

2012 海外经济策略: 危机尚未谢幕

报告要点

■ 欧债问题难有彻底解决方案出台

未来一年, 欧债危机仍将是国际经济和国际市场的核心。欧洲目前面临的债务问题异常严重, 其严重不仅在于当前高企的债务负担率, 更在于其债务问题来自于一些难以迅速扭转的结构性因素。无论是人口、竞争力还是制度层面的劳动力市场结构、劳动保障体系, 都存在着一些难以扭转的中期不利因素。正是这些因素, 使得欧债问题成为一个中长期的问题。

■ 欧债问题难有彻底解决方案出台

目前来看, 欧债危机在短中期内得到彻底解决的概率是很低的, 缺乏主权统一意愿的财政联合很难获得真正的效果, 债务货币化也只会最危险的时候才被触发。此外, 要同意南欧国家退出欧元区, 核心国家必须建立防止风险传染的“防火墙”, 而以德、法高达 80% 以上的债务负担率, 其财政资源或不足以充实银行体系的资本。总的来说, 我们认为 2012 年最有可能的情况是, 欧元区维持现状, 既不会出现分裂, 财政联合和欧央行的债务货币化操作都难以期待。如此一来, 避险情绪和对欧元区内的信心影响将会持续存在。预计明年欧元区全年 GDP 萎缩 0.5%, 如果还有国家在 2012 年违约, 那么萎缩的幅度还将被放大。

■ 美国经济或能独善其身

美国方面, 当前经济的驱动力正从库存扩张转向产能扩张, 内生增长动力充足。然而, 当前仍在高位的银行坏账率抑制了信贷的扩张, 这对于以来杠杆的房地产市场来说是个中期的抑制因素。而由于房地产部门在整个美国经济中的重要地位, 其也抑制了整个实体经济。在这样的情况下, 美国的实体经济增速将在 2012 年维持平稳。当然, 如果欧元区再度出现违约, 那么美国实体经济也会受到冲击。

■ 美元向上, 大宗向下

由于避险情绪的驱动, 我们认为明年美元大体上将会呈现上行的态势, 虽然要考虑美国可能出现的局部货币扩张, 但是欧元区同时也会存在的货币扩张, 美国货币宽松对于美元的影响将被部分冲销, 仅会在一段时间内出现震荡。四季度将会重拾升势。而大宗商品, 在美元上行、避险情绪高涨和需求抑制的情况下, 预计将会有所回落。

相关研究

分析师:

邓二勇、吴邦栋

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120005

联系人:

吴邦栋

(8621) 68751256

wubd@cjsc.com.cn

正文目录

前言	5
欧洲债务问题——就在悬崖边	5
当前欧洲债务形势——核心风险点在意债	5
关注债务核心国的政治经济风险	10
欧元区何去何从	19
美国经济的内生分化	25
为什么要做经济内生动力的分析?	26
复苏动力来源的表现如何?	27
行业分化的具体分析	27
总结	30
欧美货币政策及美元、大宗商品走势	30
货币政策美松、欧更松	30
美元向上、大宗向下	35

图表目录

图 1: 欧猪五国近期的到期债务	7
图 2: 欧猪五国主权债务期限结构.....	8
图 3: 欧元区各国生育率长期处于低位	11
图 4: 欧元区各国人均寿命处于上升趋势.....	11
图 5: 爱尔兰的养老金制度更偏重于基金制、南欧各国则更接近于现收现付融资方式	11
图 6: 南欧国家的工会势力明显强于爱尔兰	12
图 7: 希腊议会存在绝对多数党派.....	12
图 8: 意大利执政党在参议院席位低于 50%	12
图 9: 意大利执政党在众议院席位低于 50%	13
图 10: 葡萄牙共和国议会不存在绝对多数的党派.....	13
图 11: 意大利执政党在众议院席位低于 50%	Error!
Bookmark not defined.	
图 12: 西班牙众议院中第一大党仅占 47% 的席位	13
图 13: 西班牙参议院没有党派席位超过 50%	Error!
Bookmark not defined.	
图 14: OECD 公布的 00-10 年欧元区国家平均全要素生产率增幅与 10 年经济自由度指数	14
图 15: 欧美人口增速	15
图 16: 欧美失业率	16
图 17: 爱尔兰的中位年龄低于其他国家	16
图 18: 联合国预测的爱尔兰人口增长率较高	16
图 19: 债务核心国家出口占 GDP 比重都较高.....	17
图 20: 5 国名义劳动力成本增速	17
图 21: 欧元区未来可能的路径.....	19
图 22: 南欧国家的权衡.....	19
图 23: 欧元区的路径依赖	20
图 24: 德国对欧元区的顺差大于其顺差总额	20
图 25: 德国出口同比增速放缓	20
图 26: 欧元区各国的债务负担率较高, 防火墙难以建立	21
图 27: 比利时的荷语区和法语区	22
图 28: 92 年德国为控通胀强行升息.....	24
图 29: ...迫使英镑大幅贬值脱离 EMU	24
图 30: 除本次危机外, 欧央行将通胀率控制在 1%-3% 的区间内	25
图 31: 预算赤字尚待收缩	26
图 32: 通胀高企后, 货币政策效果难有保证	26
图 33: 历次复苏阶段, 各行业对于总体 GDP 增速的贡献度	27
图 34: 新一轮产能周期拉开帷幕	28
图 35: 房地产服务在消费者服务中的贡献度是最高的, 本轮周期中下滑幅度也很大	28
图 36: 房地产价格仍在“底”中运行	29
图 37: 坏账率需回落至 1%, 房屋信贷才见底.....	29

图 38: 大选年中美国的通胀容忍度较高	30
图 39: 大选年中, 泰勒利差有下跌趋势	31
图 40: 失业率仍然处于历史高位	Error!
Bookmark not defined.	
图 41: 坏账率需回落至 1%, 房屋信贷才见底.....	Error!
Bookmark not defined.	
图 42: 可用的货币政策中介目标	32
图 43: 两轮对于房市的财政刺激, 其效果都仅在短期显现	33
图 44: 欧元区的基准利率和 M1 同比	35
图 45: 坏账率需回落至 1%, 房屋信贷才见底.....	35
图 46: 明年美元走势的逻辑	36
图 47: 80 年代初, 97 年前后避险情绪主导美元.....	36
图 48: 工业产值增速差值与利差变动方向一致	36
图 49: 美国 M1 同比与欧元区 M1 同比差值与美元指数.....	37
图 50: 美国 M1 同比减欧元区 M1 同比	37
图 51: 80 年代 OPEC 减产干扰大宗商品价格仍回落.....	38
图 52: 大宗商品价格指数于 97-98 年跌去一半	38
图 53: 伊朗原油探明储量居世界第四	39
图 54: 伊朗原油产量居世界第四	39
表 1: 2012 年欧元区和美国主要经济数据预测.....	5
表 2: 欧洲各国主要银行业对希腊债务的持有额度	Error!
Bookmark not defined.	
表 3: 欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对希腊主权债务敏感性分析	Error!
Bookmark not defined.	
表 4: 欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对希腊居民部门债务敏感性分析	7
表 5: 欧洲主要银行对希腊主权债务减值敏感度	Error!
Bookmark not defined.	
表 6: 欧洲主要国家债务负担对希腊主权债务敏感性分析	7
表 7: 欧洲主要国家债务负担对希腊居民部门债务敏感性分析	7
表 8: 欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对意大利主权债务敏感性分析.....	9
表 9: 欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对意大利居民部门债务敏感性分析	9
表 10: 欧洲主要国家债务负担对意大利主权债务敏感性分析.....	10
表 11: 欧洲主要国家债务负担对意大利居民部门债务敏感性分析.....	10
表 12: 经济自由度指数的指标分项和分项含义	14
表 13: 经济自由度指数的指标分项和分项含义	15
表 14: 爱尔兰和西班牙在高科技产品中的贸易集中的更高	17
表 15: 债务核心国经济增长前景分析的总结	18
表 16: 债务核心国未来经济增长的风险点.....	18
表 17: 具体惩罚措施仍未确定.....	22
表 18: 各行政实体的职责划分	23
表 19: 最近一次比利时大选的结果.....	23
表 20: 欧洲各国语言障碍	23

表 21: 房地产建筑业的投入产出表摘要, 含劳工薪酬、税收等项	29
表 22: 近期美国货币当局关注房地产市场	33
表 23: 2012 年欧元区国家的财政紧缩政策	34
表 24: 2012 年欧元区主要经济数据预测	34
表 25: 历史案例中油价上升事件对于通胀和 PPI 的影响	39

前言

2012 年对于全球经济来说或许并不是平静一年, 或许当我们走完所有历程之后, 我们才会发现, 次贷危机只是序幕, 而现在这个时点也仅是债务危机大戏渐入佳境的时点。未来一年, 欧债危机仍将是国际经济和国际市场的核心。我们认为欧债危机中期难解, 那么其内生的结构性问题为何, 政策又何以不能加以彻底解决, 这个我们将在第一部分中加以解答。

美国经济方面, 当市场厌倦了各种外生刺激的时候, 我们需要问的是美国经济的内生经济动力是否充足。美国经济复苏的动力是否仍然存在? 当前是否存在抑制美国实体经济的结构性因素? 这个问题我们将在第二部分提出的。

由于避险情绪的驱动, 我们认为明年美元大体上将会呈现上行的态势, 欧元区存在的货币扩张, 将回冲销欧元区货币扩张的影响, 仅会在一段时间内出现震荡。四季度将会重拾升势。而大宗商品, 在美元上行、避险情绪高涨和需求抑制的情况下, 预计将会有所回落。

表 1: 2012 年欧元区和美国主要经济数据预测

美国	10Q 4	11Q 1	11Q 2	11Q 3	11Q 4	12Q 1	12Q 2	12Q 3	12Q 4
实际GDP年化环比	2.3	0.4	1.3	2	2	1.9	2.2	2.3	2.2
CPI同比	1.27	2.13	3.47	3.77	3.3	2.1	2	2.1	2.2
核心CPI同比	0.96	1.06	1.31	1.64	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
失业率	9.63	8.9	9.1	9.1	8.9	8.9	8.7	8.6	8.7
欧元区	10Q 4	11Q 1	11Q 2	11Q 3	11Q 4	12Q 1	12Q 2	12Q 3	12Q 4
实际GDP年化环比	1.2	3.2	0.8	0.8	-0.4	0.8	-0.96	-1.12	-0.56
CPI同比	2	2.47	2.73	2.67	2.6	2.1	1.8	1.8	1.6
失业率	10.07	10	9.97	10.13	10	10.1	10.1	10.3	10.5

资料来源: Datastream, 长江证券研究部

欧洲债务问题——就在悬崖边

欧洲债务问题是当前市场关注的焦点。欧债问题不仅影响剧烈, 而且我们认为其持续的时间将会非常之长。一方面, 南欧国家经济存在着结构性的问题; 另一方面, 目前欧元区难以形成可以根治债务问题的方案。这样欧债问题将成为影响世界经济的中长期因素。下面我们就将围绕欧债问题展开讨论。

当前欧洲债务形势——核心风险点在意债

整体而言, 欧盟峰会通过的欧债纾困协议下, 困扰希腊主权债务问题的近忧已基本解除。减值 50% 的希腊国债, 是欧洲大型银行和政府能够承担的水平。但由于欧盟峰会未对除银行之外持有希腊国债的私人投资者做出补偿安排, 预计减记希腊主权债务将首先这部分私人投资者产生显著的影响 (约为 100 亿欧元), 一些大型投资机构的资金链将益发脆弱。

意大利目前存在债务重组和部分违约的风险。意大利的主要问题在于，巨额赤字和政局动荡危机。除非能同时实现投资者信心上升、经济增长和财政收缩，否则意大利将很难降低该国债务在国内生产总值(GDP)所占比重。由于意大利背负 1.9 万亿元的巨额债务，以当前 EFSF 1 万亿欧元的规模，难以拯救意大利债务问题。我们测算结果显示，意主权债务一旦减值 30% 以上将对其银行业的资本金造成毁灭性打击。同时，法国银行业对意主权债务的风险敞口为 1645 万亿左右，远高于英国和德国，意债违约对法国金融体系的影响是英国和德国的 3 倍以上。意大利主权债务减值对德法银行业核心资本充足率的冲击是希腊国债减值的 12 倍以上。

希腊债务问题近忧暂缓

两年前，正值 2009 年 10 月希腊大选，希腊保守党落选、新政府上任后随即宣布赤字比预期的多出一倍，希腊政府债务立即被三大评级机构降级。自此，欧债阴影逐渐浮出水面，并蔓延至欧洲其他五猪国家（PIIGS），成为盘桓于全球资本市场的一颗巨型不定时炸弹。

今年 7、8 月，意大利与西班牙的还债高峰迫近，银行体系风险开始凸显，欧洲经济与金融体系风险恶化交织，投资者避险情绪日益浓厚，而欧洲南北国家对欧债解决方案存在较大分歧，新一轮欧债纾困机制悬而未决。一时间欧元前途未卜，对欧元区、欧洲经济与金融前景的争论猜测亦不绝于耳。

直至 10 月 27 日欧盟峰会后初步达成欧债解决协议，协议的安排主要包括：银行和其他私营债权人接受希腊政府债券无偿减记 50% 的安排（此举将帮助希腊削减 1000 亿欧元的债务），12 年 6 月底之前将欧洲主要银行的核心资本充足率提高到 9%，增强欧元区救援基金的放款能力（按照 EFSF 的杠杆将为 4-5 倍估算，救助基金将增加至 1 万亿欧元）等。

从 10 月 27 日峰会决议至 11 月 7 日的短短十日内，希腊国内再生波澜，公投事件和国内的政治动荡再度冲击欧债市场。最终帕潘德里欧与主要反对党新民主党同意组建联合政府，并将于 2013 年 10 月的大选提前至 2012 年 2 月 19 日。虽然目前而言，有关如何对银行业注资使欧洲银行核心资本充足率提升至 9%、EFSF 杠杆化操作以提高其放款能力等细节仍有待出台，但此次欧盟峰会通过的欧债解决方案将在短期内缓解欧猪五国与欧洲银行业的资金压力，为欧元区出台深入细化的欧债解决方案提供时间和空间。我们认为整体而言，欧盟峰会通过的欧债纾困协议下，困扰希腊主权债务问题的近忧已基本解除。

峰会协议可在短期内覆盖希腊主权债务风险

此次欧盟峰会协议是解决已经绵延两年之久的欧洲债务危机，欧元区各国和主要银行、欧洲央行、IMF 等各方力量又做出最新的努力，将对缓解当前迫在眉睫的希腊主权债务问题、银行业资本金不足等问题起到重要作用。

协议安排欧洲私人部门和银行业（承担主要损失）无偿减记 50% 的希腊主权债务，实质上是对希腊国债违约有序违约的一种安排，只是换了较为委婉的措辞而已。希腊总计 3,500 亿欧元政府债务中有 2,100 亿欧元为私人债权人持有，因此希腊共可减记约 1000 亿欧元的主权债务。由于协议安排在欧洲银行业无偿减记希腊政府债券的基础上，提高银行业的资本金 1060 亿欧元，因此银行业和其他持有希腊国债的私人部门将首先遭受资本金损失的冲击。银行这部分减记损失将主要通过三个渠道弥补：

渠道一，通过欧元区各国乃至全球的私人资本对银行业注资；渠道二，依赖各国政府对其注资，补充银行业资本金水平；渠道三，由 EFSF 对银行业的损失部分买单。本报告分别假设，

前两种情况发生，测算希腊债务减值对欧元区主要国家和英国银行业和政府债务负担的冲击，计算结果如下列敏感性分析表所示。

通过估算希腊主权债务减值对欧洲银行业的冲击，计算结果显示，由于德法两国银行业持希腊主权债务的规模较大，因此此次减记安排对德法的冲击较欧洲其他国家更为明显。且减值50%的希腊国债，是欧洲大型银行和政府能够承担的水平。由于欧盟峰会未对除银行之外持有希腊国债的私人投资者做出补偿安排，预计减记希腊主权债务将首先这部分私人投资者产生显著的影响（约为100亿欧元），一些大型投资机构的资金链将益发脆弱。

表 2：欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对希腊居民部门债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	0.30	0.91	1.53	2.16
法国	2.38	7.55	13.37	19.94
德国	1.43	4.43	7.66	11.13
意大利	0.11	0.32	0.53	0.74
西班牙	-	-	-	-
葡萄牙	4.15	0.14	0.25	0.40

