

海外深度观察（2012 年第 3 期）

2012 年 1 月 16 日

欧债危机和伊朗局势，不得不防

相关研究

海外深度观察：2012 年美国房地产迎来春天

2012 年 1 月 9 日

海外深度观察：2012 年伯南克将推 QE3

2012 年 1 月 4 日

欧债危机深度研究报告之四

2012 年欧债危机可能拖成慢性病

2011 年 12 月 1 日

欧债危机深度研究报告之三

意大利债务危机无近忧而存远虑

2011 年 11 月 14 日

欧债危机深度研究报告之二

欧债危机并未“悬崖勒马”

2011 年 10 月 28 日

欧债危机深度研究报告之一

欧债危机“火烧连营”之根源

2011 年 10 月 12 日

宏观经济高级分析师

李明亮

SAC S0850511010039

021-2321 9434

lml@htsec.com

联系人

高远

021-2321 9669

gaoy@htsec.com

周霞

021-2321 9807

zx6701@htsec.com

欧洲国家主权评级遭大面积下调——兼具广度和深度，将带来融资成本上升。标普宣布下调 9 国主权评级，此次下调评级完全在预期之外。评级下调除了会带来欧美股市的波动(下周会有所显现)，在债市上的表现将会对危机国融资成本造成很大影响：首先下调 9 国主权评级会增加危机国一级市场融资成本；其次评级下调可能增加 EFSF 的救援成本。同时，标普这只靴子的落地也增加了市场的确定性。

希腊和私人债权人谈判破裂可能比评级下调的短期影响更大。谈判破裂在预期之中。从目前的情况看，未来有三种可能：一、希腊推出强制减记条款；二、IMF 来拯救希腊，暂时维持局面，等待进一步谈判；第三、任由时间推移不做改变，等待银行构筑坚固防火墙后希腊违约。我们预计双方进一步谈判的可能性较大，但希腊问题短期内对市场信心将造成较大的冲击。

从本周到春节期间，比较重要的为 EFSF 的评级决定和欧盟峰会，同时美联储也将在 24-25 日召开议息会议。我们预计欧盟峰会可能就 EFSF 扩容问题达成一致意见，并就财政联盟进行更加深入的探讨，本次峰会的主题可能会放在促进经济增长上。对于欧债危机的短期解决还有赖于欧洲央行的进一步举动。

伊朗局势对油价和避险情绪的刺激效应逐渐发酵。从中东多次动荡来看，如果事件造成减产幅度不超过 5% 且其它国家增加供应，油价涨幅不会太高。我们认为，伊朗局势主要看点在两个方面：一是欧盟禁运，二是美伊冲突升级，伊朗是否会封锁霍尔木兹海峡。

由于欧盟各国之间的不断妥协，最有可能发生的情况是欧盟对伊朗采取非全面石油禁运，纽约油价上升空间不大，较难突破 120 美元/桶。当然，如果伊朗核危机全面升级，欧盟会全面禁运且美国将采取军事行动，此时纽约油价短期将轻松突破 150 美元/桶。冲突升级对美伊双方都是双输的结果，目前我们评估概率仅为 10%。

如果油价飙涨，这会对全球经济产生较大的负面影响。对中国物价的传导仍有一段时间，会让央行更加警惕。对美国而言，将打击原本不够强劲的消费。油价飙涨将推动欧元区更快地步入衰退。

美联储政策动向观察结论：2012 年 1 月以来的表态来看，即使最近美国经济数据比较好看，许多成员仍然倡导进一步宽松。一旦经济增速有所低于预期，推出 QE3 的概率将大大上升，目前我们预测的推出时点在二季度。

欧洲央行政策动向观察结论：上周欧洲央行的理事和成员发言较少，从现有的三位成员的发言看，央行行长继续强调欧洲央行不承担最后贷款人职责，另外对欧洲经济增长表示有信心，同时透露如果银行继续紧缩信贷，欧央行可能会再次降息。

两个风险指标(VIX 和 V2X 指数)显示海外风险近期依然不会传递到国内市场，但本周要密切关注这两个指标的变动。

目 录

1. 欧洲主权评级遭大面积下调——兼具广度和深度.....	4
1.1 下调 9 国主权评级会增加危机国债一级市场融资成本.....	4
1.2 欧元区 9 国评级下调可能增加EFSF的救援成本.....	5
2. 希腊债务谈判破裂可能比评级下调的短期影响更大.....	6
3. 伊朗局势，不得不防.....	8
3.1 伊朗局势：变幻莫测，不得不防.....	8
3.2 伊朗局势两大看点.....	9
3.3 伊朗局势可能产生的影响.....	11
4. 美欧经济跟踪.....	11
5. 美联储政策观察.....	12
5.1 美联储成员近期立场.....	12
5.2 美联储最新信息摘要.....	14
6. 欧洲央行政策观察.....	15
7. 风险和流动性指标.....	15

图目录

图 1 意大利和西班牙国债二级市场收益率 (%)	4
图 2 法国国债二级市场收益率 (%)	4
图 3 已得到 EFSF 援助的两个国家的资金获得情况	6
图 4 希腊 2012 年债务到期情况	8
图 5 伊朗核进程	8
图 6 各主要产油国产量占全球产量之比 (2010 年, %)	9
图 7 1973 年欧佩克实施禁运 (%)	9
图 8 2003 年委内瑞拉动荡和伊拉克战争 (%)	9
图 9 各国占伊朗石油出口量的比重 (2010 年, %)	10
图 10 中国从各国进口原油量 (2011 年 1 月至 11 月, 万吨)	10
图 11 霍尔木兹海峡示意图	11
图 12 美国零售销售同比 (%)	12
图 13 首次申请失业救济人数 (人, 四周移动平均)	12
图 14 美联储官员讲话汇总	14
图 15 CBOE 期货市场波动率指数	16
图 16 欧洲 STOXX 50 期权波动率指数	16
图 17 美元 3 个月 LIBOR 利率 (%)	16

表目录

表 1 标普下调欧元区 9 个国家主权评级（按占欧元区 GDP 排序）	4
表 2 1 月 16 日至春节期间主要国家国债拍卖和到期情况	5
表 3 欧元区国家提供不同份额的资金为 EFSF 发债提供担保	6
表 4 法国和意大利的银行持有主要国家主权债务的情况	7
表 5 1.16 - 1.30 欧美主要会议和事件日程	8
表 6 美联储 FOMC 成员（有投票权）的近期立场	13
表 7 美联储 FOMC 候补成员和其它成员的立场	13
表 8 2012.1.2-2012.1.8 欧洲央行主要成员立场	15

