

趋势自在萧条中

报告要点

■ 2012 年的开局，趋势自在萧条中

目前的形势虽然不复杂，但是趋势还处于萧条中的最后探底阶段。延续我们去年 9 月份以来的逻辑，我们判断，在两会前宏观经济继续恶化是大概率事件。政策处于松与不松之间的游离不定状态，部委言论两相均衡，看来通胀压力还是存在的，而经济也还是相对可控的。如果以这么一种短期逻辑来推长期，那么货币紧缩的滞后效果、财政刺激的乏力以及海外经济的动荡，终将导致中国经济在今年上半年的某个时点崩盘，显然，他不会是在一月了。去年我们写过一月岁寒静待调控效果，今年我们只能这么说，一月萧条无味，静待春节的来临。外围，美国近两个月的经济数据有所好转，不过从历史经验来看今年上半年美国很可能被欧洲经济的衰退拖下水。全世界如此同步化，谁都难以独善其身。2012，或许注定是比较惨淡的光景。

■ 2012 欧债危机仍未落幕，欧洲何去何从？

关于今年的欧洲问题，我们认为继续扩大化只是时间的问题，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。直到某个最危险的时刻，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。目前来看，松动货币使得债务货币化是今年欧元区必然的选择。

■ 美国经济复苏仍需观察，美元反转时机不到

美国的问题是房地产何时见底、开工率何时恢复正常的问题。房地产开工率向好可以引起美股大涨，但是美国房价 2011 年继续下跌近 3%，离止跌复苏还有一段时间，同时开工率也远未恢复正常，目前还处于去库存时期。美元指数去年底开始的上涨，并非市场谣传那般资金回流美国，据我们统计，Cisco 有 400 多亿美元在海外，美国母公司只有不到 40 亿，苹果公司没有负债却坐拥 762 亿美元现金和高流动性资产，其他如 Oracle，微软现金的 70% 以上，也囤在海外，上述几家公司囤在海外的钱就有 1000 多亿美元，在没有税收豁免的情况下，这些资金不太可能回流美国。目前阶段，美国国内并不缺资金，和中国一样，缺的还是值得投资的项目。所以，在这么差的经济基本面上谈论什么资金全面回流美国太早了，避险情绪而已。

相关研究

《内外交困下的增长衰退-11 年 4 季度宏观报告》，2011-10-09

《通胀变数与经济筑底-11 年 9 月宏观月报》，2011-09-01

《风险在软着陆中发酵-11 年 8 月宏观月报》，2011-08-02

分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

国内经济：趋势自在萧条中	5
通胀趋势：继续回落但下跌速率放缓	5
实体经济：经济缓慢下行	7
资金面：货币政策出现微调	11
海外经济：欧债危机远未落幕	13
欧元区究竟何去何从	13
美国经济：复苏路径维持平稳	20
附录	26

图表目录

图 1: 猪肉价格	5
图 2: 玉米期货连续结算价 (元/吨)	6
图 3: 强麦期货连续结算价 (元/吨)	6
图 4: CPI 同比	6
图 5: 各种生产资料同比均处高位呈回落态势	7
图 6: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系	7
图 7: PMI 处于历史同期低点	8
图 8: 产成品库存、原材料库存、新订单、新出口订单	8
图 9: 四季度固投环比季节性上攻	9
图 10: 制造业扛住投资大旗	9
图 11: 房地产投资完成额累计同比	9
图 12: 进出口出现双双回落局面	10
图 13: 扣除通胀影响的零售同比与 PMI 比较	10
图 14: 存款准备金率变化	11
图 15: 今年年末、明年春节资金面压力较大	12
图 16: 银行信贷投放的季节性波动 (单位: 亿)	12
图 17: 长三角票据贴现率	13
图 18: 欧元区未来可能的路径	13
图 19: 南欧国家的权衡	14
图 20: 欧元区的路径依赖	14
图 21: 德国对欧元区的顺差大于其顺差总额	15
图 22: 德国出口同比增速放缓	15
图 23: 欧元区各国的债务负担率较高, 防火墙难以建立	16
图 24: 比利时的荷语区和法语区	17
图 25: 92 年德国为控通胀强行升息	19
图 26: ...迫使英镑大幅贬值脱离 EMU	19
图 27: 除本次危机外, 欧央行将通胀率控制在 1%-3% 的区间内	20
图 28: 失业率回落至 8.6%	21
图 29: 非农就业仍低于 15 万人的平均增速	21
图 30: 美国零售销售环比	21
图 31: 美国零售销售同比	21
图 32: 实际工资环比开始回升	22
图 33: 非农就业人数改善	22
图 34: 产能利用率维持平稳	22
图 35: 工业产值同比亦维持平稳	22
图 36: 制造业 PMI 和非制造业 PMI 总项	23
图 37: 制造业 PMI 分类指数 (一)	23
图 38: 制造业 PMI 分类指数 (二)	23
图 39: 制造业 PMI 分类指数 (三)	23
图 40: 通胀回落	24

图 41: 实际工资同比见拐点	24
图 42: 两项消费信心指数皆有反弹.....	24
图 43: 两项消费信心指数皆有反弹.....	25
图 44: 房地产价格仍在“底”中运行.....	25
图 45: 坏账率需回落至 1%，房屋信贷才见底.....	25
表 1: 具体惩罚措施仍未确定.....	16
表 2: 各行政实体的职责划分.....	17
表 3: 最近一次比利时大选的结果.....	18
表 4: 欧洲各国语言障碍.....	19
表 5: 中国经济主要数据预测.....	26

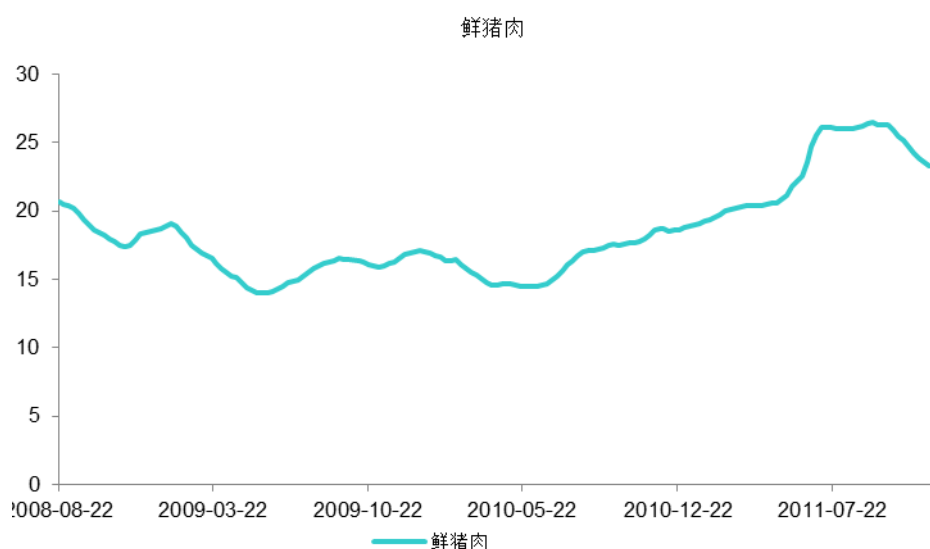
国内经济：趋势自在萧条中

目前的形势虽然不复杂，但是趋势还处于萧条中的最后探底阶段。延续我们去年9月份以来的逻辑，我们判断，在两会前宏观经济继续恶化是大概率事件。政策处于松与不松之间的游离不定，部委言论两相均衡，看来通胀压力还是存在的，而经济还是相对可控的。如果以这么一种短期逻辑来推长期，那么货币紧缩的滞后效果、财政刺激的乏力以及海外经济的动荡，最终导致中国经济在今年上半年的某个时点崩盘，显然，他不会是在一月了。去年我们写过一月岁寒静待调控效果，今年我们只能这么说，一月萧条无味，静待春节的来临。外围，美国近两个月的经济数据有所好转，不过从历史经验来看今年上半年美国很可能被欧洲经济的衰退拖下水。全世界如此同步化，谁都难以独善其身。2012，或许注定是比较惨淡的光景。

通胀趋势：继续回落但下跌速率放缓

11月份CPI同比增长4.2%，环比下降0.2%，已连续四月出现回落。翘尾因素已经从6月的年内最高点出现了明显回落，对CPI影响很大的猪肉价格近几月也持续回落，加快了CPI回落的速度。我们判断12月CPI或略低于4%，货币政策或要见到3%以内的物价涨幅才会系统性转松。

