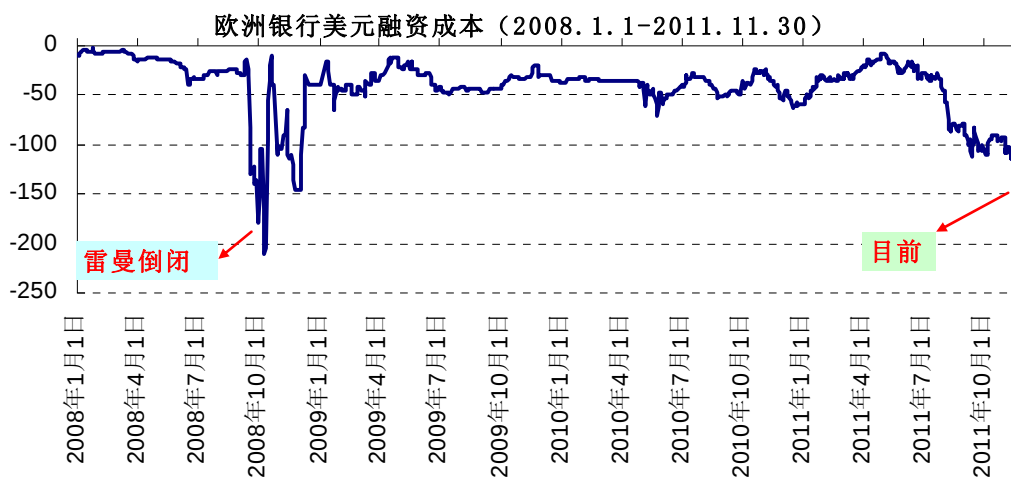
由于欧洲主权债务危机不断恶化，美国货币基金大举撤离欧洲银行业资产，欧洲银行可获得的美元流动性紧张，欧洲银行业获得美元流动性的成本已接近 2008 年雷曼倒闭时的水平。

图表 13: 美国、欧元区、日本和英国的三个月期 Libor-OIS



来源: Bloomberg、太平洋证券

图表 14: 欧洲银行业取得美元流动性的融资成本（反向指标）

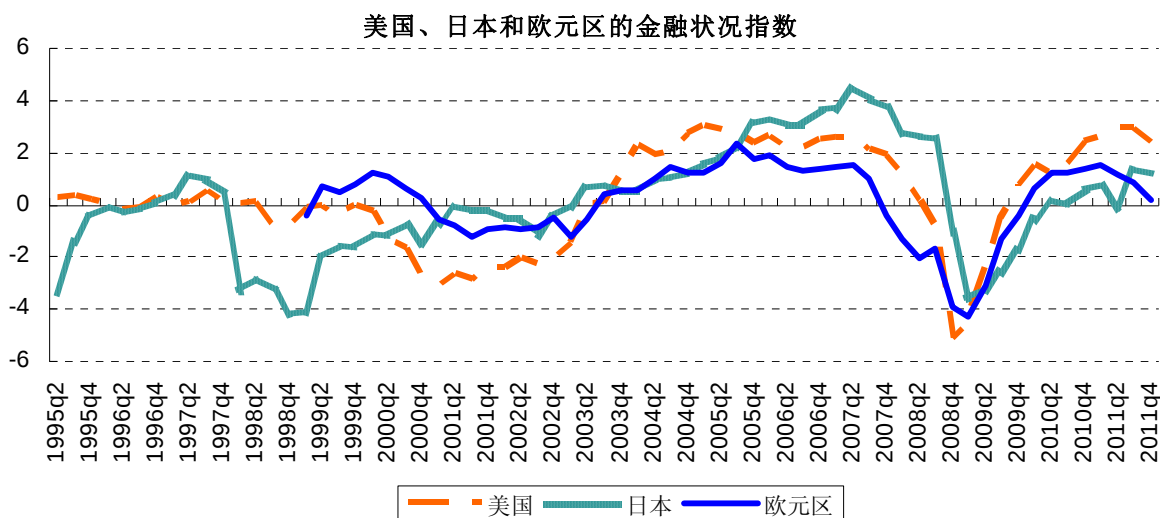


来源: Bloomberg、太平洋证券

4. 金融系统对实体经济的支撑转差

资本市场剧烈震荡以及银行系统惜贷都会对实体经济构成负面影响，反映金融市场对实体经济促进作用的金融状况指数下行，表明金融系统对实体经济的支撑转差。金融状况指数上升（下降）一个点表明金融状况的放松（收紧）足以支撑未来 4-6 个季度 GDP 增长（下降）0.5 至 1 个百分点。

图表 15： 美国、日本和欧元区的金融状况指数



来源：OECD、Datastream、太平洋证券

二、 美债问题——市场面临的潜在风险

美国两党之间的政见分歧已经使资本市场质疑美国政府及时制定正确的政策措施的能力，另外，美国政府债务负担严重、中期财政状况堪忧对美国的信用等级构成威胁。2011 年 8 月 5 日，标普将美国长期国债信用评级由 AAA 下调至 AA+，长期展望负面；美国国会减赤超级委员会于 2011 年 11 月 21 日宣布谈判破裂，惠誉于 11 月 28 日宣布维持美国“AAA”主权信用评级（因为尽管超级委员会未能就减赤达成一致，但是根据《2011 预算控制法案》，自动减赤程序将会启动），但将其评级展望由稳定降至负面，意味着 50% 机会在 2013 年底前下调美国评级。目前，国际三大信用评级机构对美国的主权信用评级展望全部为负面。

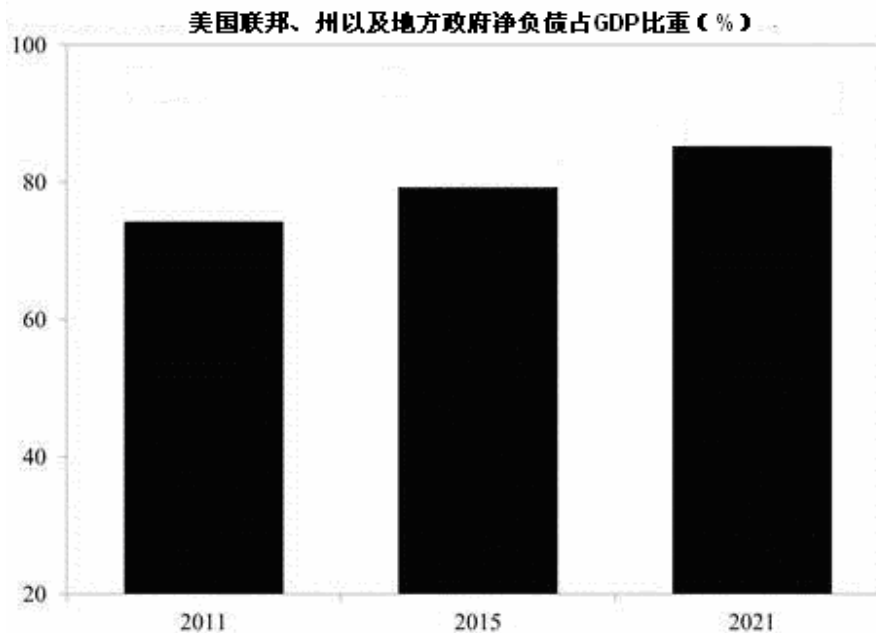
一旦美国的信用评级进一步被下调或者其他两家信用评级机构（惠誉和穆迪）下调美国的主权信用评级，市场将面临新的冲击因素。标普在 8 月份下调美国长期国债信用评级使得美债问题受到市场格外关注，美债问题与欧债危机叠加曾引起资本市场的剧烈震荡。

