



欧洲暗流涌动，美国春寒料峭

日本地震对总需求影响有限，利于过剩产能的吸收

日本地震和核事件对日本经济的冲击不明显。本次地震两个重大灾害地区的 GDP 占日本 GDP 的 2.5% 左右，地震对日本经济造成的损失可能会超过 2000 亿美元，上限至 3000 亿美元左右。整体而言，地震的损失大致为日本 GDP 的 1%，冲击主要体现在第 2 季度。

日本地震的主要“冲击”在于核泄漏，核材料爆炸是“黑天鹅”事件，机率极低，为此，冲击是暂时的。日本地震可能有利于日本 GDP 的复苏和过剩产能的吸收，对全球贸易和复苏的影响也略偏正向。但日本地震随着资本的回流，可能使得日元在创出新高之后，仍保持在较高的位置。

欧洲面临两大不确定性：石油冲击和债务冲击

美欧对利比亚采取军事行动无助于迅速解决利比亚危机，反而可能使得危机进一步恶化。由于利比亚的原油产量较大，而且主要提供给欧洲，利比亚原油生产几近停滞，对欧洲的打击是实质性的，欧洲受到的冲击大小取决于利比亚问题解决的早晚。我们认为，3 个月内或难明朗。

欧洲债务问题暂时处在平静期间，但 4 月份由于葡萄牙部分债务到期，将考验葡萄牙的融资能力以及欧盟的救援机制的有效性，葡萄牙在 2011 年至少需要融资 250 亿欧元，目前融资不到 80 亿。葡萄牙或引发新一轮的欧洲债务风波。

美国经济弹性显现，但中周期复苏尚未形成趋势

消费部门对美国经济复苏的基础作用将持续发挥，2010 年第二季度以来，美国消费增长持续平稳进行，在 2010 年第 3 季度，从消费的整体规模看，已经恢复至金融危机之前的水平，在 2010 年第 4 季度将超过金融危机之前的最高水平。

从美国整体的产能利用率看，从 2009 年中期的 65% 已经持续增长至 2011 年 1 月的 74%，其中制造业产能利用率已经达到 76%。目前的产能利用率已经较高。经济向好和产能扩张使得美国的就业形势开始好转，失业率开始下滑。

美国中周期启动有待房地产部门的去杠杆以及私人部门投资的兴起。目前，房地产市场仍然处在一个去杠杆的过程，但进程有加速趋势，预计 2011 年第 4 季度能大部分完成。私人部门投资仍然处在较低水平，中周期复苏的态势需要继续整固。

投资策略

吴旻

wumin@csc.com.cn

010-85130538

执业证书编号：S1440209080389

联系人：郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

发布日期：2011 年 3 月 24 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目 录

一、日本：地震冲击有限，利于过剩产能消耗	2
1、地震对增长的冲击主要在第二季度	2
2、地震对增长或是利好	2
3、“核危机”的脉冲性将变淡	2
二、欧洲：原油冲击与债务冲击若隐若现	3
1、利比亚局势或将恶化	3
2、利比亚局势或推高油价	3
3、二季度或再现债务风波	4
三、美国经济向好，周期性趋势尚未明朗	5
1、美国经济弹性开始显现	5
2、去杠杆仍在进行，进程加快	6
3、新投资周期尚在孕育	6

图表目录

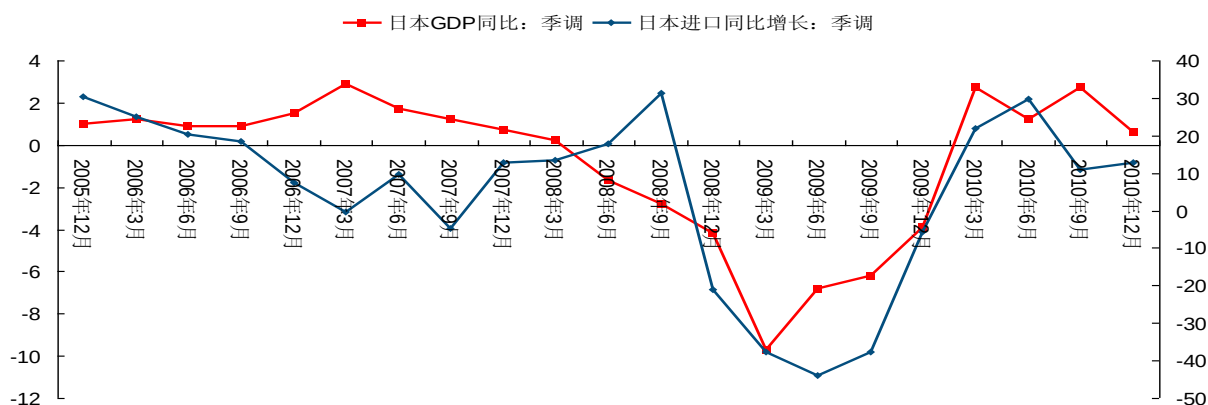
图 1：地震不改变日本经济运行轨迹	2
图 2：原油价格高企，价差扩大	3
图 3：主要国家的财政赤字 GDP 占比	4
图 4：葡萄牙国债收益率与欧盟、美国的比较	4
图 5：美国增长弹性显现，失业率开始走低	5
图 6：美国房价仍在下跌，但贷款增长相对显著	6
图 7：美国私人投资尚未实质性启动	7