图 1：猪肉价格

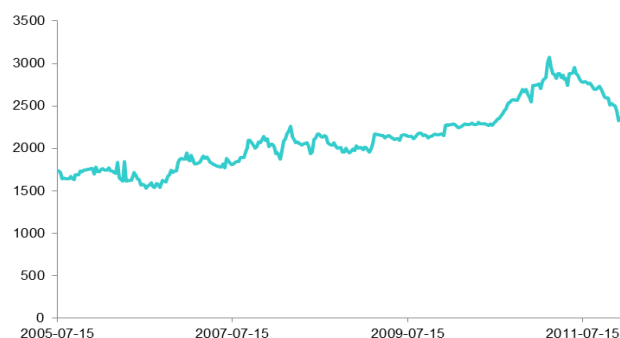


资料来源：财汇，长江证券研究部

如上图所示，猪肉价格已从9月的高点26.5元附近回落到23.5元左右，预计随着寒冷天气的到来以及春节的临近，肉类消费将进入旺季，这些因素都将对猪肉价格的企稳起到支持作用，这将在一定程度减轻CPI进一步下降的幅度。

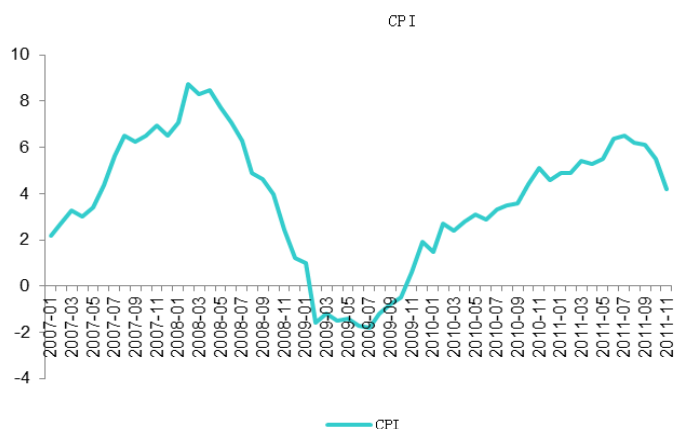
图 2：玉米期货连续结算价（元/吨）


资料来源：长江证券研究部

图 3：强麦期货连续结算价（元/吨）


资料来源：长江证券研究部

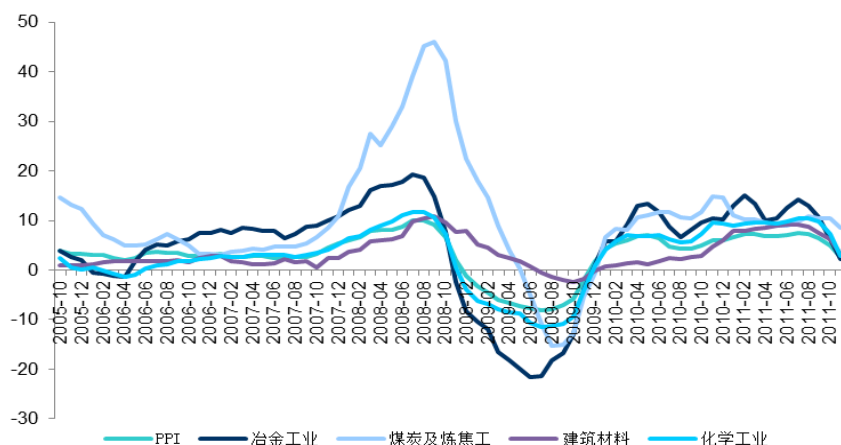
虽然今年以来恶劣天气连续影响我国粮食产区，但是对于秋粮产量影响不大，而我国粮食总产量有望实现连续八年正增长。另外由于我国粮食的自给率高达 90% 以上，因此国际粮价的变动对我国影响不是太大。在四季度粮价已有一定幅度回落的基础上，我们预计明年初粮食价格不会出现大幅上涨的可能性，而会维持稳步上升的趋势。

图 4：CPI 同比


资料来源：WIND、长江证券研究部

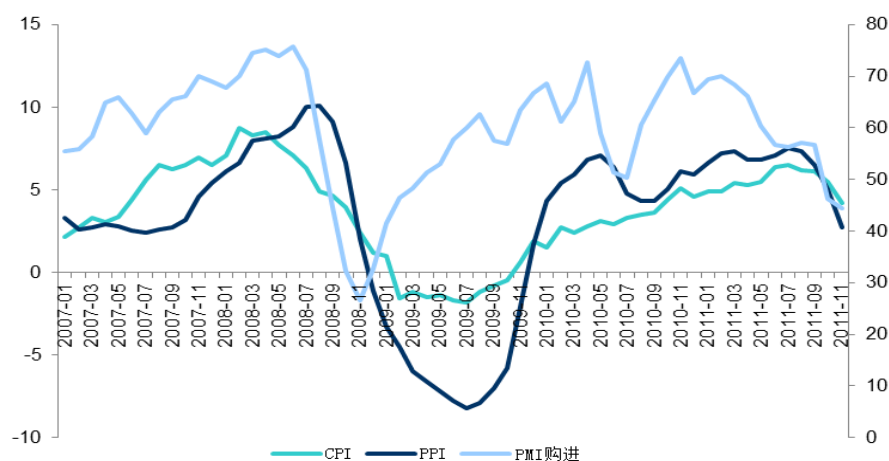
另一方面，11 月份以来国内各种生产资料价格出现明显整体回落的走势，工业生产价格指数 PPI 同比上涨 2.7%，环比回落 0.7 个百分点。国际需求衰弱造成的国际大宗商品价格的回落直接带动了燃料动力、化工原料、黑色金属、有色金属等产品价格下降，持续的房地产宏观调控，导致房地产开发投资大幅降低，促使建筑材料价格出现下降。从同比上看，则全部品种都属于高位运行，并呈一定的回落态势。同时，最新的美联储议息会议并没有提到 QE3，那么短期内输入性通胀的压力并不大。对于 PPI，我们认为回落趋势已经确立。

图 5: 各种生产资料同比均处高位呈回落态势



资料来源: CEIC 长江证券研究部

图 6: PMI 购进价格指数与 PPI、CPI 的关系

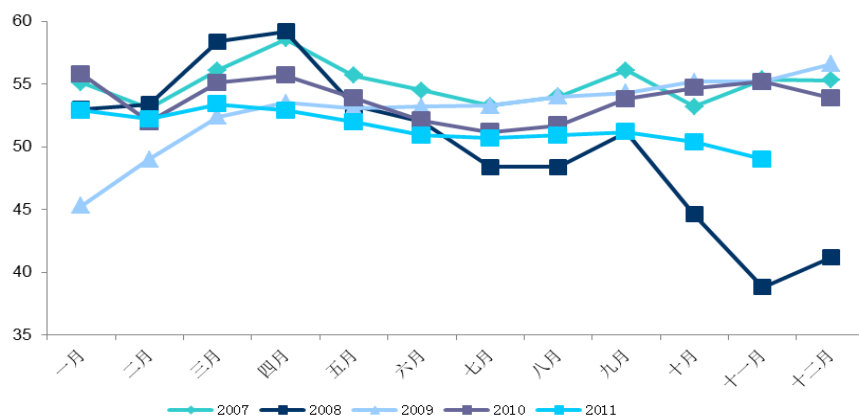


资料来源: WIND、长江证券研究部

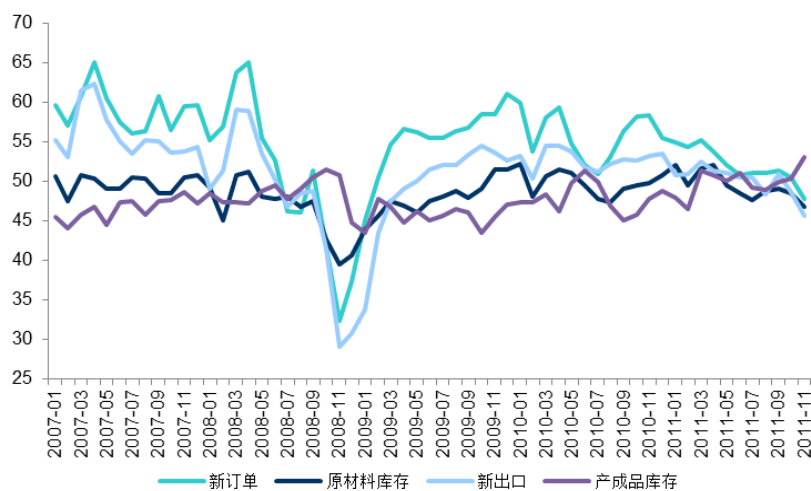
由于美国、欧元区经济前景暗淡, 国际市场需求疲软, 原油、有色金属等大宗商品价格回落等等原因, 本月 PMI 购进价格指数为 44.4, 比上月回落 1.8 个百分点, 预示着企业成本压力可能有所减轻, 有利于工业品出厂价格的走低。