美国政府债务居高是长期积累的结果，自 70 年代以后美国财政状况出现恶化。克林顿时期因为采取有增有减的财政政策，财政状况有阶段性改善。整体来讲，社会福利泛滥，医保、社保以及政府对个人转移支付上涨过快使得美国政府财政支出负担日益严重，70 年代以后，支出增长过快、收入增长过慢导致美国财政状况恶化，金融危机加剧了美国财政恶化的程度。

美国政府目前所采取的消减赤字措施不能根本解决美国财政问题。《2011 预算控制法案》主要限制政府可自由支配支出，美国财政支出中上涨最快的部分是医疗、社保等强制性支出。另外，社会福利存在刚性，美国社会处于人口老龄化进程中，降低医疗费用增速存在难度。

两党政治分歧以及政府财政赤字高企制约美国财政政策的弹性。明年是美国大选年，两党间的政治分歧将对市场造成新的冲击并打击市场对于美国政府执政能力的信心。另外，《2011 预算控制法案》将负面影响 2012 财年美国经济增长 0.3-0.6 个百分点，一旦美国财政政策出现超预期收紧，必将会更大程度的拖累 2012 年美国经济增长并构成 2012 年全球经济运行的重大不确定性因素。

图表 16： 美国政府债务占 GDP 的比重



来源：标普、美国财政部、太平洋证券

三、实体经济运行

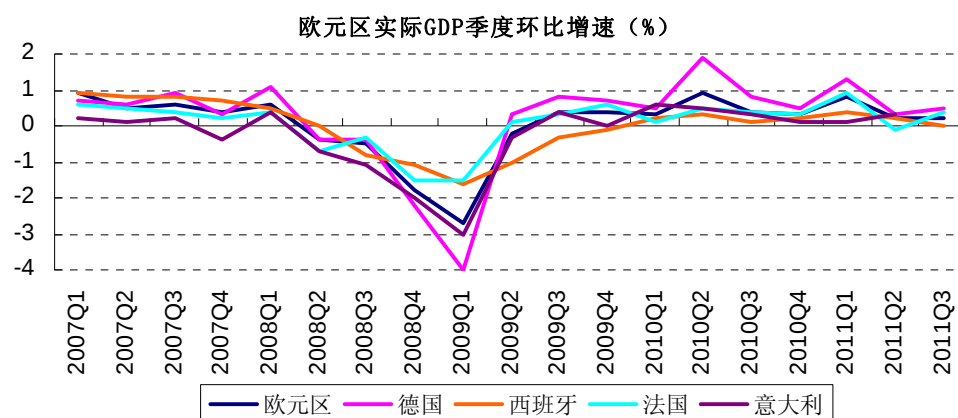
(一) 欧元区经济：处于衰退的边缘

欧洲主权债务危机恶化导致的资本市场剧烈震荡、银行资产状况恶化、银行惜贷、消费者和企业信心低迷等因素负面影响实体经济运行。

欧元区各成员国经济差异巨大，欧元区经济整体表现疲软，德国经济增长趋缓，仅靠德国一个国家无法拉动欧元区经济的健康复苏。欧元区 2011 年 3 季度实际 GDP 环比增长 0.2%，增长十分疲软。9 月份欧洲主要国家的工业产值环比负增长，西班牙 3 季度实际 GDP 零增长，葡萄牙 2011 年 3 季度 GDP 同比环比均录得负增长。希腊 8 月份失业率高达 18.4%，希腊经济本来已十分疲弱，希腊政府采取的数轮财政紧缩计划（包括降低工资、降低退休福利、增加税收等政策）进一步加剧了希腊经济的衰退程度，预计希腊经济至 2012 年将连续 5 年负增长，2011 年负增长 5.5%，2012 年负增长 2.8%。欧元区制造业 PMI 指数自 8 月起已连续四个月低于 50 临界线，欧元区经济增长的引领者德国的制造业 PMI 指数也已经于 10 月份开始连续两个月低于 50，反映投资者信心的欧元区 ZEW 经济增长预期指数以及德国 ZEW 经济增长预期指数自 2011 年年中以来呈现快速下滑走势，欧元区经济整体表现十分疲软。

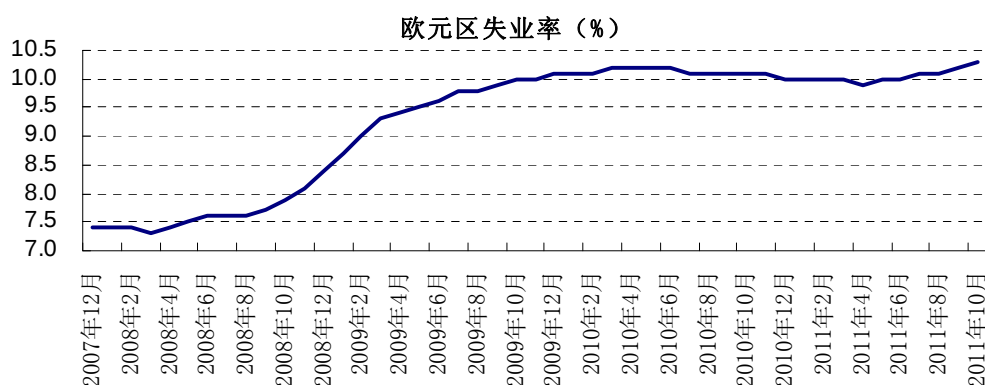
预计欧洲主权债务危机导致的资本市场剧烈震荡、银行资产状况恶化、银行惜贷、消费者和企业信心低迷等因素对实体经济的负面影响在 2011 年 4 季度和 2012 年的 1 季度将会体现得更加明显。2012 年 1 季度欧洲经济将会出现轻微衰退，欧元区经济 2012 年全年处于衰退的边缘。

图表 17: 欧元区、德国、法国、西班牙、意大利实际 GDP 季度环比增速



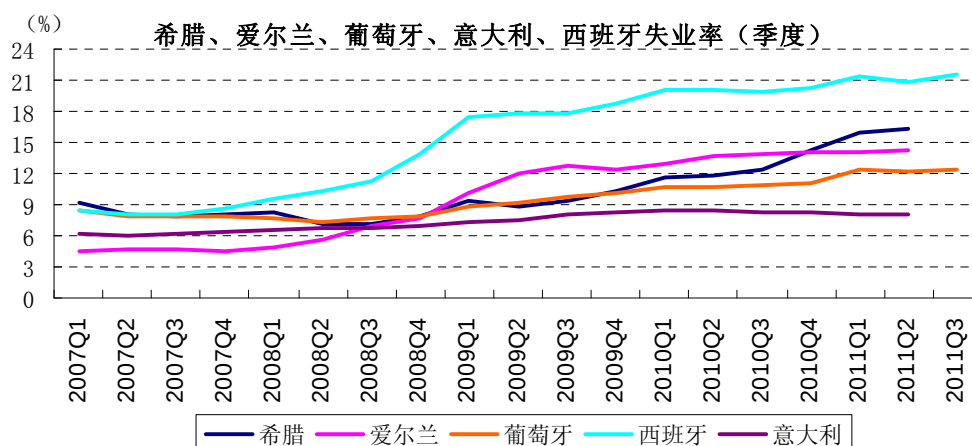
来源: Bloomberg、太平洋证券

图表 18: 欧元区失业率



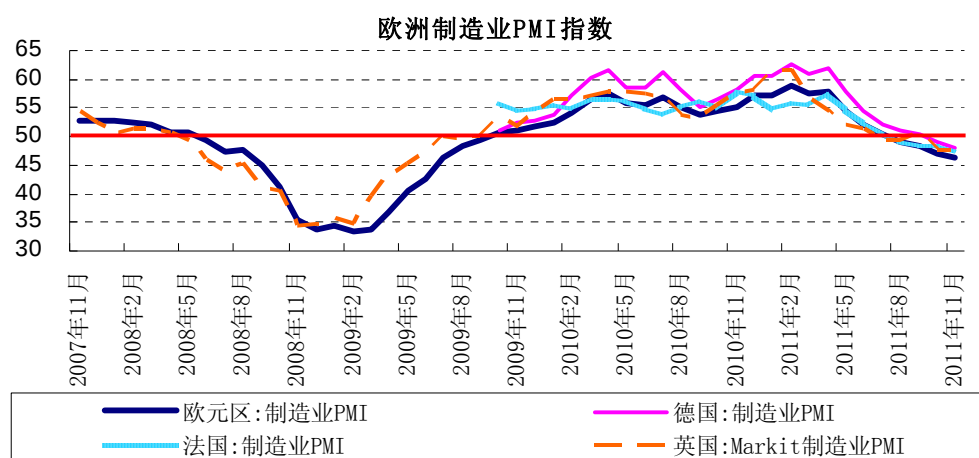
来源: Bloomberg、太平洋证券

图表 19: 希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利、西班牙失业率 (季度)