一、日本：地震冲击有限，利于过剩产能消耗

1、地震对增长的冲击主要在第二季度

日本地震和核事件对日本经济的冲击不是特别明显。本次地震两个重大灾害地区的 GDP 占日本 GDP 的 2.5%左右，受地震影响较大的地区的 GDP 占比约为 4-5%。根据相关的研究结合日本过去地震的损失，本次地震对日本经济造成的损失可能会超过 2000 亿美元，上限至 3000 亿美元左右。当然，这个数据暂时不考虑核问题的影响。整体而言，地震的损失不到日本 GDP 的 1%。根据野村的数据，Q1 日本 GDP 可能比原来的数据低 0.25—0.5 个百分点，Q2 低 1 个百分点，到 Q3 负面冲击就不明显。比较 1995 年的阪神地震而言，本次地震的冲击更为有限，阪神地区占 GDP 比重为 12.4%。

图 1：地震不改变日本经济运行轨迹



资料来源：CEIC

2、地震对增长或是利好

日本地震可能有利于日本 GDP 的复苏和过剩产生的吸收。“地震对财富的灾难，但对 GDP 可能是一种好事”。日本经济长期处在一种产能过剩的状态，为此，灾后的重建可能吸收了危机的冲击，反而利于经济的整固。日本地震的主要冲击在于核电站的心理冲击，而对真实需求而言，冲击并不明显。

日本地震对亚洲和全球经济的冲击也相对有限。虽然，日本是最重要的进口国和出口国，但是由于地震地区对实体需求的冲击不大，在“核危机”的心理冲击之后，日本经济的秩序将会恢复。更重要的是，震后日本经济的秩序是相对平稳，很少出现集体性抢购，这对于地震后的经济秩序恢复是坚实的基础。

3、“核危机”的脉冲性将变淡

日本核电站事件是前期股市大跌的根本原因。从全球股票市场看，包括欧洲和美国的股市都大幅下跌，这是对日本地震和核电站事件的反应。但是，我们认为，这是市场的临时过度反应。

根据核工业的安全原理，发生核材料爆炸的可能性非常小，是一种“黑天鹅”事件。事态的进展表明，核泄漏问题基本得到有效的控制。

“核危机”的冲击是脉冲性的。此前，股市大幅下跌可能是一种短期的反应，从欧美市场看，可能更有利于市场的风险的整体释放，欧美股市借此进行了一次内生性的风险释放。

二、欧洲：原油冲击与债务冲击若隐若现

1、利比亚局势或将恶化

利比亚对欧洲能源需求满足非常重要。利比亚是全球第 12 大石油出口国，也是欧佩克成员国，产量占全球总产量约 2%。在本次危机之前，原油产量大致为 150-160 万桶每天。利比亚的原油大部分出口欧洲，特别是法国和意大利。更重要的是，利比亚的原油主要是轻质低硫原油，主要用于航空煤油等高端石油产品，可替代性比较低，为此，欧盟对利比亚的原油依赖性较强。