实体经济: 经济缓慢下行

11 月中国制造业采购经理人 PMI 指数为 49, 环比小幅回落 1.4 个百分点, PMI 仍处于历史同期低点, 且跌破了 50 的临界点, 与 2008 年同期一致, 预示着经济仍处于较困难时期, 以及经济缓慢下行态势的确立。

图 7: PMI 处于历史同期低点


资料来源: WIND、长江证券研究部

图 8: 产成品库存、原材料库存、新订单、新出口订单


资料来源: CEIC、长江证券研究部

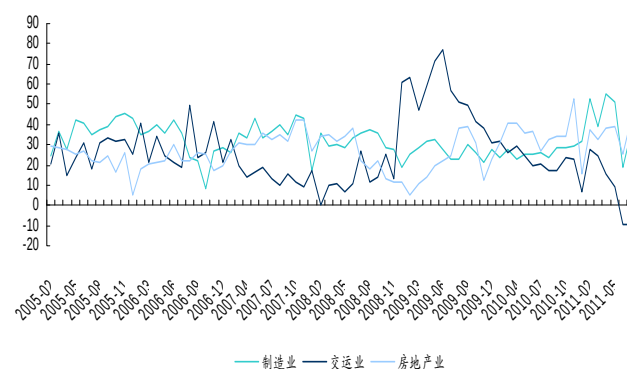
从 PMI 分项数据来看, 本月新订单指数为 47.8, 比上月回落 2.7 个百分点, 08 年以来首次滑落到 50 的临界点以下。本月新出口订单指数为 45.6, 较上月大幅回升 3 个百分点。但外围欧美仍然需求低迷, 从本月出口大幅下降就可看出, 未来出口将面临较大困难。本月原材料库存小幅下降 1.8 百分点, 而产成品库存指数继续大幅回升 2.8 个百分点, 至 53.1, 产成品库存比原材料库存增加要快, 反映下游行业需求下降造成产成品的积压。

图 9：四季度固投环比季节性上攻



资料来源：CEIC、长江证券研究部

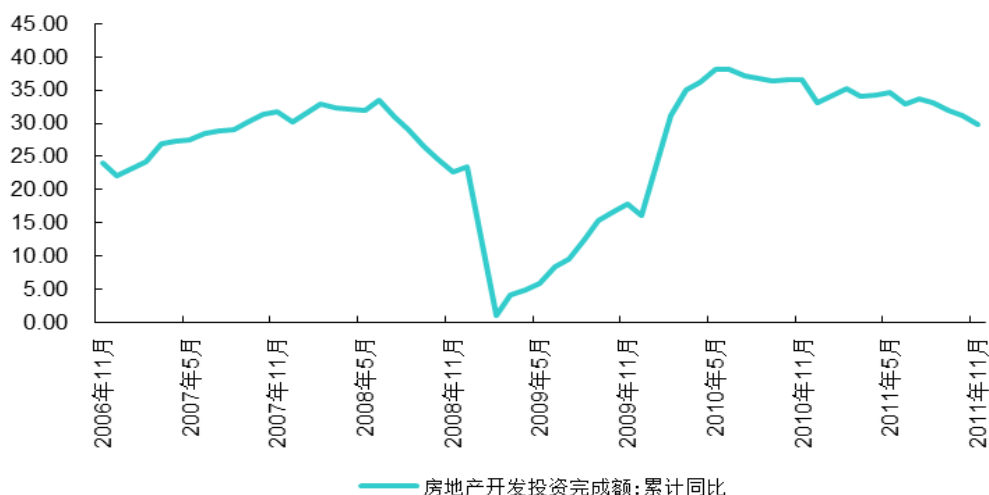
图 10：制造业扛住投资大旗



资料来源：财汇、长江证券研究部

投资方面，上半年新开工项目的减少正在传导至后续的投资层次。11月份固投投资同比增长24.5%，增速环比下降0.19个百分点，下半年固投增速放缓基本可以确认。不过，我们对于投资增速回落的幅度并不特别悲观，虽然铁路、公路、道桥等基建项目的审核以及新开工受到影响，但占据固投总额中三分之一强的制造业一直维持着较高的景气度，同比增速高位运行。这对于整个固投维持着一个稳定的增速来说意义重大，毕竟仍是我国当前经济增长的最强驱动力。

图 11：房地产投资完成额累计同比

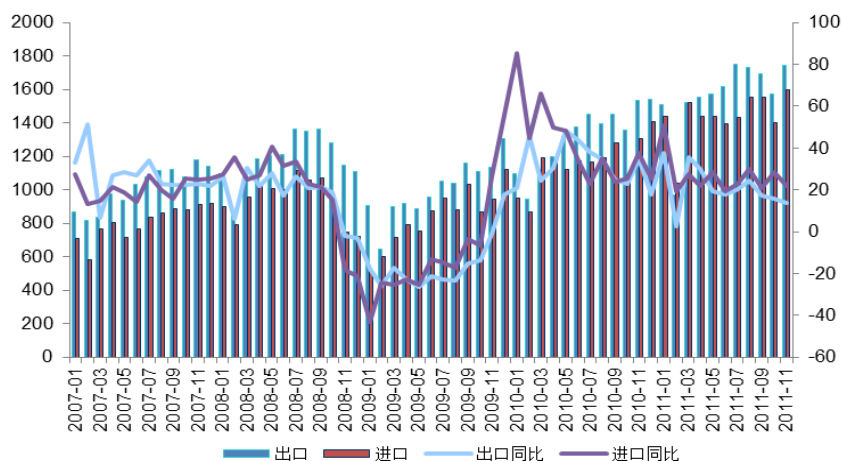


资料来源：CEIC、长江证券研究部

特别地，针对于房地产投资，投资增速在一系列的政策调控下持续走弱。特别是在种种限购令之后，今年以来房地产销售持续低迷，这将直接引致新开工同比增速回落。目前市场普遍对于保障房建设能够弥补商业房地产投资的回落很有信心。截至9月底全国城镇保障性住房和各类棚户区改造住房开工建设986万套，开工率98%。在资金上，财政部部长谢旭人近期表示，今年以来中央财政预算安排资金1030亿，加上执行中追加395亿以及通过使用以前年度结转结余资金安排的280亿，目前已全部下达。但相比起来，我们更为担忧，保障性住房的用地来源能不能得到保证。并且由于保障房项目的政治味道更浓，容易出现数据优于

实际的情况。

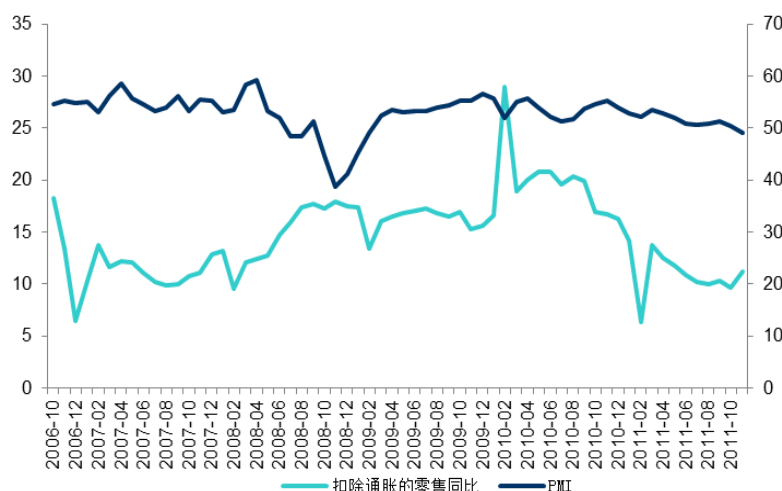
图 12: 进出口出现双双回落局面



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

11 月, 中国出口同比增长了 13.8%, 同比增速为今年 2 月以来的最低水准, 而进口同比增长 22.1%, 低于上月 6.6 个百分点。由于出口下滑较快, 中国 11 月的贸易顺差也从上月的 170.33 亿美元滑落至 11 月的 145.28 亿美元。欧债危机进一步深化, 全球经济复苏的不确定性明显增加, 导致外部市场消费者信心不足、需求环境恶化, 这必然使得下半年我国出口形势不容乐观。而在类滞胀时期, 进口同比增速将不能很好的反应国内的需求。由于通胀高企, 国外产品的价格更加低廉, 因此更多的中间品需求转向国外。这也就造成了在需求下滑的同时, 进口还能够维持上行的现象。

图 13: 扣除通胀影响的零售同比与 PMI 比较



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

消费方面, 今年以来一直处于缓慢回落的状态。这其中, 通胀高企、基数高以及紧缩信贷造成对于汽车、家电等耐用消费造成拖累是三大原因。这个对于我们的研究来说并没有什么新意, 不过在我们的研究中最新发现排除通胀影响的零售同比相对于经济增速来说具有一定的

