

2013 年 03 月 08 日

3 月初外资回流中国，欧元区信贷紧缩拖累经济下滑

——国际金融市场风险监控日报 3 月 8 日

总体判断：

- 根据全球资金监控机构 EPFR 的最新数据显示，3 月 1-5 日，资金再度出现加速流入中国的情形，3 月 5 日单日流入 1.53 亿美元，与本轮回调前 2 月 15 日的流入规模相当，表明外资在中国政府出台房地产调控措施后并未恐慌抛售，而是延续了 2 月下旬以来流出放缓、转而流入的趋势，逢低增加了对中国资产的配置。这次回流的趋势符合我们预期，但节奏略快于我们预期，也表明外资长期看好中国复苏的观点。
- 昨日，日、英、欧三大央行的议息会议均保持利率和量化宽松规模不变，完全符合我们的预期。不过，未来仍有增加量化宽松规模的空间，特别是即将换届的日本和英国央行。
- 欧盟私营部门去杠杆情况更加严重，意大利政局不稳，西班牙经济仍在下滑，经济前景仍有较大下行风险，因而我们将一季度欧元区 GDP 预测从 -0.3 下调至 -0.5%，将 2013 年欧元区预测下调 0.3 个百分点至 0.2%。1 月，欧洲非金融企业贷款增速下滑 0.2 个百分点至 -1.5%，家庭贷款增速也下滑 0.2 个百分点至 0.5%，说明信贷风险仍高，导致私营部门仍处于持续去杠杆之中，特别是小企业和中小企业的信贷条件出现紧缩。尽管如此，相比于欧央行，我们对欧盟经济更加乐观，依然认为今年可能走出负增长，因为财政和银行紧缩的压力减少，投资和消费信心回升，而且外围环境改善将拉动欧盟出口好转。而对于通胀，我们也认为欧洲今年通胀温和，处于 2% 以下。
- 希腊 12 月的失业率终于从历史高位略有回落，对于欧元区来说是一个较为积极的信号。但是，希腊青年群体失业率一直居高不下，从 2011 年开始就一直处于过半青年待业的窘境。订单和出口需求持续低迷，投入成本高企使得产能空置、削减岗位来舒缓成压力。我们认为，2012 年救助款的成功发放及后续政策的推进，希腊危机在 2013 年再度的爆发的概率极低，海外需求的回暖将推动希腊制造业和服务业筑底回升，经济衰退速度将渐渐放缓，失业率也将有所改善。
- 美国劳工部公布上周首次申请失业救济人数大幅下降，反映劳动力市场复苏强劲。3 月 2 日当周首次申请失业救济人数经季调后下降 7000 人，下降至 34 万人，低于预期。本月首次申请人数较 2013 年开年第一周人数下降近 10%，再次验证美国就业市场状况明显好转，裁员速度放缓且公司乐于雇佣新员工。我们预计本周五公布的 2 月非农就业人数也将呈现积极面，失业率将继续保持 8% 以下。

相关研究

日英欧央行或按兵不动，但
强调宽松
2013 年 3 月 7 日

财政悬崖增税效果发酵，美国
个人收入大跌但消费坚挺
2013 年 3 月 4 日

美国逃过负增长，但逃不过
减赤
2013 年 3 月 1 日

国防紧缩拖累美国耐用品
订单，欧洲景气度持续向好
2013 年 2 月 28 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

钟嘉妮 A0230112070027

zhongjin@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

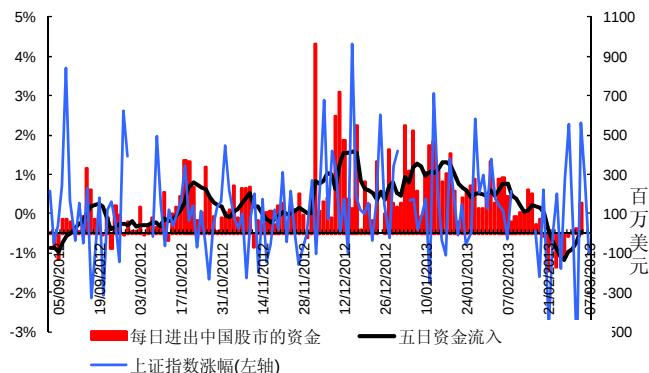
<http://www.swsresearch.com>

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告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告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”。