1. 欧洲主权评级遭大面积下调——兼具广度和深度

北京时间 1 月 14 日凌晨标普宣布下调 9 国主权评级（欧洲股市收盘后），其中将意大利、葡萄牙和西班牙等国下调两个等级，将法国、奥地利等国下调一个等级，并保持德国、荷兰、芬兰、卢森堡四国的 AAA 级主权评级，这次主权评级的下调可谓深度和广度兼备，着实令投资人心头一紧。

从之前评级机构多次表态、欧洲股市和国债市场较为平稳的走势可以看出，此次下调评级完全在预期之外，评级下调除了会带来欧美股市的波动（下周会有所显现），在债市上的表现将会对危机国融资成本造成很大影响，使危机解决变得雪上加霜，我们月初提出的欧债逐步进入“红色警戒”区域正在逐步得到应验。

1.1 下调 9 国主权评级会增加危机国国债一级市场融资成本

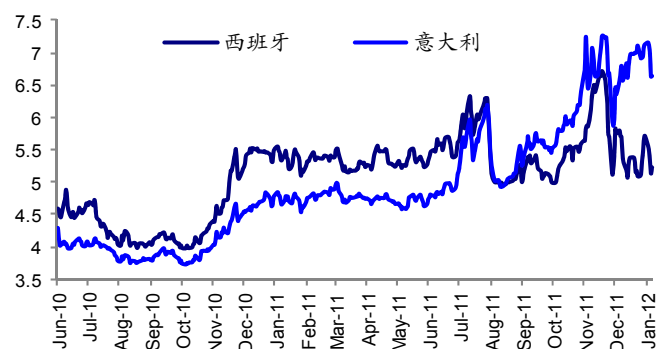
此次被下调主权评级的 9 个欧元区国家中有占欧元区 GDP 第二大的法国，第三大的意大利和第四大的西班牙，其中意大利和西班牙还一次被下调了两个等级。下调评级首先会影响到主要国家国债二级市场收益率，进而影响到国债一级市场收益率，增加危机国在国债市场的融资成本。

表 1 标普下调欧元区 9 个国家主权评级（按占欧元区 GDP 排序）

国家	下调评级之前	下调评级之后
法国	AAA	AA+
意大利	A	BBB+
西班牙	AA-	A
奥地利	AAA	AA+
葡萄牙	BBB-	BB
斯洛伐克	A+	A
斯洛文尼亚	AA-	A+
塞浦路斯	BBB	BB+
马耳他	A	A-

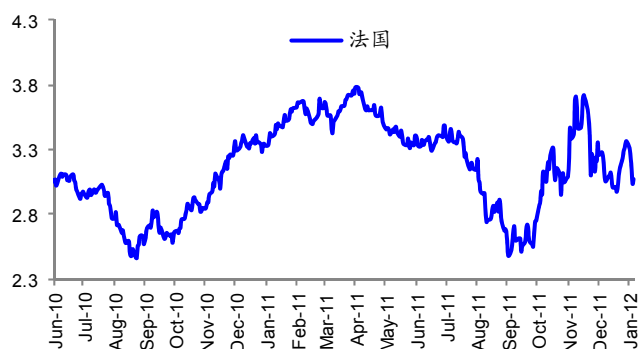
资料来源：S&P，海通证券研究所

图 1 意大利和西班牙国债二级市场收益率（%）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 2 法国国债二级市场收益率（%）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

从主要国家国债二级市场收益率看，从 2010 年 6 月到 2012 年 1 月初，意大利和西班牙国债收益率都出现阶段式上升。在这段期间，意大利在 2011 年 9 月 20 日被标普下调评级，国债收益率从 5.23% 一路上升至历史高点 7.26%，西班牙在 2011 年 10 月 13 日被标普下调评级，国债收益率从 5.21% 上涨至历史高点 6.7%。我们预计周六早间标普大

面积下调主权国评级之举将会带来主要国家国债收益率的进一步飙升，而这次的飙升比上次更危险，因为上次意大利和西班牙国债收益率还在 5% 的水平，而这次是在 7% 水平的基础上，对市场心理层面的影响会更大。

一级市场国债拍卖收益率和二级市场国债收益率水平的关联度很高，从前期意大利国债一级市场的拍卖情况就可以看出，当意大利国债二级市场收益率突破 7% 之后，一级国债市场的收益率也达到了 7% 的水平。最近随着二级市场收益率的下降，一级市场收益率出现了较大幅度的下降。但我们预计在今后一段时间危机国国债拍卖将会出现紧张局面，法国和斯洛伐克在 1 月 16 日会有短期国债的拍卖，届时可以验证。

表 2 1 月 16 日至春节期间主要国家国债拍卖和到期情况

时间	国债拍卖和到期情况
1 月 16 日	法国和斯洛伐克短期国债拍卖
1 月 17 日	西班牙拍卖 12 个月、18 个月国债
1 月 18 日	葡萄牙拍卖 3 月期和 6 月期债券
1 月 19 日	西班牙拍卖长期国债
1 月 20 日	西班牙 86.11 亿欧元债券到期 葡萄牙 39.57 亿欧元债券到期 希腊 20 亿欧元债券到期
1 月 23 日	德国和法国拍卖债券 意大利 4.01 亿欧元债券到期
1 月 24 日	西班牙拍卖 3 个月、6 个月短期国债 西班牙 5.145 亿欧元债券到期
1 月 26 日	意大利拍卖中长期债券
1 月 27 日	意大利拍卖短期债券
1 月 30 日	意大利拍卖中长期债券，法国拍卖短期债券

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

1.2 欧元区 9 国评级下调可能增加 EFSF 的救援成本

危机国另外一个偿还债务的途径是通过外部援助，而 EFSF 是提供资金的一个重要渠道，EFSF 的评级会直接影响到其在市场上的融资成本，进而影响到被援助国家的救援成本。

欧元区 17 个国家以在欧洲央行中所缴纳的份额为依据，提供总计 7797.8 亿欧元作为 EFSF 发行债券的担保，EFSF 发债的总规模为 4400 亿欧元，主要是针对各类机构投资者。EFSF 的评级取决于为之提供资金担保的几个大国的评级（主要是德国、法国、意大利和西班牙），而这四个大国中仅剩下德国拥有 AAA 评级，其他三个国家评级都已得到不同程度的下调。EFSF 评级能否保住也将会在农历年前有一个定论。