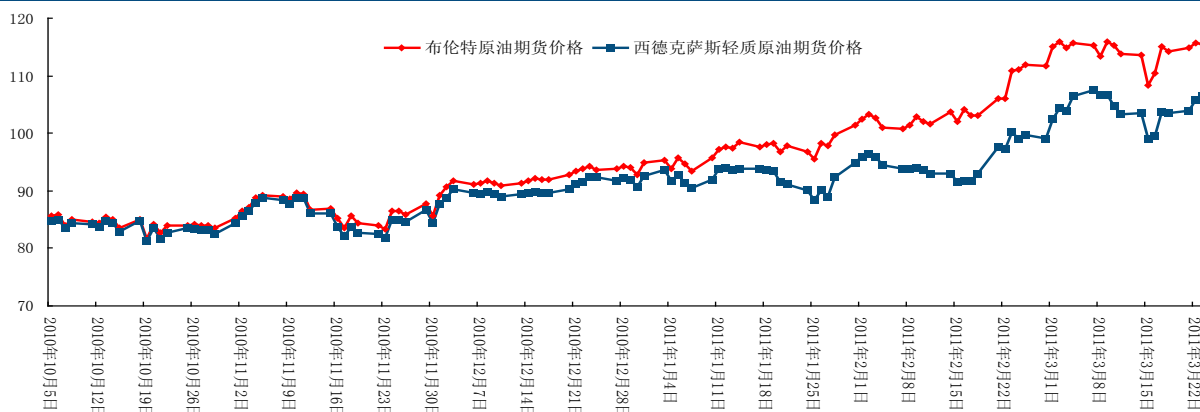
从目前形势看，欧美对利比亚的军事行动可能还将持续，更重要的是，利比亚的内乱将是更加长期的。为此，从内在和外围的两个环境看，利比亚的经济和原油生产将是不利的。这对于欧洲的经济是极为不利的，可以看出，北海原油和纽约原油期货价格的价差十分明显，这是市场对利比亚局势的担忧，同时也是欧洲经济复苏之实质障碍所在。

2、利比亚局势或推高油价

欧美主导了对利比亚的军事行动，将实质性影响利比亚原油生产。自从利比亚局势从年初出现变局之后，原油生产的 50%左右已经受到冲击。近日，美、法等开始对利比亚采取军事行动之后，利比亚的原油生产受到了全面的波及，原油生产将实质性的受挫。根据国际能源署的估计，利比亚目前的原油生产 80%左右受到了实质性冲击。

利比亚局势的影响或是中长期的，对原油价格将带来明显冲击。不管是美欧的军事行动，还是利比亚政府与反对派的军事冲突，都不是短期的。加上利比亚原油的特质，将对欧洲的原油需求的满足带来明显的冲击，为此可能引发全球能源市场的动荡。我们认为，原油价格或将创出反弹新高，并保持在较高的价格水平，这对于全球经济的复苏的冲击是实质性的，远远大于日本地震带来的需求临时性减少。

图 2：原油价格高企，价差扩大

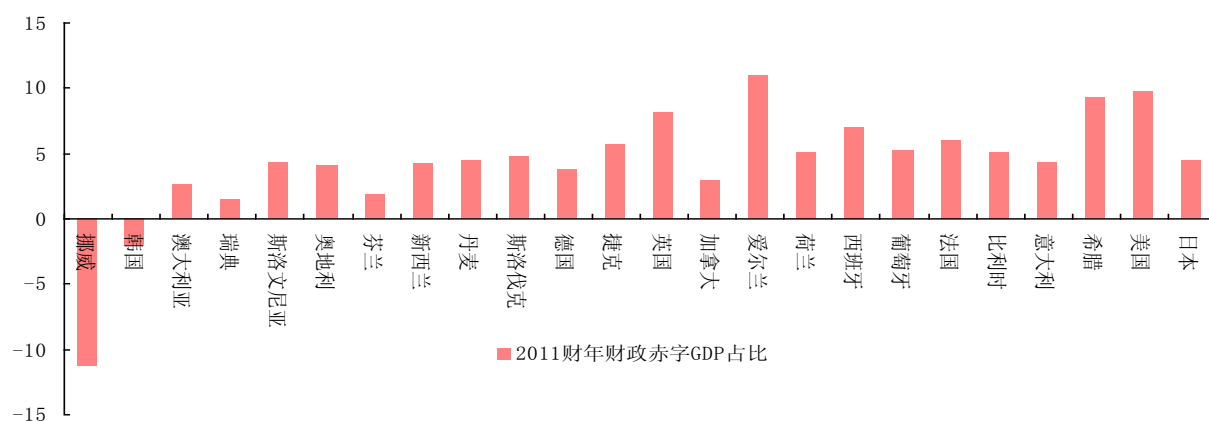


资料来源: Bloomberg

3、二季度或再现债务风波

欧洲债务问题暂时平静。此前，欧盟的几个成员，希腊、葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙等(即所谓的“欧猪五国”)遭遇了较为严重的债务危机，通过欧盟和国际社会的救援，欧洲债务问题暂时处在一个低谷，而且北非变局、日本地震和利比亚军事行动，吸引太多的眼球，而欧洲债务问题暂时处在平静之中。但是，欧洲债务问题具有普遍性，仍是暗流汹涌。