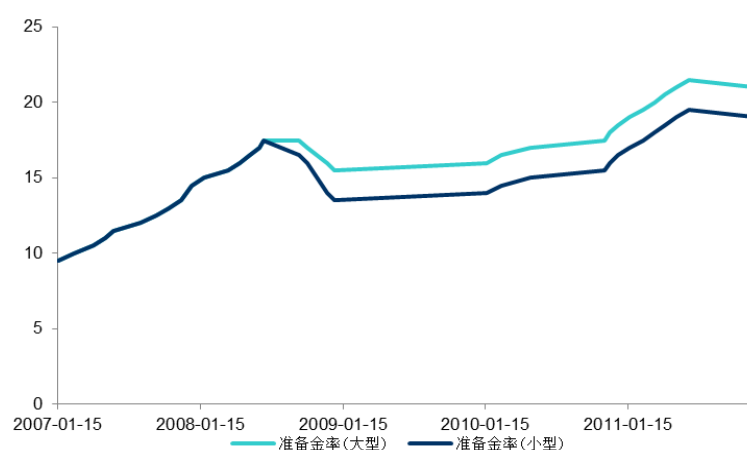
领先性，即使是跟 PMI 相比，仍能体现出现一定的领先性。这对于我们判断经济增速何时见底是比较有意义的。

资金面：货币政策出现微调

财政部确定上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点，以及此前已宣布的对小微企业的税收减免等支持政策，再联系到国务院总理温家宝在天津调研时强调“宏观经济政策适时适度进行预调微调”，种种迹象显示，下一步政策预调微调的空间正在打开。10 月 21 号央行在公开市场发行了 200 亿元三年期央行票据，其发行利率水平由之前的 3.97% 下降了一个基点，至 3.96%。三年央票是流动性的深度对冲工具，对于这一工具的慎用，三年央票发行利率虽然仅下调一个基点，却具有引导债券市场利率水平下行的信号作用。如果这一势头得以延续，必将最终传导到信用债市场，有助于微观实体企业降低筹资成本，减轻财务压力，改善经营状况。

2011 年 11 月外汇占款减少 279 亿，相比 10 月-249 亿增量再度回落，为 2000 年以来外汇占款首次连续流出。扣除 11 月 145 亿美元顺差和 88 亿美元的 FDI 后，11 月从外汇占款口径计算出来的热钱流出近 280 亿美元。

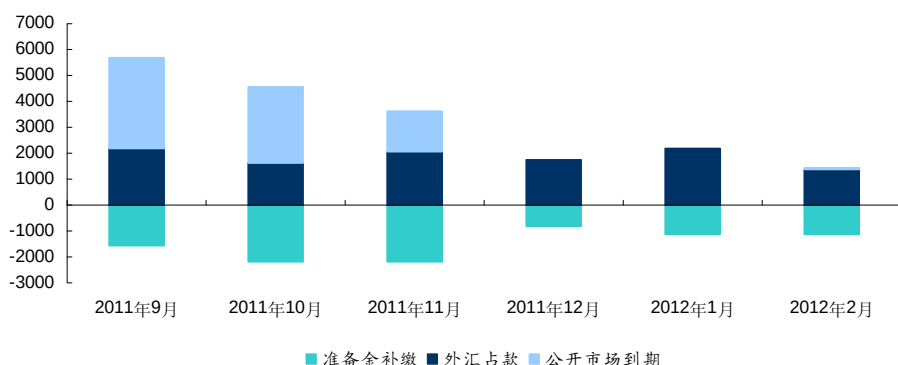
图 14：存款准备金率变化



资料来源：WIND，长江证券研究部

热钱大幅流出导致外汇占款下降会减少基础货币投放，因而必需下调存款准备金率增加货币乘数来对冲其影响。2008 年 9 月热钱持续流出，央行在同年 10 月下调存款准备金率，2010 年 4 月热钱的流出则导致当时存准率的上调明显延后。目前热钱持续流出及货币政策的调整，则意味着年底前及明年初存款准备金下调的概率显著增大。

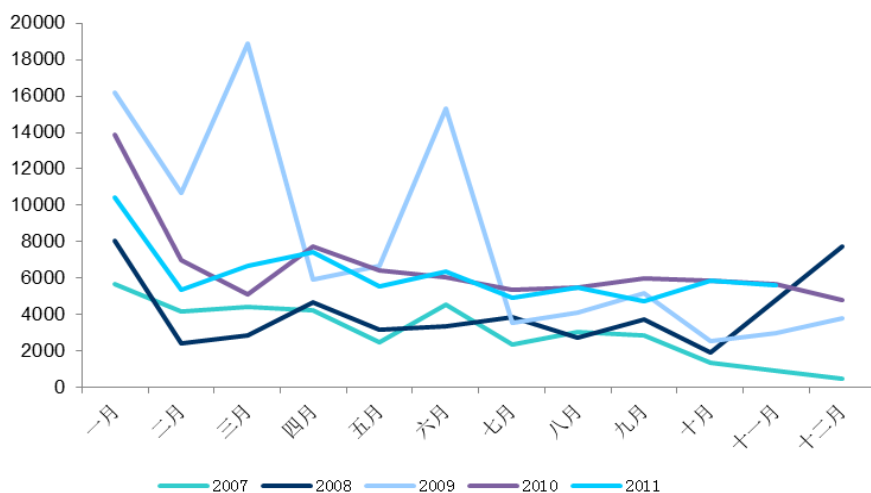
图 15: 今年年末、明年春节资金面压力较大



资料来源: WIND, 长江证券研究部

我们做了一个简单的测算, 假设未来 6 个月外汇占款月增量均为历史平均水平, 那么从存款保证金的计入一般存款的节奏以及公开市场到期资金的节奏来看, 即使央行不进行资金回笼以及再上调准备金率, 市场仍被迫面对一个非常艰难的环境。特别是今年年底以及明年春节, 而这又是传统意义上的资金紧张时点, 预计此时将为央行降准的具体时点。

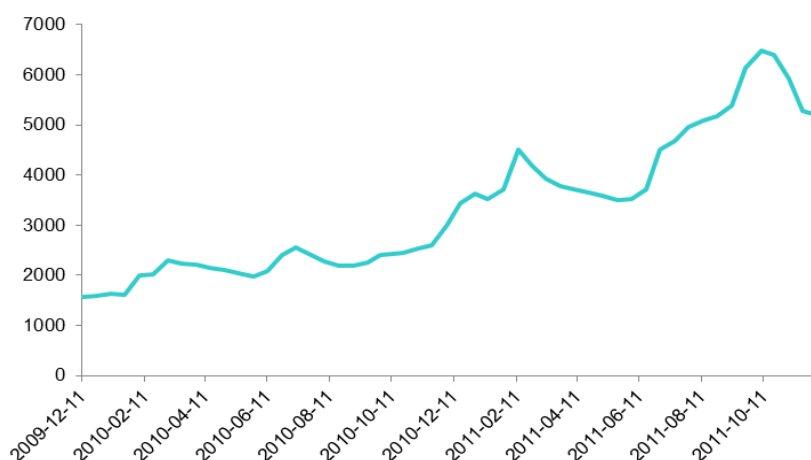
图 16: 银行信贷投放的季节性波动 (单位: 亿)



资料来源: WIND, 长江证券研究部

11 月份新增信贷 5622 亿, 较 10 月大幅下降 246 亿。这表明中国持续紧缩的货币政策效果进一步显现, 但由于近期经济形势有所变化, 中央不断针对中小企业的定向放松政策, 以及央行在 12 月降低准备金率, 预计 12 月新增信贷规模仍将维持在 5500 亿元左右, 明年年初新增信贷规模增长有望重新启动。

图 17: 长三角票据贴现率



资料来源: wind, 长江证券研究部

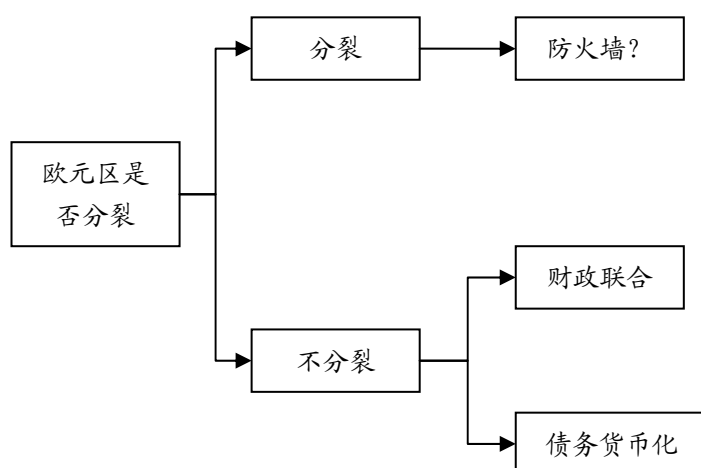
反应民企融资情况的长三角票据贴现价格指数在 9 月创出历史新高后, 民企资金链十分紧张, 中小企业的集中倒闭, 显示松财政、紧信贷政策已经传导到了实体经济, 中央不断采取定向放松政策, 缓解中小企业的资金压。9 月后, 在中央及地方一系列政策后, 长三角票据贴现价格指数逐渐回落, 中小企业的资金链压力有所缓解。