资料来源：European Bank Authority，长江证券研究部

表 3：欧洲主要国家债务负担对希腊主权债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	0.04	0.06	0.10	0.14
法国	0.17	0.25	0.42	0.58
德国	0.08	0.11	0.19	0.27
意大利	0.02	0.02	0.04	0.05
西班牙	0.01	0.02	0.03	0.05

资料来源：Bloomberg，European Bank Authority，长江证券研究部

表 4：欧洲主要国家债务负担对希腊居民部门债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	0.12	0.18	0.30	0.41
法国	2.51	0.76	1.26	1.76
德国	0.02	0.25	0.42	0.59
意大利	0.01	0.01	0.02	0.03
西班牙	-	-	-	-

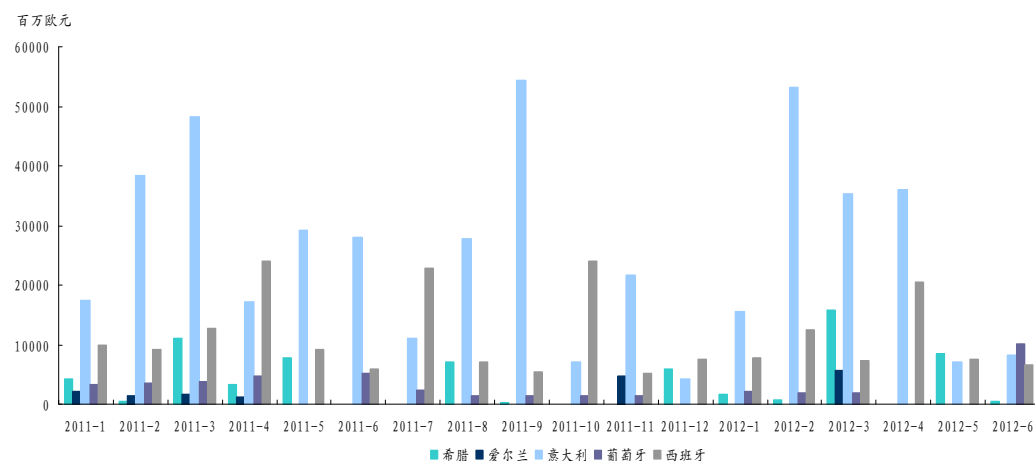
资料来源：Bloomberg，European Bank Authority，长江证券研究部

意大利存在债务重组风险

除意大利以外其他国家主权债务短期违约的可能性较低。一方面是由于欧盟峰会同意杠杆化欧洲金融稳定基金（EFSF），使该基金担保能力扩大三倍或四倍，可为西班牙和意大利等国发行的1万亿欧元（约合1.4万亿美元）债券提供担保。这是EFSF为防止意大利和西班牙主权债务违约的首次尝试，此规模能够保证至少在2013年之前爱尔兰、葡萄牙和西班牙继

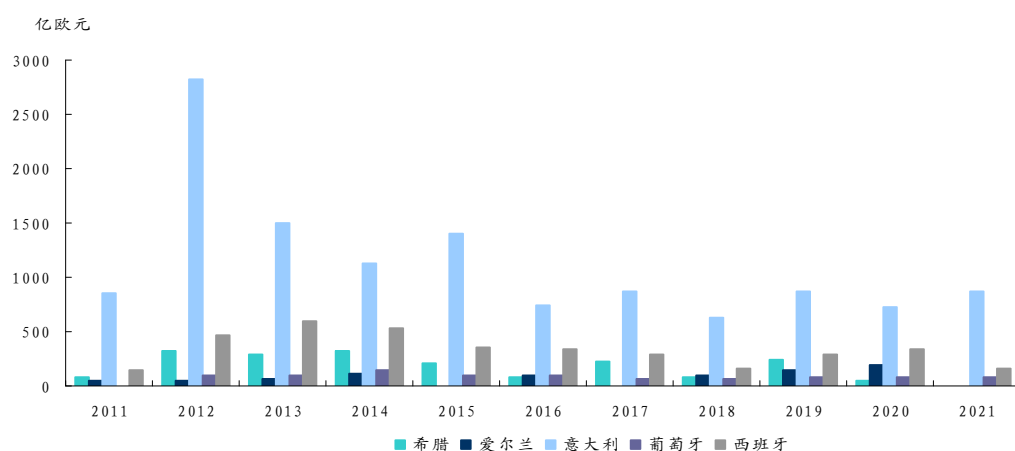
续发行新国债已偿付其到期债务，避免欧洲更大面积的主权债务违约。同时，临近 2011 年末，西班牙最近的到期债务规模较为有限。下一个西班牙还债高峰是明年的 3、4 月份，下一个意大利还债高峰是 2012 年的 2、3 月。

图 1：欧猪五国近期的到期债务



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：欧猪五国主权债务期限结构



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

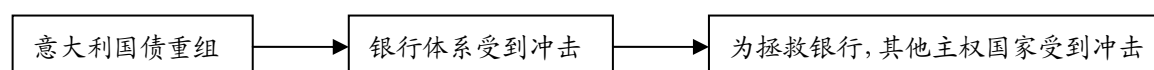
意大利债务问题仍在不断发酵，目前存在债务重组和部分违约的风险。意大利的主要问题在于，巨额赤字和政局信任危机。除非能同时实现投资者信心上升、经济增长和财政收缩，否则意大利将很难降低该国债务在国内生产总值(GDP)所占比重。为此，市场恐惧其财政收缩导致经济下滑和主权债务负担加剧，由此引发意国债收益率居高不下，又加剧了意的还债负担和部分违约的可能。意大利总理贝卢斯科尼下课，技术官僚蒙蒂上台担任总理。虽然无党派的技术官僚独立于正当利益和选民的牵绊，但是其措施的执行依然需要议会的支持，因此在程序上仍然存在阻碍财政紧缩的节点和风险。因此意大利国内的政治前景也难言乐观。

由于意大利背负 1.9 万亿元的巨额债务，EFSF 的规模难以覆盖意大利的债务总额。因此意大利目前存在债务重组的风险。我们计算结果表明，由于持有大量本国债务，意主权债务一

旦减值 30%以上将对其银行业的资本金造成毁灭性打击。同时，法国银行业对意主权债务的风险敞口为 1645 万亿左右，远高于英国和德国。意债违约对法国金融体系的影响是英国和德国的 3 倍以上。同时，意大利主权债务减值对德法银行业核心资本充足率的冲击是希腊国债减值的 12 倍以上；意大利居民部门债务减值对德法银行业的冲击是希腊的 5 倍以上。

意大利债务问题传播至银行体系，先是手握意大利债务敞口的银行出现问题，其次是持有这些银行债务的其他银行也会受到波及。在这个过程中，银行体系遭遇到的风险主要有两个方面，一方面是资产减记导致的资本金不足，由于欧盟法律规则规定欧央行不能持股任何金融机构，因此资本金的补充只能由财政资金来完成。另一方面，银行体系在冲击之下的信誉缺失可能会遭遇挤兑和流动性风险。

图 3：欧猪五国主权债务期限结构



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

假设意大利分别发生主权债务减值和居民部门债务减值，减值的比重分别 30%、50%、70% 和 90%。由于意大利银行业持有大量本国债务，德法银行业持有意大利主权、居民部门债务占其银行资本金比重较高，这两国对意大利主权债务和居民部门减值的敏感度最高，其次是德国。减值 30%的意大利主权债务，对意法德三国银行业核心资本充足率的影响分别为 24.94%、10.66%和 3.04%。减值 30%意大利居民部门债务，对法德银行业核心资本充足率的影响为 9.53%和 9.18%。英国和西班牙银行业持有意大利债务的规模比较有限，受意大利债减值的影响也较小。

表 5：欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对意大利主权债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	1.00	3.08	5.27	7.57
法国	10.66	42.12	101.28	247.48
德国	3.04	9.84	17.78	27.12
意大利	24.94	-	-	-
西班牙	0.49	1.50	2.53	3.58
葡萄牙	0.57	1.74	2.94	4.18

资料来源：European Bank Authority，长江证券研究部

表 6：欧洲主要国家银行业整体核心资本充足率对意大利居民部门债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	1.41	4.37	7.55	10.96
法国	9.53	36.49	83.08	180.18
德国	9.18	34.92	78.58	166.27
意大利	-	-	-	-

西班牙	0.04	0.00	0.00	0.00
葡萄牙	0.95	0.03	0.05	0.07

资料来源：European Bank Authority，长江证券研究部

由于银行资本的补充只能由财政资金来完成，以维持银行较高的资本充足率，本就紧张的欧元区各国政府财政预算和债务负担将更为吃紧。由于银行业对本国债务的敞口很大，为补充银行资本而产生的财政需求，又会反作用于意大利政府的债务负担。

同时，法国银行业持有大量意大利主权债务和居民部门债务，因而其债务负担对意大利主权债务敏感度最大。减值 30% 的意大利国债对法国债务负担的影响是 2.03%。整体而言，意大利主权债务减值对法国政府债务负担的冲击是希腊国债减值的 12 倍以上，对法国政府债务负担的冲击是希腊的意大利居民部门债务减值对德法政府债务负担的冲击是希腊的 4 倍以上。

表 7：欧洲主要国家债务负担对意大利主权债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	0.39	0.58	0.97	1.35
法国	2.09	3.01	4.92	6.75
德国	0.35	0.53	0.88	1.22
意大利	1.80	2.60	4.26	5.86
西班牙	0.23	0.35	0.58	0.81

资料来源：Bloomberg，European Bank Authority，长江证券研究部

表 8：欧洲主要国家债务负担对意大利居民部门债务敏感性分析

国家	假设债务减值比例(%)			
	30	50	70	90
英国	0.55	0.81	1.34	1.87
法国	1.89	2.73	4.48	6.16
德国	0.99	1.46	2.41	3.34
意大利	14.70	17.04	25.50	32.39
西班牙	0.02	0.03	0.05	0.06

资料来源：Bloomberg，European Bank Authority，长江证券研究部

关注债务核心国的中期风险

我们认为欧债问题是一个中长期的问题，主要是因为欧元区面临着一些难以扭转的结构性问题，这些问题涉及欧元区的人口结构、政治制度、社会环境和竞争力因素。正是这些领域出现的结构性问题，导致了欧债问题成为欧元区一颗长期难愈的硬疣。

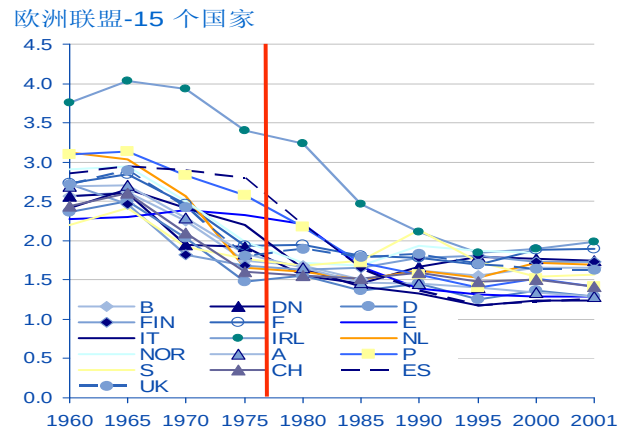
坎坷的财政收缩之路

劳动保障制度

劳动保障制度是掣肘欧元区财政的重要因素，前面我们已经提到欧元区存在较为严重的人口老龄化问题，下图所示，欧元区国家的生育率长期处于低位，而欧元区各国人均寿命则处于上升趋势之中。如此一来老年人占人口的比重将会越来越高。随着这个问题愈发严重，社会保障支出也在各国债务负担重占据了越来越重要的地位。

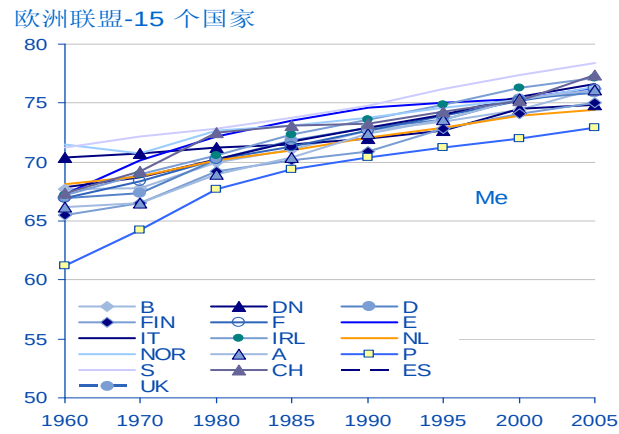
当前退休金有两大类制度，一种是现收现付制，即由当前还未退休的人员通过交税的方式负担已退休人员的养老金。另一种则是养老基金制度，这种制度下，每个人都拥有一个属于自己的账户，在自己工作的时候，定期向账户中缴款，而这些账户则会通过进行投资而实现保值增值。在前一种制度下，个人的退休金是政府的负债，而在后一种制度下，个人的退休金则由自己的账户中付出，其中政府充当的仅仅是管理人或中介的地位。因此在现收现付制下，政府因为退休金产生的债务负担将会更大。没有哪个国家的养老金制度是完全依赖现收现付制或者基金制，现实中往往是两种制度的折中，从上图来看，希腊、西班牙、葡萄牙和意大利，其养老金制度更加接近于现收现付制，而爱尔兰则更加依赖基金制。加之我们之后分析的，南欧四个国家中老龄人口占比越来越高，这也意味着养老金缺口可能会越来越大，而爱尔兰既不依赖现收现付的养老金制度又没有严重的老龄化，因此其在该项支出上的财政压力就小了许多。

图 4：欧元区各国生育率长期处于低位



资料来源：UNStat，长江证券研究部

图 5：欧元区各国人均寿命处于上升趋势



资料来源：UNStat，长江证券研究部

图 6：爱尔兰的养老金制度更偏重于基金制、南欧各国则更接近于现收现付融资方式



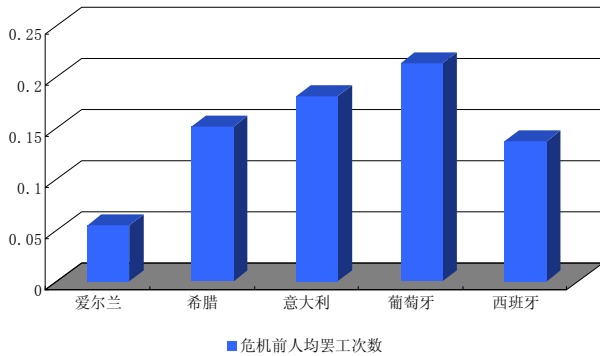
资料来源：EC Report，长江证券研究部

工会势力与政治结构

工会运动对于财政整固的影响在各债务核心国都有所显现。特别是希腊多轮财政紧缩措施遭遇了工会组织的强烈反弹，甚至发生了流血事件。此外，工会活动也导致了前期意大利紧缩

方案三易其稿。由此可见，工会活动对于财政改革的负面影响是相当明显的。这一点在逻辑上也可以得到解释，如前文所述，包括养老金改革在内的劳工福利削减是财政巩固措施的重要方面，由于这些改革削弱了劳工的福利，因此棘轮效应驱使下的劳工组织的反弹对于财政巩固措施就非常重要。

图 7：南欧国家的工会势力明显强于爱尔兰

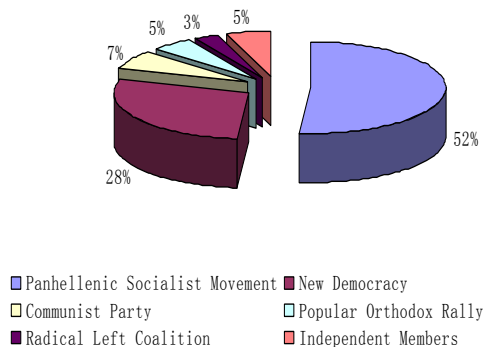


资料来源：ILO，长江证券研究部

对此，我们可以通过比较各国危机前的人均罢工次数来反映各国劳工组织的强度。下图所示爱尔兰的人均罢工次数较低，西班牙的人均罢工次数也有限，但另外三个国家的工会力量则较为强大，特别是葡萄牙和意大利，预计其未来财政改革中遭遇的阻力将会较大。