此外在 EFSF 已提供救援资金的两个国家葡萄牙和爱尔兰中，EFSF 给予爱尔兰的额度为 177 亿欧元，已经拨付了 66 亿欧元，还差 111 亿欧元。EFSF 给予葡萄牙的额度为 260 亿欧元，已经拨付了 59 亿欧元。从彭博数据库中获悉 EFSF 目前共发行了 6 只债券，债务总额为 209.9 亿欧元，此规模离 4400 亿的额度还有很大空间，接下来 EFSF 还要继续发债为以上两个国家融资，前几次给予葡萄牙和西班牙的融资成本已经达到 5% 以上，如果 EFSF 自身的融资成本上升，必然会转嫁到资金需求国，这会增加债务危机恶化的几率。考虑到 EFSF 在解决债务危机中的关键作用，以及有将近 2 倍的资金作保。我们预计 EFSF 被降低评级的概率较小。

图 3 已得到 EFSF 援助的两个国家的资金获得情况

爱尔兰：救助资金规模850亿欧元（其中350亿将用于银行业）

- 175亿来自于爱尔兰内部融资
- 375亿来自外部：IMF提供225亿（已经支付131亿）+EFSF提供177亿（已经支付66亿）+EFSM提供225亿（已经提供139亿）+38亿英国、4亿丹麦、6亿瑞典的双边贷款

葡萄牙：救助资金规模为780亿欧元，目前已经得到304亿欧元

- IMF提供260亿（已经支付104亿）
- EFSF提供260亿（已经支付59亿）
- EFSM提供260亿（已经提供141亿）

资料来源：EFSF，海通证券研究所

表 3 欧元区国家提供不同份额的资金为 EFSF 发债提供担保

	最新的 EFSF 担保承诺 百万欧元	贡献比例 %	修订后的 EFSF 担保承诺 百万欧元	贡献比例 %
奥地利	21,639	2.78	21,639	2.99
比利时	27032	3.47	270 2	3.72
塞浦路斯	1526	0.2	1526	0. 1
爱沙尼亚	1995	0.26	1995	0.27
芬兰	13974	1.79	13974	1.92
法国	158488	20.31	158488	21.83
德国	211046	27.06	211046	29.07
希腊	21898	2.81	-	0
爱尔兰	12378	1.59	-	0
意大利	139268	17.86	139268	19.18
卢森堡	1947	0.25	1947	0.27
马耳他	704	0.09	70	0.1
荷兰	44446	5.7	44446	6.12
葡萄牙	19507	2.5	-	0
斯洛伐克	7728	0.99	7728	1.06
斯洛文尼亚	3664	0.47	3664	0.51
西班牙	92544	11.87	92544	12.75
总计	779783	100	726000	100

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2. 希腊债务谈判破裂可能比评级下调的短期影响更大

希腊与银行等私人债权人之间的谈判于 1 月 13 日晚破裂，这在预期之中。我们研究发现各大银行在最近一年不断减持希腊国债，使对冲基金获得了较多筹码，增加了在谈判中的话语权。而对冲基金以很低的折扣购买主权债务，并同时买进 CDS。如果希腊违约，对冲基金就可以通过执行 CDS 条款获得收益，如果希腊要求进一步减记，由于对冲基金掌握话语权，他可以拒绝减记谈判，就像目前出现的结果，这种结果只会令希腊彻底违约。

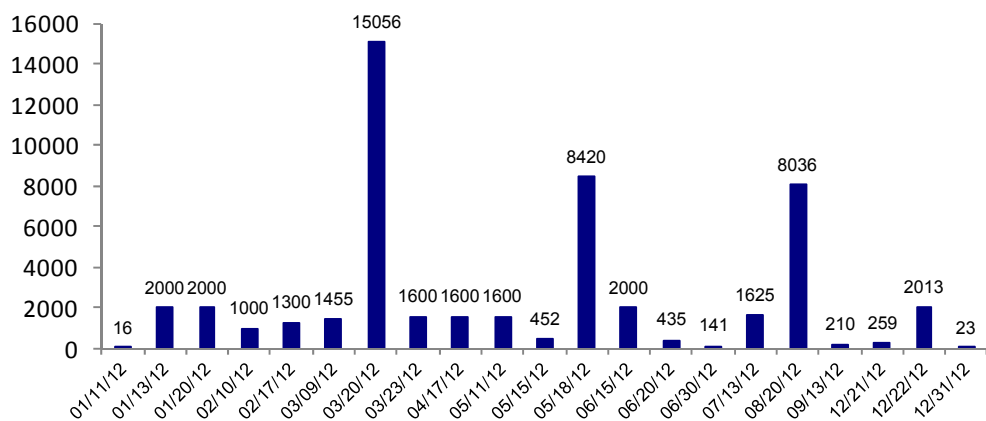
表 4 法国和意大利的银行持有主要国家主权债务的情况

	2010 年下半年		2011 年上半年		2011 年 3 季度		
	百万欧元	%	百万欧元	%	百万欧元	%	
法国巴黎银行	主权债风险总敞口	55115.00	100	50512.00	100	33200.00	100
	意大利	21910.00	39.75	22739.00	45.02	12200.00	36.75
	比利时	22225.00	40.32	19336.00	38.28	17200.00	51.81
	希腊	5046.00	9.16	3816.00	7.55	1600.00	4.82
	西班牙	3708.00	6.73	2518.00	4.98		
	葡萄牙	1875.00	3.4	1714.00	3.39	1400.00	4.22
	爱尔兰	351	0.64	389	0.77		
法国兴业银行	主权债风险总敞口	9300.00	100	10200.00	100	6000.00	100
	意大利	4100.00	44.09	5000.00	49.02	2500.00	41.67
	比利时						
	希腊	2700.00	29.03	1900.00	18.63	800.00	13.33
	西班牙	2000.00	21.51	2300.00	22.55	1 00.00	30
	葡萄牙	300.00	3.23	600.00	5.88	500.00	8.33
	爱尔兰	200.00	2.15	400.00	3.92	400.00	6.67
意大利裕信银行	主权债风险总敞口			82827.80	100	81703.29	100
	意大利			38663.67	46.68	38846.70	47.55
	比利时						
	希腊			404	0.49	234	0.29
	西班牙			1881.27	2.27	2053.5	2.51
	葡萄牙						
	爱尔兰						
	德国			26893.43	32.47	26710.85	32.69
	波兰			7613.23	9.19	6815.48	8.34
	土耳其			3249.18	3.92	2991.80	3.66
	捷克			1523.96	1.84	1680.10	2.06
	奥地利			2599.07	3.14	2370.76	2.9
法国农业信贷银行	主权债风险总敞口	16467.00	100	11416.00	100	9292.00	100
	意大利	10115.00	61.43	8532.00	74.74	6749.00	72.63
	比利时	2285.00	13.88				
	希腊	655	3.98	326	2.86	177	1.9
	西班牙	2241.00	13.61	1624.00	14.23	1521.00	16.37
	葡萄牙	1060.00	6.44	814	7.13	676	7.28
	爱尔兰	111	0.67	120	1.05	169	1.82