图 3：主要国家的财政赤字 GDP 占比

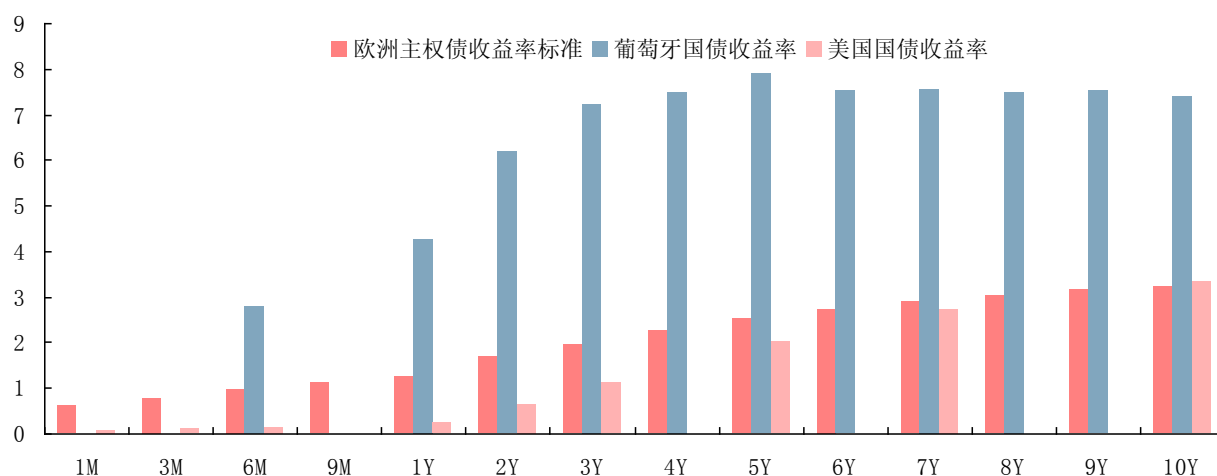


资料来源：IMF

4 月份是葡萄牙的特殊时期的起点。由于经济形势较差，财政赤字改善不利，葡萄牙通过三次回购，仅仅减少了其未清偿债务 3.39 亿欧元，而 2011 年 4 月，葡萄牙有 42.3 亿欧元的债务到期，6 月份到期债务是 49 亿欧元，融资困难的葡萄牙可能被迫向欧盟或 IMF 求救，或成为希腊、爱尔兰之后的又一个债务炸弹。

为了填补到期债务和支付其他债务利息，葡萄牙在 2011 年至少需要融资 250 亿欧元。对于不断攀升的国债收益率，葡萄牙的融资之路将是短暂的而不可持续的。

图 4：葡萄牙国债收益率与欧盟、美国的比较



资料来源：Bloomberg

如果葡萄牙债务问题爆发，将会带来十分严重的影响和冲击。一是葡萄牙的经济规模相对较大，外债涉及的国家更多；二是再次表明欧洲债务问题的“普遍性”，从而引发对其他经济体的担忧，比如西班牙和意大利；三是现行欧盟的救援机制有效性将受到一定的挑战，欧元体系的财政货币二元结构的制度性矛盾可能进一步激化。