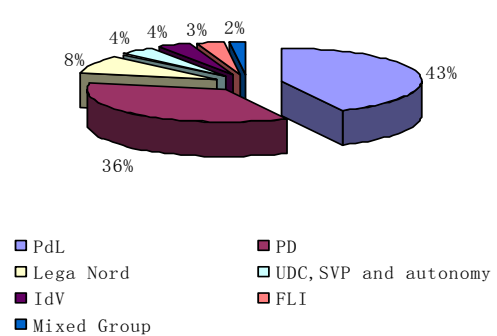
此外，在议会结构方面，南欧国家几乎都没有形成一党组阁的情形。由于议会席位的分散，很少有党派在选举中独揽多数，往往需要通过党派联盟来组成内阁。在这种情况下，不仅存在执政联盟和反对党之间的博弈，执政联盟内部的博弈也较为激烈。在这样的情况下，改革的坚定性将受到较大的挑战。这一点在议会内阁制的政府中表现得尤为明显，而南欧国家都属于议会内阁制整体。7月末意大利国债收益率飙升后，其国内的紧缩计划三易其稿，具体方案不断变动，这与其国内的政治格局不无关系。

图 8：希腊议会存在绝对多数党派



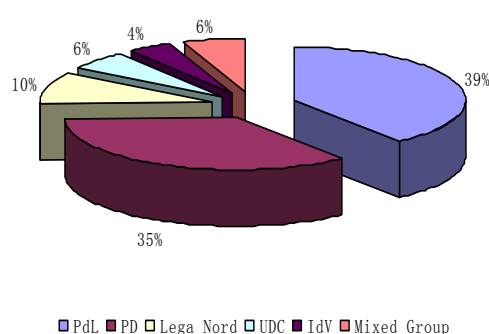
资料来源：希腊议会网站，长江证券研究部

图 9：意大利执政党在参议院席位低于 50%



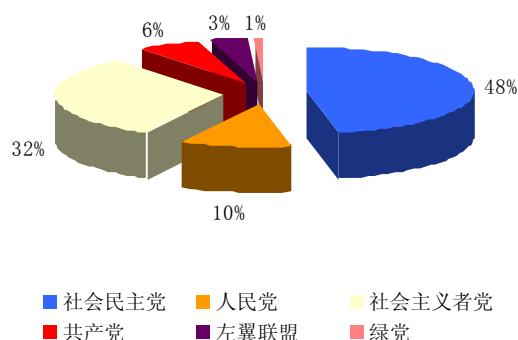
资料来源：意大利议会网站，长江证券研究部

图 10：意大利执政党在众议院席位低于 50%



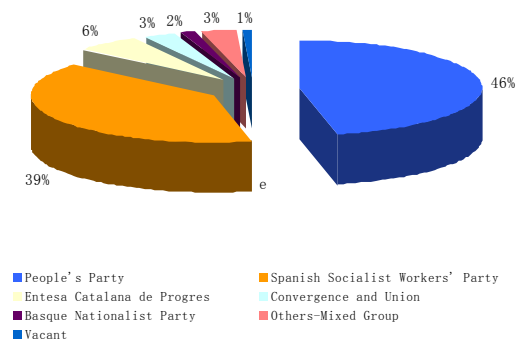
资料来源：意大利议会网站，长江证券研究部

图 11：葡萄牙共和国议会不存在绝对多数的党派



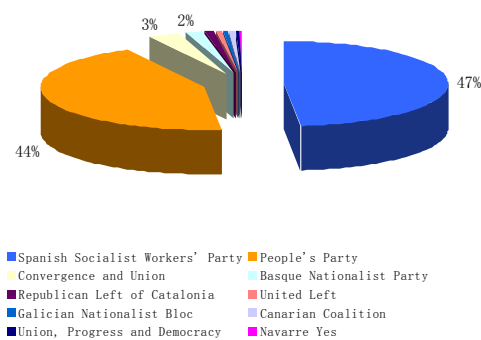
资料来源：葡萄牙议会网站，长江证券研究部

图 12：西班牙参议院没有党派席位超过 50%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 13：西班牙众议院中第一大党仅占 47%的席位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

上图所示，除了希腊以外，各国都不存在一个可以单独组阁的党派，而希腊执政党的优势也并不明显。党派分裂较为严重的是意大利和西班牙，前者第一大党在两院的优势较少，后者两院的第一大党分别为人民党和社会主义工人党，因此政策博弈也会较为复杂，未来欧洲的财政缩减方案将更为难行。

债务核心国的经济增长前景不容乐观

从总量增长的角度来看，反映技术和制度的全要素生产率和劳动力供给起对经济的长期增长起到举足轻重的作用。由于国家承担债务负担的能力主要取决于经济总量而非人均而在经济增长的过程中，人均资本存量将会趋向于稳态，因此资本供给在趋势经济增长的分析中，地位反而不那么重要。此外，在经济全球化的背景下，通过贸易渠道影响实体经济的竞争力因素也是一个重要的考量维度。另外，经济增速回到趋势的速度也是我们需要考量的因素，经济的调整能力越强经济回到趋势增长率的速度也越快。

经济自由度指数

在全要素增长率方面，我们更多地考虑制度层面的因素而非技术方面的因素。技术进步往往伴随着极大的偶然性，这种供给层面的冲击是可遇而不可求的，同时技术的进步也与制度的保障具有关联性。因此我们将分析的重点放在制度层面。

而在反应制度因素水平的指标方面,我们认为华尔街日报公布的经济自由度指数能够充分反映各国的制度水平。其不仅能够反映影响长期趋势增长率的因素,也能够表明哪些国家更容易在短期的回落后出现反弹,迅速恢复。该项指数遵循的是亚当·斯密意义上的自由观念,考察的主要问题是政府对于市场的干预程度,这在经济史学科中成为“斯密增长问题”。此外,经济自由度指数在本轮危机中更加重要,其原因在于:从次贷危机爆发以来,各国都进行了财政和货币政策的放松;然而从效果来看,政策推动经济走出危机并不是可持续的,扩张政策最终作茧自缚。货币扩张导致的通胀限制了消费信心,本身就限制了货币扩张的空间;而不断突破预算约束的财政政策也越发导致了市场对于债务问题的担忧。最终,我们发现,要令经济走出谷底、走上持续复苏的道路仍然需要依赖经济自身的调节能力,因此“经济自由度指标”的作用就充分显现出来。

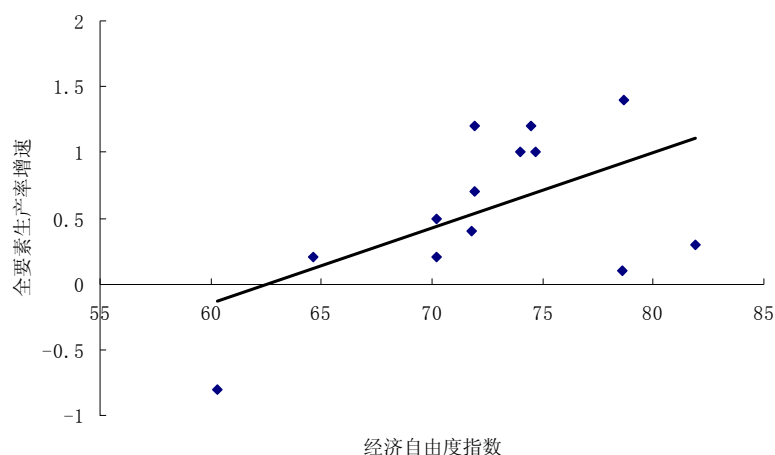
表 9: 经济自由度指数的指标分项和分项含义

指标分项	指标内容和含义
业务经营自由	企业开业、运营和关闭企业过程中所负担的监管责任和政府规制过程的效率
贸易自由	关税及非关税壁垒
货币自由	管制价格的程度, 价格稳定
政府规模及政府支出	政府支出占整个经济规模的比重
财政自由	税收负担
产权保护	个人累计私人财产的能力, 同时考虑相关法律执行的完整性
投资自由	资本流动限制
金融自由	银行效率、相对于政府的独立性
腐败	政府腐败程度与寻租
劳动自由	法律对国家劳动力市场的规制和干预

资料来源: The Heritage Foundation & WSJ, 长江证券研究部

无论从经济调整的速度, 还是从趋势增长率考察, 经济自由度指标都有非常重要的意义。从实际的效果来看, 经济自由度指标与全要素增长率的关系也较为明显。下图所示, 利用 OECD 公布的全要素生产率增速 10 年的经济自由度指数做比较, 我们发现, 两者存在着较为严格的正相关关系。这证实了我们之前的说法。

图 14: OECD 公布的 00-10 年欧元区国家平均全要素生产率增幅与 10 年经济自由度指数



资料来源: OECDStat, WSJ, 长江证券研究部

那么欧元区债务核心国家的该项指标的表现如何呢? 下面是 2010 年公布的各国经济自由度

指标。我们可以发现，爱尔兰的经济自由度指数高于德国，在欧洲排名仅次于瑞士，其在 10 个分项上也都具有较大的优势。此外，西班牙的经济自由度指数也相对较高，仅略低于德国，其在各个指标相对于另外三个南欧三个国家也具有明显的优势。而另外三个国家，其经济自由度指数则都低于 70，仅为中等自由（总指数 60-70）。由于该项指标中包含大量的制度要素，而制度的演进绝非一朝一夕之事，再考虑到前面所述的大政府的政治体制，我们认为葡萄牙、意大利和希腊未来的趋势增长率令人担忧。

表 10：经济自由度指数的指标分项和分项含义

世界排名	欧洲排名	国别	总指数	经营业务自由	贸易自由	财政自由	政府支出	货币自由	投资自由	金融自由	产权保护	腐败	劳动自由
7	2	爱尔兰	78.7	92	87.6	72.1	47.1	80.7	90	70	90	80	77.5
23	12	德国	71.8	89.6	87.6	58.5	42.7	83.9	85	60	90	80	40.6
31	17	西班牙	70.2	77.2	87.6	61	49.3	82.4	80	80	70	61	53
69	32	葡萄牙	64	80.1	87.6	61.1	36.2	82.3	70	60	70	58	34.7
87	36	意大利	60.3	77.3	87.6	55.4	28.6	82.1	75	60	50	43	44.4
88	37	希腊	60.3	76.2	82.6	65.9	34.3	80.6	60	60	50	38	55.2

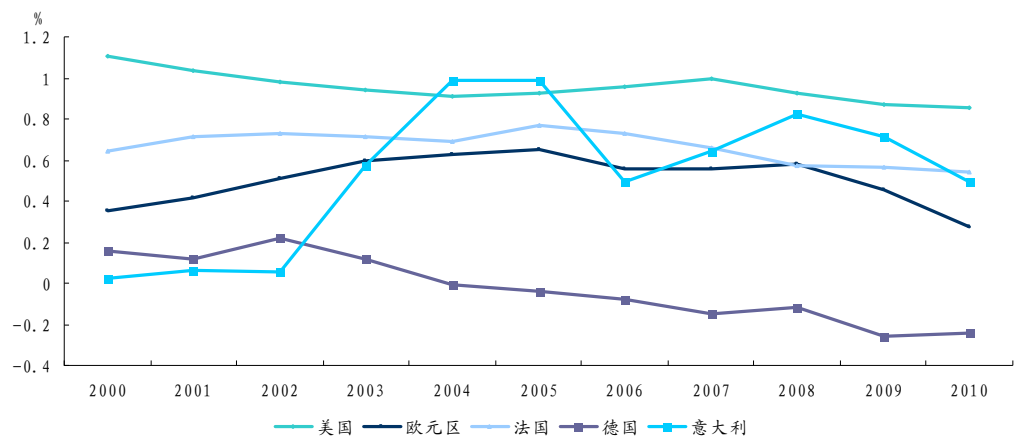
资料来源：The Heritage Foundation & WSJ，长江证券研究部

人口老龄化

索洛模型表明，如果经济的增速最终会回到稳态人均资本存量决定的稳态增长率的话，那么总体经济增长率很大程度上都取决于人口增长率。就经济总量的趋势增长率考察方面，劳动力供给起到的作用举足轻重，其作用甚至高于资本积累。人口老龄化不仅影响到总体增长率，人口结构的变动还会通过影响储蓄率来影响出口。

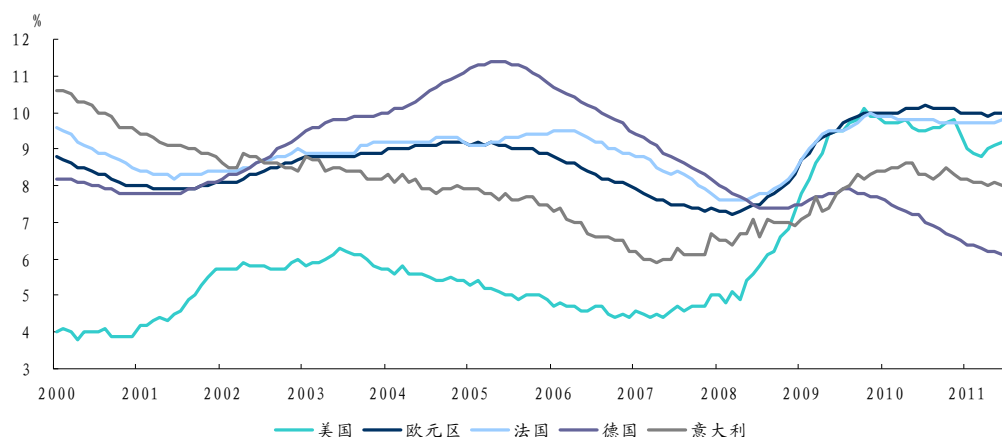
整体而言，欧元区人口增长近乎停滞，部分国家甚至出现负增长，且人口老龄化十分明显，对其经济发展构成制约。2010 年欧元区人口同比增速为 0.27%，低于美国 0.58 个百分点。欧元区第一大经济体德国已于 2004 年步入人口负增长的阶段。就业市场方面，金融危机过后元区的失业率一直居高不下，09 年底至今一直维持在 10%，高于美国 9.1% 的失业率水平。

图 15：欧美人口增速



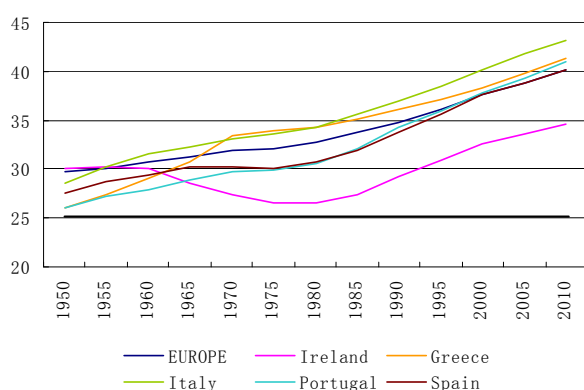
资料来源：Bloomberg、长江证券研究部

欧元区人口增长乏力、失业率居高不下，不仅表明其制造业发展前景坎坷，也对私人消费和投资产生抑制作用，从而制约其中长期的经济增长。另一方面，从政府减赤的角度而言，欧政府须对失业人口提供相应的福利支持，从而增加其财政收缩的难度；制造业和私人部门尚未复苏，亦对政府财政收入构成打击。

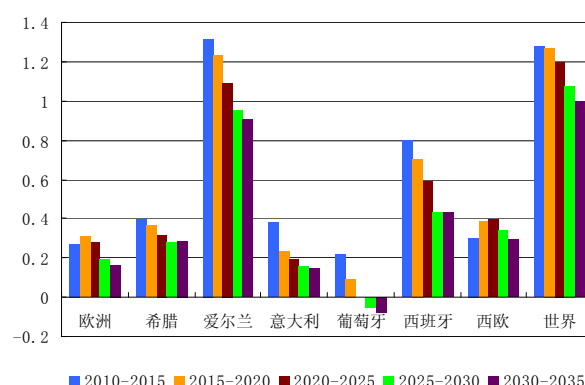
图 16: 欧美失业率


资料来源: Bloomberg、长江证券研究部

从反映人口结构的中位数年龄指标来看,爱尔兰明显低于其他国家。在预期寿命差别不大的情况下,中位数年龄较低也就意味着年轻人口较多。这就会导致人口增长率较高,右下图所示,爱尔兰人口增长率明显高于四个南欧国家,同时也高于欧洲、西欧平均水平。此外,西班牙的人口增长率也相对较高。