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

从目前的情况看,未来有三种可能:一、希腊推出强制减记条款,此举能否认定为违约,是否会触发 CDS 还不是十分明朗,因为 2011 年 10 月 26 日峰会达成私人债权人减记 50% 的条款时,认为这不算是希腊的违约,这次认定不算的概率偏大,这对于对冲基金来说是赌输的一局;二、IMF 来拯救希腊,暂时维持局面,等待进一步谈判使得希腊得以继续苟延残喘。IMF 提供给希腊的总额度为 300 亿欧元,而已经提供 201 亿,还差 99 亿欧元,希腊 1 月份还有 20 亿欧元,2 月份有 23 亿欧元,3 月份 181.1 亿欧元,5 月份有 104 亿欧元债务到期,如此看来在 3 月之前希腊问题不会太大,如果紧靠 IMF 能挺过 2 月,这一方案的维持成本较小,可能是未来的一种状态,再配合积极与私有债权人进行进一步谈判;第三、任由时间推移不做改变,等待希腊违约,这种可能性不是没有,因为我们看到许多银行都在大规模的减记希腊的主权债务,如果再能赢取一段时间,法国和德国领导人看到大部分银行已经筑起一道防火墙足以抵御希腊违约对银行造成冲击的时候,希腊就可以让你违约,或许这是造成欧洲债务危机久拖未决的一个非常重要的因素。

图4 希腊2012年债务到期情况



资料来源: EFSF, 海通证券研究所

接下来从本周到春节期间,欧洲为解决债务危机将召开一系列的会议,主要日程如下,其中比较重要的为EFSF的评级决定和欧盟峰会,同时美联储也将在24-25日召开议息会议。我们预计欧盟峰会可能就EFSF扩容问题达成一致意见,并就财政联盟进行更加深入的探讨,本次峰会的主题可能会放在促进经济增长上。对于欧债危机的短期解决还有赖于欧洲央行的进一步举动。

表5 1.16-1.30 欧美主要会议和事件日程

时间	事件和会议
1月16-20日	EFSF评级是否会被降低的结果
1月23日	欧洲央行会议,欧元集团会议讨论欧盟石油禁运问题
1月24-25日	欧元区财长会议、美联储议息会议
1月25-29日	世界经济论坛年会
1月30日	欧盟峰会

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

3. 伊朗局势,不得不防

3.1 伊朗局势: 变幻莫测, 不得不防

图5 伊朗核进程



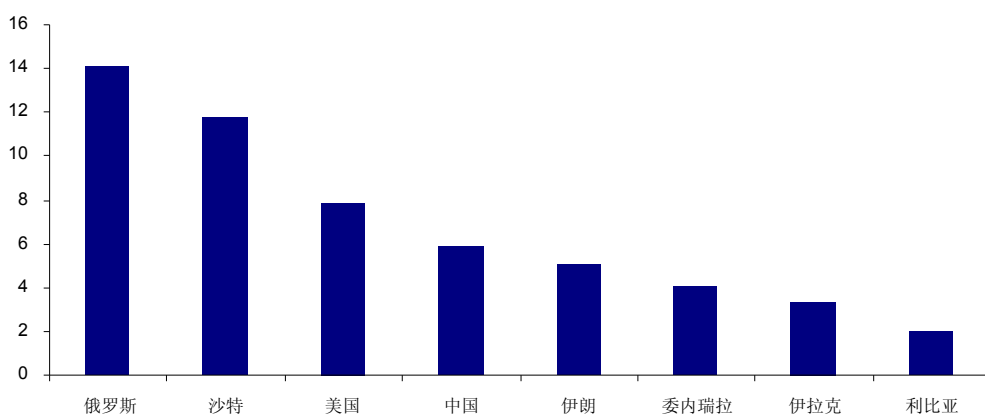
资料来源: 海通证券研究所整理

近期，伊朗局势愈演愈烈，美国和伊朗冲突的可能性上升。作为投资者，大家都非常关心伊朗局势对国际油价、中国经济和全球经济的影响。我们这里做个精炼的分析。

伊朗是欧佩克组织中的第二大石油出口国，其产出占全球总产出的 5% 左右。如果由于制裁导致伊朗石油出口大幅减少，那么沙特等国增产可能难以弥补。我们来看看历史上的两次案例：1973 年 11 月欧佩克实施禁运后，欧佩克产量和全球产量同步下降，油价飙升；2003 年委内瑞拉动荡和伊拉克战争，虽然直接拉低 4% 的全球产量，然而沙特等国增产弥补了缺口，油价上涨幅度较小。

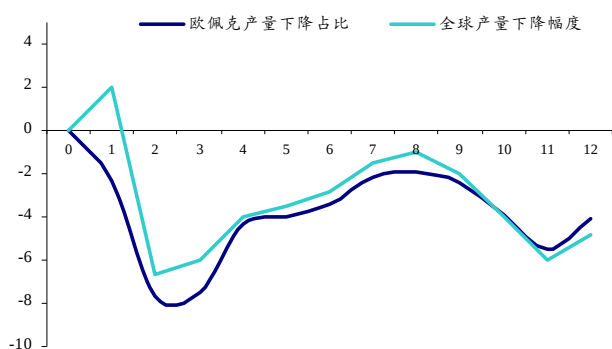
因此，从中东局势多次动荡来看，如果事件造成减产幅度不超过 5% 并且其它国家增加供应，油价涨幅不会太高。例如，2011 年利比亚原油产量拉低全球产量将近 2%，也被其它主要产油国补足，油价只在短期出现快速上升。

