



分析师

蔡保健 0755-8351623

执业证书编号 S1070511080001

高凌智 0755-83516242

执业证书编号 S1070510120009

王 凭 010-88366060-8765

执业证书编号 S0600210050002

联系人

朱琳 010-88366060-8810

从业证书编号 S107011030006

新博弈显现 IMF 指望“中国救世界” ——海外宏观研究

要点:

● IMF 促中国扩大财政支出, 对抗欧债恶化对经济拖累

IMF 本周督促中国通过加大财政支出, 推出经济刺激政策, 防备欧洲问题恶化冲击世界经济。刺激规模可参照赤字占 GDP 比, 可从去年 1.1% 扩大至 2%, 最好是 3%。通过财政开支各项政策, 包括减少消费税、消费品补贴, 以及环保方面的投入, 得以刺激经济。此举更能帮助中国减少经济对货币政策的依赖, 从而实现将经济转型为消费驱动模式。

● 建议财政支出替代放贷刺激, 防范银行风险

IMF 希望中国此次刺激能够通过财政预算展开, 而非 08 年通过银行系统放货币来实现。因为, 08 年 4 万亿的巨额放贷导致中国银行系统的资产负债表膨胀。此时, 主要担心中国经济的剧烈下行可能导致国有银行资产负债表坏账的恶化, 从而构成较大的系统风险。

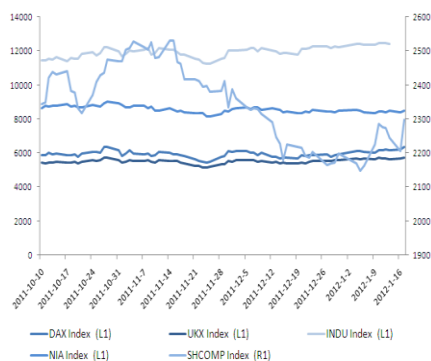
我们认为 IMF 的此次建议, 结合前几日默克尔访华, 新一轮的博弈将展开。最终博弈结果, 可能会体现在中国财政政策和货币政策方向和力度的变化。随之而来的不确定性风险可能通过不同的方式展现和释放。

● 欧洲银行回避 ECB 第二轮 LTROs, 担心信誉受损甚至国有化

对于 ECB 第二轮向欧洲银行系统即将展开的流动性注入, 欧洲部分银行已经开始拒绝。在去年 12 月份 ECB 通过“长期再贷款操作”(LTROs) 对 523 家欧洲银行释放出 4890 亿欧元低息贷款来保证流动性, 使得欧元区流动性风险得到明显缓解。本月底, 面临 ECB 第二轮 10000 亿欧元规模的注入, 欧洲部分银行担心接受救助后伴随的政策和法规将会限制自身相对 ECB 的独立性, 甚至演化为国有化, 从而拒绝。

我们认为, 通过前期第一轮 LTROs, 欧洲银行间流动性已得到一定改善, 特别是市场恐慌得以短时散去, 使得在第二轮救助中, 有实力的银行出现回避现象。但是, 银行间流动性的改善, 并不能根本解决欧洲经济中期走弱的趋势。其失业率上升和产出下滑的趋势在未来一段时间仍将延续。

全球指数表现



数据来源: Bloomberg

目录

要点分析:	3
1. IMF 促中国扩大财政支出，对抗欧债恶化对经济拖累:	3
2. 财政支出替代放贷刺激，防范银行风险:	3
3. 欧洲银行回避 ECB 第二轮 LTROs，担心信誉受损甚至国有化:	4
未来关注:	6

插图目录

图 1: 中国出口指数相对欧、美出口指数变化:	3
图 2: 景气指数 PMI 变化:	3
图 3: 德国、意大利盈余/赤字占 GDP 变化:	5
图 4: 巴西、俄罗斯、南非、印度赤字/盈余占 GDP%:	5
图 5: 中国盈余/赤字占 GDP 变化:	5
图 6: 欧元区、美国盈余/赤字占 GDP 变化:	5
图 7: Euribor-OIS VS. US Dollar Libor-OIS 显示欧元拆解压力明显回落:	5
图 8: LTRO Index 显示近期 LTROs 的操作对流动性有一定改善:	6
表 1. 金砖 5 国与发达经济体盈余/赤字占 GDP 等经济数据对比.....	6
表 2. 本周主要关注数据	6