图 17: 爱尔兰的中位数年龄低于其他国家


资料来源: UNStat、长江证券研究部

图 18: 联合国预测的爱尔兰人口增长率较高


资料来源: UNStat、长江证券研究部

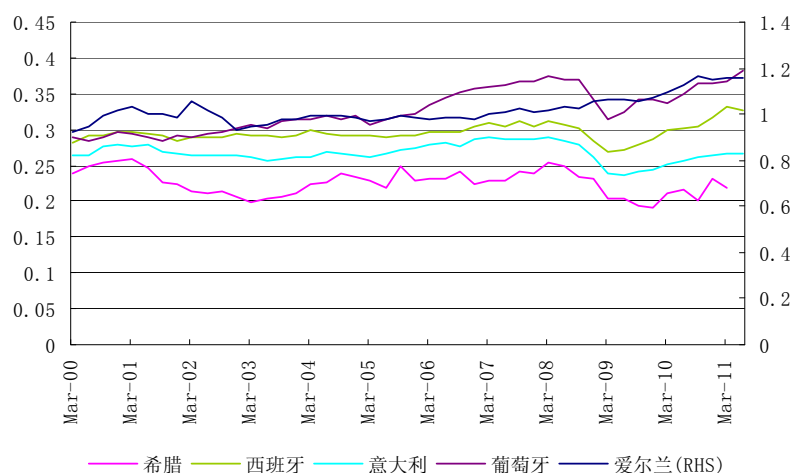
国际竞争力——劳动力成本和技术竞争力

出口对于欧元区债务核心国家的经济都有举足轻重的影响。欧猪五国出口占 GDP 的比重都在 20% 以上,爱尔兰出口占 GDP 的比重更是高达 100% 以上(如图 19)。贸易部门的表现很大程度上取决于各国竞争力的比较,而这种竞争力主要来自于两个方面,一个方面是成本,另一方面是技术竞争力。

首先是成本的调整方面。本来当实体经济表现不佳的时候可以通过汇率的调整增加出口从而促进增长,但是在欧元区的框架下,表现更加糟糕的债务核心国家其汇率得不到充分的调整,这个时候劳动力成本的调整可以弥补汇率调整的不足。然而各债务核心国的成本调整能力是不同的,下图所示,爱尔兰的工资下滑幅度大于西、意、葡三国,虽然希腊的名义工资在近期有深度的调整,但是在 09 年其他国家工资纷纷回落的时期,希腊的名义工资增速却有大

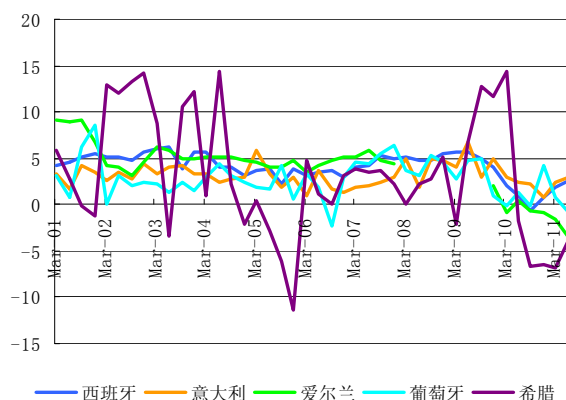
幅增加。因此，从劳动力成本的角度来衡量，爱尔兰的调整能力是最强的，即使欧元汇率不能充分反映爱尔兰的基本面，劳动力成本的相应调整也有利于爱尔兰迅速恢复到复苏的轨道上。

图 19：债务核心国家出口占 GDP 比重都较高



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 20：5 国名义劳动力成本增速



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

外贸竞争力的另一个方面则体现在各国的技术竞争力上，事实上这也反映了各国在国际贸易体系中的分工地位，我们以欧洲各国高科技产品的巴拉萨指数（一国某种商品的出口集中度）衡量一国出口品的技术竞争力。当该指数大于 1，即表明该国在该类产品上出口集中。一国的出口越是集中于高科技产品，那么其国际贸易体系中的分工地位就越难以替代。下表所示的就是根据各国分行业贸易数据计算的巴拉萨指数。表中，我们可以发现，爱尔兰、西班牙和意大利在高科技行业中的出口集中度较高，希腊和葡萄牙的出口则集中于中低技术行业和低技术行业。在技术竞争力方面，希腊和葡萄牙的情况是令人担忧的。

表 11：爱尔兰和西班牙在高科技产品中的贸易集中的更高

OECD行业分类	德国	爱尔兰	希腊	西班牙	法国	意大利	荷兰	奥地利	葡萄牙	欧元区
高科技行业	0.8	2.1	0.5	0.4	1	0.4	0.5	1.2	0.5	0.8
中高技术行业	1.4	0.9	0.5	1.3	1.1	1.3	1.2	0.8	0.9	1.2
中低技术行业	0.8	0.2	1.6	1.1	0.8	1	1	0.9	1	0.9
低技术行业	0.8	0.7	1.7	1.1	0.9	1.1	1	1.2	1.5	1

资料来源：ECB Working Paper Series，长江证券研究部

总结

上面我们主要通过经济增长和财稳定性两大类指标。通过 5 个国家内部对比及其与德、法等核心国家的对比，我们对债务核心国家的未来经济增长前景大致做出一些排序的判断。从下表总结的情况来看，希腊的情况是最为糟糕的。此外，葡萄牙的情况虽然相对好于希腊，但是其在经济增长上的劣势，以及在财政整固过程中可能遭受的巨大阻力都是不可忽视的风险。仅此于葡萄牙的是意大利，其在技术竞争力和赤字控制方面具有优势，但是趋势增长率难有保证，银行体系受到的冲击也是需要引起注意的。

表 12：债务核心国经济增长前景分析的总结

国家	经济增长				财政稳定性指标				银行体系受到的冲击
	经济自由度	人口老龄化	劳动力成本调整能力	技术竞争力	初始债务负担	初始赤字	养老金负担	财政整固阻力	
西班牙	中	中等	低	中	轻微	中等	沉重	较为严重	中等
爱尔兰	高	轻微	高	高	中等	极为严重	轻微	轻微	轻微
意大利	低	严重	低	中	沉重	轻微	中等	较为严重	较为严重
葡萄牙	低	中等	中	低	中等	中等	中等	严重	轻微
希腊	低	中等	中偏高	低	极为沉重	较为严重	沉重	极为严重	极为严重

资料来源：长江证券研究部

总体来看，影响欧洲债务核心国家未来经济发展的主要风险点有：西班牙的风险点在于养老保险制度改革的阻力、财政整固方案推行的缓慢和银行体系风险，爱尔兰的风险点则在于能否迅速降低其当前极高的赤字率，意大利的风险点则包括经济增长的缓慢、国债收益率的升高，葡萄牙的风险点则在于较低的经济趋势增长率和财政整固方案推行的阻力。

表 13：债务核心国未来经济增长的风险点

国家	主权债务危机爆发的导火索	影响未来经济与债务前景的风险点					
		人口老龄化	技术竞争力	政府赤字规模	劳动保障体系负担	银行体系风险	财政整固阻力与政党
希腊	经济增长停滞，财政状况恶化，偿债能力受到质疑 金融危机导致房产泡沫破灭，政府为银行的损失买单 金融危机导致房产泡沫破灭，政府为银行的损失买单		✓	✓	✓	✓	✓✓
西班牙	泡沫破灭，政府为银行的损失买单 金融危机导致房产泡沫破灭，政府为银行的损失买单				✓		✓
爱尔兰	泡沫破灭，政府为银行的损失买单			✓			

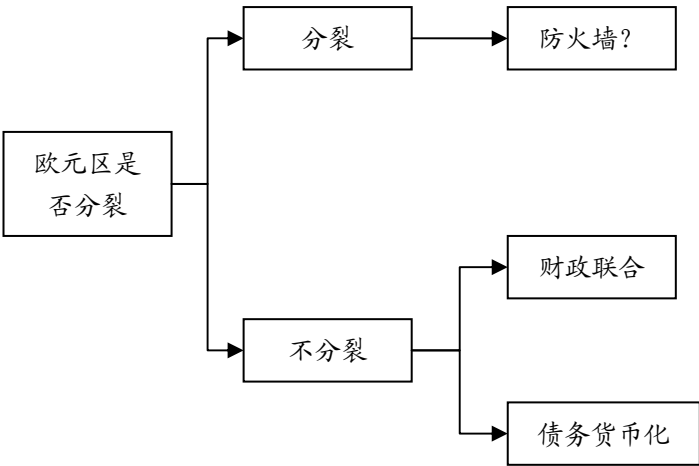
债务负担巨大且经			
意大利 济增长缓慢，受希	✓	✓	✓
腊悲观预期传染			
受希腊悲观预期传			
葡萄牙 染，推高市场利率	✓		✓
并加剧还债成本			

资料来源：长江证券研究部

欧元区何去何从

面对风险事件接二连三的发生和投机资金对于债市的连续冲击，欧元区又该如何面对？在这里有几个问题有几个问题需要解答，首先是欧元区是否允许南欧个别国家脱离？这个问题的解决取决于欧元区其他国家是否能够建立有效的“防火墙”来摈除传染风险。而如果要维持欧元区的完整，无论怎么拖延，最终欧元区都需要回答这样一个问题，即欧元区能不能实现财政联合？如果不能实现财政联合，欧元区是否愿意接受债务货币化的现实？

图 21：欧元区未来可能的路径



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

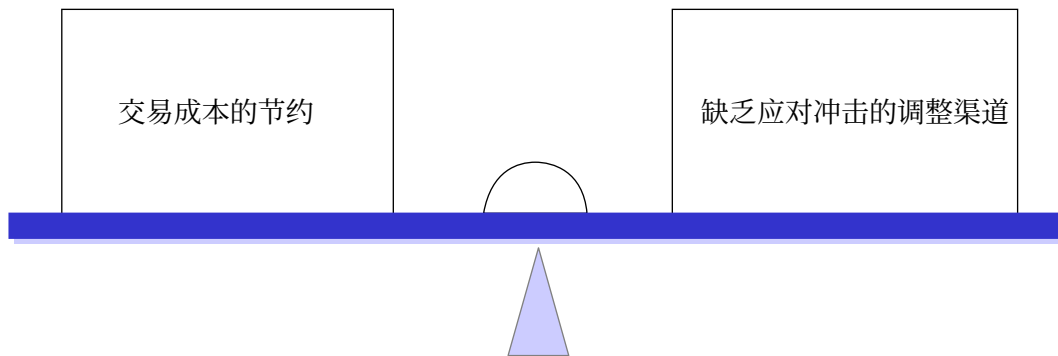
欧元区是分是合？

欧元区是分是合是我们首先需要回答的问题。要回答这个问题，首先要明白欧元区对于各国的利弊，其次要搞明白除债务核心国家之外其他国家摈除债务传染风险的能力。根据我们的分析，我们认为中期欧元区都很难出现分裂，即使分裂，可能也仅限于剔除希腊。

分合权衡

货币区的问题，对南欧国家来说存在这样一个权衡，货币区带给成员国的是交易成本的节约，不仅仅货币兑换的成本可以省却，用于对冲汇率风险的成本也不需要支付了。但是在要素无法完全自由流动的情况下，面对不同冲击的各个国家就难以通过适当的途径来进行调整以使经济得到快速的恢复。上面分析的过程中，我们就提到，在本次冲击中，南欧各国难以通过汇率贬值的渠道来进行调整，以使经济得到快速的恢复。

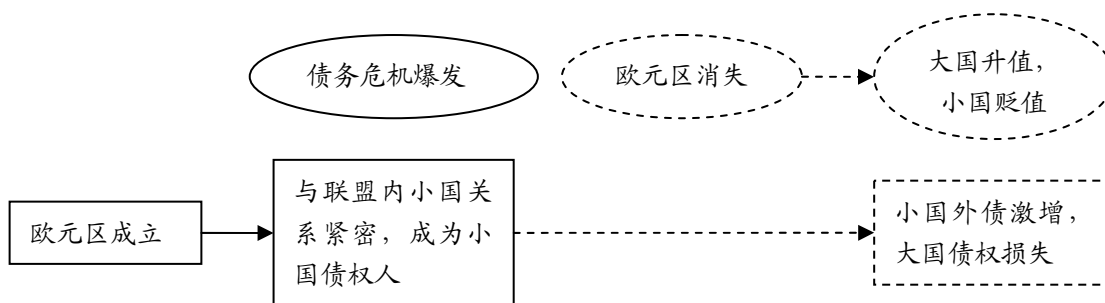
图 22：南欧国家的权衡



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

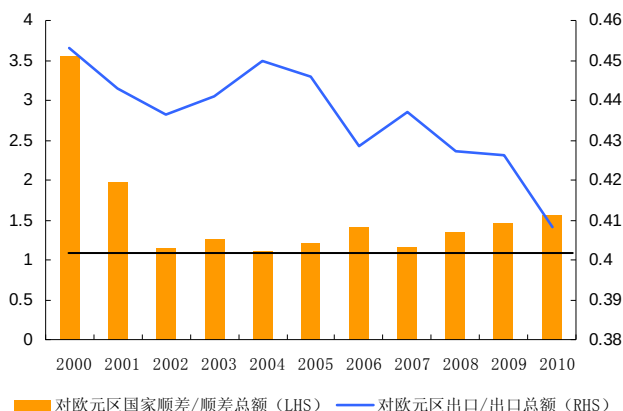
对于其他财政相对稳定的国家来说，则存在一个路径依赖的问题。各国一致同意成立欧元区以后，各国之间关系越发紧密且区内跨国投资汇率风险消失，这使欧元区各国在债权债务关系之间关系越发紧密。一旦欧元区解散，债务国汇率将遭到投机攻击和资本大规模流出而贬值。这一方面会造成小国债务负担的急剧增加，另一方面会造成大国债权资产的损失。

图 23：欧元区的路径依赖



资料来源：长江证券研究部

图 24：德国对欧元区的顺差大于其顺差总额



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 25：德国出口同比增速放缓



资料来源：Datastream，长江证券研究部

当然，大国也并非一味希望保持欧元区的完整性。一方面，大国一味救助南欧国家，将导致严重的道德风险；另一方面，德国的贸易顺差完全由欧元区其他国家贡献，而欧元区区内出现

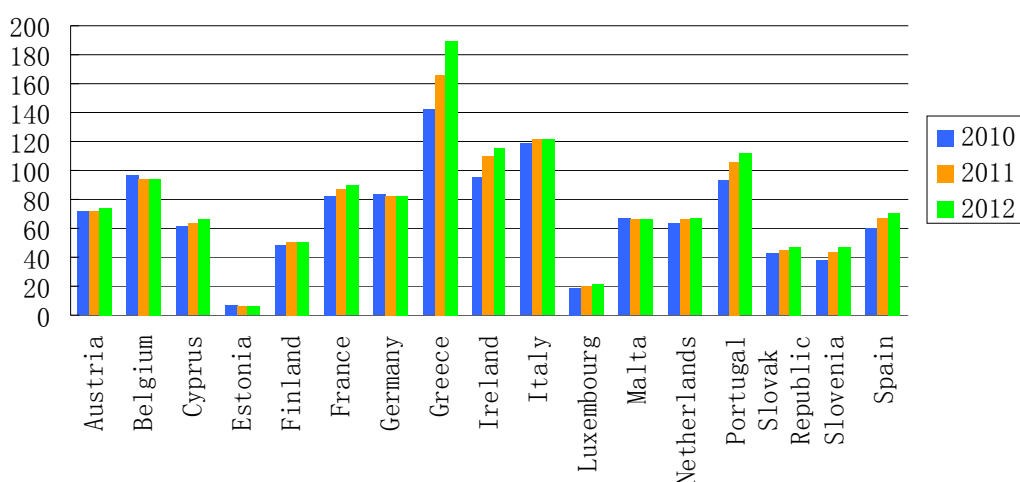
的债务问题一直在抑制成员国对于德国的进口需求，所以剔除债务国以提振欧元区成员国需求也并非没有可能。

难以构建的防火墙

在目前的情况下，短期内最需要考虑的问题则是风险传染的问题。只有在防火墙建立完成之后，欧元区核心国家才能够同意南欧国家脱离。那么欧元区的其他国家能够成功建立防火墙么？

所谓建立防火墙，对于欧元区财政相对稳定的国家来看，最重要的就是充实银行的资本金（recapitalize），而资本金的补充必须通过财政资金注入银行进行“国有化”才能实现，那么各国的财政状况又如何呢？下图所示，除了新入欧元区的东欧国家和卢森堡、芬兰之外，绝大多数的欧元区国家债务负担率都高于稳定与增长公约 60% 的标准。甚至连德国的债务负担率都超过 80%。而满足 60% 债务负担率标准的国家大多经济规模都很小，那么欧元区各国可用于向银行体系注资的资金相当有限，防火墙的构建也将非常困难。这意味着欧元区核心国家难以承受南欧国家脱离欧元区造成的银行体系的进一步风险。

图 26：欧元区各国的债务负担率较高，防火墙难以建立



资料来源：IMF WEO，长江证券研究部；2011 和 2012 年的数据乃根据 IMF WEO Sep 2011 的预测。

欧元区如何持续？

如果欧元区需要保持完整，欧元区又需要做什么呢？第一个办法是欧元区国家的财政联合，第二个办法是欧央行大幅购买南欧国家债务，实现债务的货币化。当前来看，即使上述两点都无法做到，欧元区在短中期都可以维持，但是长期来看，欧元区必须在这两种方法中选取一条，才能真正解决问题。

财政联合——主权联合难解

财政联合是当前欧债危机应对的一个焦点，此前欧元区领导人峰会也就财政联合的方案进行了讨论。该项财政联合方案的主旨在于加强欧盟的权力，使其能够干预成员国的财政；但是欧元区核心国家不会负担外围国家的债务。具体来说，方案要求各国的债务负担率要控制在 60% 以下，结构性财政赤字（去除经济周期影响的财政赤字）比率要在 0.5% 以下。惩罚机制方面，详细措施尚未制定，只是在原则上要求成员国将相关惩罚机制写入各国宪法。然而，惩罚措施正是财政联合的关键所在，我们认为，在这个问题上，欧元区恐难以交出满意的答

卷。

表 14: 具体惩罚措施仍未确定

内容	
结构性财政赤字	控制在0.5%以下
债务负担率	控制在60%以下
惩罚措施	?