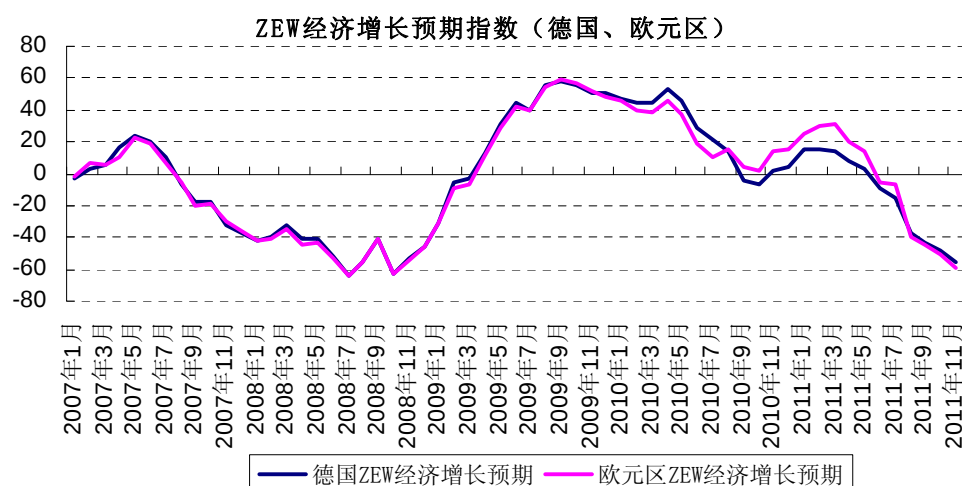
来源: Bloomberg、太平洋证券

图表 20：欧洲制造业 PMI 指数



来源：Wind 资讯、太平洋证券

图表 21：德国、欧元区 ZEW 投资者信心（预期）指数



来源：Bloomberg、太平洋证券

（二）实体经济之美国经济：2012 年继续温和复苏，季度增速前低后高

1. 美国经济 2007 年危机之后的反弹力度远低于 1948 年以来历次经济

危机过后美国经济平均反弹力度

2007 年金融危机所造成的美国经济衰退是继 1929 年大萧条之后美国最严重的经济衰退，实体经济衰退程度以及就业市场受损程度都远远高于 1948 年以来历次经济危机的平均衰退程度，但是，本轮危机在抵达谷底之后，经济的反弹力度以及就业市场的修复力度都远远低于 1948 年以后美国历次经济危机过后的平均反弹力度。

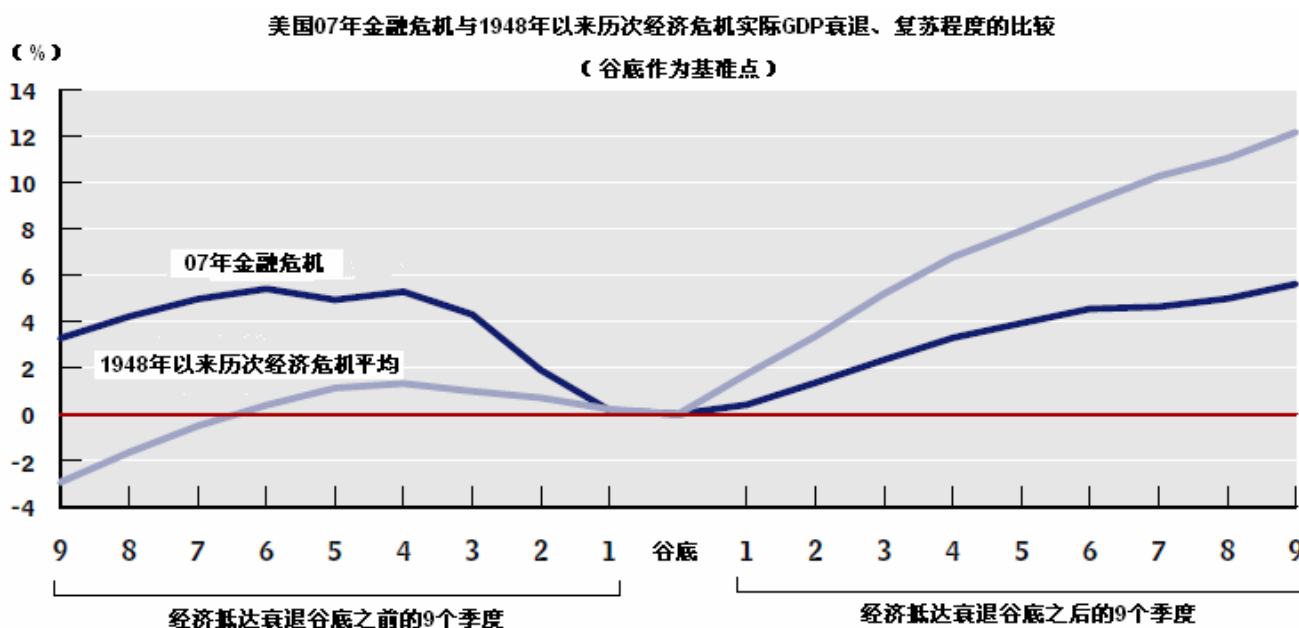
2009 年 2 季度至 2011 年 3 季度，美国实际 GDP 反弹了 5.6%，远远低于二战以来历次经济危机同期平均 12.2% 的反弹力度。鉴于本次经济危机是 1929 年以来最严重的经济危机，衰退程度极其严重（2007.12-2009.6 美国实际 GDP 萎缩了 5.1%），危机结束后 9 个季度仅仅反弹 5.6% 的力度十分微弱，本次危机过后的复苏极其疲软。

表格 2：1948 年以来美国历次经济危机起止及持续时间

峰值	谷底	峰值至谷底经历的时间（月）
1948 年 11 月	1949 年 10 月	11
1953 年 7 月	1954 年 5 月	10
1957 年 8 月	1958 年 4 月	8
1960 年 4 月	1961 年 2 月	10
1969 年 12 月	1970 年 11 月	11
1973 年 11 月	1975 年 3 月	16
1980 年 1 月	1980 年 7 月	6
1981 年 7 月	1982 年 11 月	16
1990 年 7 月	1991 年 3 月	8
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8
2007 年 12 月	2009 年 6 月	18