三、美国经济向好，周期性趋势尚未明朗

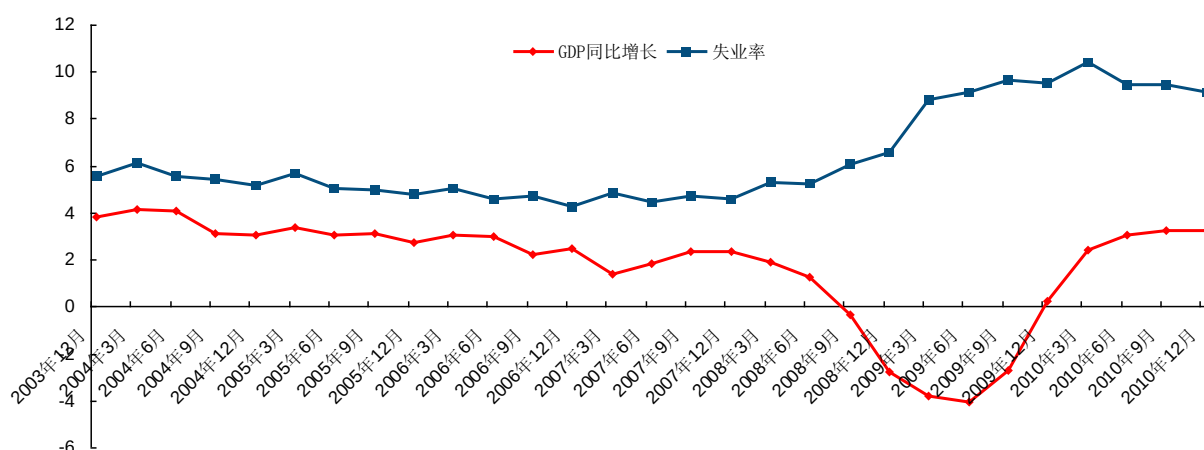
1、美国经济弹性开始显现

消费部门对美国经济复苏的基础作用将持续发挥。消费是美国经济复苏的主导力量之一。2010 年第二季度以来，美国消费增长持续平稳进行，在 2010 年第 3 季度，从消费的整体规模看，已经恢复至金融危机之前的水平，预计在 2010 年第 4 季度将超过金融危机之前的最高水平。第 4 季度，消费同比增长 4.4%，也算是较高增长水平。

工业部门的产能利用率已经实质性恢复。从美国整体的产能利用率看，从 2009 年中期的 65% 已经持续增长至 2011 年 1 月的 74%，其中制造业产能利用率已经达到 76%。由于前文已经提及，金融危机前后，美国资本形成方面出现连续 12 个季度的负增长，即工业生产中的产能扩张是受到约束的，部分旧有产能可能被被淘汰，而新的产能并没有得到资本形成的支持。为此，目前的产能利用率已经较高，很难在现有较低的产能规模上继续大幅扩大产能利用率。

就业情况开始好转，这是美国经济最超乎市场预期的热点。美国劳工部在 3 月初公布的报告显示，经过季节性调整，在截至 2 月 26 日的一周内，美国首次申领失业救济人数环比下降 2 万，降至 36.8 万，是自 2008 年 5 月以来的最低水平。从失业率看，美国今年 2 月份失业率连续第三个月下降，探低至 8.9%，为 2009 年 4 月以来的最低水平。

图 5：美国增长弹性显现，失业率开始走低



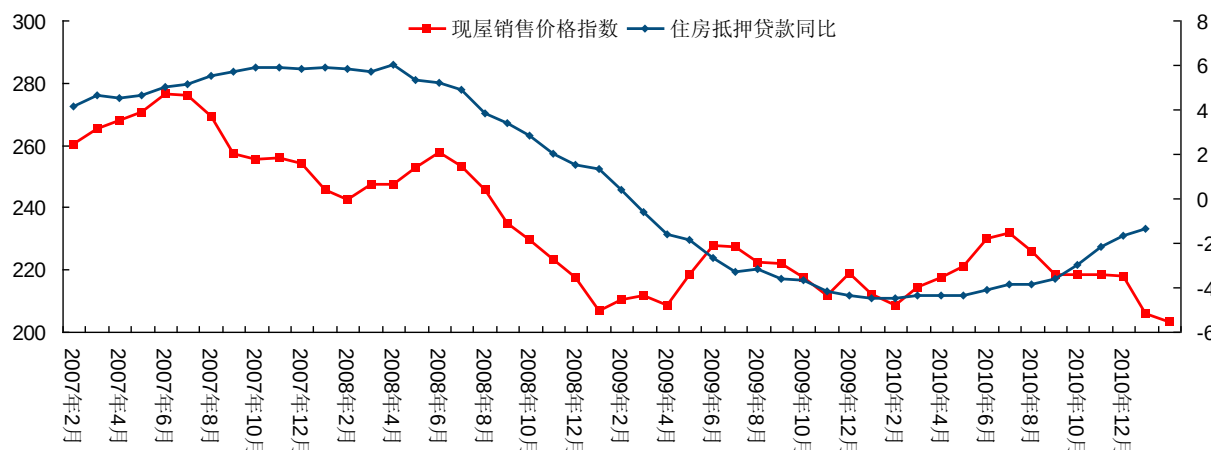
资料来源：Bloomberg

2、去杠杆仍在进行，进程加快

相对于制造业的良好复苏，房地产业仍然处在一个去杠杆的过程，但美国房地产有毒资产的存量规模不大。根据 IMF 的统计，本次危机大概产生 4.1 万亿美元的有毒资产，其中美国有 3 万亿左右。截止 2010 年底，美国仍有 1 万亿美元的有毒资产需要处置，其中主要是房地产抵押贷款资产，特别是私人部门的抵押贷款。