资料来源: ECB Working Paper Series, 长江证券研究部

在货币联合之前,货币当局已经具有相对于行政系统的独立性,因此其联合的障碍是较小的。然而,财政联合必须有行政的强制力作为背书。目前为止,各国的财政预算和财政的刺激、紧缩政策都必须由各国议会和行政系统的认可才能够实行。这意味着,各国需要让渡自己的行政权力和立法权力,然而这却非常的困难。

这里我们想以比利时为例,说明不同语言、文化、民族的融合是相当困难的。比利时自去年开始持续了1年多的无政府状态,其问题便是在于南北方的政党要求各自地方具有更大的独立性,从而导致了联合政府长时间难产。

图 27: 比利时的荷语区和法语区



资料来源: www.hudong.com, 长江证券研究部

比利时自1830年独立以来至1993年以前都是单一制国家,但是其国内的民族问题却一直难以化解。比利时地处日耳曼语族和罗曼语族的分界线,北方为说荷兰语的弗兰芒人,而南方则是说法语的瓦隆人。在二战以前,瓦隆人生活的南部区域经济比较发达,是欧洲大陆最先开始工业化革命的地区;而北部弗兰芒地区虽然人口多于南部但经济较为落后,一直以农牧业为主,社会地位也比较低下。因此在战前比利时一直以南部地区为主导,官方语言也是单一的法语。经济、文化、政治权力上的巨大落差导致了南北双方的矛盾,北方曾经发起了大规模的“弗兰芒人运动”(Flemish Movement)。

二战以后,弗兰德地区经济开始高速发展。到上世纪60年代,北方在经济方面已经领先于南方。此时,南方因人口上的劣势和经济上的落后,一方面希望通过相对的独立来防止出现其在政治上的边缘化,另一方面则希望通过独立的经济政策来摆脱经济萧条的窘境。直到1970年,比利时展开了向联邦制国家过渡的第一步。直至1993年,比利时的联邦制正式形成,联邦、社群和大区的联邦和政府各行其是、相互独立。

表 15: 各行政实体的职责划分

职责	
联邦	宪法、统一经济政策
社群	文化、语言、个人事务（包括福利和医疗保障政策）
大区	地区性事务

资料来源：长江证券研究部

表 16: 最近一次比利时大选的结果

党派	众议院席位	参议院席位
荷语自民党	13	4
法语社会党	26	7
法语革新运动党	18	4
荷语不同的社会党	13	4
荷语基民党	17	4
弗拉芒集团	12	3
法语民主人道中心党	9	2
法语生态党	8	2
戴德克尔名单	1	0
新弗拉芒联盟	27	9
荷兰语绿党	5	1
总席位	149	40

资料来源：长江证券研究部

文化上的长期对立也导致了政治上的对立。原本比利时第一大党为社会党，但是 1978 年因为荷语区与法语区之间的矛盾，社会党分裂为荷语社会党和法语社会党，以此为标志南北双方建立起了大大小小的荷语政党和法语政党。由于缺乏全国性的政党，无法形成稳定的英美式两党制或一党制稳定政府。更糟糕的是，本次比利时大选或席位最多的新弗拉芒联盟，其目标是寻求弗拉芒地区的最终独立。一方面，这表明比利时内部的民族分离倾向是较为明显的；另一方面，新弗拉芒联盟在北方自主权的问题上要价太高，以致缺乏愿意与其合作的党派。如此，比利时组阁问题延宕至今便不足为奇。相信比利时目前的僵局还会继续。

而比利时本身存在的这种问题，在整个欧元区就表现得更加明显。虽然绝大多数欧元区国家同属印欧语系，但是各国所属语族不同，千差万别，如德国、荷兰、奥地利等国语言属日尔曼语族，意大利、西班牙、葡萄牙属罗曼语族，斯洛伐克、斯洛文尼亚等国属斯拉夫语族。此外，芬兰语属阿尔泰语系的芬兰-乌戈尔语族，与突厥语、蒙古语更为接近；而马耳他语属亚非语系的闪语族，其与阿拉伯语、希伯来语更为接近。虽然北欧与中欧的一些小国外语推广十分广泛，但在德、法、意、西等大国，共同语言的推广则非常困难。由于语言和文化差异的存在，主权的联合以及财政的联合非常困难，事实上，近期欧元区内各个国家的右翼政党正在上台，国家主义乃至民族主义势力都会成为阻碍财政联合的力量。

表 17: 欧洲各国语言障碍

	语言	语族
奥地利	德语	日尔曼语族
比利时	荷兰语、法语、德语	--
塞浦路斯	希腊语、英语	--
芬兰	芬兰语、瑞典语	芬兰-乌戈尔/日尔曼
法国	法语	罗曼语族
德国	德语	日尔曼语族
希腊	希腊语	希腊语族
爱尔兰	爱尔兰语、英语	--
意大利	意大利语	罗曼语族
卢森堡	法语、德语、卢森堡语	--
马耳他	马耳他语、英语	闪/日尔曼
荷兰	荷兰语	日尔曼语族
葡萄牙	葡萄牙语	罗曼语族
斯洛伐克	斯洛伐克语	斯拉夫语族
斯洛文尼亚	斯洛文尼亚语	斯拉夫语族
西班牙	西班牙语	罗曼语族

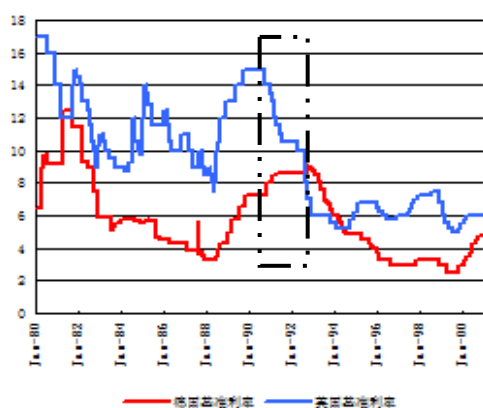
资料来源：中国外交网站，长江证券研究部

如此，我们认为财政联合方案的惩罚措施可能仍然难以出现明显的突破，指望财政联合解决债务问题是不现实的。

债务货币化——德国一票否决

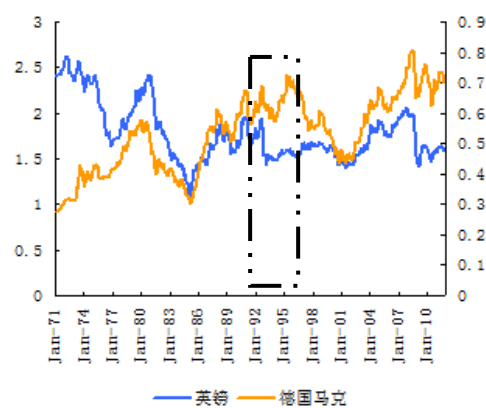
欧央行态度的改变，是市场近期一直非常期待的。如果欧央行能够大幅购买意大利等南欧国家的国债，那么短时期内其国债收益率将会大幅回落。那么欧央行是否会做出让步呢？我们认为短中期内，欧央行都不会出手大规模增加其债务购买。

图 28：92 年德国为控通胀强行升息...



资料来源：Datastream，长江证券研究部

图 29：...迫使英镑大幅贬值脱离 EMU



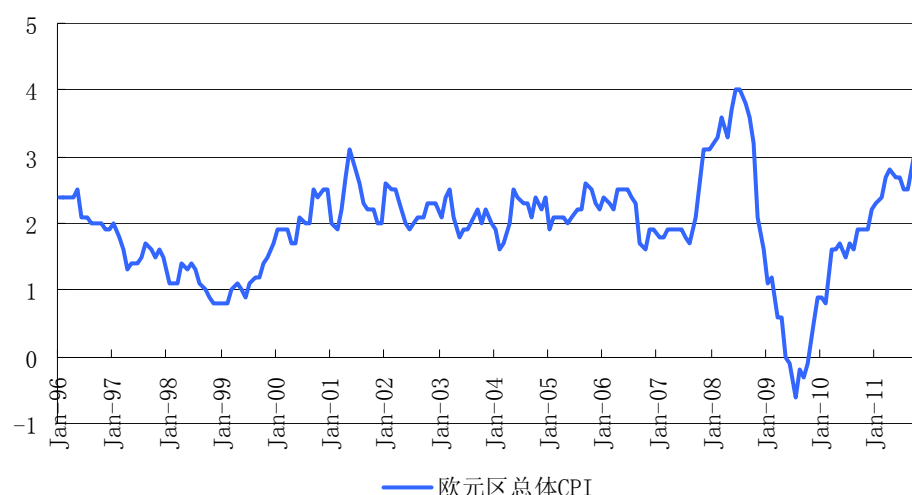
资料来源：Datastream，长江证券研究部

欧央行的决定不仅反应了一个独立央行的态度，更反映了欧元区核心大国的态度。事实上，德国对于通胀的态度一直非常强硬，魏玛共和国时代的高通胀成为了德国的历史记忆，之前德国央行就有铁血央行之称。回顾 92 年的欧洲货币危机，德国为防止通胀，强力加息，导致了英镑和里拉的大幅贬值，不得不脱离了 EMU。由此可见，德国在通胀问题上甚至不惜

牺牲他国的利益。此前，法国提出 EFSF 由 ECB 担保，招致德国的极力反对，可见目前德国在这个问题上仍然非常强硬。

新任欧央行主席德拉吉上台之后，也表示，当前维持物价稳定仍然是欧央行最重要的任务，央行一旦失去了控制通胀的声誉，未来要重新获得声誉将付出更大的代价。事实上，欧央行也确实将很多精力放在控制通胀上，欧元区的总体通胀率始终在一个以 2% 为中枢的不大的区间内波动。可见央行确实是将物价问题定作为其第一要务。

图 30：除本次危机外，欧央行将通胀率控制在 1%-3% 的区间内



资料来源：Datastream，长江证券研究部

我们认为，短期内财政和货币两个方面都不会提供彻底、有效的解决方案。事实上最有可能的情况是，欧元区能够暂时保持完整，而在财政和货币两个方面，都不会推出非常彻底的解决方案。直到最危险的时刻，财政和货币政策才会松动，尤其是货币政策由于其灵活性较强，很可能首当其冲。当然，有个别国家离开欧元区的可能性也是存在的。

总结

基于我们上述的分析，对于明年欧洲的经济走势，我们有如下判断：

- 1) 欧债问题明年仍将是欧元区最重要的问题，虽然难以确定明年是否会有国家发生违约，但是风险事件的频发时可以预料的。避险情绪或将持续处于高位。
- 2) 欧元区目前难有彻底的解决方案，而欧元区本身又面临诸多结构性问题。明年欧元区可能会维持现状，不会出现伤筋动骨的分裂局面，但危机也不会因超预期的政策而得到解决。
- 3) 基于上述判断，在危机的背景下，诸多财政紧缩措施出台，经济信心下滑，对于经济需求和信贷供给都会造成打压，预计明年欧元区的实际 GDP 将会下滑 0.5 个百分点。

美国经济的内生分化

这里，我们试图通过对美国的经济内生动力进行分析。我们的分析发现，未来驱动美国经济增长的主要有两股力量，一方面是产能扩张周期接续库存回落成为经济增长的新动力，另一

方面是信贷领域对于房地产的压制。如此，美国实体经济未来的增速既不会出现以往各轮复苏同期的高速增长，同时增速也不会有明显的回落。

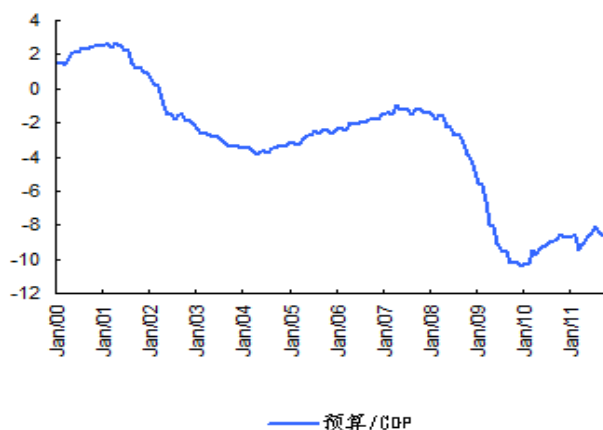
为什么要做经济内生动力的分析？

自 09 年年中复苏开始以来，市场将很多的精力都放在美国经济政策的动向上。不可否认，美国的政策反应确实有助于经济的复苏。然而，今年美国相继出台了 QE2 和第二轮财政刺激政策，却并没有达到预期的得效果，原因何在？

其实，这不仅是美国的问题，在其他发达和新兴经济体中也是存在的。我们知道扩张性的刺激政策是有效的，但是扩张性刺激政策却不可以长期化，而短期政策的长期化正式全球经济当前面临尴尬处境的主要原因。短期政策的长期化又会带来什么样的问题呢？首先，从财政刺激的角度来看，由于面临预算约束，因此现期的赤字扩张必然以未来的赤字缩减为代价。当各国政府在本次危机中反复进行财政扩张政策的时候，其债务负担在不停加重。这不仅导致了欧元区闹得沸沸扬扬的债务危机，而且也导致了美国前期面临的债务上限提升的争议。事实上债务上限提升是以政府支出的上限条款为代价的。未来美国政府将会缩减财政赤字，财政政策客观上已经没有什么腾挪空间。

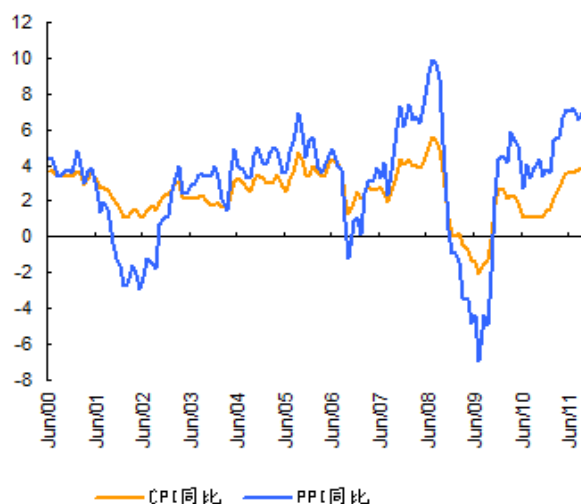
其次是货币政策。货币政策问题在于通货膨胀。货币政策起作用的时间取决于物价调整的时间，由于商品市场上价格粘性的存在，在价格未完全得到调整时，央行货币政策导致的货币供应量上行可以转化为实实在在的购买力。而在价格调整完成之后，这种作用就没有那么明显了。而更糟糕的是，随着金融市场的国际化，流动性在国际市场中的流动意味着资金可以不流向实体经济部门，而是流向金融市场。而当投机机会出现时，某些产品的价格波动就会被放大，例如今年我们看到的石油价格，在油价大幅上行的情况下，美国的实际工资回落，导致了最终消费的回落，这是我们此前一直在强调的逻辑。而这正是 QE2 对于实体经济刺激效果甚微的原因。更糟糕的是，被愚弄的经济主体，对于新的货币政策将会更加警觉，其预期的反应将会更加敏锐，新货币刺激政策的效果也会进一步回落。