1. 要点剖析

1. IMF 促中国扩大财政支出，对抗欧债恶化对经济拖累

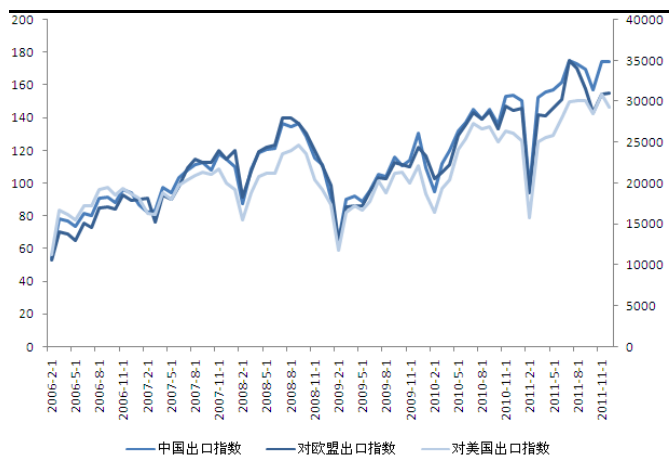
IMF 在本周一的中国经济展望中，督促中国通过加大财政支出，推出经济刺激政策。中国赤字占 GDP 比显示中国在财政支出上有空间。去年 1.1% 的赤字占 GDP 比率扩大至赤字占 GDP 2%。如果欧洲问题持续恶化，中国应该用积极有效的财政刺激政策，规模可达 GDP 的 3%。包括减少消费税、消费品补贴，以及环保方面的投入。加大财政支出刺激能帮助中国减少经济对货币政策的依赖，帮助政府将经济转型为消费驱动模式。

中国对欧洲和美国出口占 50%，这两个地区的增长迅速下滑可能导致经济增速下滑 4%，除非中国放出大的刺激包。目前，中国对欧盟、美国的出口指数显示，中国出口增长出现短时停滞，对美国出现下滑（图 1）。

IMF 对中国经济增速预测显示，去年中国 GDP 9.2%，今年下调为 8.2%，明年可能会回升至 8.8%。如果占 GDP 3% 的刺激政策推出，未来两年的经济增速则能够在预期之内，甚至控制在预测的 -1% 以内。

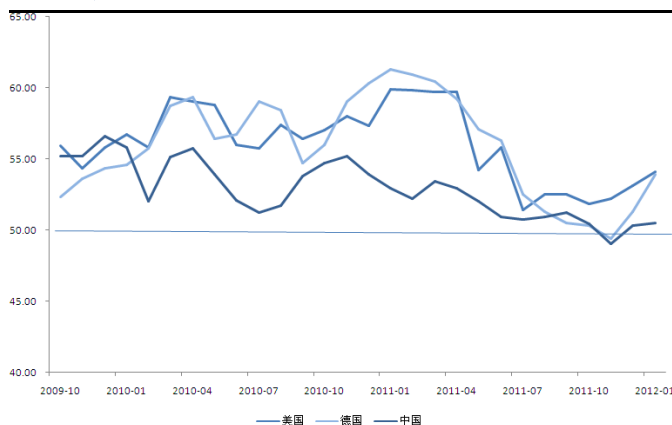
受到欧债危机对全球经济的拖累，外围需求的下滑，中国经济的景气程度出现明显的下降。相对于复苏良好的美国和欧元区经济火车头的德国，PMI 数据明显疲弱（图 2）。

图 1：中国出口指数相对欧、美出口指数变化：



数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 2：景气指数 PMI 变化：



数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所整理

2. 财政支出替代放贷刺激，防范银行风险

IMF 希望中国此次刺激能够通过财政预算展开，而非 08 年通过银行系统放货币来实现。因为，08 年 4 万亿的巨额放贷是中国银行系统的资产负债表膨胀。此时，主要担心中国经济的剧烈下行可能导致国有银行资产负债表坏账的恶化可能构成较大的系统风险。

