

世界经济

2012 年 08 月 10 日

相关研究

欧央行离刺激更进一步——
一点评欧英央行议息会议
2012 年 8 月 3 日

提振欧洲信贷和经济，但下行
风险犹在——对欧央行
降息的点评
2012 年 7 月 6 日

全球号角已吹响，风险资产
将受益——G20、美联储议
息会议、欧盟峰会前瞻
2012 年 6 月 20 日

希腊退出欧元区的风险大
减，利好全球金融市场——
对希腊大选的点评
2012 年 6 月 18 日

全球经济三季度复苏，四季
度放缓
2012 年 6 月 12 日

底在哪里，路在何方？一对
2012 年经济、美元和货币政
策的基本判断
2012 年 2 月 15 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070007
xiewy@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

谁是欧债危机下一个：巴尔干火药桶

——对意大利二季度经济的述评

总体判断：

- 继希腊、葡萄牙和爱尔兰已寻求“三驾马车”救助，西班牙也很快面临银行重组乃至全面救助，欧猪五国中最后一个国家——意大利也难以幸免于难，经济已连续一年陷入衰退，政府面临空前的减赤压力，又有 10 个城市面临财政危机，加上债务高企，融资成本攀升，导致意大利每况愈下，不排除接受一定程度救助的可能性。积极的信号在于，意大利工业生产和投资有望逐步企稳，带动经济下滑，而第四季度欧盟经济下滑减缓，获得一定支撑。
- 意大利第二季度 GDP，环比萎缩-0.7%，较今年第一季度衰退-0.8%有微弱改善，而同比下滑-2.5%，相比于一季度-1.4%的同比增速，呈加速萎缩的趋势。作为欧元区第三大经济体的意大利深陷衰退已经一年，主要因为投资、消费等内需疲弱，导致农业、工业和服务业三大产业均出现不同程度的收缩，特别是商业活动明显下滑。
- 意大利的投资下滑对经济拖累最大，减赤压力空前、失业高企也限制个人和政府消费，只有净出口是正贡献。（1）个人消费因消费者信心下滑，政府消费减少持续拖累经济，政府投资的贡献也减弱。（2）受到节支减赤的约束，政府消费减少持续拖累经济，政府投资的贡献也减弱。（3）投资整体下降，对经济构成最大拖累，贡献了 GDP 萎缩量的 87.5%。工业生产萎缩、企业去库存也持续拖累经济。我们预计，随着意大利工业生产逐步企稳，投资对经济的拖累将减小。（4）进口和出口均下降，但进口增速远低于出口增速，导致意大利出现了难得的贸易顺差，导致净出口对 GDP 的贡献不断增强，今年第一季度已达到 0.9%，抵消了投资和消费等内需不足造成的拖累。
- 上周末，标普也再次下调了意大利银行的信用评级，为该国的银行系统蒙上阴影，融资能力进一步下降，对于原本已经高企的债务无异于雪上加霜。
- 意大利经济下半年仍面临较大的下行风险，第三季度跟随欧盟而出现经济加速衰退；由于经济景气指数、新订单指数等领先指标出现企稳反弹的迹象，第四季度可能略有好转但仍为负增长。由于经济持续低迷，衰退程度超过西班牙，加上债务高企，融资成本攀升，还有十个城市可能面临财政危机，使意大利面临和西班牙类似的困境，除了银行问题不及西班牙严重，因此，今年下半年，意大利可能通过某种形式来向欧洲央行等“三驾马车”寻求一定程度的援助，来支撑本国经济度过难关。

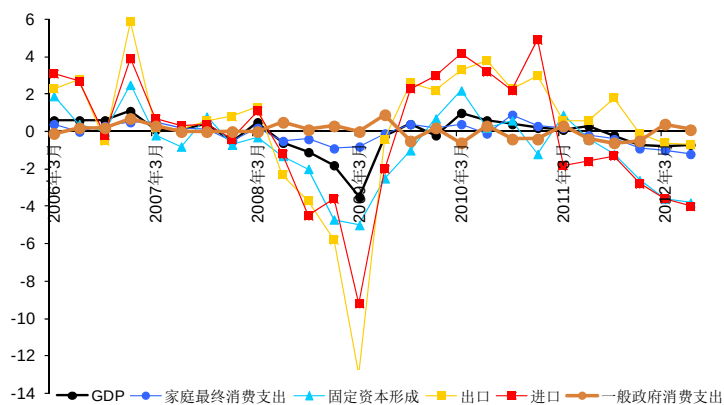
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