图 31：预算赤字尚待收缩



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 32：通胀高企后，货币政策效果难有保证



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

总结我们这部分的分析，我们希望指出的是。此前不断依靠刺激政策推升的全球复苏，目前只能依靠其内生动力继续获得动力。政策刺激在当前这个时点，既没有太多的操作空间，本

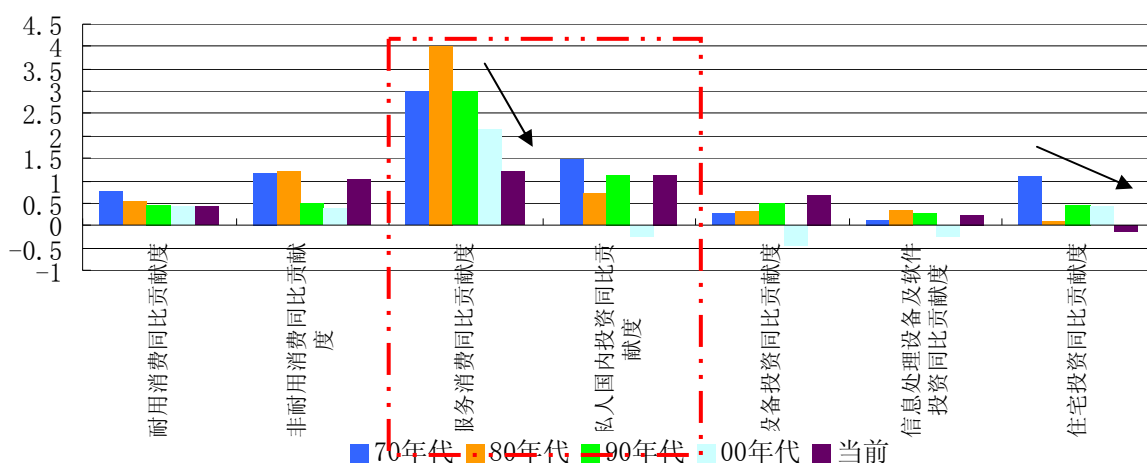
身也很难产生明显的效果，因此我们认为对于经济体内生动力的分析是非常必要的。

复苏的各项驱动力表现如何？

回归到经济的内生复苏动力，我们认为这需要更多地自下而上的分析，从宏观分析的角度来说，行业的中观分析就已经足够了，我们通过对于各行业贡献度的分析、对比可以看出本轮经济复苏与以往复苏的差异。

下图中，我们选取了自 70 年代以来的各轮复苏，考察行业分项对于 GDP 增速的贡献度。如图所示，服务消费行业在历次复苏中对于经济的贡献都是很大的，事实上，服务行业对于经济周期的敏感度较弱，其在衰退和复苏阶段较其他阶段较繁荣阶段都没有明显的回落，因此成为历次经济复苏时期贡献度较大的行业。此外，我们发现私人投资对于实体经济的增速也有较大的贡献，与服务消费不同，投资品行业对于经济周期的敏感度是较强的，在经济复苏时期，其往往能够获得更加良好的表现。最后，从各个行业内部纵向比较的角度来看，房地产投资行业是本轮复苏中下滑最快的行业，其以往都能够对实体经济形成正向刺激的作用，但在本轮经济复苏的过程中则成为了拖累实体经济增长的重要因素。既然如此，投资品行业、房地产和消费服务行业将会成为我们后文分析的焦点。

图 33：历次复苏阶段，各行业对于总体 GDP 增速的贡献度



资料来源：长江证券研究部

行业分化的具体分析

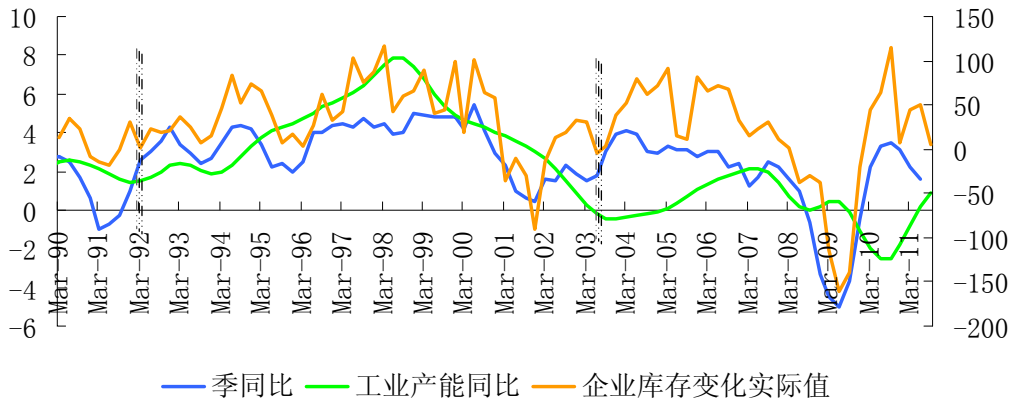
投资品行业高增速暗示产能扩张周期开启

投资品行业在本轮复苏中表现依然坚挺。我们回顾了之前两轮周期的数据，我们发现过去的经济周期中都存在这样一个阶段——库存回落、产能周期扩张接续。

从逻辑上讲，经济复苏过程中的库存回落是由两个条件主导的，首先是衰退时期的低产能利用率，其次是复苏时期持续向好的需求。由于衰退时期的低产能利用率，因此在衰退和复苏初期，厂商非但不会考虑增加产能，反而可能会淘汰掉一些多余的产能。而当复苏来临消费需求渐渐回升的时候，企业只能依靠提高产能利用率，而当产能利用率的提升已经不足以弥补所有需求的时候，库存便有回落。此时，厂商便产生了扩张产能的需求，而这种需求成为

了推动经济复苏的第二波动力（如图 34）。

图 34：新一轮产能周期拉开帷幕



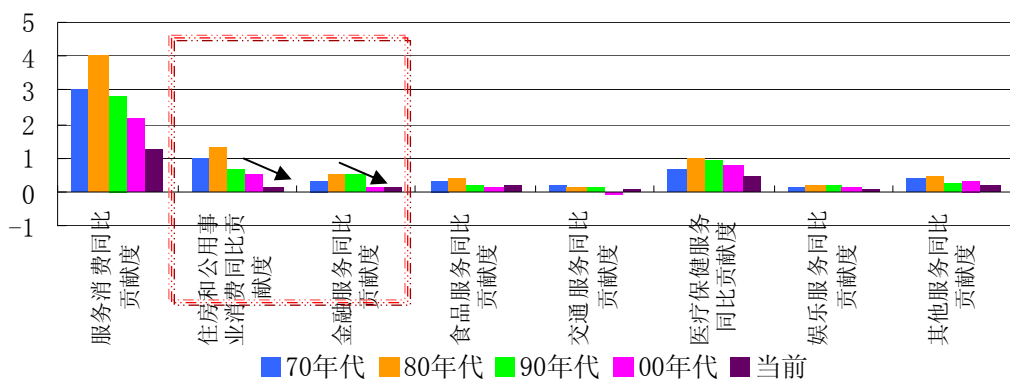
资料来源：长江证券研究部

而当前，美国的经济已经开始步入了产能接续库存成为复苏新动力的阶段。我们发现，进入这个新阶段以后，美国实体经济的增长往往是相当高速的，此外产能扩张的时间可以延续 1 年半到两年半，因此其可持续是值得期待的，因为投资本身的需求还能够创造对于其他投资品的需求。

房地产行业将拖累这个实体经济的运行

我们之前提到了消费服务行业和房地产部门对于经济的拖累。事实上，我们认为消费服务行业的下滑也与房地产部门有关。之前我们已经提到消费服务行业以往之所以是复苏时期的主要动力，是因为其对经济周期的波动不敏感，然而本次其贡献度却有明显的下滑，说明其与结构性因素相关，而非周期性因素驱使。而这个结构性因素正是房地产市场的结构性调整。

图 35：房地产服务在消费者服务中的贡献度是最高的，本轮周期中下滑幅度也很大



资料来源：长江证券研究部

上图，我们对于消费服务行业中的各个分项作了仔细的分析，我们发现，住房和公用事业分项的下滑速度非常快，此外金融服务的贡献度也明显回落，而其他服务部门都较为平稳。事实上，金融服务部门对于房地产市场也是非常敏感的。次贷危机以来，金融服务部门持续受到房地产市场的打击，此外“止赎风暴”等相关事件也在打击着银行体系。那么，拖累经济

增速的问题归根到底仍然是房地产部门。根据我们对于美国的投入产出表的分析，房地产部门的影响确实是比较大的，其对于多个部门都能够产生较大的影响，同时其对于就业的影响也不容忽视。

表 18：房地产建筑业的投入产出表摘要，含劳工薪酬、税收等项

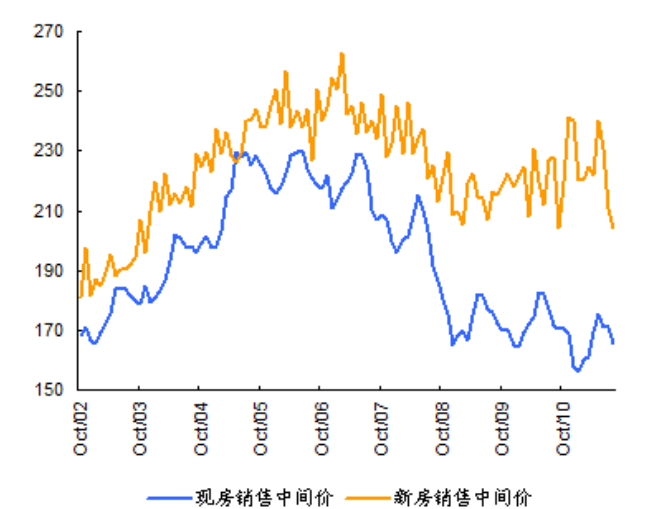
	行业总产出	中间品总投入	总增加值	员工报酬	总盈余	零售贸易	非金融矿物	木材产品	建筑工程及相关服务	批发贸易	塑料制品产品	建筑及结构金属产品
新建非居民建筑	417,553.0	200,023.4	217,529.6	180,019.5	34,775.9	4,957.5	17,010.5	10,321.1	30,367.0	11,440.5	6,058.0	16,403.8
新建居民建筑	419,781.1	231,755.1	188,026.0	133,437.7	52,773.9	36,560.7	21,515.2	17,410.4	13,616.9	12,931.6	10,976.9	8,808.7
维护和修理建设	130,254.0	53,111.5	77,142.5	54,781.5	21,522.8	5,259.3	2,520.4	3,524.4	6,172.1	2,830.4	2,516.9	1,879.1
汽车车身、挂车及零件	1,969.8	7,389.0	2,914.8	4,094.5	1,150.3	5,132.7	2,734.2	1,558.0	1,826.8	1,308.3	803.9	715.1
新建居民建筑	2,925.5	2,856.3	2,580.3	2,174.1	2,096.3	1,990.0	1,814.4	1,602.5	1,779.4	1,635.7	1,610.5	1,590.7
维护和修理建设	513.7	2,043.4	705.7	1,169.8	320.1	509.4	838.2	461.7	0.0	206.0	184.4	359.2
农业化学品	581.6	552.0	478.1	456.2	467.7	51.2	721.8	416.9	584.2	1,052.5	519.5	607.0
新建居民建筑	763.3	758.9	755.5	715.2	714.3	704.7	686.7	649.8	625.6	533.0	489.8	456.7
维护和修理建设	121.1	115.2	153.7	231.8	18.1	28.4	189.1	171.2	201.7	6.3	159.1	127.9
石油、煤产品	11,094.6	2,086.5	4,385.0	5,992.5	1,877.2	4,240.2	3,959.4	2,890.0	3,774.7	2,148.6	1,210.6	3,308.6
新建居民建筑	8,148.0	7,773.7	7,215.8	6,774.4	5,143.4	4,763.6	4,226.5	4,164.3	3,624.1	3,219.9	3,043.6	2,994.3
维护和修理建设	3,522.0	437.2	1,895.6	1,519.3	1,519.3	1,164.5	1,118.5	781.9	926.9	462.4	697.5	798.3
计算机系统设计	1,383.9	1,522.0	313.3	2,807.3	1,208.5	594.8	1,000.8	3,606.0	1,675.2	582.2	292.9	906.9
新建居民建筑	1,477.8	1,411.3	1,408.6	1,332.3	1,293.0	1,164.3	1,014.3	1,008.2	1,003.7	830.6	829.3	825.1
维护和修理建设	336.3	366.7	119.9	872.7	251.0	210.0	531.9	205.0	167.9	247.9	153.9	164.1
废物管理服务	368.5	447.2	67.4	375.3	352.4	668.3	336.7	344.6	335.6	166.4	81.0	128.3
新建居民建筑	454.8	454.2	452.4	305.2	287.3	258.9	247.3	237.3	212.2	140.3	136.1	129.3
维护和修理建设	176.9	130.3	14.5	100.3	203.9	313.8	87.7	38.4	81.7	56.4	41.8	41.3

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

那么，紧接着的一个问题就是，美国房地产市场的调整什么时候能够结束？我们认为 2012 年，这项调整很难完成。我们知道房地产的购买是依赖高杠杆的购买，如果信贷不能够向房地产市场提供足够的支持，那么对于房产的需求就很难被提振起来。那么信贷层面的情况又是如何的呢？

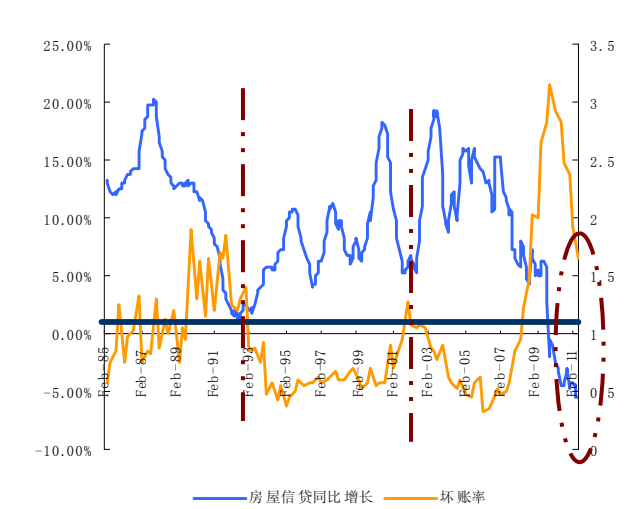
下右图所示，每次房地产信贷增速回落之后，需要坏账率的迅速回落才能构成房屋信贷的见底和反弹。而就目前的情况来看，银行的坏账率仍然处于高位，我们认为明年还很难构成房地产信贷反弹的条件，因此明年大部分时间内，房地产市场仍将拖累美国整个实体经济的表现。

图 36：房地产价格仍在“底”中运行



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 37：坏账率需回落至 1%，房屋信贷才见底



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

总结

根据我们之前的分析，美国当前经济增长的内生动力方面既有好的因素也有不利的因素，在两种因素的合力作用下，我们认为美国仍然能够维持复苏，但是复苏仍将略显疲弱，明年的经济增速应在 2-2.5% 之间。

欧美货币政策及美元、大宗商品走势

2012 年，适逢美国的大选年，大选年中美国政府的政策往往会有异动。那么明年美国的政策会有什么样的变动呢？其是否会影响美元的走势呢？我们认为，美国的货币政策仍然会维持宽松的基调，但是在经济转暖的情况下，大规模扩张的必要性有限，同时 2011 年的通胀也会令货币当局在推出货币政策时更加谨慎。当然，结合我们之前提到的疲弱的房地产部门，我们认为针对 MBS 的局部刺激是会存在的。

然而即使如此，欧元区在欧债危机背景下的货币扩张会冲销美国流动性对于美元的影响，同时避险情绪和实体经济差异造成的资金流动也会进一步推升美元。而在这样的背景下，大宗商品价格也会呈现回落的趋势。