来源：NBER、太平洋证券

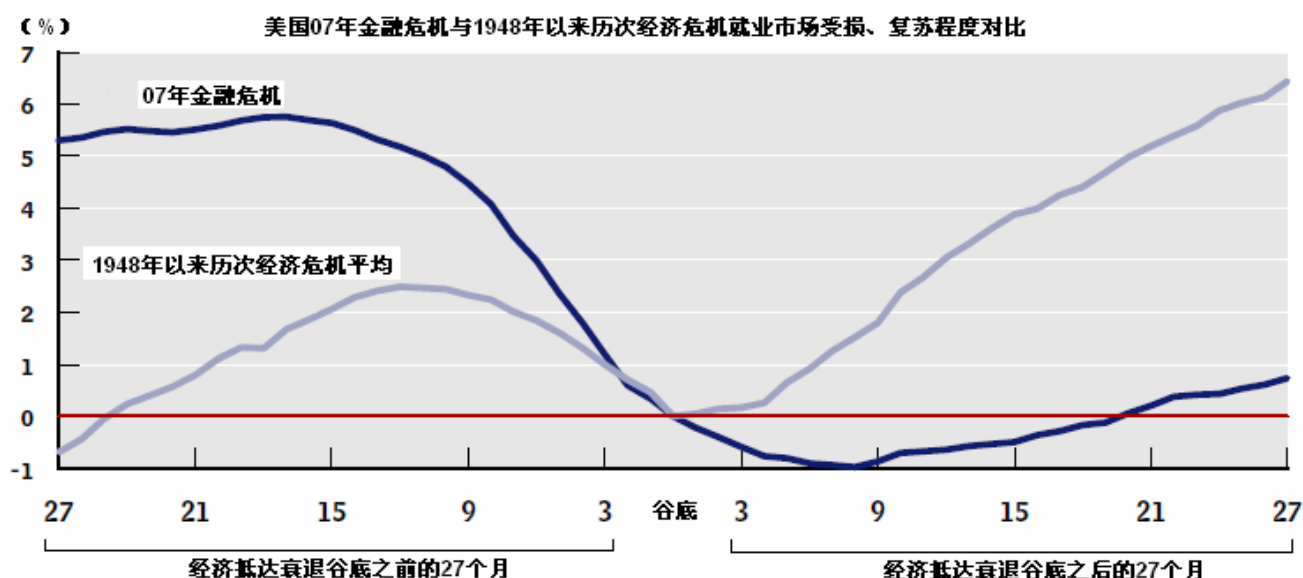
图表 22：美国 2007 年金融危机与 1948 年以来历次经济危机实际 GDP 衰退、复苏程度对比



注：1948 年以来历次美国经济危机不含 1980 年那次短暂危机时期，也不包括 07 年金融危机。

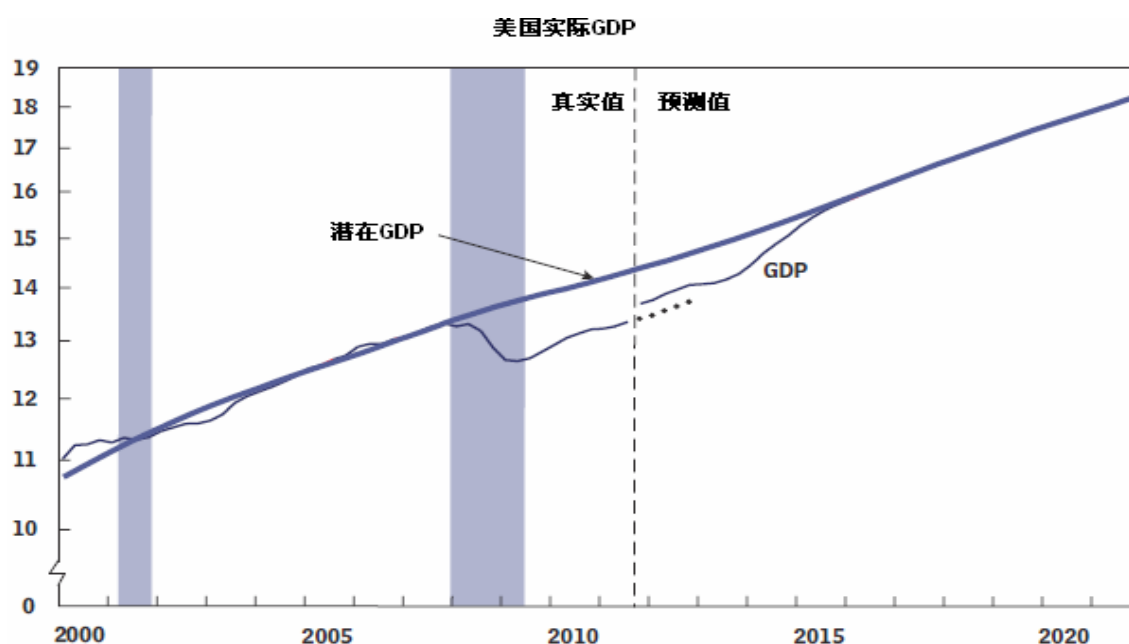
来源：CBO、太平洋证券

图表 23：美国 07 年金融危机与 1948 年以来历次经济危机就业市场受损、复苏程度对比



与美国经济潜在发展水平相比，危机结束后 9 个季度，按照美国国会预算办公室的推算，美国 2011 年 3 季度实际 GDP 总量低于美国潜在 GDP 5 个百分点，与此形成鲜明对比的是，1948 年以后的历次经济危机（剔除 1980 年那次短暂危机时期）结束后 9 个季度实际 GDP 运行区间在低于潜在 GDP 3.2 个百分点与高于潜在 GDP 3.8 个百分点之间。因此，从与美国潜在 GDP 相比较的角度来看，本轮危机结束后美国经济的反弹力度也是很微弱的。

图表 24：美国实际 GDP 与潜在 GDP 对比



2. 2012 年美国将继续温和复苏，2012 年实际 GDP 增速 2.5% 左右

美国近期数据表现较好：工业产能利用率继续改善，初次申请失业救济人数在 40 万人左右，企业财务报表比较健康。我们认为，2012 年的美国经济将继续保持温和复苏态势，这种温和的经济增长短期内不能使美国就业市场出现明显转机，2012 年全年失业率仍将在 8% 以上。

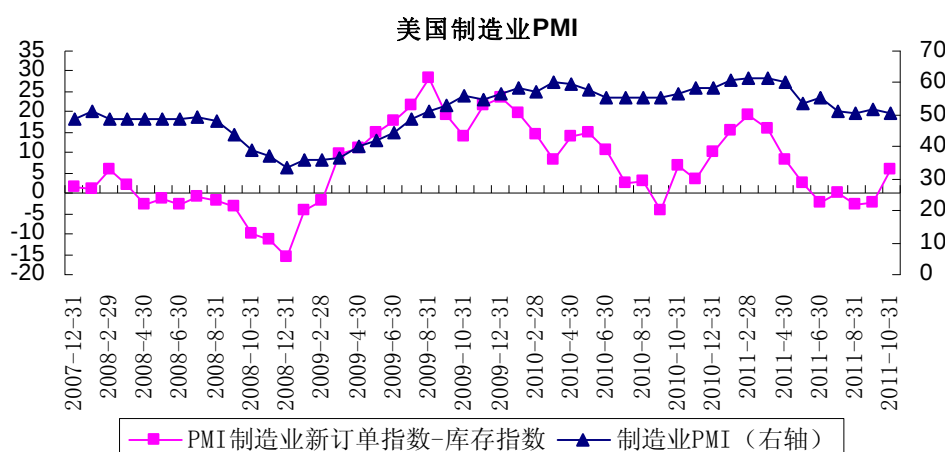
2007 年金融危机对就业市场的破坏力远远高于 1948 年以来历次美国经济危机对就业市场的平均损害，目前美国就业增长的速度、美国实体经济的表现以及伴随着大量长期失业人群的存在而出现的结构性失业问题等诸多因素都使得美国很难在短期内扭转就业市场失业严重的现状，美国高于 8% 的失业率状况在 2012 年无法得到改变。房地产市场低迷、就业市场恢复极其缓慢等也将制约美国家庭开支增长。