海外经济：欧债危机远未落幕

欧元区究竟何去何从

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 18: 欧元区未来可能的路径



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

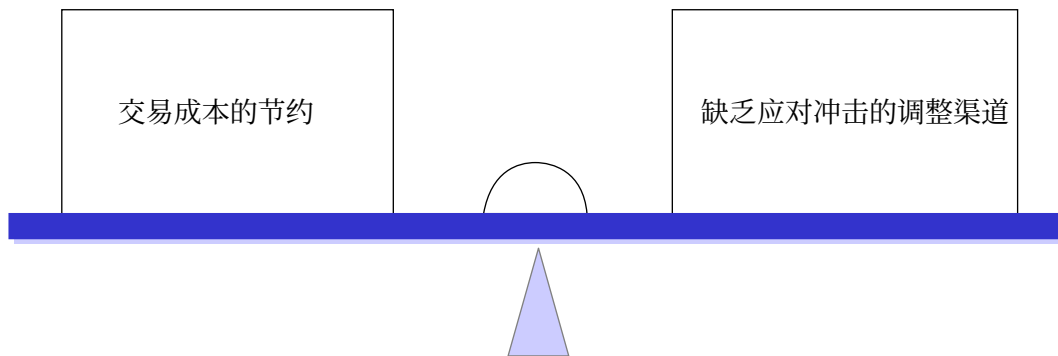
欧元区未来是分是合？

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剔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。

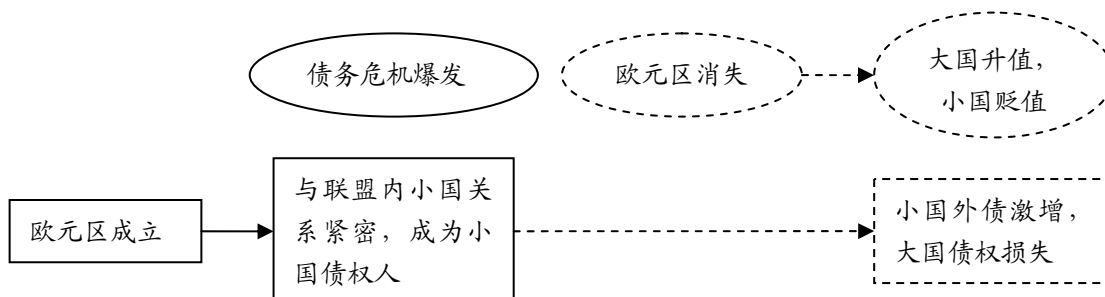
图 19：南欧国家的权衡



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

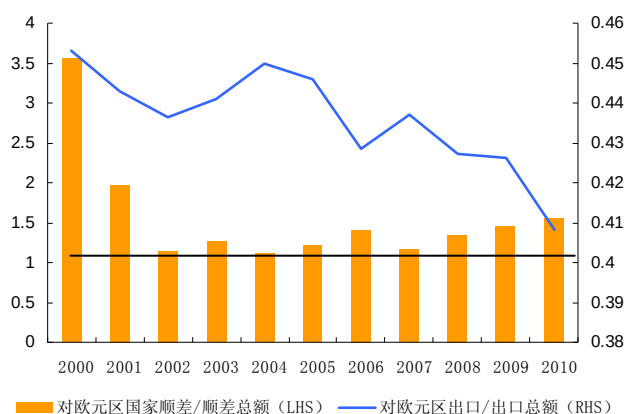
对于其他财政相对稳定的国家来说，则存在一个路径依赖的问题。各国一致同意成立欧元区以后，各国之间关系越发紧密且区内跨国投资汇率风险消失，这使欧元区各国在债权债务关系之间关系越发紧密。一旦欧元区解散，债务国汇率将遭到投机攻击和资本大规模流出而贬值。这一方面会造成小国债务负担的急剧增加，另一方面会造成大国债权资产的损失。

图 1：欧元区的路径依赖



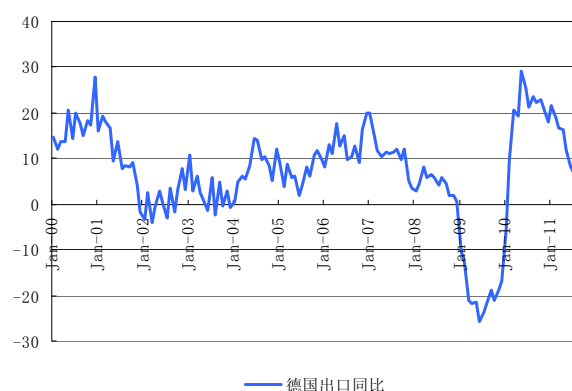
资料来源：长江证券研究部

图 2：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 3：德国出口同比增速放缓



资料来源：Datastream, 长江证券研究部

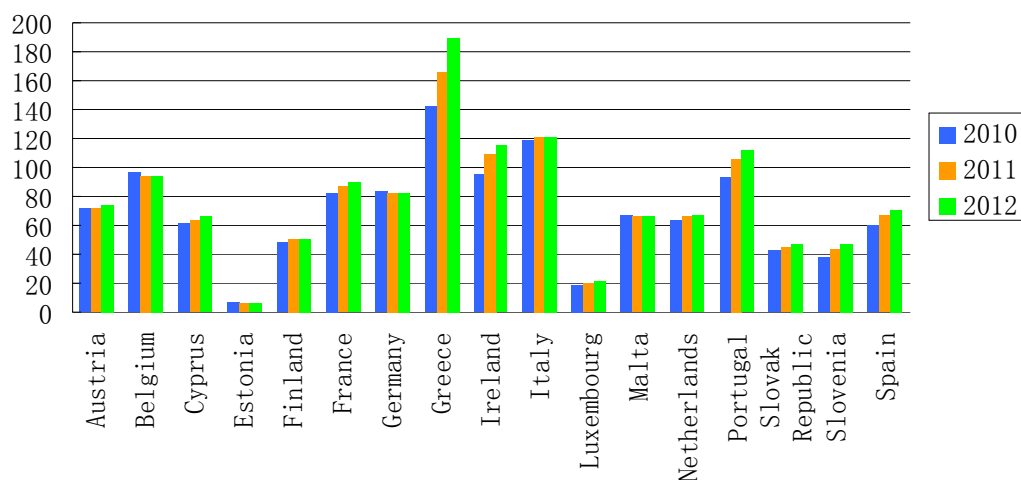
当然，大国也并非一味希望保持欧元区的完整性。一方面，大国一味救助南欧国家，将导致严重的道德风险；另一方面，德国的贸易顺差完全由欧元区其他国家贡献，而欧元区内出现的债务问题一直在抑制成员国对于德国的进口需求，所以剔除债务国以提振欧元区成员国需求也并非没有可能。

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 4：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 1：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 5：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 2：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 3：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 2: 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

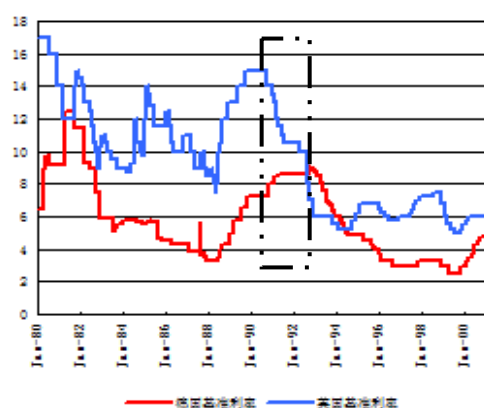
资料来源：中国外交部网站，长江证券研究部

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

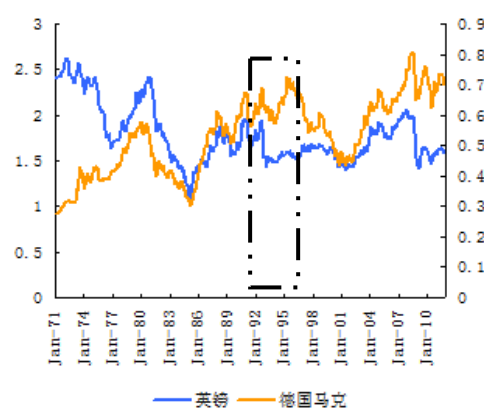
欧央行态度的改变，是市场近期一直非常期待的。如果欧央行能够大幅购买意大利等南欧国家的国债，那么短时期内其国债收益率将会大幅回落。那么欧央行是否会做出让步呢？我们认为短中期内，欧央行都不会出手大规模增加其债务购买。