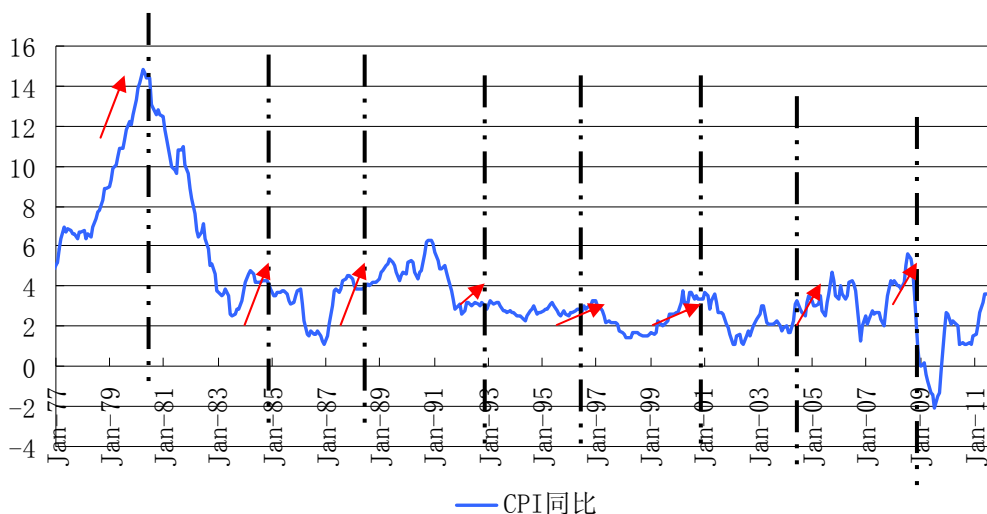
货币政策美松、欧更松

对于国内市场影响最直接的海外变量自然是美元指数，而要搞清美元指数的走势，当然需要搞明白欧美双方明年的货币政策取向。我们认为除了之前我们反复强调的欧债危机之外，这是当前市场最为关心的问题之一。我们认为，明年发达经济体货币政策的总体基调仍然是宽松的，而欧洲的宽松或更甚于美国。

美国明年维持宽松，或有局部增量宽松

我们认为明年美国货币政策不会出现紧缩，而在局部地区可能会出现进一步宽松。之前我们提到 2012 年美国房地产市场仍然可能会成为拖累整体经济的重要因素，在这种情况下，面临大选的政策可能会对此有所动作。

图 38：大选年中美国的通胀容忍度较高



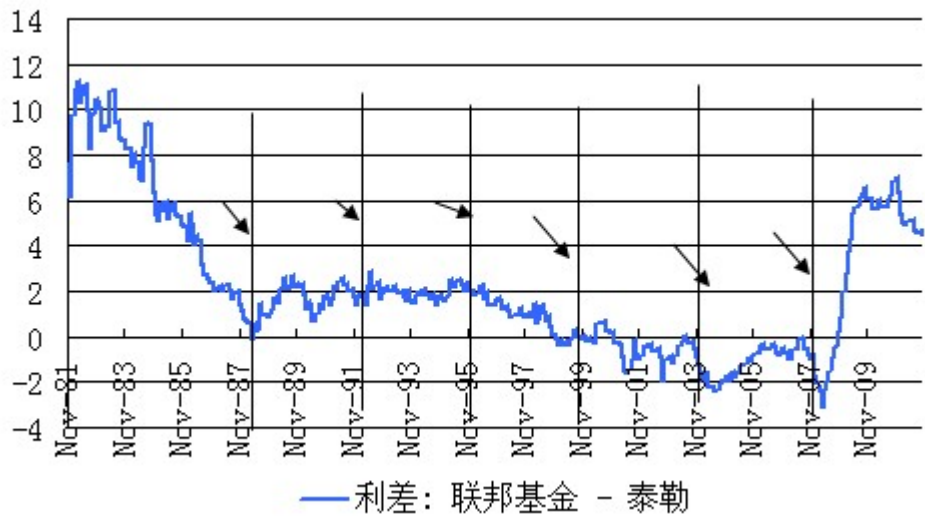
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

动机：迎战大选年

对于明年美国货币政策维持宽松观点的论证，我们首先从动机开始。政治经济周期的存在已经为学界所证明，虽然实体经济变量走势可能还不足以被政策影响，但是政策本身围绕大选年的周期性确是较为明显的。通过回顾美国通胀的历史数据（图 38），每逢大选年，通胀率都会上行或者持于相对高位。甚至连重视控制通胀的里根，其第一任期的第四年通胀都有所上升。由此可见，大选年的通胀容忍度都会有所上升，考虑到当前的高失业率，美国政府对于政策扩张的刺激当然会有更多地要求。而且由于债务上限提高的同时议会通过了支出削减的法案，扩张政策的担子自然要更多地落到货币政策上；同时由于基准利率已经无法继续下调，因此货币扩张只能通过货币扩张来实现。

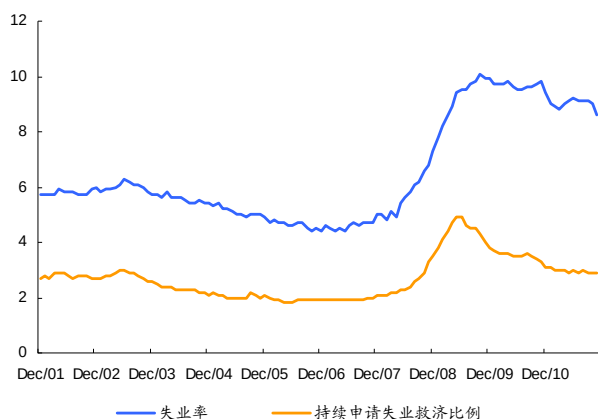
而从以往的货币政策实践来看，货币政策并非是完全独立的。我们利用泰勒利差来判断货币政策的取向，每当泰勒利差下行的时候，货币政策便在放松。而从 80 年代以来，每逢大选年，泰勒利差都会有所下行，这意味着每次大选年，货币政策都趋向于扩张。这也映证了政治经济周期的理论。

图 39：大选年中，泰勒利差有下跌趋势

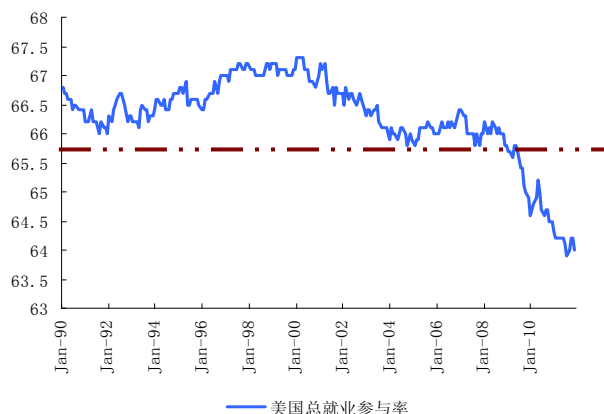


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

而从当前的美国经济来看，失业率仍然是较高的，经济复苏的趋势也难言稳定。首先，失业率方面，虽然之前出现过连续的回落，但目前仍然处于历史高位。虽然近期失业率有所回落，但是其回落的速度仍然较为缓慢，而未来失业率面临的更大挑战在于，未来就业攻击的可能变化。当前，美国的就业参与率仍然较低，而从历史平均水平来看，劳动参与率的正常水平大约在 66%以上，而随着劳动力市场的好转，劳动供给将会有所增加，这意味着美国的失业率未来难以快速的下滑。因此，我们认为美国货币政策维持相对的宽松仍然是大概率事件。同时，之前我们也已经分析过，明年美国实体经济将保持相对平稳，只要欧元区不出现新的国家违约，那么美国实体经济并无衰退之虞，因此增量扩张政策的必要性并不大，所以对于可能的量化宽松还需要保持一个相对谨慎的态度。

图 40：失业率仍然处于历史高位


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 41：坏账率需回落至 1%，房屋信贷才见底


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

QE3 的具体形式可能为购买 MBS

尽管明年是否会有类似于量化宽松的大规模货币扩张存在较大的不确定性，但是，我们认为出现局部的增量宽松是有可能的。其中可能性最大的就是通过信贷渠道刺激房地产市场，这与伯南克的学术思想也是契合的。

从伯南克的学术思想来分析，其对于货币政策的信贷渠道格外重视，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，信贷的扩张可以对经济形成刺激作用。事实上，危机以来的第一轮量化宽松中，伯南克就将其称为“信贷宽松”（Credit Easing），可见其对于信贷质量的重要性是非常重视的。

图 42：可用的货币政策中介目标


资料来源：长江证券研究部

信贷领域中可以着力点仍有多处，本轮扩张的着力点会在哪里呢？我们认为 MBS 将会是本次信贷扩张的主要着力点。首先，在我们之前的分析中，当前拖累美国经济的主要因素就是房地产市场，为使政策更加有效，结合公开市场操作的可使用范围，MBS 就是提高货币政策作用的最佳着力点。其次，对于房地产市场，联储一直较为重视。从今年 6 月以来，联储议息会议声明中连续涉及房地产市场判断，其对于房地产市场的定语也始终是“继续萧条”。

而在政策阐述方面，9月21日决定实施OT政策的会议声明中，提到了要将到期资金继续投资于MBS。11月2日，伯南克在议息会议后的新闻发布会上表示，MBS购买计划是可行的。从以往的经验来看，伯南克的讲话往往具有提前释放信号的功能。因此，其讲话涉及内容需要引起足够的认识。

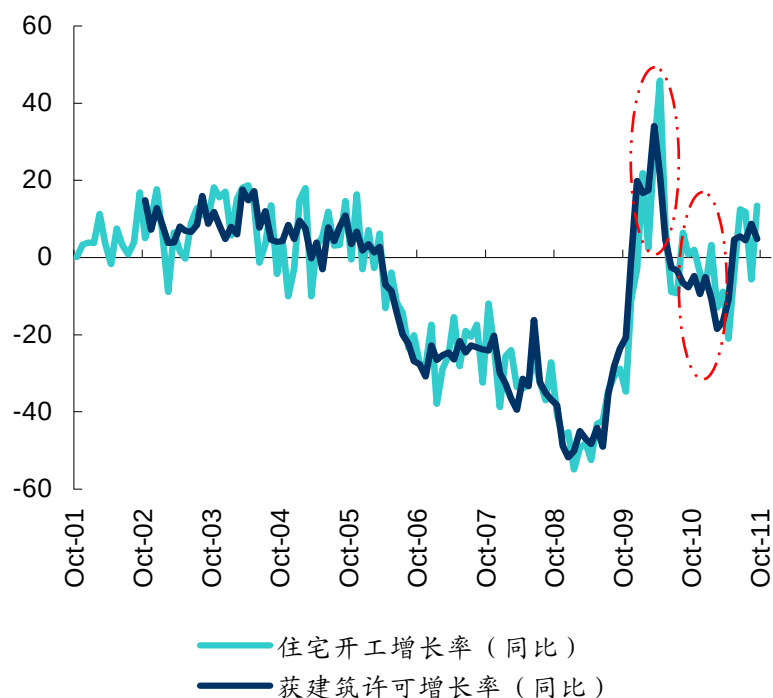
表 19：近期美国货币当局关注房地产市场

FOMC会议	政策阐述	经济判断
11月2日	伯南克于发布会称MBS购买计划可行	房地产市场继续萧条
9月21日	原有MBS到期资金再投资于MBS	房地产市场继续萧条
8月9日	--	房地产市场继续萧条
6月22日	--	房地产市场继续萧条

资料来源：联储网站，长江证券研究部

那么该项政策对于房地产市场的刺激效果如何呢？我们认为，购买MBS本身也难以形成逆转房地产市场的决定性力量。MBS的购买本身并不能迅速降低坏账率，而其影响可能会更加接近于之前两轮对于房地产市场的财政刺激。其效果很难延续到中长期。因此，总的来说，我们认为该项货币刺激效果不会改变我们对于未来美国实体经济增速“维持平稳”的判断。

图 43：两轮对于房市的财政刺激，其效果都仅在短期显现



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

欧央行或开闸放水

之前我们就已经做了详细的论述，明年欧元区将会面临巨大的经济压力。欧元区持续的债务危机导致的欧元区各国政府的政策反应，将会引发明年持续的财政紧缩，而危机本身对于经济信心的打压也是巨大的，因此其对于实体经济的影响将会很大。此外，债务危机下，银行体系面临的压力也是很大的。这也需要欧央行进行货币扩张。

明年，欧元区的实体经济面临着多重挑战。首先，为应对愈演愈烈的债务问题，欧元区各国政府连续出台了多项财政紧缩政策。除了德国以外，欧元区的主要国家及受债务危机波及的国家都出台了财政紧缩政策，其中包括法国、意大利等在欧元区内举足轻重的国家。其次，由于欧债危机仍未能得到妥善的解决，欧元区的信心遭到持续打击，无论是消费信心还是工业信心还是经济整体信心，在今年7月希腊发生二次危机以后持续回落，在这种情况下，需求端必然受到冲击，而在信贷领域，银行对于信贷供给在信心的压制下也会显得更为谨慎。

表 20：2012 年欧元区国家的财政紧缩政策

方案	国别	涉及内容
公共开支	德国	通过“精英大学计划”获得的3.08亿欧元科研预算 通过“高校2020计划”获得的3.19亿欧元科研预算 高校外的大研究机构和研究联合会在2012年将获得43亿欧元的预算
	意大利	削减公共开支的措施包括大幅削减地方政府的开支，其中包括减少官员的数量和取消一些政府机构
		削减5.43亿欧元的医疗开支（2012） 减少4.75亿欧元的社会福利开支（2012）
	爱尔兰	减少1.32亿欧元的教育开支（2012） 公务员支出将减少4亿欧元（2012）
		生猪和家禽养殖户的资金补助计划
税收	法国	征收最富裕人群（个人收入超过50万欧元或夫妻收入超过100万欧元）年收入3%的税赋 对添加糖分和人工甜味剂的饮料课税 对泛滥成灾的房租收入课重税并废止塞利埃(Scellier)购房优惠条例 要求缩减15%的现税收优惠幅度 对个人津贴的课税优惠将在2013年被限制在当年收入的法定起征额的4%以内或最高1.8万欧元
	意大利	重新实施上届政府已经取消的房产税 对游艇和豪华汽车等奢侈品增加税收 增值税税率由当前的20%上调至21%
	葡萄牙	能源税收新政策将汽油和天然气等燃料税收从原来的6%提高到23%。 大幅上调多种商品的增值税
	希腊	个人所得税的起征点从原来的年收入8000欧元下调到5000欧元 原本将在明年结束的房产税征收至少再延长两年
	爱尔兰	提高卷烟消费税
	法国	提高正式退休年龄，到2017年将提高到62岁
	意大利	未来工人退休将根据工龄等因素领取退休金，最低退休年龄为男性66岁、女性62岁
福利制度	意大利	取消或部分取消税收优惠措施和社会福利待遇，如失业津贴、医药补助、房租补贴以及卫生和教育补助政策
	葡萄牙	要求私营企业每天可以增加30分钟的工作时间，但不发放加班费。
	希腊	对于每月能拿到超过1200欧元养老金的人，超出部分要削减20% 国营企业退休职工年龄在55岁以下的，退休金超出1000欧元的部分将削减40%
政府部门	葡萄牙	取消月薪在1000欧元（约合1375美元）以上的公务员、国营企业员工和月退休金在1000欧元以上的退休人员的节假日补贴
	希腊	年内裁减3万名公务员，把他们放进“就业蓄水池”，给他们12个月的时间找工作，在这期间只付他们60%的工资 2012新年前两个星期薪水将降至206欧元至1004欧元之间

资料来源：Datastream，长江证券研究部

表 21：2012 年欧元区主要经济数据预测

欧元区	10Q 4	11Q 1	11Q 2	11Q 3	11Q 4	12Q 1	12Q 2	12Q 3	12Q 4
实际GDP年化环比	1.2	3.2	0.8	0.8	-0.4	0.8	-0.96	-1.12	-0.56
CPI同比	2	2.47	2.73	2.67	2.6	2.1	1.8	1.8	1.6
失业率	10.07	10	9.97	10.13	10	10.1	10.1	10.3	10.5