另外，明年是美国的大选之年，两党之间的政治分歧将对市场造成新的冲击并打击市场对于美国政府执政能力的信心。两党政治分歧以及政府财政赤字高企制约美国财政政策的弹性。

目前美国社会面对的问题依然是需求不足，政府开支的下降会降低社会总需求，紧缩性财政政策短期内拖累美国经济增长。2012 财年美国经济增长受紧缩财政开支的影响程度最为严重。按照美国国会预算办公室的预测，《2011 预算控制法案》所要求的财政紧缩政策将负面影响 2012 财年美国经济增长 0.3-0.6 个百分点。一旦美国财政政策出现超预期收紧，必将会更大程度的拖累 2012 年美国经济增长并构成 2012 年全球经济运行的重大不确定性因素。

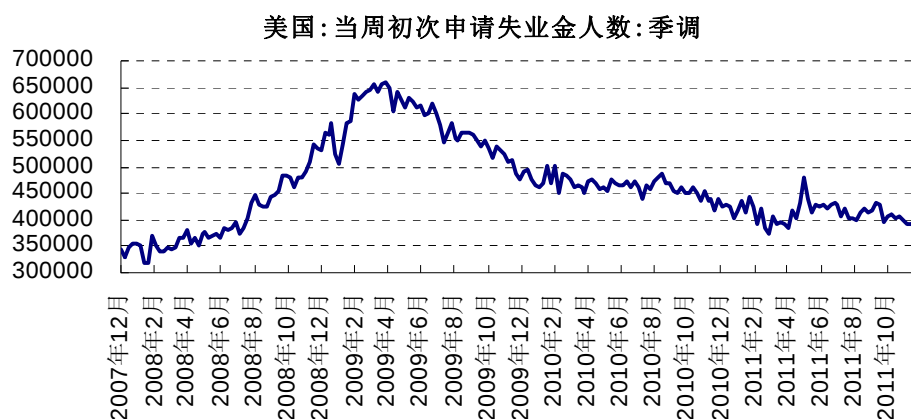
在目前的政策背景下，不考虑美国财政超预期收紧以及欧洲主权债、欧洲银行业出现无序重组的因素，美国 2012 年整体经济增速将继续保持温和复苏态势，全年实际 GDP 增速在 2.5% 左右。受欧洲主权债务危机以及欧洲经济轻微衰退的影响，2012 年 1 季度有可能是经济景气的低点，2012 年美国季度经济增长有望呈现前低后高的态势。

图表 25：ISM 美国制造业 PMI 指数以及制造业“新订单指数-库存指数”



来源：Bloomberg、太平洋证券

图表 26：美国当周初次申请失业救济人数（季调）

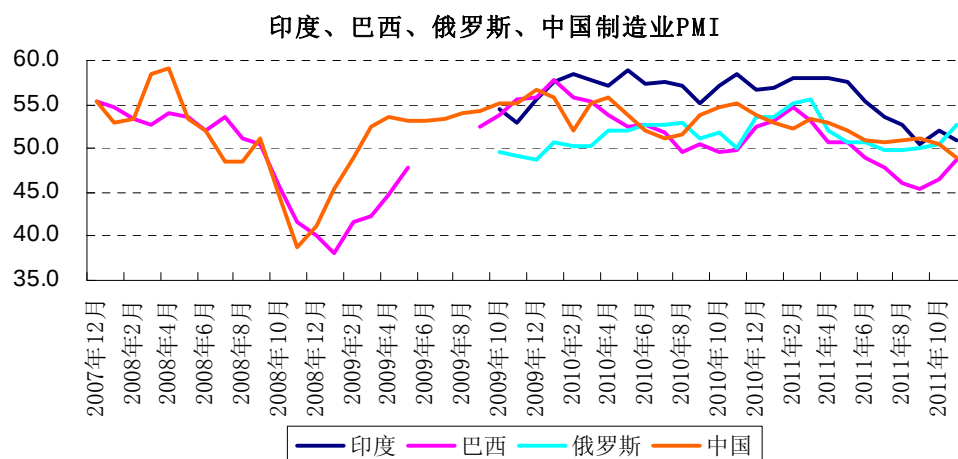


来源：Wind 资讯、太平洋证券

（三）实体经济之新兴经济体：增速高位放缓

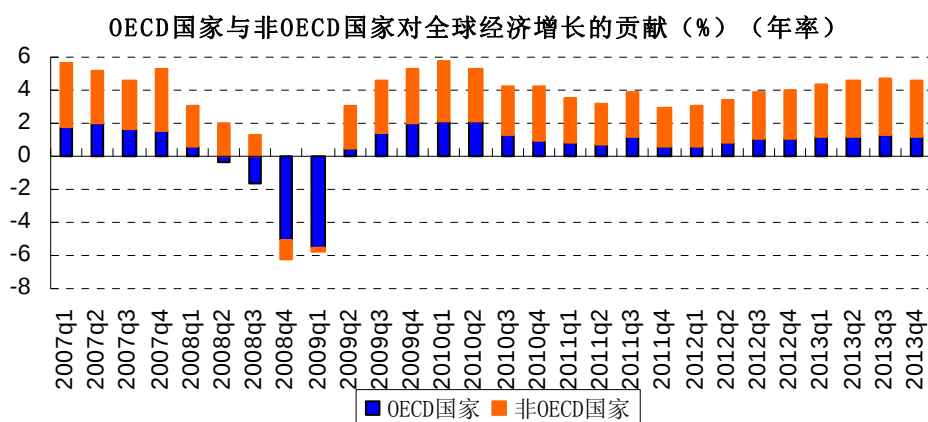
受外需放缓以及扩大进口政策的影响，净出口对中国 GDP 的贡献将大幅下降。印度经济增长放缓的态势将延续至 2012 年年中。外围经济形势恶化所导致的净出口下滑将导致巴西经济低于潜在经济水平运行。俄罗斯经济有望保持在潜在增长水平附近运行。尽管新兴经济体依然是全球经济增长的主要力量，但是，受外围经济形势恶化以及自身进行结构调整的影响，2012 年新兴经济体增长将呈现放缓态势。

图表 27：印度、巴西、俄罗斯、中国制造业 PMI 指数



来源：Wind 资讯、太平洋证券

图表 28: OECD 国家与非 OECD 国家对全球经济增长的贡献 (%)



来源: OECD、太平洋证券

(四) 外需疲软负面影响我国出口

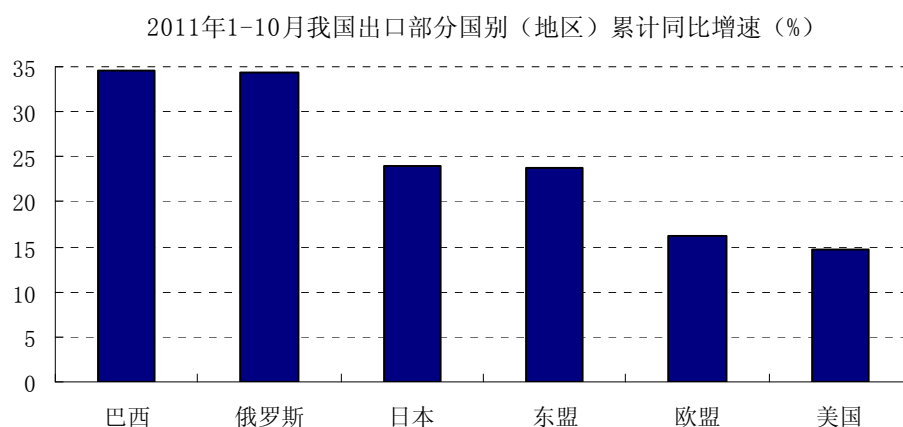
欧洲经济疲软、美国经济温和复苏、新兴经济体增速高位回落将负面影响我国出口。国际经济面临的不确定性增强使得贸易摩擦频频发生, 各种贸易保护主义抬头。