图 6: 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 7: ...迫使英镑大幅贬值脱离 EMU



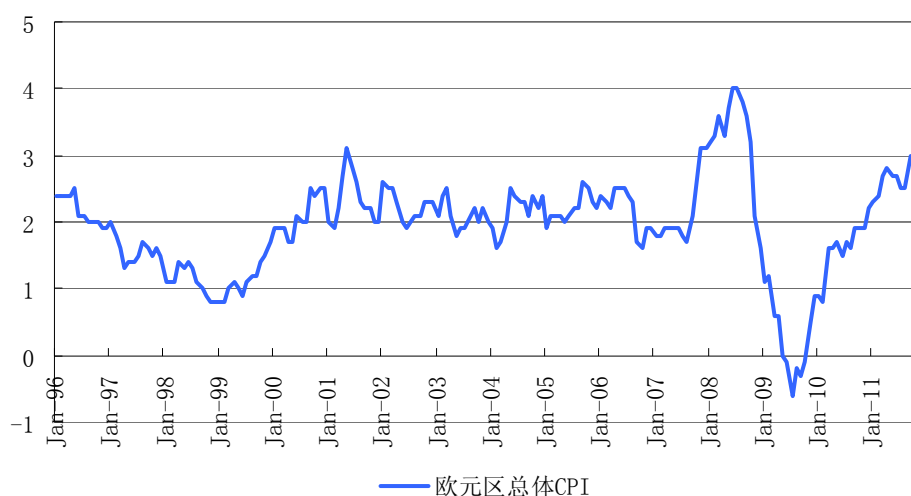
资料来源：Datastream，长江证券研究部

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 27：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。

美国经济：复苏路径维持平稳

4 季度前两月，美国实体经济的数据表现符合我们的判断，美国实体经济仍然走在平稳复苏的道路上，而这种态势将会得到延续。

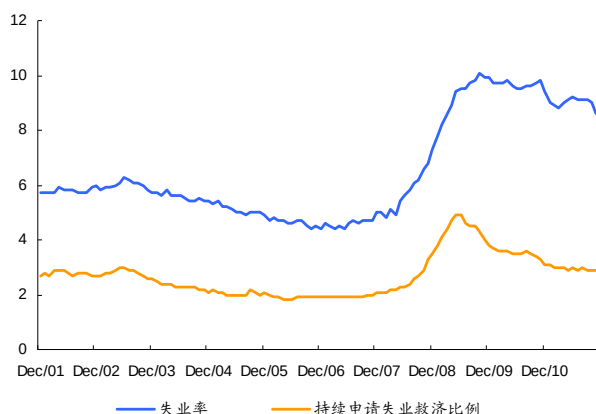
美国经济数据回顾

本月公布的 11 月美国经济数据显示，其复苏动力依旧充足，但同时也不会出现超预期的表现。

首先来看就业数据。11 月非农就业人数增 12 万人，失业率回落至 8.6%。该数据可喜，但市场对此也不可过于乐观。本月失业率回落并不能与非农就业数据匹配。从非农就业数据看，美国实体经济没有大幅向上的迹象。本月非农就业人数增 12 万人，低于美国人口的月均增速（15 万人），这个增速尚属平稳，仅较前月略有增长。而失业率的回落，很重要的一方面因素是“有寻找工作意愿”者人数的回落，降低了失业率。总的来说，对于美国实体经济，我们维持平稳复苏的判断。

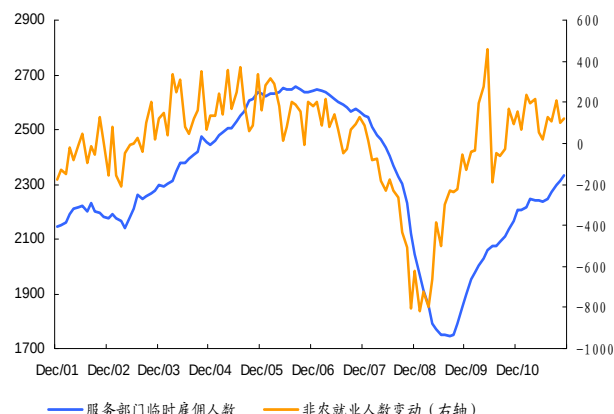
失业率的调查方法是家庭问卷，覆盖的样本较小，同时分母仅包括“有寻找工作意愿”者。而非农就业是向雇主发放的调查问卷，其覆盖的样本较大，而且其作为绝对值，不存在“分母”的干扰。因此，相比于非农就业，失业率的误差和波动较大，同时劳动力寻找工作意愿的变化往往会产生很大的影响。从经济周期判断的角度来说，非农就业的意义更大，但是政策对失业率却更为敏感。总的来说，目前劳动力市场仍在持续改善的路径之中，但是很难说会发生大幅超预期的情况。

图 8：失业率回落至 8.6%



资料来源：Datastream, 长江证券研究部

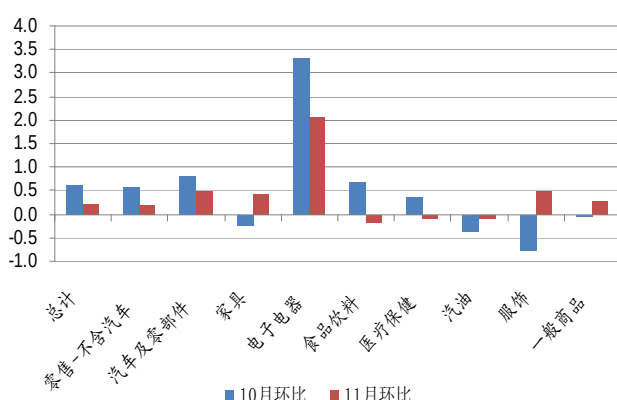
图 9：非农就业仍低于 15 万人的平均增速



资料来源：Datastream, 长江证券研究部

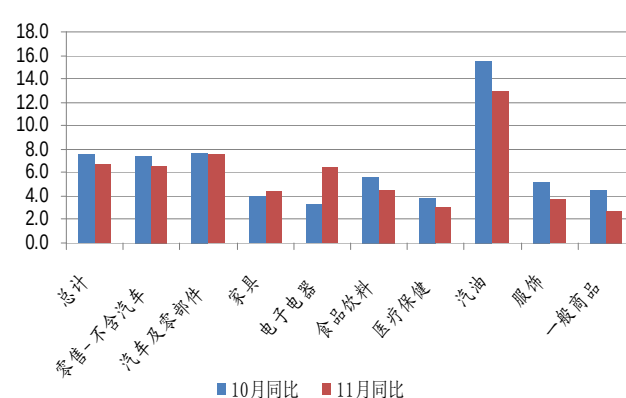
零售销售数据方面，11 月份零售销售总额增速低于预期，但是仍然维持上升态势，小幅环比上升，我们认为这是在经济增长过程中正常的数据波动，并不能说明消费整体状况的走弱。支撑消费继续向上走的因素在于居民实际收入的上升带来的消费信心的加强。从近两个月美国非农业就人数的企稳和物价水平的企稳回落，实际工资收入开始回升，这从根本上提振了美国的消费信心，从而带来零售销售的走强。