1、外资 3 月初回流中国，长期仍看好中国复苏

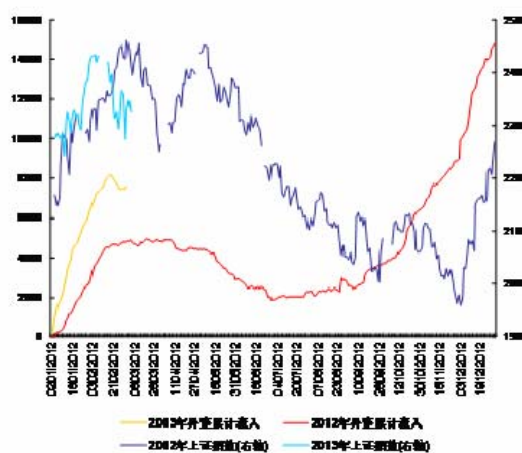
根据全球资金监控机构 EPFR 的最新数据显示，3 月 1-5 日，资金再度出现加速流入中国的情形，3 月 5 日单日流入 1.53 亿美元，与本轮回调前 2 月 15 日的流入规模相当，表明外资在中国政府出台房地产调控措施后并未恐慌抛售，而是延续了 2 月下旬以来流出放缓、转而流入的趋势，逢低增加了对中国资产的配置。这次回流的趋势符合我们预期，但节奏略快于我们预期，也表明外资长期看好中国复苏的观点。

图 1：外资 2 月下旬流出中国，但流出速度放缓，3 月开始加速流入



资料来源：EPFR，申万研究

图 2：今年资金流入量明显大于去年，受经济复苏提振更大



资料来源：EPFR，申万研究

2、日英欧如期维持货币政策，因信贷紧缩而下调欧盟

GDP 增速

昨日，日、英、欧三大央行的议息会议均保持利率和量化宽松规模不变，完全符合我们的预期。不过，未来仍有增加量化宽松规模的空间，特别是即将换届的日本和英国央行。

首先是日本，央行政策委员会成员全票通过决议，维持 0-0.1% 的基准利率不变，购买资产规模不变。日本央行认为，（1）外围经济仍处在恶化的区间，不过已经有好转的迹象，金融市场的避险情绪仍在减少。（2）日本经济不再恶化，未来有望温和复苏，主要基于以下理由：1、出口有望增加，因外围改善和日元贬值；2、固定资产投资整体减弱，但非制造业出现反弹，工业生产有望回升；3、在财政政策刺激下，公共投资继续增长，房产投资上升；4、消费下滑，但消费者信心有所增强，在宽松的信贷环境下可能止跌回升。（3）通胀目前持平于去年，短期将下滑，因为去年能源相关商品和耐用品的价格造成基数较高，然后持平。（4）政策方面，日本央行之所以将通胀目标定为 2%，是因为在可持续的基础上，广泛的实体经济将增强竞争力和增长潜力，带动经济增长，从而提升通胀。日本央行将通过激进的量化宽松和零利率政策，来尽早达到通胀目标，只要央行认为有必要，可见短期内日本量化宽松政策不会退出，反而可能在新任央行行长上任后，下半年增加量化宽松购买规模。

欧央行官员们虽然讨论了降息，但最终一致通过维持基准利率在 0.75% 的历史低点不变的决议，并下调对欧元区的增长预期。因为去年四季度欧元区 GDP 低于预期，对其预测

有负面的持续影响,所以欧央行将 2013 年 GDP 增速的预测中值下调 0.3 个百分点至-0.5%, 差于去年的-0.3%; 将 2014 年的增长预测中值下调 0.2 个百分点至 1%。对于通胀, 欧央行维持 2013 年通胀为 1.6%, 而下调 2014 年通胀 0.1 个百分点至 1.3%。