目前中国的通胀和外汇占款的流出，中国央行在未来数月应该能够持续通过公开市场操作放松流动性。如果资金流入仍显不足，需通过进一步降准来实现。

我们认为 IMF 的此次建议，结合前几日默克尔访华，新一轮的博弈将展开。最终博弈结果，可能会体现在中国财政政策和货币政策方向和力度的变化。随之而来的不确定性风险可能通过不同的方式展现和释放。

3. 欧洲银行回避 ECB 第二轮 LTROs，担心信誉受损甚至国有化

对于 ECB 第二轮对于欧洲银行系统的流动性注入，欧洲部分银行已经开始拒绝。在去年 12 月份 ECB 曾对 523 家欧洲银行释放出 4890 亿欧元的三年期低息贷款来保证流动性，也就是所谓的“长期再贷款操作”(LTROs)。使得欧元区流动性风险得到明显缓解(图 7-8)。在二月底，面临 ECB 第二轮注入，估计释放规模为 10000 亿欧元。欧洲部分银行源自自身信誉的担心和未来受到法规制约的考虑，显示出了审慎甚至排斥的态度。目前明确拒绝的有德意志银行和巴克莱银行。

当年 08 年金融危机，德意志银行曾接受美联储的流动性援助，当时是“秘密援助”。但是后来美联储公布了名单。使得银行资信受到损伤，部分银行甚至担心救助后伴随的政策和法规将会限制自身相对 ECB 的独立性，甚至演化为国有化。

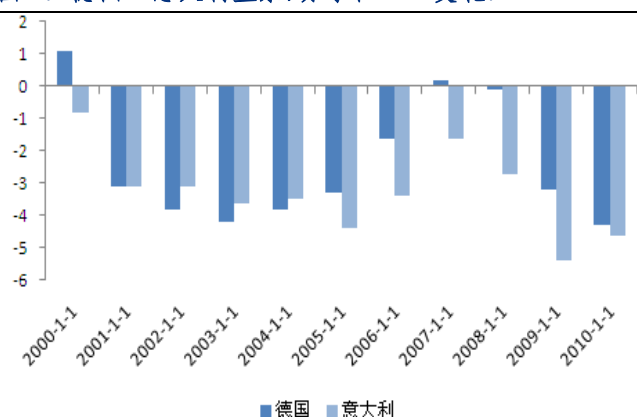
我们认为，通过前期第一轮 LTROs，欧洲银行间流动性已得到一定改善，特别是市场恐慌得以短时散去。使得在第二轮救助中，有实力的银行出现回避现象。但是，银行间流动性的改善，并不能根本解决欧洲经济中期走弱的趋势。其失业率上升和产出的下滑的趋势在未来一段时间仍将延续。

表 1. 金砖 5 国与发达经济体盈余/赤字占 GDP 等经济数据对比：

金砖五国	年度GDP (十亿美元)	GDP 同比	物价指数 同比	盈余/赤字 占GDP	失业率(%)
巴西	2088	2.12	6.5	-3.54 9-Dec	4.7 11-Dec
俄罗斯	1480	4.8	4.2	5.32 9-Dec	6.1 11-Dec
南非	364	3.1	6.1	-4.94 9-Dec	23.9 11-Dec
中国	5879	8.9	4.1	-1.19 6-Dec	4.1 11-Sep
印度	1729	6.9	9.34	-4.89 9-Dec	9.4 10-Dec
发达经济体					
美国	14582.4	1.60%	3.00%	-8.60% 11-Sep	8.30% 12-Jan
欧元区	12174.52	1.30%	2.70%	-6.20% 10-Dec	10.40% 11-Dec
德国	3309.67	2.60%	2.00%	-4.30% 10-Dec	6.70% 12-Jan
英国	2246.08	0.80%	4.20%	-10.30% 10-Dec	8.40% 11-Nov
法国	2560	1.50%	2.50%	-7.10% 10-Dec	9.70% 11-Sep
意大利	2051.41	0.20%	3.20%	-4.60% 10-Dec	8.11% 11-Sep
日本	5497.81	-0.70%	-0.20%	-9.48% 13-Dec	4.60% 11-Dec