意大利经济二季度继续衰退，下半年难以摆脱困局

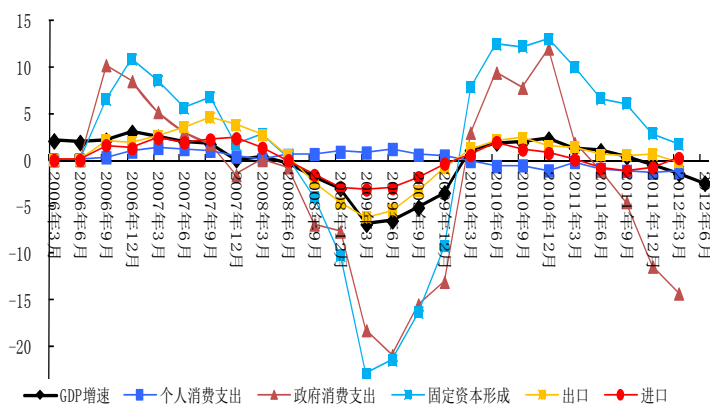
昨日，意大利公布第二季度GDP，环比萎缩-0.7%，较今年第一季度衰退-0.8%有微弱改善，而同比下滑-2.5%，相比于一季度-1.4%的同比增速，呈加速萎缩的趋势。作为欧元区第三大经济体的意大利深陷衰退已经一年，主要因为投资、消费等内需疲弱，导致农业、工业和服务业三大产业均出现不同程度的收缩，特别是商业活动明显下滑。上周末，标普也再次下调了意大利银行的信用评级，为该国银行系统蒙上阴影，融资能力进一步下降，对于原本已经高企的债务无异于雪上加霜。

按照支出法，我们来具体分析意大利经济为何如此疲弱。因意大利统计局未公布今年第二季度的各项明细，我们根据前期趋势和月度数据进行了预测，具体如下：

图 1：从 GDP 环比增速来看，意大利经济今年第二季度持续衰退，图 2：从 GDP 同比增速来看，投资增速最快，而政府消费支出下滑各项均有所下滑

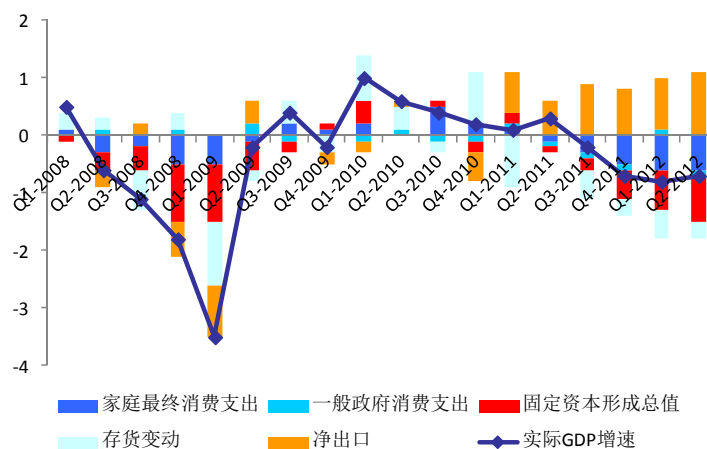


资料来源：彭博，申万研究



资料来源：CEIC，申万研究

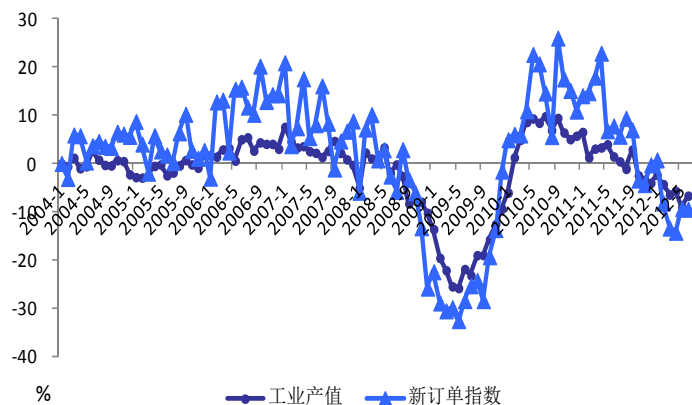
图 3：今年第二季度，意大利的消费和投资对经济的贡献继续减小，而由于进口萎缩量远大于进口，导致净出口对 GDP 贡献增强