不过, 德拉吉认为尽管经济前景有下行风险, 但是去年 12 月至今的不少数据和指标表明经济活动已经开始稳定, 今年晚些时候将逐渐复苏, 主要受益于全球需求复苏带动的出口增长和宽松的货币政策支持内需加强。

流动性方面, 通过 2011 年 12 月和 2012 年 2 月两轮长期再融资操作 (LTRO) 借款的银行已偿还 2248 亿欧元, 占 1.0187 万亿欧元的 22%, 这表明反映金融市场信心改善。而从货币供给来看, 1 月份, 欧元区 M3 增速上升 0.1 个百分点至 3.5%, 不过狭义的 M1 上升 0.4 个百分点至 6.7%, 说明存款出现明显增长, 主要因为一些边缘国家的小额信贷机构的存款基础进一步加强。从更重要的信贷来看, 调整后的非金融企业贷款增速 1 月再度下滑 0.2 个百分点至-1.5%, 家庭贷款增速也下滑 0.2 个百分点至 0.5%, 说明信贷风险仍高, 导致私营部门仍处于持续去杠杆之中, 特别是小企业和中小企业的信贷条件出现紧缩。

基于欧盟私营部门去杠杆情况更加严重, 意大利政局不稳, 西班牙经济仍在下滑, 经济前景仍有较大下行风险, 因而我们将一季度欧元区 GDP 预测从-0.3 下调至-0.5%, 将 2013 年欧元区预测下调 0.3 个百分点至 0.2%。尽管如此, 相比于欧央行, 我们对欧盟经济更加乐观, 依然认为今年可能走出负增长, 因为财政和银行紧缩的压力减少, 投资和消费信心回升, 而且外围环境改善将拉动欧盟出口好转。而对于通胀, 我们也认为欧洲今年通胀温和, 处于 2% 以下。

3、希腊失业率首现下降, 暗示希腊就业市场开始改善

昨日, 希腊统计局公布了最新就业情况。据报告显示, 12 月希腊经季调失业率为 26.4%, 较 11 月 26.6% 的失业率有所下降, 这对于满目苍夷的希腊是一个难得的积极信号。其中, 就业人数环比增加了 1.1%, 同比下滑 24.9%。其中, 2012 年男性失业率达 24.3%, 女性失业率为 29.3%, 均显著高于 2011 年失业水平; 15-24 岁的青年群体的失业数居所有年龄段的首位, 高达 57.5%。而 25-34 岁的青壮年的失业率紧随其后, 高达 34%。

希腊 12 月的失业率终于从历史高位略有回落, 对于欧元区来说是一个较为积极的信号。但是, 希腊青年群体失业率一直居高不下, 从 2011 年开始就一直处于过半青年待业的窘境。订单和出口需求持续低迷, 投入成本高企使得产能空置、削减岗位来纾缓成压力。我们认为, 2012 年救助款的成功发放及后续政策的推进, 希腊危机在 2013 年再度的爆发的概率极低, 海外需求的回暖将推动希腊制造业和服务业筑底回升, 经济衰退速度将渐渐放缓, 失业率也将有所改善。

4、美国首次失业救济申请减少, 贸易赤字继续恶化

美国劳工部公布上周首次申请失业救济人数大幅下降, 反映劳动力市场复苏强劲。3 月 2 日当周首次申请失业救济人数经季调后下降 7000 人, 下降至 34 万人, 低于预期。本月首次申请人数较 2013 年开年第一周人数下降近 10%, 再次验证美国就业市场状况明显好转, 裁员速度放缓且公司乐于雇佣新员工。我们预计本周五公布的 2 月非农就业人数也将呈现积极面, 失业率将继续保持 8% 以下。

剔除短期波动, 四周平均人数下降 7000 人至 34.9 万人, 四周均值降至 2008 年 3 月来新低。历史数据表明, 在经济健康时期, 初请失业金人数一般会较长时间低于 40 万, 这主要得益于雇佣量大增来满足市场增长需求, 目前自 2012 年 11 月中旬以来已连续 15 周低于 40 万, 就业市场复苏趋势初步得到确认。此外持续申领救济金人数增加了 3000 至