图 6 各主要产油国产量占全球产量之比（2010 年，%）



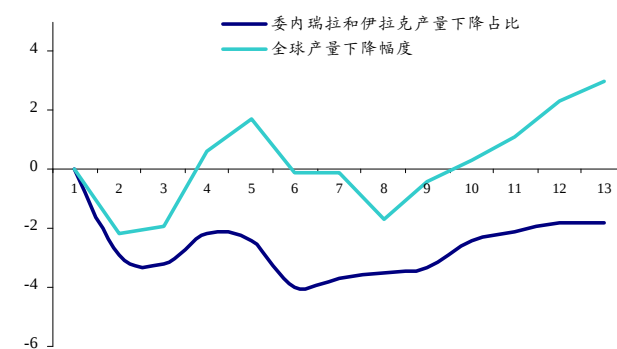
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 7 1973 年欧佩克实施禁运 (%)



资料来源：Hamilton(2010)，海通证券研究所

图 8 2003 年委内瑞拉动荡和伊拉克战争 (%)



资料来源：Hamilton(2010)，海通证券研究所

3.2 伊朗局势两大看点

伊朗局势对油价和避险情绪的影响，我们认为，主要看点在两个方面，一是欧盟禁运，二是美伊冲突升级，伊朗是否会封锁霍尔木兹海峡。

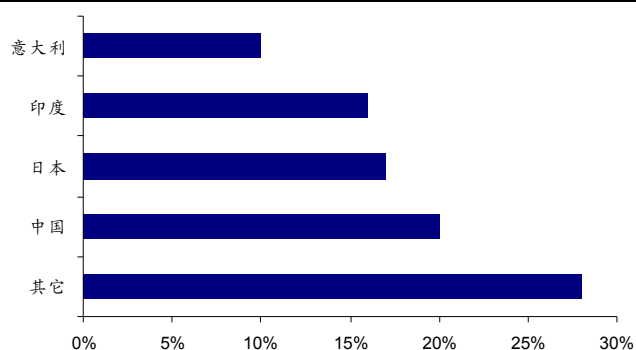
欧盟禁运：

1月23日，欧盟27国外长会议将做出何时以及如何实施对伊朗石油禁运的决定。欧盟关于对伊朗实施石油禁运的谈判主要内容是对现存石油供给协议是否网开一面以及计划中的过渡期的时长问题。

目前欧盟可能有几种考虑：一是对伊朗石油全面禁运，这是英国所鼓吹的；二是对伊朗石油进口实施禁运，不涉及已签的石油运输协议，这使得意大利、西班牙和希腊有时间寻找替代供给；三是选择性地排除希腊、意大利和西班牙等国，以免对这些欧债国家的经济产生更大的负面冲击。

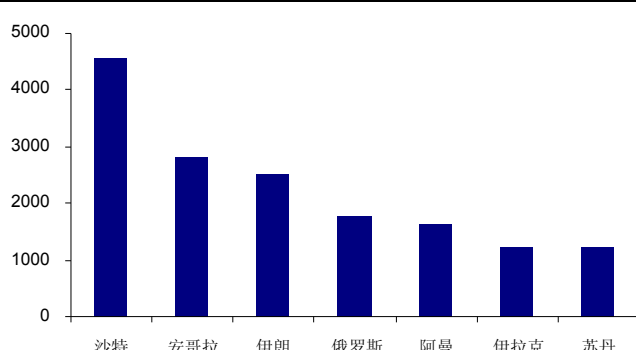
我们认为，欧盟对伊朗全面禁运的概率很低，因为这势必招到意大利等国的反对，难以通过。更可能发生的是第二种和第三种情形，这让沙特等国替代伊朗石油有个缓冲期，油价涨幅相对有限。

图9 各国占伊朗石油出口量的比重（2010年，%）



资料来源：Hamilton(2010)，海通证券研究所

图10 中国从各国进口原油量（2011年1月至11月，万吨）



资料来源：Hamilton(2010)，海通证券研究所

美伊冲突升级：

美伊冲突实质升级的标志性事件是伊朗封锁霍尔木兹海峡，之后美国军队进行干预解除封锁。这种情形下，在短期内全球将产生恐慌情绪，因为霍尔木兹海峡是全球重要的石油通道，每天经由该海峡运输的石油占全球产量20%，邮轮运输量40%，封锁海峡将在短期严重影响石油供应。我们认为，如果发生该事件，纽约油价将在短期内攀升至130美元以上。中日韩等国将会进行大力斡旋，尽快平息事态，恢复石油供应。

伊朗封锁霍尔木兹海峡是非理性行为。对伊朗而言，许多方面都没有好处：在经济上，这是一种自杀行为，伊朗有一半的政府财政收入依赖石油出口。在政治上，也会受到各国的谴责，进一步被国际社会孤立。在军事上，很可能被强大的美军反击。

对美国而言，美国也不想采取极端行动。毕竟美国刚从伊拉克撤军，再起军事冲突将加剧财政赤字，加上国内经济问题焦头烂额，反战情绪强烈。美国更考虑用经济制裁和政治上进一步孤立伊朗的方式来解决。奥巴马近期已经签署新法案，将对与伊朗中央银行进行交易的金融机构作出制裁，并派财政盖特纳访问多国寻求支持，希望联合制裁伊朗。然而，中国、日本和韩国大量进口伊朗石油，并不愿意停止进口伊朗的石油。

因此，我们预测美伊冲突严重升级并影响到石油供应的概率为10%。

图 11 霍尔木兹海峡示意图



资料来源: HUDONG 图片, 海通证券研究所

综合来看,我们认为,由于欧盟各国之间的不断妥协,最有可能发生的情况是欧盟对伊朗采取非全面石油禁运,一季度纽约油价的上升空间不大,难以超过 120 美元/桶。当然,如果伊朗核危机升级,被发现或自行宣布开发核武器。那么,欧盟全面禁运、美国采取军事行动的概率将大大上升,此时纽约油价将轻松突破 150 美元/桶。

3.3 伊朗局势可能产生的影响

油价攀升,对中国经济的影响将是渐进的。由于中国的油价形成机制,国际油价传导到国内有时间滞后。国际油价先传导到我国的 PPI (比价效应还容易造成国际煤价上涨),然后再逐渐传导到 CPI。对于央行货币政策而言,虽然油价大幅上涨并不会很快地传染到 CPI,但会让央行警觉,可能会限制其放松货币的力度。