资料来源：意大利统计局，申万研究

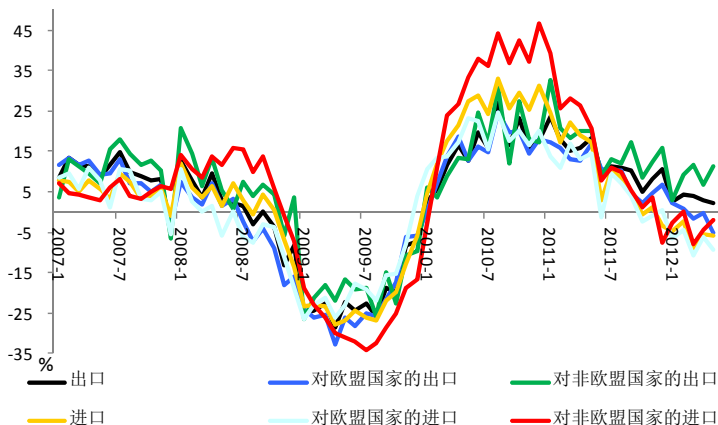
- (1) **私人消费自2011年第二季度起持续萎缩**，因欧债危机蔓延、经济前景黯淡令意大利民众量入为出，不断减少消费支出，导致家庭消费不断加速下滑，一季度增速跌至-1.2%，贡献了GDP萎缩量的75%。家庭消费不断下滑的一个重要原因是失业率不断攀升，今年6月已升至10.8%，创13年来新高，有279万人找工作未果，还有1431万适龄劳动人口因待业时间过长被归于“休眠”状态，占总劳动力人口的36%，失业人口的上升将会持续抑制私人消费。另一方面，消费者信心不断下滑至低位，银行惜贷情况严重，对消费增长形成制约。
- (2) **政府消费减少持续拖累经济，政府投资的贡献也减弱**。意大利今年面临空前的减赤任务，去年12月已通过了一项由蒙蒂提出的减少开支105亿欧元的紧缩计划，包括削减政府开支和修改劳工法案。尽管如此，意大利今年第一季度财政赤字仍达到GDP的8%，为2009年以来最高，但税收上卓有成效，今年上半年税收总额上升4.3%至1910亿欧元。今年7月，意大利政府再度提出减支45亿欧元的计划，并于本周二在众议院赢得的信任选票，主要包括减少医保开支及逐渐裁减公共部门员工，以将今年赤字占GDP的比重控制在2%，同时将销售税延至明年7月执行。基于政府减少支出的约束，政府消费去年第二季度以来一直拖累经济增长，唯独今年第一季度反而增加0.4%，导致财政赤字高企，预计第二季度起继续拖累经济，政府的持续紧缩政策将持续影响今年两年，政府消费和投资的贡献整体将维持低位。
- (3) **投资整体下降，对经济构成最大拖累，贡献了GDP萎缩量的87.5%**。固定资产投资增速不断下滑，一季度增速为-3.6%，二季度预计进一步萎缩，机械设备、运输设备和建筑等投资均处于收缩状态，其中机械设备投资下滑最快，一季度达-12.5%。而且，自去年下半年以来，意大利一直处于去库存状态，持续拖累GDP-0.3至-0.5个百分点。二季度，意大利的工业生产也下了一个台阶，同比增速围绕-7.9%波动，但环比增速开始反弹，好于第一季度，我们预计随着意大利工业生产逐步企稳，投资对经济的拖累也将减少。
- (4) **进口和出口均下降，但进口增速远低于出口增速，导致意大利出现了难得的贸易顺差，导致净出口对GDP的贡献不断增强，今年第一季度已达到0.9%，抵消了投资和消费等内需不足造成的拖累**。以最新的5月外贸数据为例，出口增长1.5%，而进口萎缩-6.4%。从商品类别来看，外贸疲弱主要受到中间产品的进出口贸易大幅萎缩所拖累，5月下滑速度降至-11.6%，不过积极的信号在于，5月份，除中间品以外的商品进口增速扭转了今年前4个月的负增长趋势，连3、4月份大幅下滑超过-20%的资本品进口也不再下滑，除中间品以外的商品出口增速也环比上涨。从进出口区域来看，主要是由于意大利最主要的贸易伙伴——欧盟其他国家因欧债危机影响而需求不振，导致今年以来意大利对欧盟国家的进口和出口一直萎缩，5月增速分别达到-9.3%和-5%，对非欧盟国家的进口也萎缩-2%，但跌幅较前两个月有所收窄；只有对非欧盟国家的出口增速反弹至11.4%，说明非欧盟国家对意大利产品的需求回暖。我们预计，下半年意大利的进出口有望逐步反弹，而净出口对意大利的贡献将减弱。