去杠杆进程加快。根据我们的考察和调研，美国加州的银行开始用加速资金回流的方式来处置有毒资产，比如加州一套房子市价是 35 万美元，但是抵押贷款为 50 亿美元（零首付），即是资不抵债的情形，房主还贷压力很大而又无法立即转手卖出，就会出现暂停或停止还贷。银行现在安排一个买家，以略低于市场价格与房东成交，比如 33 万美元，新房东以 33 万获得房屋的产权，而银行获得 33 万美元现金流，原有房东出让产权同时与银行结束债务债权关系。这个过程中，房屋价格是在下降的，但抵押贷款规模应该是上升的，目前数据支撑我们的判断，即去杠杆进程在加快。

图 6：美国房价仍在下跌，但贷款增长相对显著



资料来源: Bloomberg

3、新投资周期尚在孕育

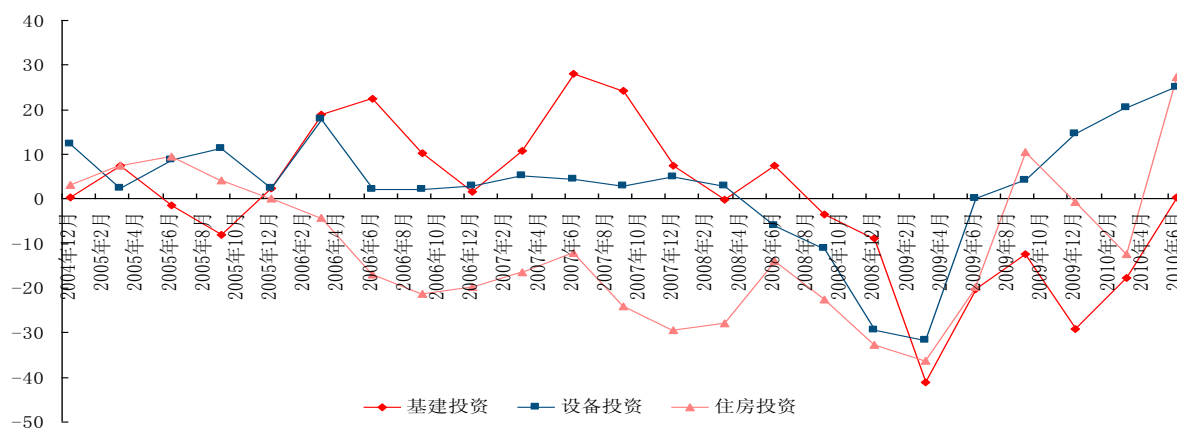
从美国目前的产能看，美国的工业产能以及制造业产能，在金融危机之后都有所下滑，至 2011 年都没有实质性的复苏，也就是说没有新增产能的明显扩张，为此，产能利用率的提高是基于原有产能的基础之上，如果新增产能没有明显提高，那产能利用率的边际将逐步逼近。

产能扩张是未来美国经济增长的重要所依，也是美国经济弹性的重要体现。如果说，2009 年以来，美国经济弹性的发挥是依靠出口的大幅增长，那未来美国经济弹性则可能体现在资本形成方面，特别是固定资产投资中的基建建筑和设备投资。从主导产业的分析看，这涉及到美国的两个主导产业，即房地产业以及制造业，从产业演进的视角出发，这是极有可能的。

从周期演进的逻辑出发，美国开启新一轮资本投资周期是有周期演进力量基础的。如果以 2001 年作为新一轮资本投资周期的开启，以 2009 年作为结束，那美国正好演绎了一轮经典的资本投资周期，这个周期的高点是 2006-07 年，周期的逆转就是次贷危机的爆发，而低点就是 2010 年第一季度。为此，如果按周期的演进，2011 年是美国原有资本投资周期向新一轮资本投资周期的转换期。至于能否有效转化，仍然需要观察，特别是私人

部门的投资。

图 7：美国私人投资尚未实质性启动



资料来源: Bloomberg

分析师介绍

吴旻：策略分析师，研究领域为海外市场。专注于在基本的分析框架中融入区域比较与历史比较的实证研究路径，从中归纳规律与思辨发展，据以预判宏观经济的发展与资本市场的变化。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。