图 30：美国零售销售环比

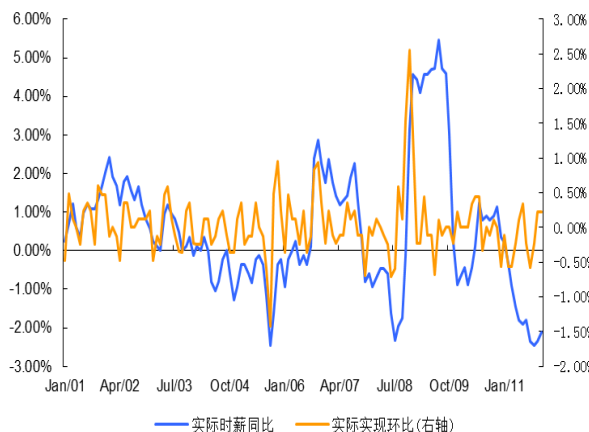


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

图 31：美国零售销售同比

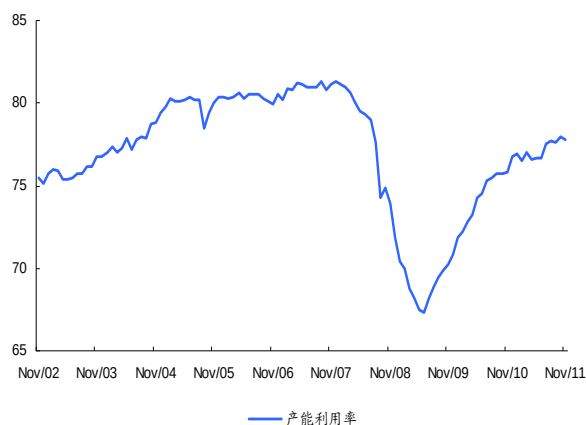


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

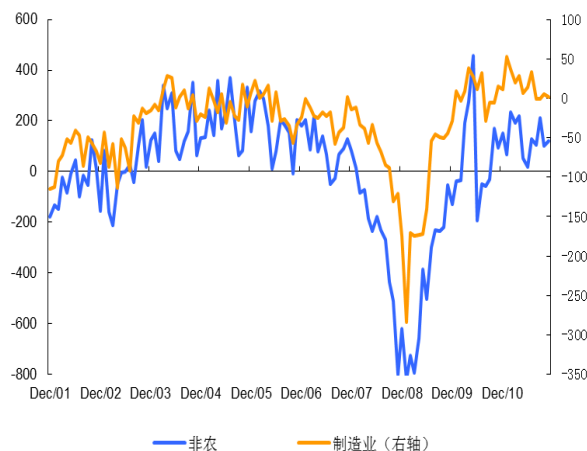
图 32: 实际工资环比开始回升


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

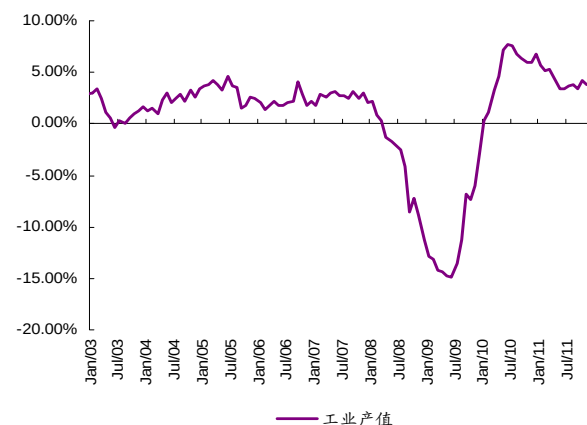
在工业生产方面，产能利用率在一段时间的回升之后开始趋于平稳，而在基数效应退出后，工业产值同比也开始进入一个平台。11月工业产值同比增3.75%，延续了此前围绕4%波动的态势。而产能利用率方面，11月降至77.8%，略低于78%的水平，开始逐渐平稳。工业领域的表现与我们的判断是一致的，目前仍然呈现一种相对平稳的状态。

图 34: 产能利用率维持平稳


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 33: 非农就业人数改善


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 35: 工业产值同比亦维持平稳


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

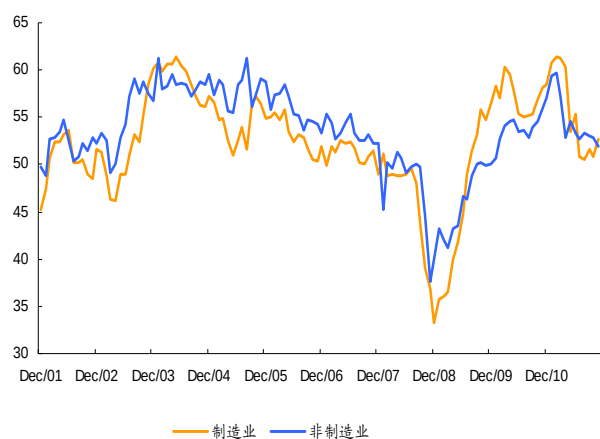
未来走向如何？

美国经济未来的走势如何？要回答这个问题，我们一方面需要观察近期公布的领先指标，另一方面要关注房地产市场，在我们跟踪未来美国经济的体系中，房地产市场有着非常关键的作用。下面我们就进行具体分析。

11月制造业 PMI 指数。数据显示，美国 11 月 ISM 制造业采购经理人指数为 52.7，高于预期水平的 51.5，也高于 10 月数据 50.8。这表明未来工业、制造业的平稳增长仍是可以期待的。其他分项数据显示，美国 11 月 ISM 产出指数为 56.6，明显好于 10 月的 50.1。物价支付指数为 45.0，10 月为 41.0，显示未来通胀率还有进一步下降的空间；库存指数为 48.3，10 月为 46.7，还在 50 以下的分项表明；就业指数为 51.8，10 月为 53.5，未来制造业就业

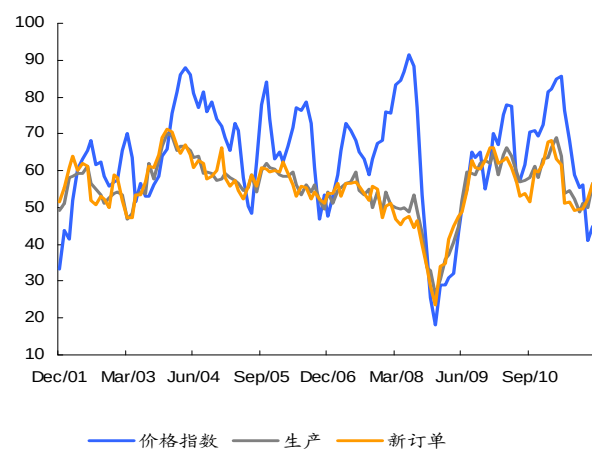
增速或将有所减缓。

图 36: 制造业 PMI 和非制造业 PMI 总项



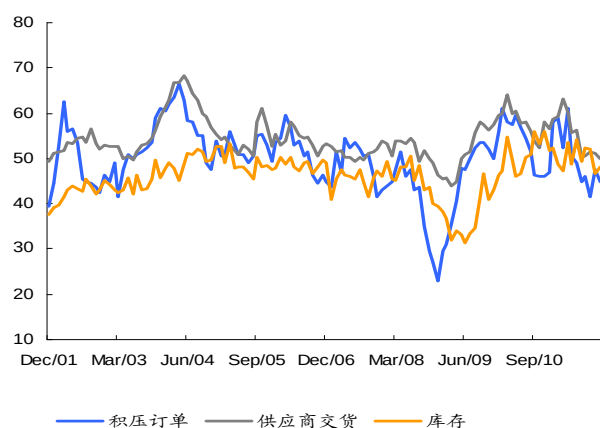
资料来源: Datastream, 长江证券研究部

图 37: 制造业 PMI 分类指数 (一)



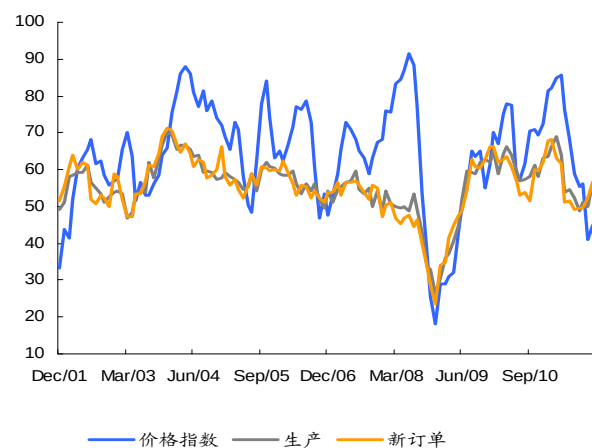
资料来源: Datastream, 长江证券研究部

图 10: 制造业 PMI 分类指数 (二)



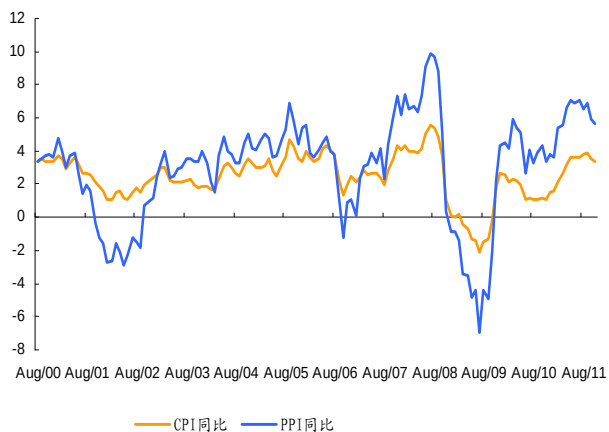
资料来源: Datastream, 长江证券研究部

图 11: 制造业 PMI 分类指数 (三)