图 4: 从同比增速来看, 意大利的工业产值一直下滑, 而二季度新订单的下滑速度放缓



资料来源: 彭博, 申万研究

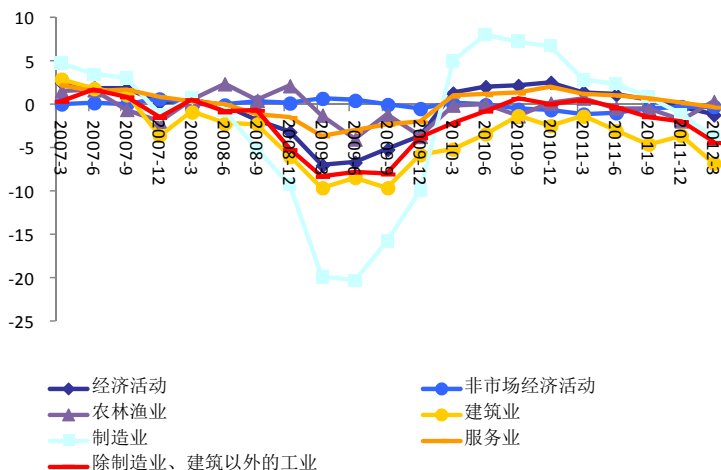
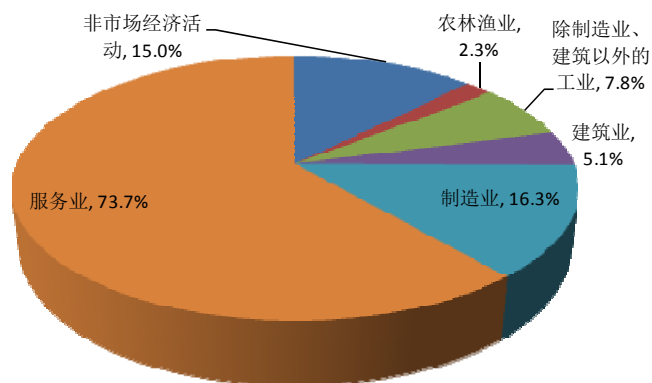
图 5: 从进出口的同比增速来看, 外需疲软主要受欧盟国家的拖累, 而非欧盟国家的进出口有所反弹



资料来源: CEIC, 申万研究

意大利的产业结构呈现两个重要趋势，一是从比重来看，服务业占比不断提高，而制造业不断萎缩；二、从增速来看，制造业萎缩最快，服务业今年一季度也陷入萎缩，只有农业反而走强。我们预计，整体趋势在下半年将得以持续，除了对农业能否持续走强持质疑态度。（1）意大利面临着欧洲不少国家面临的困境——产业空心化，在经济中占比接近74%的服务业占据绝对主导地位，而且去年以来一直呈上升趋势，农业、非市场经济活动占比均有所上升；只有第二产业去年至今一直呈下滑趋势，这是由于制造业等工业严重萎缩所造成的。（2）从增速来看，今年第一季度制造业2010年上半年短暂反弹后，之后一直呈下滑趋势；服务业增速去年至今也一直回落，今年第一季度也陷入收缩，拖累经济活动下滑；而非市场经济活动的增速不断上升，但仍是负增长；只有农业今年第一季度止跌回升，回到正增长。但我们认为农业的反弹难以持续，因二季度欧债危机拖累下，农业也难以独善其身。