油价对美国经济的影响比中国大。当前美国消费 1400 亿加仑的汽油,假如原油每桶上升 10 美元,那么消费者要为每加仑汽油多支付 25 美分。这使得油价每桶上涨 10 美元减少了 350 亿美元的其它项目支出,差不多是 0.2% 的 GDP。如果考虑第二轮效应,那影响更大些。在 2011 年 2 季度,油价涨幅较高就是美国经济增速下滑的主导因素之一。

如果伊朗局势明显恶化,对欧洲经济的影响会更大,因为与美国相比,欧洲从中东进口更多石油。布伦特原油涨幅将比 WTI 原油更多,这会使本以下滑的欧洲经济雪上加霜,成为欧洲经济进入衰退区间的又一原因。

对于美元而言,伊朗局势紧张会提升全球避险情绪,在一定程度上推高美元。对其它大宗商品而言,黄金的避险功能也会进一步强化,价格将维持高位。而基本金属价格将受到抑制,因为毕竟高油价是由于供给端推动的并损害全球经济,这接着会导致对基本金属需求的下降。

我们将密切关注伊朗局势和油价走势,一旦油价有加速上升的迹象,我们将做更深入的研究。

4. 美欧经济跟踪

短期和中期趋势判断: 上周公布的经济数据大多低于预期,特别是 12 月的零售数据和上周的首次申请失业救济人数,这正如我们之前多次所强调的,消费走强的持续性(收入增长缓慢、高油价等因素)存在疑问。因此,对 1 月 27 将发布的 2011 年 4 季度美国

GDP 增速，我们预计为 2.8% 左右。对于 2012 年美国经济，我们仍然维持经济将处于温和增长阶段（增速 2.5% 左右）的判断，会比 2011 年略好点。

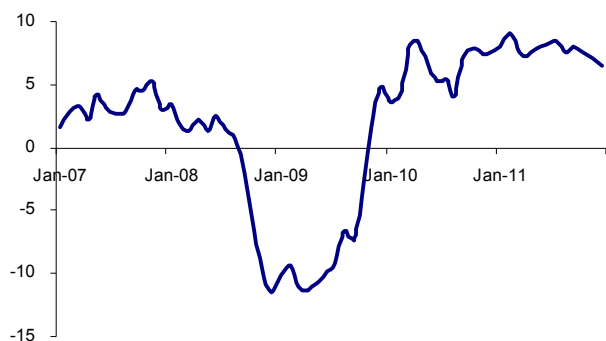
重点指标跟踪：

就业：上周首次申请失业救济人数出现反弹，上升至 39.9 万人，比市场预期高了不少，四周移动平均值也上升至 38.175 万人，比之前一周环比增加 7750 人。我们认为，该数据出现一周反弹，说明不了多大问题，就业四周移动平均值仍然在 40 万人以下，就业形势改善情况整体仍然比较好。

零售数据：2011 年 12 月的零售销售环比增长 0.1%，同比增长 6.5%。除汽车外的零售销售在 12 月下降了 0.2%。12 月的零售这大大低于市场预期（环比增加 0.4%）。近期我们一直强调，消费的主要决定因素——收入增速缓慢，加上储蓄率已降至较低的水平（4% 以下）和油价高企甚至还可能攀升，这些并不支持消费持续强劲。

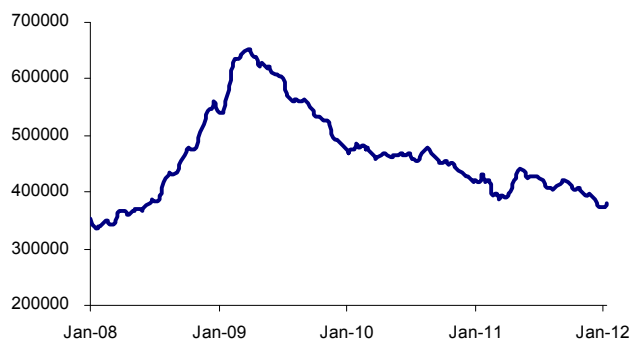
贸易数据：2011 年 11 月的贸易赤字上升至 478 亿美元，比 10 月多了 45 亿元，体现为出口环比下降 15 亿而进口环比增加 29 亿。贸易赤字比市场预期（450 亿）高了一些，对美国 2011 年 4 季度 GDP 的向下拉动也比预期更大一些。

图 12 美国零售销售同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 13 首次申请失业救济人数（人，四周移动平均）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

5. 美联储政策观察

5.1 美联储成员近期立场

美联储 1 月 11 日公布了褐皮书，以下是褐皮书的基本信息和我们的评论：

从各区域汇总的信息显示，2011 年 11 月下旬至 12 月底，整体经济活动以“温和（modest）至适中（moderate）”的步伐增长，较前一次褐皮书所说的“缓慢（slow）至至适中（moderate）”的步伐有所改善。在大多区域消费支出提升，住宅市场低位趋稳，制造业活动稳定扩张，物价上行压力受限。

我们认为，从褐皮书传递的信息来看，2011 年底的美国经济有所改善，但增长仍未能上升至稳健（robust）和强劲（strong）区间。美联储对“温和至适中”的经济增长步伐仍然不满意，因为它对降低失业率而言的作用很缓慢（近期失业率下降主要因素是劳动参与率下降，适龄人口退出或不愿意进入劳动力市场）。

从美联储多位成员 2012 年 1 月以来的表态来看，即使最近美国经济数据比较好看，

许多成员（Dudley、Williams 和 Evans 等）仍然倡导进一步宽松。一旦经济增速有所低于预期，推出 QE3 的概率将大大上升，目前我们预测的推出时点在二季度。