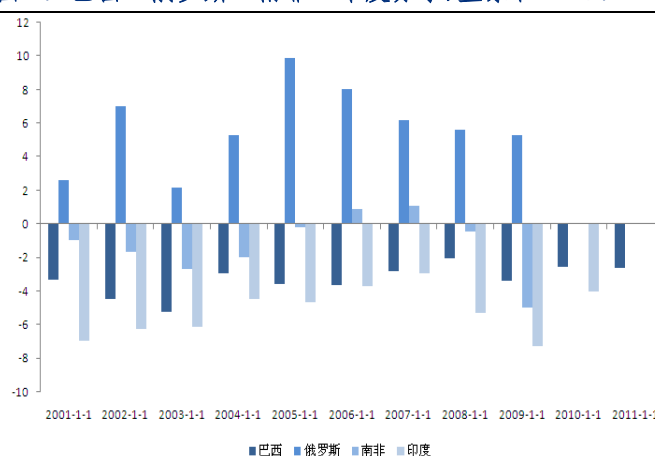
数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 3: 德国、意大利盈余/赤字占 GDP 变化:



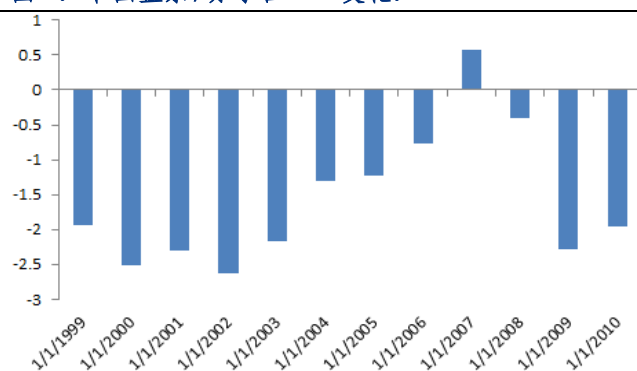
数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 4: 巴西、俄罗斯、南非、印度赤字/盈余占 GDP%:



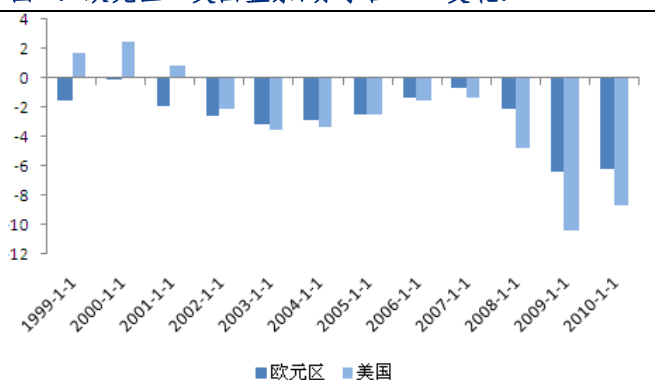
数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 5: 中国盈余/赤字占 GDP 变化:



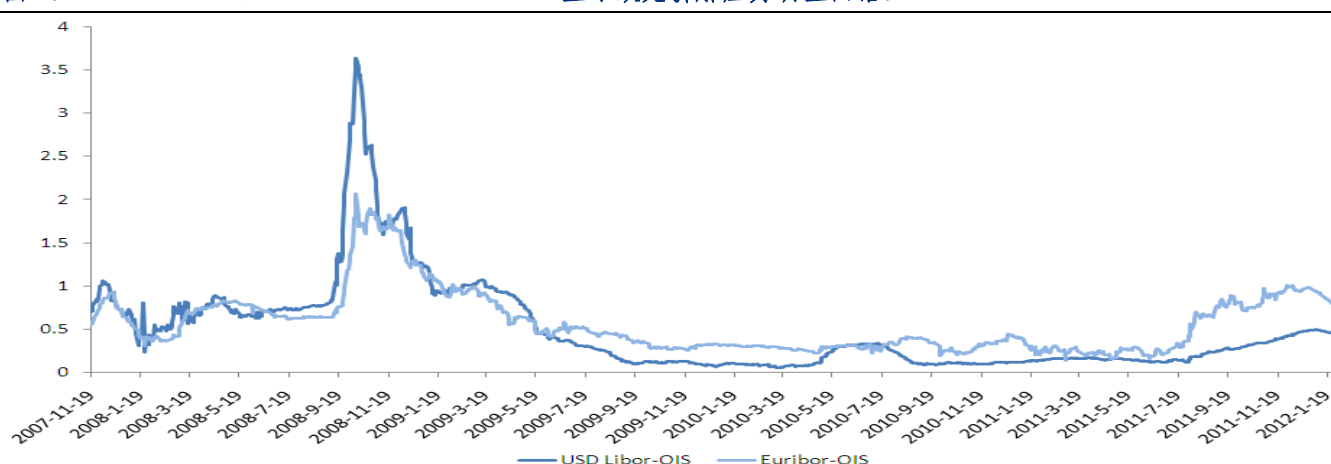
数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 6: 欧元区、美国盈余/赤字占 GDP 变化:



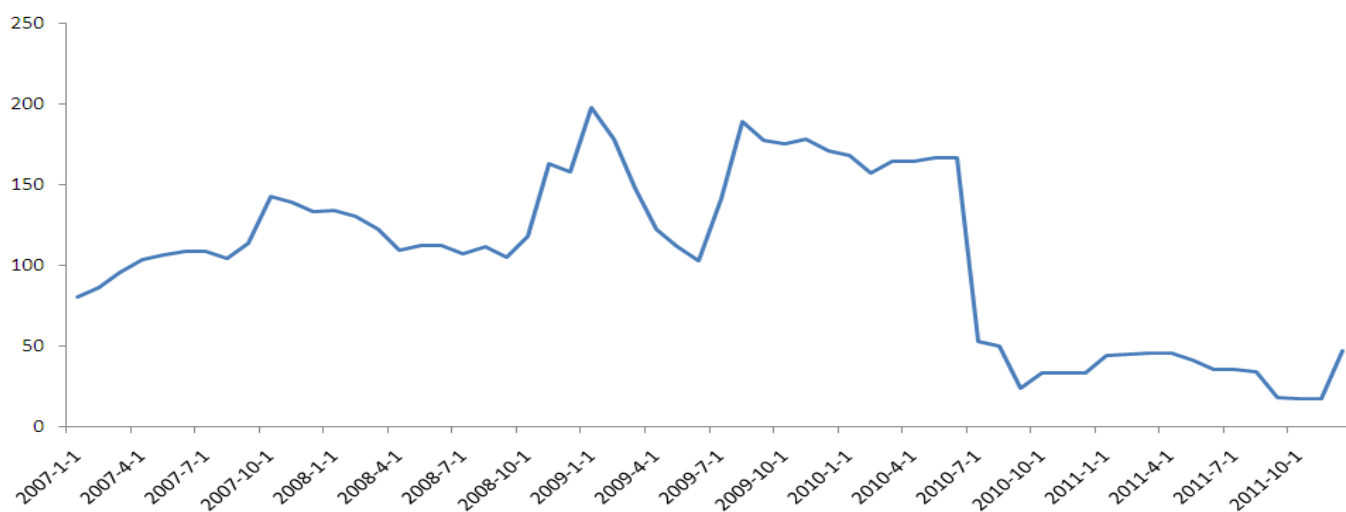
数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 7: Euribor-OIS VS. US Dollar Libor-OIS 显示欧元拆解压力明显回落:



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

图 8: LTR0 Index 显示近期 LTR0s 的操作对流动性有一定改善:



数据来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

2. 未来关注:

主要关注数据见表 1

表 2. 本周主要关注数据

时间	国家	数据和事件
10 日	美国	密歇根消费者信心指数
		对外贸易差额
	加拿大	商品贸易顺差
10 日	英国	PPI

资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺:

蔡保健: 美国康涅狄格大学金融MBA, 原美国GE投资分析师。2011年2月加入长城证券研究所, 从事宏观策略研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>