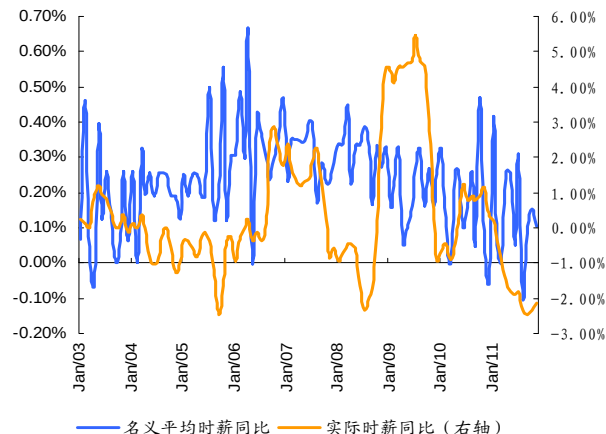


资料来源: Datastream, 长江证券研究部

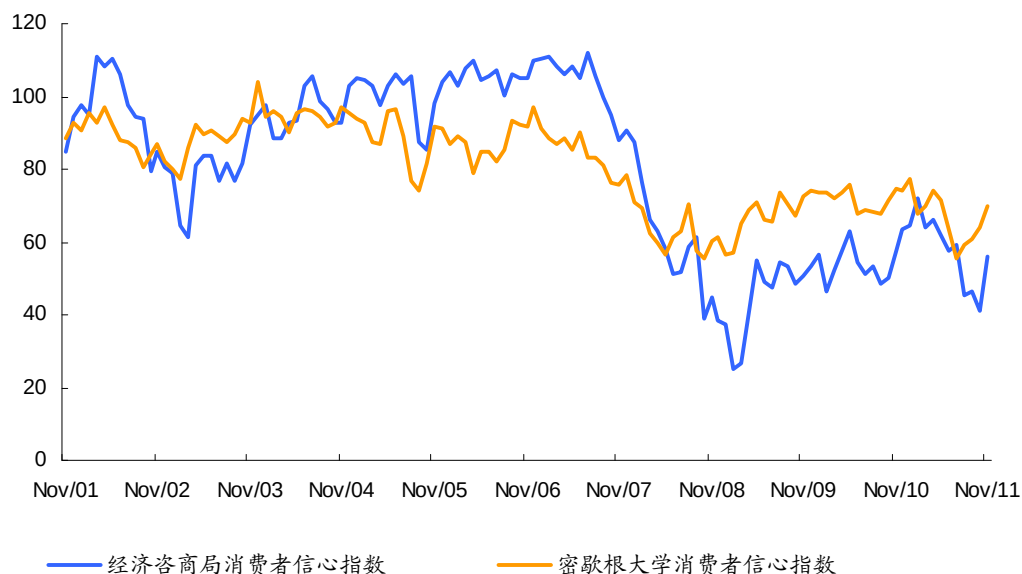
此外，在消费信心方面，好转的迹象也非常明显。随着通胀率回落，实际工资加速下滑的趋势似乎得到了遏制，环比上出现了反弹。由于实际工资的改善，消费信心也有所回升。12 月密歇根大学消费者信心指数反弹至 69.9，经济咨商局信心指数也反弹至 56 的水平。随着消费信心的改善，预计未来的消费需求仍将会继续好转。

图 40: 通胀回落


资料来源: Datastream, 长江证券研究部

图 41: 实际工资同比见拐点


资料来源: Datastream, 长江证券研究部

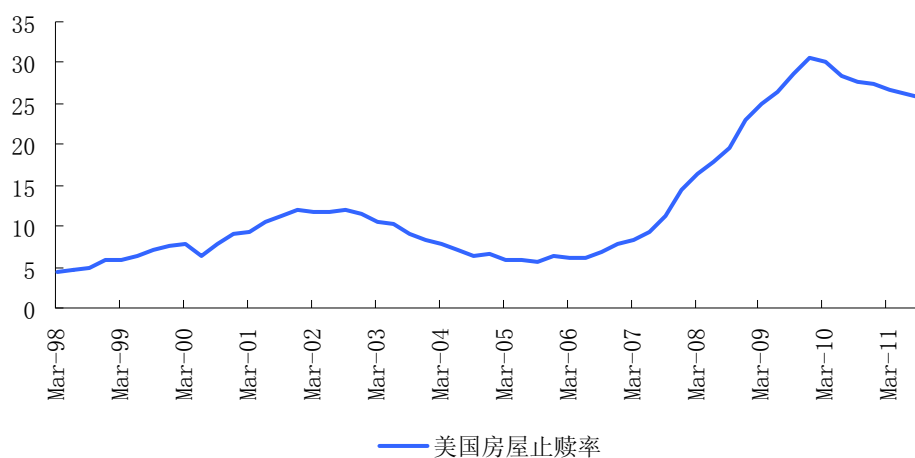
图 42: 两项消费信心指数皆有反弹


资料来源: Datastream, 长江证券研究部

最后，在房地产市场方面。我们认为未来房地产市场仍有可能继续维持低迷。虽然近期新屋销售仍在改善，开工量也有所上升，但是，对于房地产市场仍然不能过于乐观。

当前美国房地产市场还面临着两个风险点。首先，当前美国房屋市场还面临大量止赎房屋的冲击。从历史数据来看，止赎房屋进入房屋市场后，将会造成现房销售的上升，新屋销售则会有所回落。最后，新屋开工也会下滑。在这个过程中，房屋的价格也会回落。而从目前来看，目前房屋信贷市场的“止赎率”还非常的高。未来止赎房屋还会大量进入现房销售市场，这对于美国房地产市场来说是个相当大的隐患。

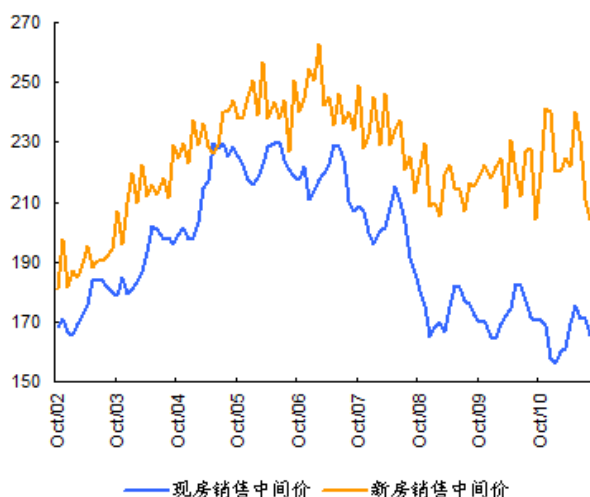
图 43: 两项消费信心指数皆有反弹



资料来源：Datastream，长江证券研究部

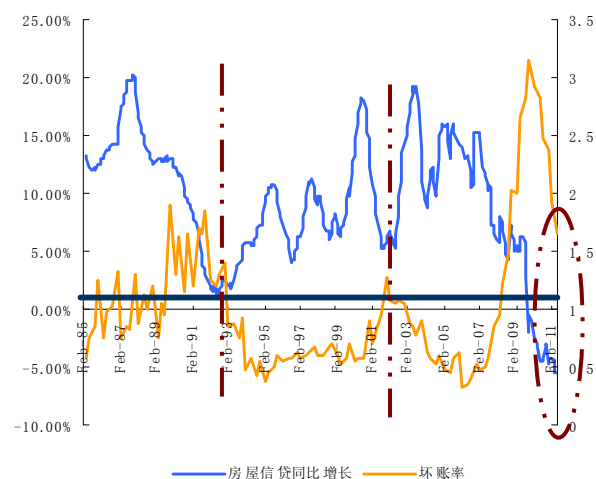
其次，美国银行业当前信贷扩张的阻力仍然是较大的。下右图所示，每次房地产信贷增速回落之后，需要坏账率的迅速回落才能构成房屋信贷的见底和反弹。而就目前的情况来看，银行的坏账率仍然处于高位，我们认为明年还很难构成房地产信贷反弹的条件，因此明年大部分时间内，房地产市场仍将拖累美国整个实体经济的表现。

图 44: 房地产价格仍在“底”中运行



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

附录

表 5: 中国经济主要数据预测

		2011			2010	
	12月	11月	10月	12月	11月	10月
M1	7.9	7.8	8.4	21.2	22.1	22.1
M2	13.1	12.7	12.9	19.7	19.5	19.3
CPI	3.8	4.2	5.5	4.6	5.1	4.4
PPI	2.1	2.7	5	5.9	6.1	5
消费品零售	16.9	17.3	17.2	19.1	18.7	18.6
固定资产投资	24.3	24.5	24.9	24.5	24.9	24.4
工业增加值	12.3	12.5	13.2	13.5	13.3	13.1
出口	12.8	13.8	15.9	17.9	34.9	22.9
进口	15.5	22.1	28.7	25.6	37.7	25.3

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

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。