表 6 美联储 FOMC 成员（有投票权）的近期立场

成员	职位	近期对经济和货币政策的立场	对货币政策的态度
Bernanke	主席	恢复房地产市场的健康是全民经济复苏中的重要组成部分（1 月 4 日）。如果经济低于预期即有必要采取第三轮量化宽松	支持宽松
Dudley	纽约联储主席	美国经济复苏慢得令人沮丧，必须继续评估推出更多刺激措施的必要性（1 月 6 日）。	支持宽松
Yellen	理事	美联储有空间进一步放宽货币政策，可能通过提供更多利率前景方面的信息的方式进行（11 月 29 日）	支持宽松
Duke	理事	近期未发表立场	态度不明，总投赞成票
Tarullo	理事	支持美联储再度实施大规模购买抵押贷款支持债券(MBS)的计划来为美国经济提供支撑（10 月 21 日）	支持宽松
Raskin	理事	美联储所采取的扶持经济的非常规政策举措是完全恰当的（1 月 6 日）	支持宽松
Pianalto	克利夫兰联储主席	美国经济仍将维持温和复苏，预计 2012 年美国经济增长率为 2.5%（1 月 10 日）	支持宽松
Lacker	里奇蒙德联储主席	通胀可能突破美联储的目标区间，无需额外刺激（12 月 19 日）	反对宽松
Lockhart	亚特兰大联储主席	即使在稳定增长和“可接受”通胀的情况下，美联储仍不排除推出更多量化宽松政策的可能性（1 月 9 日）	原来保守，现在逐步支持进一步宽松
Williams	旧金山联储主席	若美国经济增幅相比平均水准低，而且低通胀环境仍持续，美联储或需购买更多债券（1 月 9 日）	支持宽松，但要符合条件

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

表 7 美联储 FOMC 候补成员和其它成员的立场

成员	职位	立场	对货币政策的态度
Cumming	纽约联储第一副主席	与纽约联储主席 Dudley 立场一致	支持宽松
Evans	芝加哥联储主席	美国经济需要持续大幅度的货币宽松，在采取更多量化宽松措施前支持对利率进行指导。（1 月 11 日）	强烈支持宽松
Rosengren	波士顿联储主席	未来几年通胀几乎不会上升（12 月 3 日）	支持宽松
Bullard	圣路易斯联储主席	2011 年 12 月的就业数据鼓舞人心，美联储或无需开启新一轮债券购买。（12 月 1 日）	中性，经济低于预期才支持进一步宽松
Hoenig	堪萨斯联储主席	在 QE2 以来，一直对宽松货币政策持反对态度	反对宽松
Fisher	达拉斯联储主席	如果美联储继续实施宽松的货币政策，美国经济将因通胀而在长期内遭受打击，印钞票不是美联储的选择（12 月 2 日）	反对宽松
Kocherlakota	明尼阿波利斯主席	如果通胀压力减轻，失业率继续上升，则将支持更多宽松政策（12 月 20 日）	原来反对宽松，现逐渐支持
Plosser	费城联储主席	考虑到经济前景，美国经济状况需要美联储在 2013 年中期之前加息（1 月 11 日）	原来中性，最近趋于反对宽松

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

5.2 美联储最新信息摘要

图 14 美联储官员讲话汇总

纽约联储主席 Dudely	• 美国经济复苏慢得令人沮丧，美联储将继续评估推出更多刺激措施的必要性。房市复苏是整体经济复苏的最重要的组成部分之一，房市持续疲软拖累消费支出，不利于创造就业。 • 货币政策及房市政策有更大成分是相辅相成的。在最好情况下楼市可能将用一两年时间好转。 • 失业前景处于令人无法接受的高位。
美联储理事 Raskin	• 美联储所采取的扶持经济的政策举措是完全恰当的。他表示，“根据我的判断，我们通过运用非常规政策工具扶持美国经济，促进就业及维持物价稳定性是恰当的。
美联储理事 Bullard	• 2011年12月美国新增就业达20万人，这一数据鼓舞人心，美联储或无需开启新一轮债券购买。2012年美国将继续保持这种动力；美国就业数据表现强劲，或许美联储现在已可以观察态势，以决定是否需要进行进一步的调整。
芝加哥联储主席 Evans	• 美国经济需要持续大幅度的货币宽松，近期经济数据显示出美国经济有一定改善，但总体而言并不强劲。预计2012年通胀率将在1.8%，而明后两年料接近1.5%。在采取更多量化宽松措施前支持对利率进行指导。美联储任何新的宽松措施，如果需要的话，购买债券规模可能是6000亿美元。
旧金山联储主席 Williams	• 美国通胀水平在2012年与2013年放缓到1.5%。 • 2012年美国经济增长可能为2.25%，2013年获提升至3%，但失业率在2013年底回落至显著低于8%的水平较难。 • 若美国经济增长相比平均水准低，而且低通胀环境仍持续，美联储或需购买更多债券。
费城联储主席 Plosser	• 考虑到经济前景，美国经济状况需要美联储在2013年中之前加息。 • FOMC应提供明确的通胀目标。由于货币政策对其影响太小，FOMC不应设定固定的、长期数字就业目标。
亚特兰大联储主席 Lockhart	• 即使在稳定增长和“可接受”通胀的情况下，美联储仍不排除推出更多量化宽松政策的可能性。 • 2012年美国经济增长率将在2.5%至3%之间，但来自消费者不稳定的财政状况和欧洲未解决的银行业问题的风险仍然存在。
克利夫兰联储主席 Pianalto	• 美国经济仍将维持温和复苏，预计2012年美国经济增长率为2.5%，2013年经济增长将扩大至3%。预测美国2012年上半年通货膨胀前景良好，有望下降至2%以下。 • 虽然美国12月失业率意外降至8.5%，为近三年来最低，但回到正常的失业率水平仍需4至5年时间。

资料来源：海通证券研究所

6. 欧洲央行政策观察

目前欧洲央行管理委员会一共 6 位执委会成员：**意大利籍**行长德拉吉 Draghi，葡萄牙籍副行长康斯坦西奥 **Constâncio**，**德国籍**执委会理事阿斯姆森 **Asmussen**（上周新加入，掌管国际关系），**法国籍**执委会理事科尔 **Coeure**（新加入，负责市场运作，信息系统以及支付和市场结构），**比利时籍**执委会理事普雷特 Peter Praet（上周新加入的，掌管欧洲央行经济学部门），**西班牙籍**执委会理事普雷特 **González-Páramo**，另外有 17 位欧元区央行行长组成的决策小组。我们需要关注 6 位主要执委会理事的动态和德国央行行长魏德曼 Jens Weidmann，法国央行行长克里斯蒂安·诺亚 Christian Noyer，意大利央行行长维斯科(Ignazio Visco)，英国央行行长金恩(Mervyn King)，西班牙央行行长奥德内兹(Miguel Angel Fernandez Ordonez)等的主要动态。