资料来源：Datastream，长江证券研究部

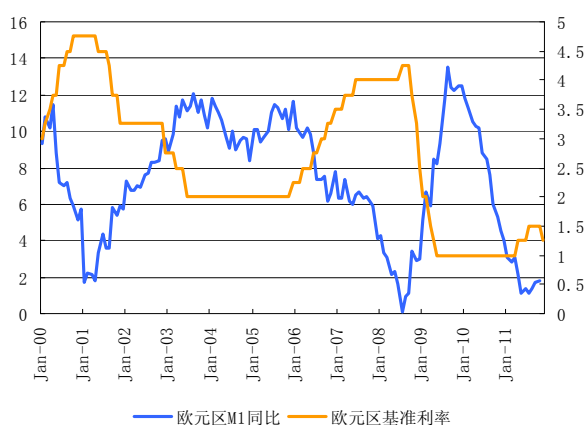
因此，我们预计明年欧元区可能会出现衰退，全年经济下滑幅度或将达到 0.5%。这时经济自然需要政策刺激的，然而前文说到，当前各国正在进行财政紧缩以应对可能的债务危机；此外，如果银行体系出现不稳，还需要财政资金来充实银行资本，这样一来财政政策就更加捉襟见肘。因此明年对于政策的刺激之可能来自于货币政策，因此明年欧元区货币政策的扩

张将是必然。

那么欧元区货币扩张的工具具有哪些呢？首先是降息操作。由于欧债危机对于欧元区实体经济的打压，欧央行的加息周期中途夭折，进入 11 月之后，又开始了降息。而这可能仅仅是降息周期的开始，我们预计之后可能还会有两次左右的降息，至少要降到此前 1% 的底部，并在此基础上继续下行。毕竟当前财政方面无能为力，只能依靠货币政策出手。其次是针对银行体系的流动性释放。该项操作在次贷危机期间也曾经使用过，大致是通过再贴现贷款向银行提供流动性。这种操作没有额度上限，只要求银行体系提供合格的抵押品，都可以获得再贴现贷款。最后，欧央行在应对债务危机时还实施了债务购买计划，主要用于购买意大利、西班牙等国的国债，从而压低两国的国债收益率。欧央行在此项操作中表现得较为谨慎，从 2010 年 5 月开始执行主权债务购买计划以来，目前为止购买的规模仅为 2170 亿欧元。

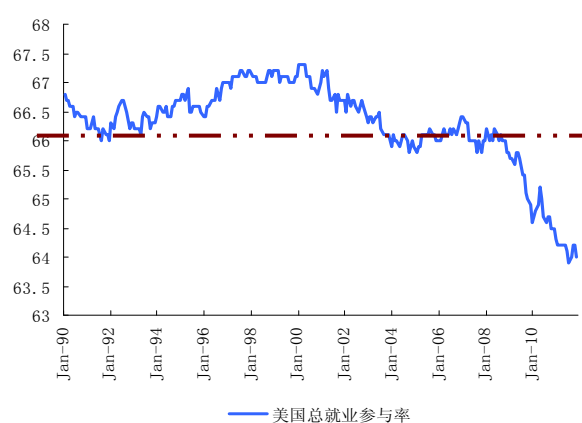
总的来说，我们认为欧元区明年 M1 的同比增速将会有明显的上升，尽管受限于欧盟条款，欧央行无法大规模购买南欧国家债券，但是通过其他途径，欧央行仍然能够大量释放流动性，从而推升货币供应。

图 44：欧元区的基准利率和 M1 同比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 45：坏账率需回落至 1%，房屋信贷才见底

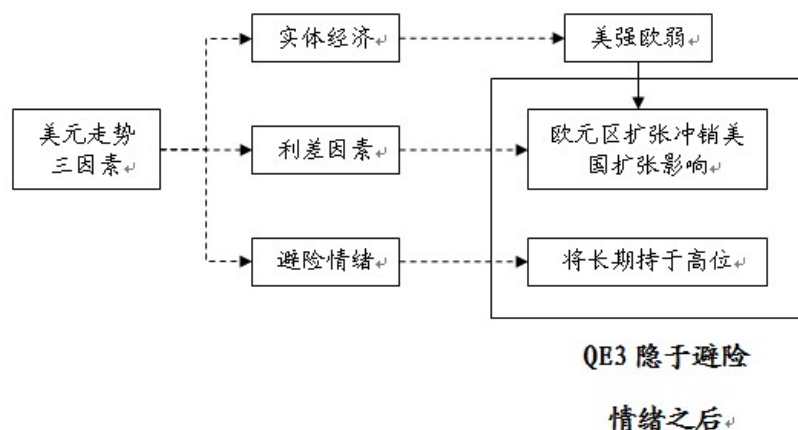


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

美元向上、大宗向下

毋庸置疑，当前的外汇市场和大宗商品市场仍然将由避险情绪主导。那么明年美国可能的货币宽松是否会分散市场的注意力呢？明年汇率市场的焦点就在于，到底是由美国货币政策主导，还是由避险情绪主导。这部分我们也需要解答这个问题，并在这个基础上判断明年大宗商品价格的走势。

图 46: 明年美元走势的逻辑

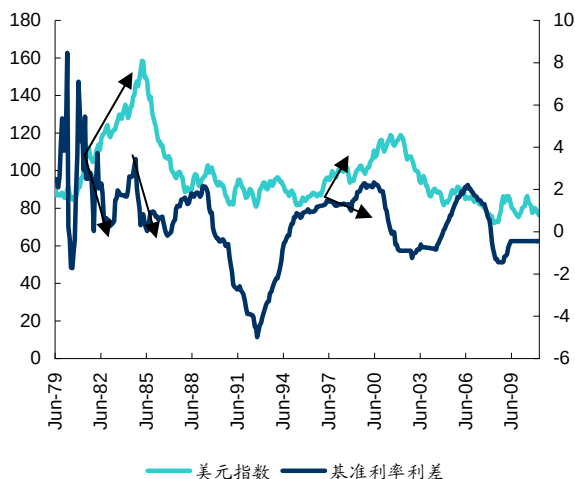


资料来源：长江证券研究部

避险情绪会被宽松的货币政策冲淡么？

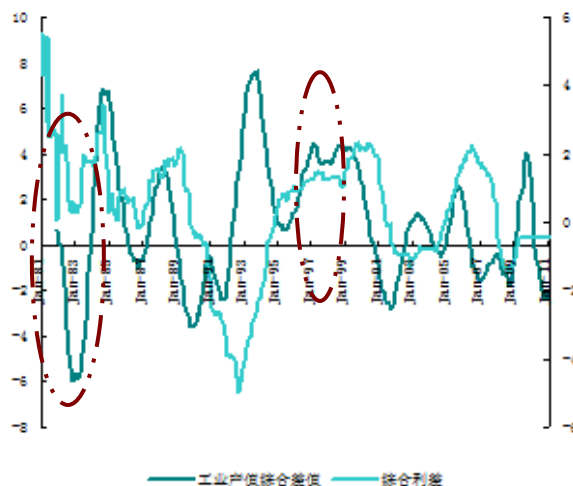
拉美债务危机和 97 年亚洲金融危机是避险情绪主导美元走势的经典案例。虽然 97 年亚洲金融危机期间没有出现债务违约，但是因为无法拯救银行体系而谋求 IMF 注资，这是与债务违约等价的。在拉美债务危机中，美国对其他经济体利差出现回落，而美元则持续上行，此外再 97 年亚洲金融危机期间，美国对其他国家利差也有所回落，而期间美元则出现走强。而在这两段区间内利差与工业产值增速差值的走势之间也没有明显的背离。

图 47: 80 年代初, 97 年前后避险情绪主导美元



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 48: 工业产值增速差值与利差变动方向一致



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

然而，在 10 年以来的连续的欧债危机事件冲击下，美元却没有出现持续的上行。我们认为这是因为美国的货币政策冲击转移了市场对于欧债危机的注意力。第一轮 QE 和 QE2 的货币大量发行冲销了风险情绪的影响，转移了市场的注意力。当然，在 10 年美元拐头向下的另一个重要因素还在于当时欧债危机还没有到不可收拾的地步，而目前来看欧债危机的解决绝不是一朝一夕的事情。

图 49: 美国 M1 同比与欧元区 M1 同比差值与美元指数

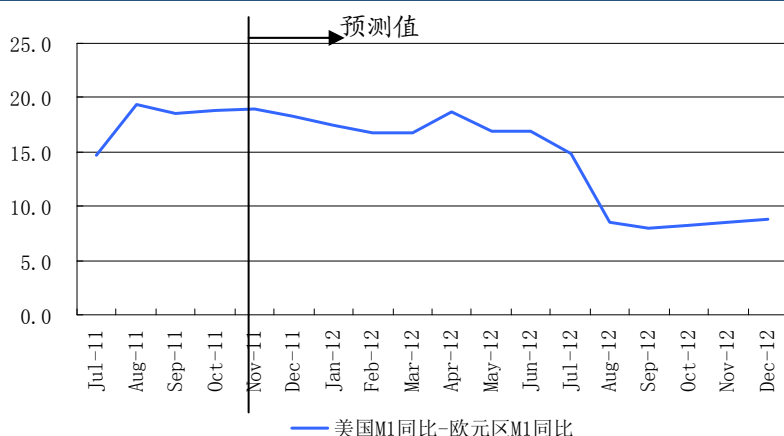


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

那么未来一年里，这种情况会否继续存在下去呢？我们认为这种情况很难发生。虽然明年美国，可能会进行局部的货币扩张政策。但是作为美元指数重要权重货币的欧元，其明年也可能会有大规模的货币扩张。一方面，为了刺激经济欧元区仍有可能进一步降息，由于明年欧元区财政政策将继续紧缩，对于货币政策也会更加倚重；另一方面，前面已经提到，欧元区明年很可能会推出较为宽松的货币政策。

根据我们的预测明年欧元区 M1 同比减美元 M1 同比增速将会明显放缓。这意味着明年将很难出现货币供给冲击导致市场注意力转移的情况。因此 09 年以来风险情绪冲击下美元上行后又回落的情形不会再次出现。

图 50: 美国 M1 同比减欧元区 M1 同比



资料来源：Datastream，长江证券研究部

因此，总的来说，我们认为明年美元全年整体呈现升势，货币政策的冲击将不会阻碍美元的上行。在二季度其升势在 QE3 的冲击下可能会减缓或呈现震荡，到三季度中后期将继续升值。

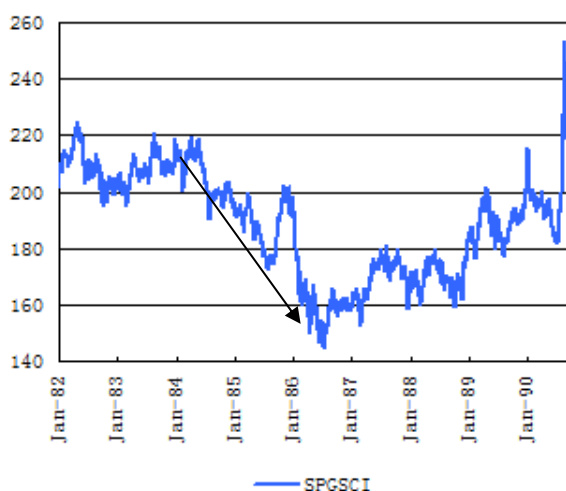
大宗商品价格将受到避险情绪、需求端的双重打击

与汇率一样，大宗商品价格也容易受到避险情绪的冲击，同时需求在明年的表现也将不利于大宗商品价格的表现。

大宗商品价格在历次危机期间都有过明显的下滑。80 年代初期，尽管 OPEC 进行减产，但是反映大宗商品价格的 SPGSCI 指数仍然回落超过 30%，且下滑时间持续了两年有余。97 年亚洲金融危机期间，SPGSCI 指数也持续回落，由 220 左右附近回落到 120，将近跌去一半，跌幅远远大于美元指数的涨幅。当然，无论是亚洲金融危机还是拉美债务危机期间，美国都没有推行过大规模的货币扩张政策，因此避险情绪本身还不能成为看空大宗商品价格的理由。

下面来看需求。我们之前已经做过分析，欧债危机是一个难以在短时期内解决的问题，其影响几乎必然会蔓延到中长期。在这样的情况下，欧元区的实体经济出现萎缩将是大概率事件。而 QE3 本身也难以对美国的实体经济增速造成太大的推动。因此，预计 2012 年大宗商品的需求将会趋向萎靡。最后来看美元标价因素，上面我们已经提到，美元在明年将整体呈现上升趋势，这自然也会抑制大宗商品价格的上行。

图 51：80 年代 OPEC 减产干扰大宗商品价格仍回落



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

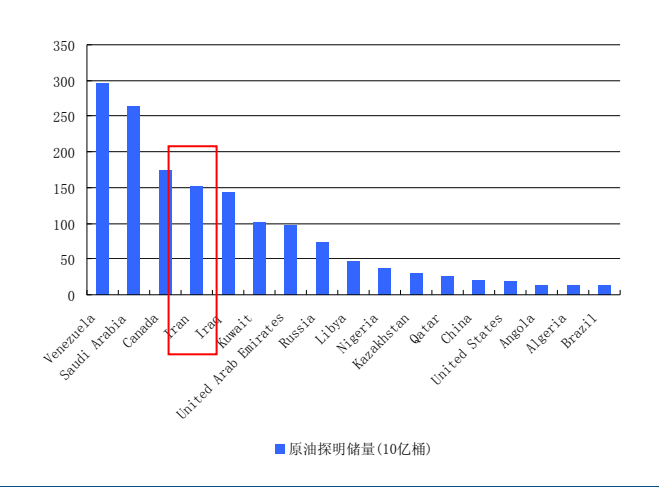
图 52：大宗商品价格指数于 97-98 年跌去一半



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

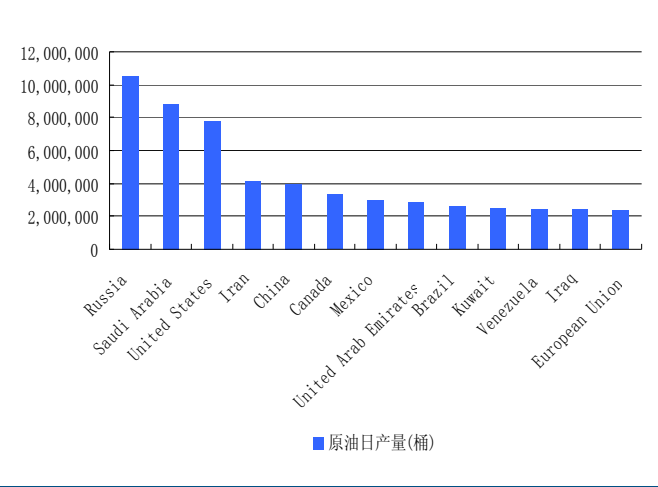
在大宗商品走势方面还需要提醒注意的**风险点**是中东可能发生的地缘政治危机。虽然最近叙利亚和伊朗的紧张局势有所缓和，但是我们认为其中仍然潜藏着一些隐患。从之前埃及和利比亚的情况来看，阿萨德政府可能将不得不面临下台的窘境。而由于叙利亚与伊朗关系密切，市场或将预期中东局势紧张，从而推升油价。而如果伊朗与西方的关系确实继续恶化，并影响到原油的供给，那么，油价将会受到冲击。如果情事急剧紧张，那么全年的油价都可能会大幅上升。

图 53：伊朗原油探明储量居世界第四



资料来源：长江证券研究所

图 54：伊朗原油产量居世界第四



资料来源：长江证券研究所

表 22：历史案例中油价上升事件对于通胀和 PPI 的影响

时间	案例	是否令产能回落	油价上升持续时间	油价涨幅	油价回落的时间	oecd领先指数	美国是否衰退
Mar74	第一次石油危机	产能降	2年	138%	长期没回落过	见顶回落	衰退
May80	伊朗人质事件，伊朗伊斯兰革命，两伊战争	产能降	6个月	136%	长期没回落过	见顶回落	衰退
Mar87	伊拉克战机向伊朗居民区投掷化学弹	产能未降	5个月	29%	迅即回落	上升	没有衰退
Sep90	8月伊拉克入侵科威特	产能降	3个月	131.99%	5个月回到之前水平	回落	没有衰退
Jul92	苏联解体（当月华沙条约解散，叶利钦任俄罗斯总统）	产能降	4个月	14.30%	迅即回落	上升	没有衰退
Jul92	伊拉克拒绝执行disarmament	产能降	3个月	18.36%	6个月回到之前水平	上升，但随后油价回落，oecd指数上升	衰退
Jul94	9-10月间伊拉克的disarmament又出危机	产能未降	5个月	40%	迅即回落	回落	没有衰退
Oct96	美国谋求联合国安理会同意其向伊拉克开战	产能未降	5个月	27%	两个月回落到之前水平	上升，但随后油价回落，oecd指数上升	没有衰退

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士毕业，现为长江证券宏观策略高级分析师。主要的研究方向为市场策略、行业配置及海外市场。

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。