图 6: 从 2012 年第一季度各行业占意大利经济总量的比重来看, 图 7: 从意大利各行业同比增速来看, 建筑业下滑最快, 连服务业服务业占据绝对地位, 其次是制造业等工业 也受拖累而下滑, 只有农业逆势增长



资料来源：彭博，申万研究

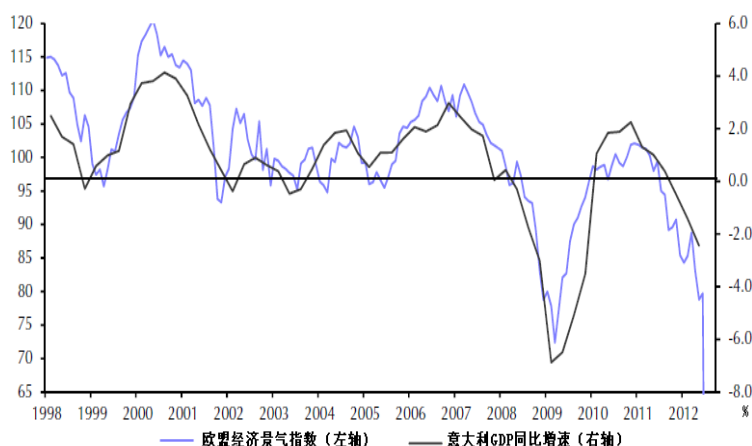
资料来源：CEIC，申万研究

表 1、2011 年以来意大利各产业占经济总量的变动

	非市场经 济活动	农林渔 业	工业	建筑业	制造业	除制造业、 建筑以外的 工业	服务业
2011-3	14.9%	2.2%	24.8%	5.4%	16.7%	2.7%	73.0%
2011-6	14.8%	2.2%	24.8%	5.4%	16.8%	2.7%	73.0%
2011-9	14.8%	2.1%	24.7%	5.3%	16.7%	2.7%	73.2%
2011-12	14.9%	2.1%	24.4%	5.3%	16.5%	2.7%	73.5%
2012-3	15.0%	2.3%	24.1%	5.1%	16.3%	2.7%	73.7%

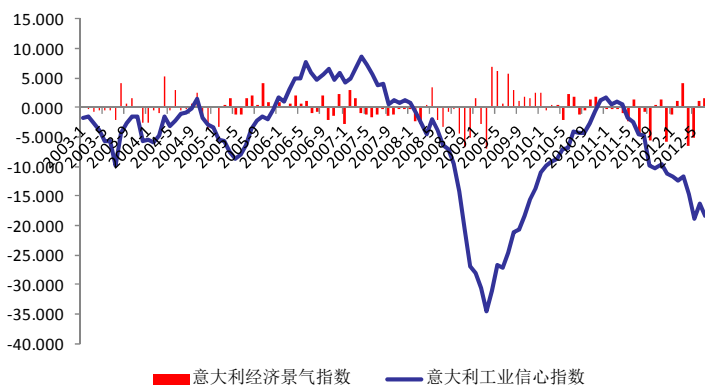
资料来源：意大利统计局、申万研究

图 8：从欧盟经济景气指数这一领先指标来看，意大利经济仍面临进一步的下滑



资料来源：彭博，申万研究

图 9：意大利工业信心指数持续下滑，意味着投资仍将延续下滑趋势；但经济景气指数出现反弹，意味着意大利未来或出现好转



资料来源：CEIC，申万研究

总体来看，意大利经济下半年仍面临较大的下行风险，第三季度跟随欧盟而出现经济加速衰退；由于经济景气指数、新订单指数等领先指标出现企稳反弹的迹象，第四季度可

能略有好转但仍为负增长。由于经济持续低迷，衰退程度超过西班牙，加上债务高企，融资成本攀升，还有十个城市可能面临财政危机，使意大利面临和西班牙类似的困境，除了银行问题不及西班牙严重，因此，今年下半年，意大利可能通过某种形式来向欧洲央行等“三驾马车”寻求一定程度的援助，来支撑本国经济度过难关。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇、谢伟玉：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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。