我们的评论：

上周欧洲央行的理事和成员发言较少，从现有的三位成员的发言看，央行行长继续强调欧洲央行不承担最后贷款人职责，另外对欧洲经济增长表示有信心，同时透露如果银行继续紧缩信贷，欧央行可能会再次降息，德国籍执委会理事阿斯姆森再次提出财政联盟的重要性，而捷克行长在货币宽松方面更为激进，认为有必要为负债国提供大规模的融资。综合看观点没有发生转变。

表 8 2012.1.2-2012.1.8 欧洲央行主要成员立场

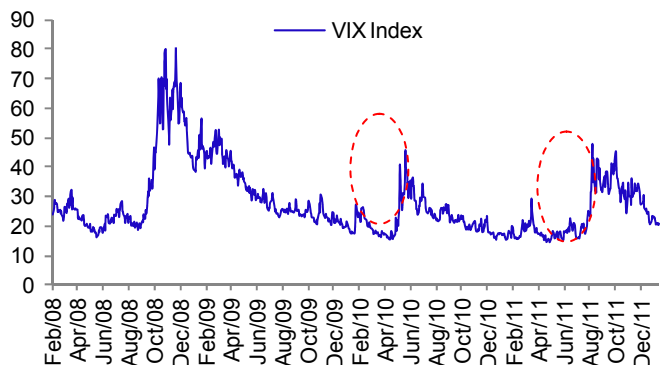
成员	职位	近期对经济和货币政策的立场	对货币政策的态度
Miroslav Singer	捷克央行行长	1 月 8 日表示除非欧洲愿意为负债国提供“大规模”融资，否则希腊应离开欧元区，让新起用的货币贬值，同时认为银行机构可能需要更多的资金。	比较积极
Mario Draghi	欧洲央行行长	1. 预计欧元区经济 2012 年将会实现复苏，如果潜在的预算削减和信贷紧张给经济带来过大冲击，欧洲央行将被迫再次采取行动 2. 在国债购买方面，欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲央行任务不同	必要时会放松
Asmussen	执委会理事（德国籍）	欧元区新财政协议旨在促使成员国控制预算赤字，欧洲央行反对任何弱化新财政协议的行为	强调财政联盟

资料来源：海通证券研究所整理

7. 风险和流动性指标

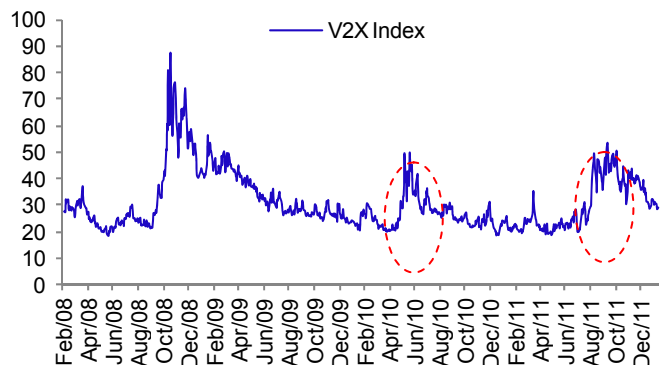
上周两个风险指标显示目前海外风险近期依然不会传递到国内市场，但是本周要特别关注此两个指标的变化。CBOE 期货市场波动率指数（VIX 指数）和欧洲 STOXX50 期权波动率指数（V2X 指数）分别代表了美国和欧洲资本市场的风险。从指数看出，系统性风险较大的月份为 2011 年 4 月份和 7 月底，两个指数都出现了快速的上升，同时传导到了国内 A 股市场，造成了 A 股市场的快速下跌，从这个意义上看，如果海外的系统性风险会传导到国内的话，会表现为此两个指数的急速蹿升，上周这两个指数继续处于一个下降的状态，由此并不会对国内 A 股市场产生影响，继续关注此两个指数的变化。

图 15 CBOE 期货市场波动率指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

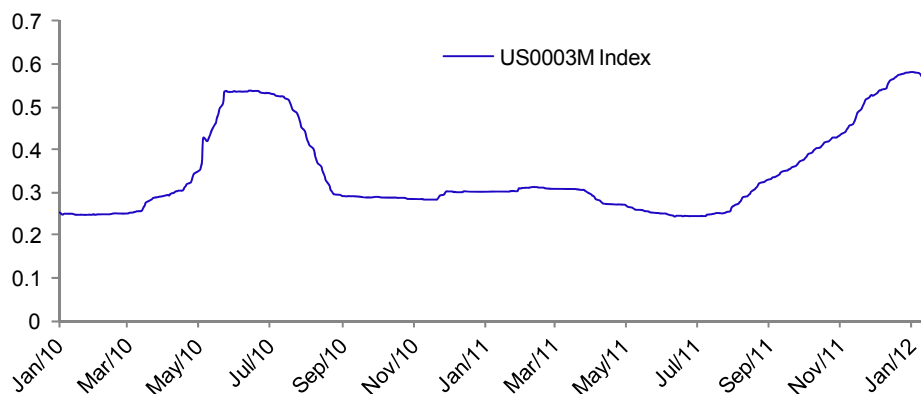
图 16 欧洲 STOXX 50 期权波动率指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

上周流动性指标显示流动性处于阶段性紧张。从 3 个月美元 LIBOR 利率看，长期看利率处于较低的水平，市场流动性较为充足的，还没有出现像 08-09 年的情形，不过从短期来看，该指标处于阶段性的高位，显示出短期资金紧张程度并没有缓解。

图 17 美元 3 个月 LIBOR 利率 (%)



资料来源：Bloomberg 海通证券研究所。

信息披露

分析师声明

李明亮：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431
周 霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx6701@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人
王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733
李 珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队
娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
王广国 (021) 23219819
联系人
陈 瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队
吴光兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885
联系人
武 亮 (021) 23219883
黄 轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com
wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433
联系人
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhb6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

lyy5991@htsec.com
yyj7006@htsec.com

非银行金融行业
董 乐 (021) 23219374
联系人
黄 媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白 洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人:
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755) 82775282
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑 琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张 浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛 品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房 青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com 汤婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢 盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐 琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	通信行业 袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com 联系人 侯云哲 (021) 23219815 hyz6671@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com 伏财勇 (0755) 23607963 fcy7498@htsec.com 邓 欣 (0755) 23607962 dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
---	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com