面对外围市场的不确定性, 为了减小传统市场(欧美日)萎缩对我国出口贸易的影响, 我国政府积极应对并稳步推进出口市场多元化战略。据海关总署统计数据, 2011 年 1-10 月份, 我国对东盟、俄罗斯和巴西的商品出口累计同比增速分别高达 23.7%、34.3%和 34.5%, 远远高于同期我国对欧盟、日本和美国的出口同比增速(增速分别为 16.3%、24%和 14.6%)。

但是, 还要看到, 我国对传统市场(欧盟、美国和日本)的商品出口几乎占我国全部商品出口额的半壁江山。我国对东盟、俄罗斯和巴西市场的开拓和出口额的快速增长无法抵消欧美日需求疲软对我国商品出口贸易造成的冲击。面对疲软的外围市场环境, 我国 2012 年出口增速必然会有一定程度的下滑。

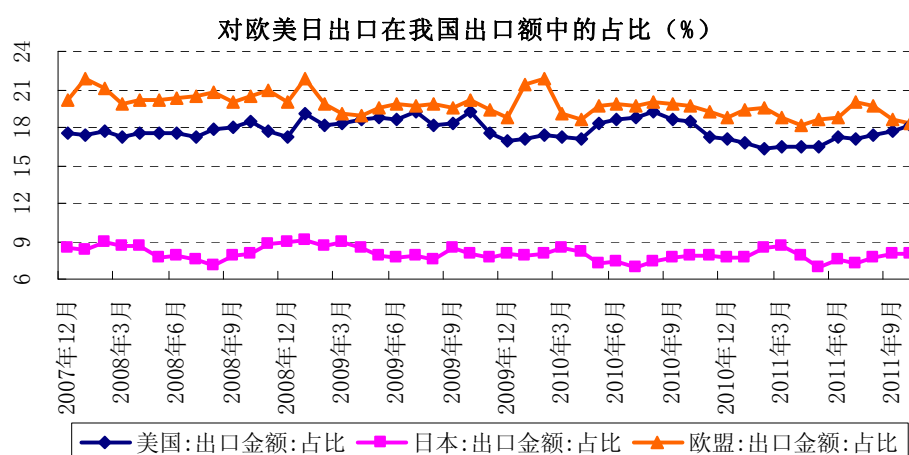
另外, 我国积极参与全球贸易失衡的修复进程, 倡导不刻意追求贸易顺差并积极扩大进口的贸易政策, 这势必会降低净出口对我国 GDP 的贡献, 预计 2012 年净出口对我国 GDP 增长的贡献为负。

图表 29：2011 年 1-10 月份我国出口部分国家（地区）累计同比增速



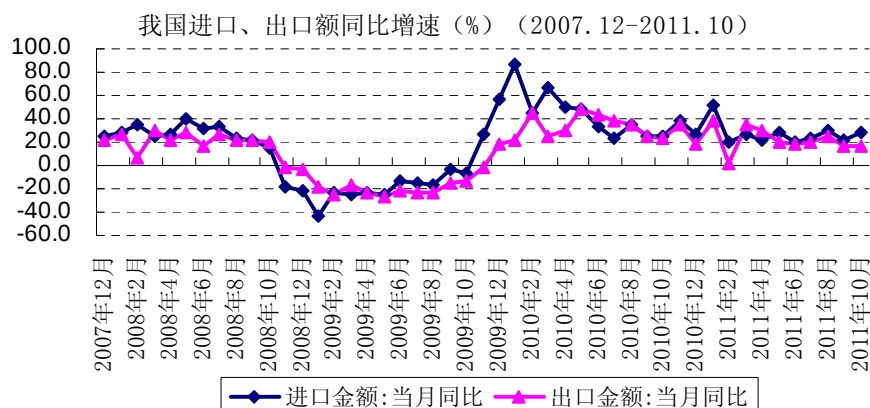
来源：国家海关总署、太平洋证券

图表 30：对欧美日出口在我国出口额中占比（%）



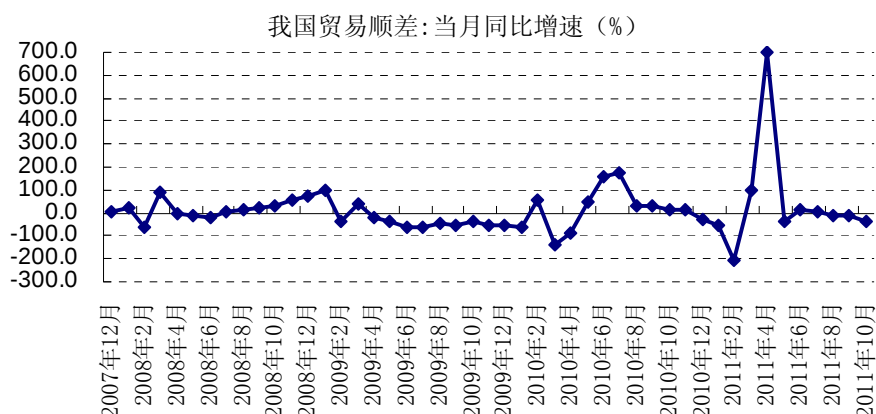
来源：Wind 资讯、太平洋证券

图表 31：我国进口额、出口额同比增速（2007.12-2011.10）



来源：Wind 资讯、太平洋证券

图表 32：我国贸易顺差当月同比增速（2007.12-2011.10）



来源：Wind 资讯、太平洋证券

四、政策因素引领 2012 年全球经济走向

在欧洲主权债务危机恶化、全球经济面临巨大下行风险的背景下，主要国家的政策已由收紧转向宽松或由宽松至进一步宽松。

欧洲主权债务危机和美国财政政策是左右 2012 年全球经济运行态势的两个重大不确定性因素。欧洲主权债务危机的演变取决于欧盟、欧洲央行、欧元区各国政府以及国际社会所采取的救助政策是否及时、充分和得当。我们对 2012 年全球经济进行预判的基本假设前提是欧洲主权债务和欧洲银行不会出现无序重组、美国财政不会超预期收紧。一旦政策失误使欧洲主权债和欧洲银行出现无序重组，2012 欧元区经济将陷入深度衰退，全球经济将受到巨大冲击，此情形为极端假设情形。一旦美国财政超预期收紧，美国经济受到拖累、全球经济也将受到影响。由于历史上仅出现极少量的货币因危机而消亡的案例，欧元区解体对全球经济的冲击很难预测，欧元区解体的情形不被考虑在内。

另外，2012 年是诸多国家的大选之年，政府更替是影响市场走势的另一不确定性因素。

（一）政策更加注重经济增长

面对全球经济增速放缓和欧洲主权债务危机恶化，全球主要经济体政府纷纷将刺激经济增长作为决策首要考虑的因素。一些国家的货币政策已经由收紧转向宽松或者由宽松至进一步宽松，一些国家通过干预外汇市场为本国经济增长和出口复苏创造更好的汇率环境。

表格 3：各国政策更加偏重刺激经济增长

2011 年 8 月 4 日	日本央行决定提高资产购买规模，进一步放松货币政策。同时干预外汇市场阻止日元进一步升值
2011 年 9 月 6 日	瑞士中央银行宣布将本国货币瑞士法郎与欧元挂钩，确定欧元与瑞士法郎的汇率不低于 1.20，阻止瑞士法郎进一步升值
2011 年 8 月 31 日	巴西央行意外降息，将基准利率由 12.5 % 下调至 12 %，标志着巴西年初以来执行的紧缩型货币政策开始转向

2011 年 9 月 15 日	全球 5 大央行联手救市 ，在 2011 年年底前协作执行三次美元流动性招标操作为欧洲银行业注入美元流动性
2011 年 9 月 21 日	美联储 推出 4000 亿美元的扭曲操作，压低长期利率水平
2011 年 10 月 11 日	英国央行 进一步宽松货币政策，增加 750 亿英镑资产购买规模
2011 年 10 月 11 日	印尼央行 宣布降息 25 个基点至 6.5%
2011-10-19 日	巴西央行 宣布将基准利率下调 0.5 个百分点至 11.5%，这是继 8 月底之后，巴西第二次降息，再次降息旨在应对全球经济形势恶化，确保巴西经济实现适度增长
2011 年 10 月	在连续进行口头干预外汇市场之后， 日本央行 再次干预外汇市场
2011 年 11 月 1 日	澳大利亚央行 将基准利率从 4.75% 下调至 4.5%，该行两年多以来首次降息
2011 年 11 月 3 日	欧洲央行 意外降息 25 个基点
2011 年 11 月 11 日	印尼央行 年内第二次降息，超预期降息 50 个基点，以防范外部经济恶化对该国经济增长的冲击
2011-11-30 日	巴西央行 年内第三次降息，将基准利率降至 11%，巴西表示，欧债危机导致巴西经济出现明显减速，此次降息旨在刺激经济增长，此外，鉴于 10 月份巴西通胀率已呈下降趋势，该行 2012 年还将继续保持这种降息趋势
2011 年 11 月 30 日	中国人民银行 宣布从 12 月 5 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，这是央行近 3 年来首次下调存款准备金率
2011 年 11 月 30 日	美联储等六大央行 联手向市场注入美元流动性，缓解欧债危机以及全球资本市场的流动性紧张状况，缓解国际资本市场的资金压力，进一步提高银行对家庭和企业放贷的意愿和能力，从而刺激经济增长
2011 年 12 月 6 日	澳大利亚央行 降息 25 个基点，这已是澳行今年以来的第二次降息，采取宽松货币政策以应对经济形势恶化
2011 年 12 月 8 日	欧洲央行 将基准利率下调 25 个基点至 1%，行长德拉吉在 11 月初上任以来第二次降息

来源：相关官方网站，太平洋证券整理

为了刺激经济增长，欧元区的货币政策整体应该是更加宽松的，欧洲央行存在进一步降息的可能性。

英国央行在推出 QE2 之后有可能在 2012 年继续推出 QE3，增加资产购买规模，为经济增长创造有力的利率环境。

美国的基准利率已经没有下降空间，但是，2012 年美国有可能会推出 QE3，通过增加 MBS（抵押贷款支持证券）的购买量进一步扩大美联储的资产规模，为美国房地产市场的修复创造有利条件。

日本央行为支持经济增长，将会继续采取定量宽松的货币政策，为经济修复创造良好的利率环境，同时日本央行会适时干预外汇市场，降低日元升值对日本相关出口产业的负面影响。

(二) 欧洲主权债务危机的走向在很大程度上取决于欧盟、欧洲央行以及国际社会所采取的救助政策

欧洲主权债务危机的解决需要更多的时间给予缓冲，而资本市场显然已经进入对欧洲债务问题的敏感期，稍有风吹草动，资本市场都会给予激烈的反应。展望未来，欧洲主权债务危机

的走向在很大程度上取决于欧盟、欧洲央行、欧元区各国政府以及国际社会所采取的救助政策是否及时、充分和得当，取决于救助措施能否增加资本市场对于欧洲信用状况的信心。

1. 希腊 2012 退出欧元区概率不大，前提是希腊政府继续在欧盟认可的

框架内执行紧缩财政政策和相关改革措施

2011 年 10 月份欧盟峰会过后，希腊帕潘德里政府的公投闹剧曾经将欧洲债务问题进一步激化并引起资本市场极其强烈的反应，此后，在德法两国以公投将导致希腊退出欧元区、停止对希腊的第六笔救助款发放为条件对希腊政府进行施压，迫使希腊政府取消了对欧盟最新援助方案进行全民公投的计划。留在欧元区内符合希腊民众的最大利益，绝大多数希腊民众尽管对实施紧缩财政政策（接受救助的前提条件）表示不满，但是却希望希腊继续留在欧元区。以希腊目前的债务负担严重、失业率接近 20%、经济连续负增长的现状，离开欧元区之后希腊民众的福利将会进一步缩水。对德国和法国来讲，维持欧元区的稳定也符合其目前的利益。只要希腊政府继续在欧盟认可的框架内执行紧缩财政政策和相关改革措施，希腊将会继续得到欧盟的救助、2012 退出欧元区概率不大。

2. 欧洲主权债务危机的走向取决于救助措施能否使资本市场重拾对欧

洲政府信用状况的信心

欧盟目前为止所推出的救助措施很大程度上是市场倒逼的结果，欧洲债务危机爆发以来，欧盟对于欧洲主权债务危机的估计过于乐观。欧盟救助过程中欧元区各国出于自身政治利益考虑所发出的不同声音也曾是引起资本市场剧烈震荡的噪音。

随着欧洲主权债务危机的蔓延和深化，越来越多的欧洲国家受到了波及，这些国家对救助的态度也随着自身经济和金融形势的改变出现变化，但是，欧元区第一大经济体和第一大救助资金提供国德国出于自身选民利益的考虑不愿意提供更多的救助资金、不愿意欧洲央行更多的介入对重债国的救助，到目前为止，德国默克尔政府也反对欧元债券的推出。

到目前为止，欧盟以及国际社会所采取的救助措施只能为解决欧洲债务问题提供缓冲时间，不能从根本上解决欧洲的主权债务危机。欧洲债务问题的解决还是需要有一个消化的过程，需要欧洲重债国紧缩财政、调整经济结构，加强欧元区国家之间的财政联合力度。欧盟峰会 10 月底会议确定的通过杠杆化运作将 EFSF 规模扩大至 1 万亿欧元时并没有考虑意大利接受纾困的情形，11 月份以来随着欧债危机恶化，意大利 10 年期国债收益率已数次超过 7% 的警戒线（希腊、爱尔兰和葡萄牙分别是在国债收益率突破 7% 后第 18 天、15 天和 55 天接受欧盟纾困的）。作为欧元区规模债务最大的国家，意大利国债规模高达 1.9 万亿欧元。

欧洲主权债务危机恶化成为全球经济运行的巨大下行风险因素，各国政府加大了联合干预市场的力度。11 月 30 日，美联储等六大央行联手向市场注入美元流动性，目的是缓解欧债危机造成的全球资本市场流动性紧张状况，进一步提高银行对家庭和企业放贷的意愿和能力，从而刺激经济增长。经过本次注入流动性操作，大银行隔夜借入美元的成本将降低 0.5 个百分点。同时决定将货币互换政策延期 6 个月至 2013 年 2 月 1 日。六大央行另外将启动临时双边货币互换操作，以便在必要时可以提供任何一种币种形式的资金支持。临时性双边货币互换的有效期也是至 2013 年 2 月 1 日。六大央行联手注入流动性的措施有助于缓解国际资

本市场的流动性紧张状况，资本市场对此给予强烈正面反应。

欧洲主权债务危机的消化需要更多的时间给予缓冲，而资本市场显然已经进入对欧洲债务问题的敏感期，稍有风吹草动，资本市场都会给予激烈的反应。

欧洲主权债务危机的演变是左右 2012 年全球经济运行态势的两个重大不确定性因素。欧洲主权债务危机的演变取决于欧盟、欧洲央行、欧元区各国政府以及国际社会所采取的救助政策是否及时、充分和得当。我们对 2012 年全球经济进行预判的基本假设前提是欧洲主权债务和欧洲银行不会出现无序重组、美国财政不会超预期收紧。一旦政策失误使欧洲主权债和欧洲银行出现无序重组，2012 欧元区经济将陷入深度衰退，全球经济将受到巨大冲击。欧洲主权债和欧洲银行出现无序重组情景下，股指下跌 40%、企业和主权国家融资成本大幅上扬。由于国际社会已经意识到欧洲主权债务危机恶化对全球经济的巨大破坏力并且已经开始联合救市，欧洲主权债务和欧洲银行无序重组仅作为极端假设情形。另外，由于历史上仅出现极少量的货币因危机而消亡的案例，欧元区解体对全球经济的冲击难以预测，欧元区解体的情形不被考虑在内。

表格 4: 欧元区主权债务无序重组蔓延的情形假设下，全球经济将受到的影响（与基准假设情形相比）

	2012 年	2013 年
美国		
GDP 增速 (%)	-2.05	-2.77
通胀 (%)	-0.37	-2.50
失业率 (%)	0.61	2.05
财政盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	-0.71	-2.05
经常账户盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	0.07	0.25
欧元区		
GDP 增速 (%)	-2.07	-3.68
通胀 (%)	-0.34	-2.16
失业率 (%)	0.72	2.14
财政盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	-1.00	-2.56
经常账户盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	1.20	2.37
日本		
GDP 增速 (%)	-1.82	-2.09
通胀 (%)	-0.07	-0.79
失业率 (%)	0.15	1.03
财政盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	-0.42	-1.19
经常账户盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	0.26	0.36
中国		
GDP 增速 (%)	-0.85	-1.59
通胀 (%)	-0.20	-1.69
经常账户盈余（赤字）占 GDP 比重 (%)	-0.22	-0.49
OECD 国家		
GDP 增速 (%)	-2.00	-3.07
通胀 (%)	-0.29	-2.03

全球经济		
GDP 增速 (%)	-1.29	-2.10
贸易增速 (%)	-4.17	-5.32

注：基准情形指欧债危机和银行风险可控、不会出现无序重组；美国财政不过度收紧。

来源：OECD、太平洋证券

(三) 美国财政超预期收紧将拖累 2012 年美国经济增长并构成 2012 年全球

经济运行的重大不确定性因素

美国政府目前所采取的消减赤字措施不能根本解决美国财政问题。两党政治分歧以及政府财政赤字高企制约美国财政政策的弹性。明年是美国大选年，两党间的政治分歧将对市场造成新的冲击并打击市场对于美国政府执政能力的信心。标普 2011 年 8 月下调美国长期国债信用评级其中一个理由即是质疑美国领导者进行正确决策的能力。

目前美国社会面对的问题依然是需求不足，政府开支的下降会降低社会总需求，短期内，紧缩财政对美国实体经济的影响将会是偏负面的。按照美国国会预算办公室的预测，2012 财年美国经济增长受《2011 预算控制法案》紧缩财政开支的影响程度最为严重，《2011 预算控制法案》所规定的自动减赤程序启动后将负面影响 2012 财年美国经济增长 0.3-0.6 个百分点。2012-2014 年，紧缩财政对经济增长的负面影响逐渐减弱，2015 年负面影响消失。

奥巴马 2011 年 8 月签署的《2011 预算控制法案》不能根本解决美国的高财政赤字问题，《2011 预算控制法案》主要限制政府可自由支配支出，而美国财政支出中上涨最快的部分是医疗、社保等强制性支出。社会福利存在刚性，美国社会处于人口老龄化进程中，降低医疗费用增速存在难度。目前，国际三大信用评级机构对美国主权信用评级的展望均为负面。

一旦美国财政政策出现超预期收紧，必将会更大程度的拖累 2012 年美国经济增长并构成 2012 年全球经济运行的重大不确定性因素。

(四) 2012 年是大选之年，政府更替是影响市场走势的另一个不确定性因素

2012 年是大选之年，诸多经济体面临政府更替问题，大选之前的政治博弈和政府更替所导致的政策不确定性增强是影响 2012 年全球经济运行的另一个重要的因素。2012 年，美国、法国、希腊、俄罗斯、中国台湾等国家和地区都要进行选举。

表格 5：2012 年部分国家（地区）大选时间

国家（地区）	大选时间
中国台湾	2012 年 1 月
希腊	2012 年 2 月
俄罗斯	2012 年 3 月
中国香港	2012 年 3 月
法国	2012 年 4 月
美国	2012 年 11 月

来源：媒体报道、太平洋证券整理

小结

欧盟截止目前所采取的救助措施没有阻止欧洲主权债务危机的恶化，受到波及的欧元区范围日益扩大，欧洲的银行业也受到波及。欧洲主权债务危机从希腊、爱尔兰、葡萄牙扩散至意大利、西班牙、比利时，法国受到拖累。截止 2011 年 11 月份，以主权债 CDS 利差超过 200 个基点作为衡量标准，发债量占欧元区 70%、GDP 占欧元区 60% 的国家受到了主权债务危机的波及。银行业对欧元区重债国主权债的风险敞口主要集中在欧洲，市场对欧洲银行业信用风险的担忧程度比雷曼倒闭时更严重。

欧洲重债国 2012 年偿债压力巨大，1 季度为密集还款期，如果没有更有力的救助政策出台，巨大的债务清偿压力可能会给资本市场带来新的冲击。

随着欧洲主权债务危机的恶化，资本市场反应强烈，风险偏好下降，银行业受到波及、银行之间惜贷情绪浓重，金融系统对实体经济的支撑转差。

美债问题是市场面临的潜在风险。美国政府目前所采取的消减赤字措施不能根本解决美国财政问题，国际三大信用评级机构对美国的主权信用评级展望全部为负面。两党政治分歧以及政府财政赤字高企制约美国财政政策的弹性。

欧洲主权债务危机恶化导致的资本市场剧烈震荡、银行资产状况恶化、银行惜贷、消费者和企业信心低迷等因素负面影响实体经济运行。2012 年 1 季度欧洲经济将会出现轻微衰退，欧元区经济 2012 年全年处于衰退的边缘。美国经济 2007 年危机之后的反弹力度远低于 1948 年以来历次经济危机过后美国经济的平均反弹力度，2012 年美国将继续温和复苏，2012 年实际 GDP 增速 2.5% 左右，失业率在 8% 以上。受外国经济形势恶化以及自身进行结构调整的影响，2012 年新兴经济体增长将呈现放缓态势。外部需求疲软负面影响我国出口。我国在稳步推进出口市场多元化战略，但这无法抵消欧美经济疲软对我国出口的负面影响，2012 年净出口对我国经济增长贡献为负。

政策因素引领 2012 年全球经济走向。主要经济体政府将刺激经济增长作为决策首要考虑的因素。欧洲主权债务危机和美国财政政策是左右 2012 年全球经济运行态势的两个重大不确定性因素。我们对 2012 年经济进行预判的基本假设前提是欧洲主权债务和欧洲银行不会出现无序重组、美国财政不会超预期收紧。欧洲主权债务危机的演变取决于欧盟、欧洲央行、欧元区各国政府以及国际社会所采取的救助政策是否及时、充分和得当。一旦政策失误使欧洲主权债和欧洲银行出现无序重组，2012 欧元区经济将陷入深度衰退，全球经济将受到巨大冲击，此情形为极端假设情形。由于历史上仅出现极少量的货币因危机而消亡的案例，欧元区解体对全球经济的巨大冲击难以预测，欧元区解体的情形不被考虑在内。一旦美国财政超预期收紧，必将会更大程度拖累 2012 年美国经济增长并构成 2012 年全球经济运行的重大不确定性因素。此外，2012 年是诸多国家地区的大选之年，政府更替导致的政策不确定性增强和大选之前的政治博弈也是市场面临的另一个不确定性因素。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话: (8610) 8832-1818

传真: (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。